



ACUERDO CON EL FMI: ANÁLISIS DE LAS METAS DE LA TERCERA REVISIÓN

Déficit fiscal, emisión monetaria y acumulación de
reservas a septiembre 2022

Octubre 2022

INTRODUCCIÓN: una vez adentro del acuerdo, cumplir siempre es mejor que no cumplir

En el marco de la Línea de Facilidades Extendidas otorgada a nuestro país por el Fondo Monetario Internacional (en adelante EFF y FMI, respectivamente) reviste una importancia sustancial para la economía argentina el seguimiento de los criterios de ejecución plasmados en dicho acuerdo.

A diferencia de su actuación en 2018 cuando el organismo adoptó un criterio de acceso excepcional y otorgó al gobierno de Juntos por el Cambio un monto superior a la cuota correspondiente a la Argentina, en este caso el FMI no hizo mayores concesiones a nuestro país y otorgó una línea de refinanciación genérica.¹

Desde CEPA hemos realizado consideraciones críticas sobre las características de la negociación y del acuerdo alcanzado oportunamente entre la Argentina y el FMI. No se deduce que, de cumplirse el mismo, los problemas estructurales que aquejan al país tengan una vía de solución.

Sin embargo, una vez dentro del acuerdo de Facilidades Extendidas el cumplimiento de las metas establecidas pasa a ser fundamental dado que, como se mencionó en informes previos de CEPA, los desembolsos futuros se encuentran condicionados al cumplimiento. Vale recordar que el EFF funciona "calzando" los vencimientos de deuda con el organismo, con desembolsos del propio FMI, siempre y cuando se hayan cumplido ciertos criterios establecidos en el acuerdo.

A nuestro entender, cumplir esos "criterios" no garantiza *per se* bajar la inflación, ni crecer, y menos aún distribuir con equidad. A la inversa, el riesgo de incumplimiento coloca a la Argentina a las puertas de un nuevo episodio de desconfianza protagonizado por "los mercados" y desataría una crisis financiera aún mayor.

A continuación, realizamos un análisis pormenorizado de cada uno de los Criterios de Ejecución (es decir, las metas que de no cumplirse trabarían un desembolso) al tercer trimestre del año en curso, a fin de concluir qué tan lejos o cerca está el Gobierno de cumplir el acuerdo y evitar una crisis de deuda.

1. CRITERIO FISCAL: Batakis frenó la inercia y Massa se encamina a cumplir la meta

El acuerdo con el FMI establece como techo máximo del déficit del Sector Público Nacional de base caja el equivalente al 2,5% del PBI en pesos para 2022. Del mismo modo que el resto de las metas, ésta se descompone en metas trimestrales.

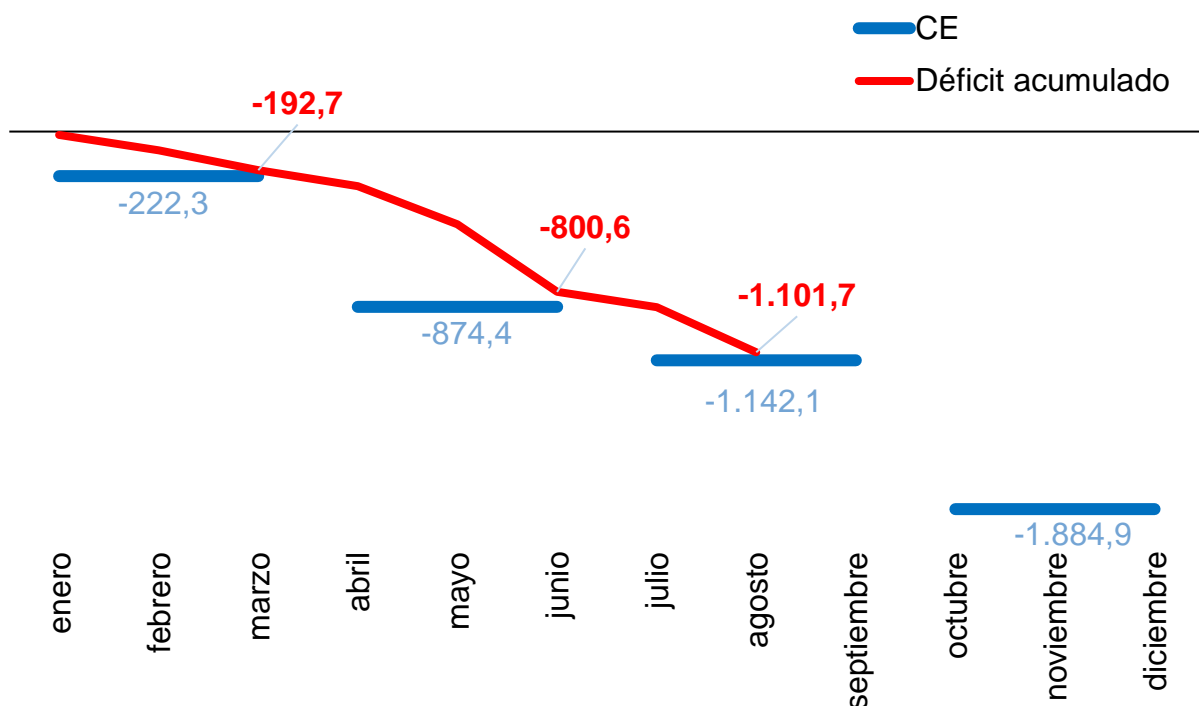
La meta del segundo trimestre se cumplió por escaso margen y ese cumplimiento se logró por la utilización de tres recursos contables:

¹ Por cierto, se desconoció la corresponsabilidad entre el gobierno encabezado por Macri y el FMI en la crisis económica argentina desatada en 2018 y 2019. Link: <https://www.centrocepa.com.ar/informes/308-la-corresponsabilidad-del-fmi-en-la-crisis-argentina-2018-2019-lo-que-no-vas-a-encontrar-en-la-revision-del-organismo-sobre-el-prestamo-otorgado>

- Se reasignó la descomposición trimestral para dar más margen al segundo trimestre. Esta "herramienta" permite cumplir a la fecha del cierre del tercer trimestre 2022, pero al no cambiar la meta anual, genera más dificultades para los meses que siguen.
- Se recalculó el PBI nominal con una inflación superior a la proyectada, lo cual modifica, por ende, el déficit objetivo medido en pesos corrientes.
- Se "patearon" todos los pagos de caja, generando un salto importante en la deuda flotante (ver siguiente criterio) y permitiendo cumplir la meta (que se mide en base caja).

Estas herramientas permitieron salvar la meta del segundo trimestre, pero dejaron serios problemas para los trimestres siguientes. En este punto, es importante recordar que en el primer mes del tercer trimestre se cambió el equipo económico. Así entonces, en julio, la asunción de Batakis implicó una mejora sustancial en el ritmo del déficit que volvieron a dar aire a la meta. Ya en agosto, con otra gestión, el equipo del ministro Massa profundizó ese camino y, si bien la meta luce muy compleja, el Gobierno podría cumplir ya que cuenta con dos herramientas adicionales (ingresos de dólar soja y mayor PBI), que se explican más adelante.

Gráfico 1. Saldo fiscal del SPN base caja y CE del acuerdo
(En miles de millones de ARS)



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía e IMF.

Si bien todavía no tenemos los datos fiscales de septiembre, el margen que la meta fiscal deja es de tan sólo ARS 40.000 millones de déficit en el mes. Para tener una

noción del bajo valor de ese importe, vale considerar que en general en septiembre de un año normal el déficit mensual alcanza aproximadamente unos ARS 200.000 millones (a pesos de hoy).

Cuadro 1. Saldo fiscal del SPN base caja en septiembre de años 2017 a 2021
(En millones de ARS de hoy)

| Año/Mes | septiembre |
|-------------------------------|-----------------|
| 2017 | -242.973 |
| 2018 | -126.020 |
| 2019 | -91.103 |
| 2020 | -439.455 |
| 2021 | -200.706 |
| PROMEDIO 2017-2021 | -226.655 |
| PROMEDIO sin 2019-2020 | -200.906 |

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía e INDEC.

Entonces, ¿por qué somos tan optimistas respecto de esta meta? Básicamente por dos motivos:

1. En septiembre se computan los ingresos extraordinarios por retenciones a la soja (con un dólar de ARS 200).
2. Es probable que, presentado el presupuesto con una inflación del 95% para 2022, el Gobierno pueda volver a solicitar un ajuste nominal del PBI que modifique nuevamente las metas en pesos.

Cuadro 2. Estimación de recursos fiscales extra para septiembre
(En miles de millones de ARS)

| Categoría | Sin actualizar criterio | Actualizando criterio |
|-------------------------------------|-------------------------|-----------------------|
| Déficit acumulado a agosto | -1.102 | -1.102 |
| Meta a septiembre | -1.142 | -1.266 |
| Margen para déficit septiembre | -40 | -164 |
| Déficit para un "septiembre normal" | -201 | -201 |
| Diferencia a converger | -161 | -37 |

| | |
|--------------------------------------|------------|
| Aporte RETENCIONES normal | 134 |
| Aporte RETENCIONES soja 200 (USD 7b) | 462 |
| Diferencial positivo | 328 |

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía, BCRA e INDEC.

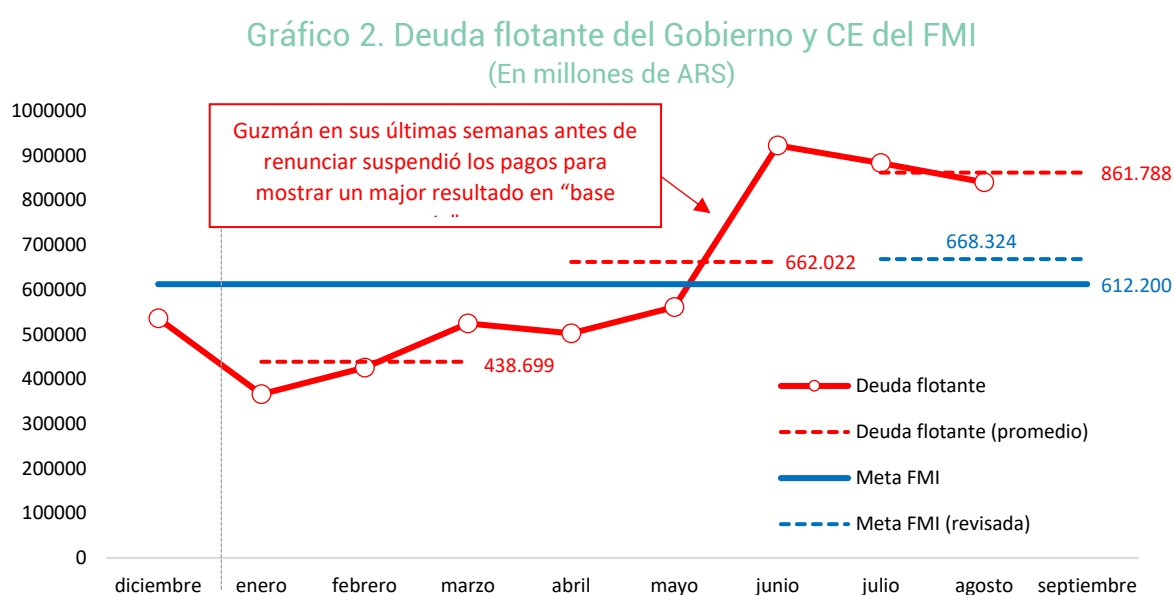
En el cuadro anterior se aproximan valores que podrían tomar ambos fenómenos, cuestión por la cual el mismo podría ser cumplido sin mayores sobresaltos, incluso si no hubiera revisión nominal del criterio.

2. CRITERIO DEUDA FLOTANTE: Guzmán dejó un problema significativo y las mejoras pueden no alcanzar

Tal como mencionábamos en el criterio anterior, la medición del déficit por parte del FMI se realiza sobre el saldo de base caja. Esto implica que, si el gobierno devenga un gasto, pero no lo paga efectivamente, dicho gasto no tiene impacto en la meta fiscal. A fin de evitar que el gobierno abuse de esta herramienta para cumplir la meta de déficit (base caja), el acuerdo establece un límite a la deuda flotante del Estado, que no es otra cosa que el stock acumulado de todo el gasto que se devengó, pero aún no se pagó. La idea del FMI es que la misma no pueda crecer en el 2022 más allá del 0,8% del PBI (valor al que se encontraba en diciembre de 2021).

El cumplimiento de este criterio para la tercera revisión resulta difícil debido a que el segundo trimestre dejó un punto de partida muy elevado. En relación con esa segunda revisión, el staff del FMI no hizo comentarios, por lo que entendemos que el mismo se consideró cumplido.

Lo que se observa en el gráfico a continuación resulta sólo una aproximación a los datos reales dado que no contempla la información promedio diaria del trimestre (información que no es pública) sino la información mensual y, por lo tanto, la suba fuerte de la deuda flotante los últimos días de la gestión Guzmán se percibe moderada por el promedio trimestral sin ilustrar con precisión la inercia que dejó para el trimestre siguiente.



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía, OPC, INDEC e IMF.

En relación con el cumplimiento del criterio para la próxima revisión (la tercera), si bien aún resta conocer el dato de septiembre (y el mismo podría ser muy positivo por lo mencionado en el apartado anterior), en la actualidad luce como el criterio más desafiante para esta etapa, dado que el cumplimiento implicaría una reducción de la deuda flotante en torno a los ARS 200 mil millones considerando el último valor (es decir, dejando de considerar el promedio). Al respecto, vale destacar que con la llegada

de Batakis se observó un importante cambio de tendencia, lo que el FMI suele considerar como positivo a la hora de otorgar waivers o cambiar criterios.

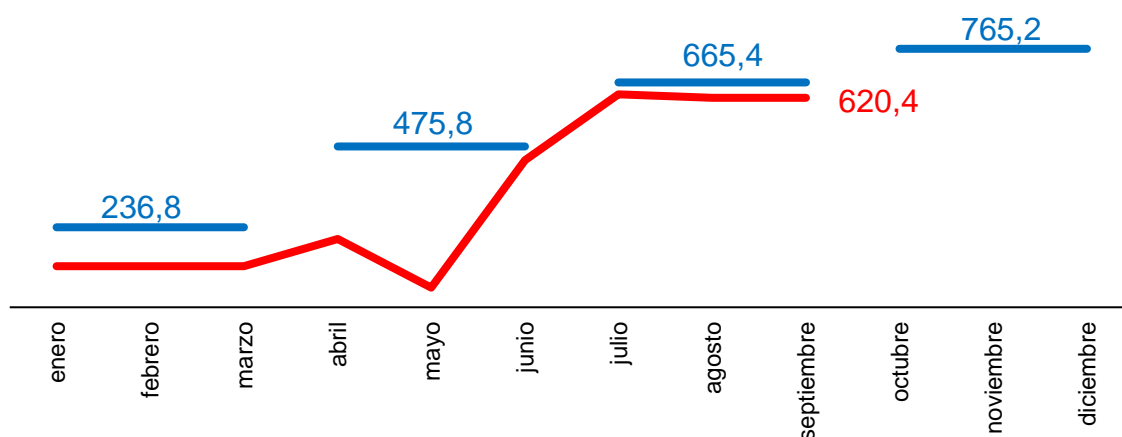
3. CRITERIO EMISIÓN MONETARIA: el canje de deuda realizado por Massa despejó vencimientos

Otro criterio relevante del EFF tiene que ver con la financiación monetaria del Tesoro por parte del BCRA de manera directa: vía transferencia de utilidades, adelantos transitorios o por la participación del BCRA en las colocaciones primarias.

Vale destacar que cualquier otra vía de emisión que financie al Tesoro de manera directa o indirecta, no es limitada en el acuerdo. Por ejemplo, cuando el Gobierno monetiza los DEGs que le otorgó en términos netos el FMI, esos pesos emitidos por el BCRA no suman al techo de emisión. Del mismo modo, cuando el BCRA emite pesos para comprar deuda del Tesoro en el mercado secundario, no hay límite aplicable, indistintamente de si esos pesos terminan luego en el Tesoro o si incluso perteneciesen a tenencias de entidades públicas.

Como se observa en el siguiente gráfico, la situación heredada por Batakis y luego por Massa, era crítica.

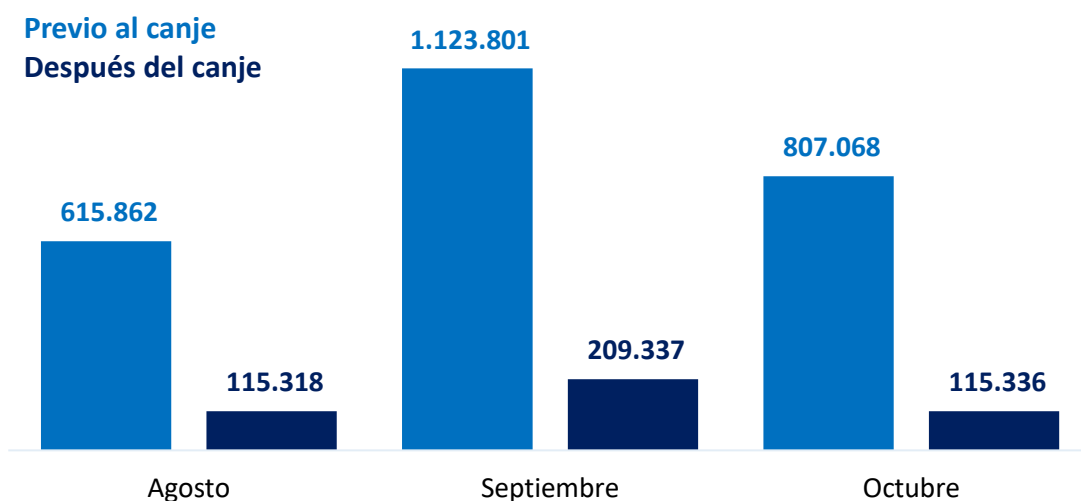
Gráfico 3. Financiación monetaria y CE del FMI
(en miles de millones de ARS)



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía, BCRA e IMF.

Sin embargo, la recuperación del financiamiento neto en el mercado y el posterior canje de deuda realizado por el equipo de Massa lograron despejar los vencimientos de deuda y poder obtener pesos en el mercado. De esta forma, al no tener vencimientos e ir convergiendo fiscalmente, no hubo necesidad de volver a recurrir a la emisión en el trimestre.

Gráfico 4. Vencimientos de deuda en ARS por mes, pre y post-canje
(en millones de ARS)



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía.

Hacia adelante, el último trimestre vuelve a lucir desafiante no tanto por la dinámica fiscal, que puede ser atendida usando el nuevo límite trimestral, o por la monetización de los DEGs remanentes, sino porque los vencimientos de deuda del último bimestre del año son muy elevados y conseguir financiamiento neto en dichos meses se muestra complejo.

4. CRITERIO RESERVAS INTERNACIONALES: el “dólar soja” fue un éxito y se habría alcanzado la meta sin necesidad de “contabilidad creativa”

Uno de los criterios de mayor relevancia es la acumulación de reservas internacionales netas (RIN) por parte del BCRA. Para simplificar el análisis, mediremos el criterio como un nivel de RIN de piso y no como “acumulación desde diciembre de 2021”, dado que dicha visualización no es tan ilustrativa. En concreto, el FMI impone al país una acumulación de USD 5,8 mil millones a fin de 2022, lo que implicaría llegar a un nivel de reservas de USD 8,1 mil millones para fin de año.

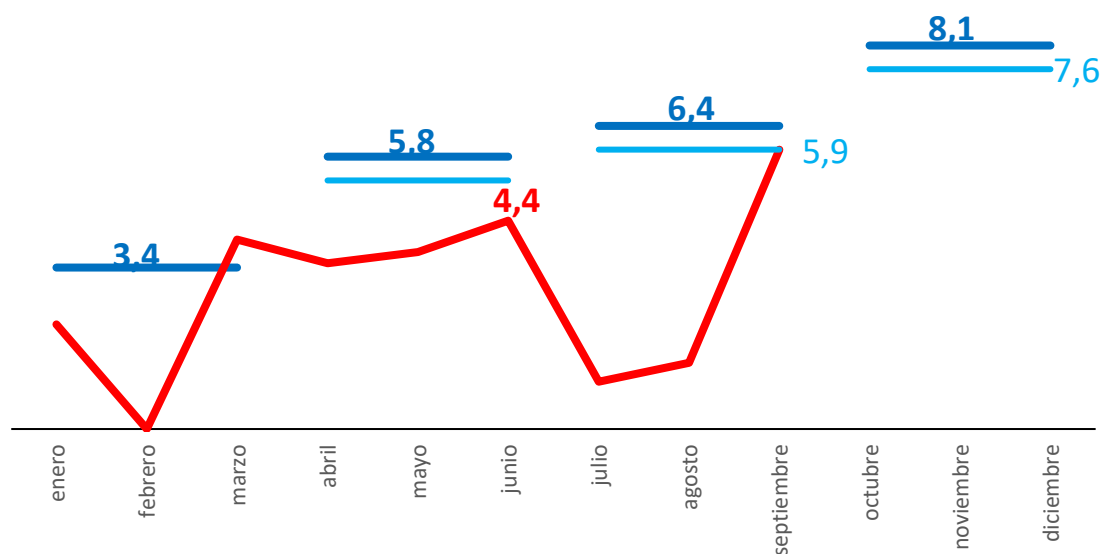
Tal como advertimos en medios durante estos meses, el staff del organismo confirmó que la meta del segundo trimestre no se habría cumplido (que consistía en alcanzar, al menos, los USD 5,3 mil millones). Según fuentes extraoficiales el incumplimiento habría sido tan sólo por USD 300 millones, aunque según nuestros cálculos el faltante habría sido aproximadamente de USD 950 millones. Lejos de eso, y peor aún, luego del no cumplimiento en ese trimestre, se dio un proceso de fuerte deterioro en la posición de divisas del BCRA que lo llevó a requerir la acumulación de USD 5 mil millones en un mes para lograr llegar a USD 5,9 mil millones.

Sin embargo, y como se observa en el siguiente gráfico, la situación cambió drásticamente con la implementación del dólar soja. Apenas implementada dicha política advertimos, desde CEPA, que el ritmo al que se había desempeñado la medida

durante la primera semana podría permitirle al gobierno llegar a cumplir la meta de RIN. No nos equivocamos.

Vale destacar que este cumplimiento no incluyó finalmente el aporte del BID por USD 500 millones al último día de septiembre. El acuerdo con el FMI establecía que los organismos pondrían USD 1.349 millones los primeros tres trimestres de 2022 y que de no hacerlo se podría reducir la meta, pero hasta USD 500 millones.

Gráfico 5. Reservas Internacionales Netas (a fin de cada mes) y CE del acuerdo con el FMI (en miles de millones de USD)



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía, BCRA e IMF.

Con la información disponible actualmente y luego de realizar el “ajuste” mencionado anteriormente, nuestro cálculo ubica las Reservas Netas Internacionales dentro del rango de la meta establecida por el FMI: entre USD 5,9 y 6,4 mil millones. Este valor se obtiene sin considerar el desembolso comprometido por el BID que, de confirmarse esta primera semana de octubre, podría mejorar tal resultado. Creemos que tal desembolso no será necesario para el cumplimiento de esta meta.

Si bien el cálculo siempre es una aproximación (debido a la gran cantidad de fuentes que se usan y por su metodología residual), con los datos actuales podemos concluir que esta meta (hace un mes “imposible”) se habría alcanzado casi exclusivamente por el “dólar soja”, que totalizó una liquidación superior a los USD 7 mil millones, de los cuales el BCRA pudo retener alrededor de USD 5 mil millones.

5. CONCLUSIÓN

A modo de conclusión, el trabajo de estabilización realizado por el equipo económico de Batakis y su posterior profundización por parte de Massa lograron mejoras sustanciales en todos los frentes y volvieron a colocar a la economía argentina en el carril del cumplimiento del acuerdo. Con ello, la posibilidad de anclar las expectativas hacia adelante vuelve a ser considerable.

En relación con lo técnico, creemos que el criterio de Deuda Flotante es el único que requerirá un tratamiento particular (ya sea, una modificación, pedido de waiver o flexibilización) para la tercera revisión correspondiente al cierre de septiembre 2022. Sin embargo, dicha negociación no debería presentar mayores inconvenientes: el Gobierno podrá mostrar mejoras sustanciales en este tópico además del cumplimiento del resto del programa en tan solo 1 mes de trabajo.

En lo operativo, y como fue desarrollado en el informe, la segunda revisión nos ubica en un escenario de descalce peligroso, típico de los EFF: Argentina pagó los vencimientos del tercer trimestre con reservas propias y recién recuperará esos dólares el 7 de octubre, cuando el board del FMI apruebe el desembolso de la segunda revisión. Con la tercera revisión, sucederá algo parecido: el staff analizará los criterios a partir del 10 de diciembre de este año, por lo que el desembolso por más de USD 5.700 millones se recuperaría recién en 2024 (nuevamente el país deberá pagarle al organismo USD 5.600 millones con reservas propias). En este sentido, el buffer otorgado por el FMI para este descalce debería ser siempre acompañado con reservas netas propias para evitar quedar en valores negativos durante los pagos. Si bien no es más que un descalce operativo, el mercado puede aprovechar esa ventana temporal para presionar al gobierno por una devaluación, por lo que contar con reservas extras al colchón del FMI sería de vital importancia.

En los meses que siguen, el cumplimiento de las metas del último trimestre del año reviste nuevamente un carácter desafiante: Argentina deberá continuar reduciendo la inercia fiscal (ya a un nivel más acelerado), moderando la emisión monetaria y acumulando reservas (otros USD 1.700 millones).