

Memorándum de entendimiento

Lo que resuelve

- **DEFAULT. El acuerdo permite despejar el esquema de vencimientos impagables y evitar caer en default.** Se refinancian vencimientos de 40 mil millones concentrados en los próximos 3 años.
- **DEUDA DE OTROS ORGANISMOS. Despeja un horizonte incierto respecto de los acuerdos con Club de París y con organismos multilaterales como BID y BM.** Como parte del acuerdo se comprometió el financiamiento neto de otros organismos internacionales por USD 2.600 millones en 2022 y la reestructuración de la deuda con el Club de París generando un ahorro de divisas por otros USD 1.279 millones este año.
- **Dato importante:** se podría utilizar hasta el 0,2% del PBI de los fondos obtenidos por financiamiento externo, aumentando el gasto en esa magnitud por fuera de la meta.
- **RESERVAS. El primer desembolso (de USD 9.800 millones) permite un colchón de reservas netas. Si bien unos USD 3.600 deberán ser utilizados para pagar los vencimientos de marzo y abril, el saldo permite engrosar reservas (corresponden a la devolución de los DEG's y unos UDS 2.000 adicionales).** Los desembolsos de otros organismos ayudan en el mismo sentido (USD 2.600).
- **REFORMAS ESTRUCTURALES. El acuerdo no incluye reformas regresivas de carácter estructural** como las reformas laboral y previsional, que en distintas experiencias históricas y en casos concretos de EFF han sido el requisito inevitable de estos programas de financiación.

Cuestionamientos al acuerdo

- **REDUCCION DEL DÉFICIT POR AJUSTE DE GASTO.** La meta de déficit de 2,5% (desde el 3,5% de 2021, sin Aporte Extraordinario de Grandes Fortunas) se logra mayoritariamente por reducción de gasto: al ajuste en tarifas, que aporta 0,6 p.p. se le suma 0,2 p.p de reducción de transferencias a provincias y empresas públicas. Por el lado de ingresos, el revalúo inmobiliario aporta 0,1 p.p, y bienes personales otro 0,1 p.p. Adicionalmente, el ministro mencionó que el cambiante escenario internacional no habría modificaciones el esquema de aumento tarifario,

pero dio a entender que la meta fiscal debe cumplirse, por lo que podrían sumarse recortes (no hay mecanismo previsto).

- **AUSENCIA DE OPCIONES DE REDUCCIÓN DEL DÉFICIT POR MÁS RECAUDACIÓN EN SECTORES PUDIENTES.** El acuerdo no implica compromisos de mejoras en la recaudación con el esfuerzo de los sectores más acaudalados, ni la continuidad del Aporte Extraordinario a las Grandes Fortunas ni aumento de retenciones. Ello permitiría asegurar con otros elementos la meta de déficit de 2,5% y subsiguientes¹.
- **SE ENTREGA EL CONTROL DE HERRAMIENTAS MONETARIAS Y FINANCIERAS.** En este sentido es de destacar:
 - Herramientas de intervención cambiaria: se impone el límite de hasta USD 9 mil millones para venta de dólar futuro por parte del BCRA para intervención ante expectativas devaluatorias (corridas). Si bien el monto supera los límites que tiene el BCRA en los mercados y lo que se utilizó en años electorales, impone una restricción a la política monetaria.
 - Se deja por escrito el compromiso de no establecer más regulaciones cambiarias, ni desdoblamiento del tipo de cambio. Es un condicionamiento ante la necesidad de controlar los movimientos del tipo de cambio.
 - Emisión monetaria en 2022 con límite de 1%: equivalente a \$700 mil millones.
- **ESCENARIO DE DEFAULT CADA TRES MESES. El FMI tiene poder de veto ante cada revisión trimestral.** Esto implica una exposición constante al default. Si bien el desembolso previsto en el primer pago permite atender dos trimestres de vencimientos, el esquema condicionado de desembolsos pondrá a la Argentina en un escenario de eventual default trimestral (sujeto a la aprobación de cada una de las 10 revisiones). Es decir, el margen de maniobra del país se acota a las revisiones trimestrales.

Estructura de desembolsos y pagos del EFF

(en millones de DEG)

Instancia	DEGs EFF	PAGOS DEGs	BUFFER
Acuerdo	7.000	2.014	4.986
Revisión 1	3.000	2.527	5.459
Revisión 2	3.000	3.502	4.957

¹ El FMI avaló en el caso reciente de Ecuador la implementación de un incremento del Impuesto a la renta para el que cobra más de USD 2000 (tasa de 15% a 37%), de un Impuesto al patrimonio (para quienes tienen más de 1 millón de dólares, unas 6000 personas, que pagan 1% a 1,5%) y el Impuesto a rentas de Empresas con más de 5 millones de USD de patrimonio (pagan 0,8% por dos años)

Revisión 3	4.500	3.989	5.468
Revisión 4	4.000	3.989	5.479
Revisión 5	3.000	3.989	4.490
Revisión 6	2.500	2.663	4.327
Revisión 7	2.500	2.663	4.165
Revisión 8	800	1.463	3.502
Revisión 9	800	1.463	2.840
Revisión 10	814	488	3.166
TOTAL PROGRAMA	31.914	28.748	3.166

Fuente: CEPA en base al Congreso de la Nación y FMI.

- MONITOREO Estricto.** El monitoreo trimestral no sólo implica riesgo reiterado de default, sino que genera constante incertidumbre. Adicionalmente, el poder que ostenta el organismo en la revisión trimestral a la que se sujetan los desembolsos futuros le permitiría, si quisiera, tener injerencia en la política local a través del condicionamiento de los fondos. La revisión, además, no se acota a las metas, sino que es mucho más amplia e incluye compromisos como:
 1. modificar el presupuesto antes del 15 de abril;
 2. actualizar los valores de las propiedades a finales de septiembre;
 3. mejorar la eficiencia del sistema tributario (reduciendo aún más los impuestos sobre ciertas exportaciones de valor agregado, y evitando aplicar nuevos impuestos a las transacciones financieras que afecten los ahorros domésticos o las inversiones productivas);
 4. realizar y publicar una evaluación de programas de apoyo social a fin de diciembre de 2022;
 5. realizar un estudio sobre sostenibilidad a largo plazo de sistema previsional a fin de diciembre de 2022;
 6. proponer regulación para fijación de prioridades y criterios de selección de los proyectos de inversión a fin de junio de 2022;
 7. establecer una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo a fines de diciembre de 2022;
 8. confeccionar un programa de relación con inversores a fin de julio de 2022;
 9. publicar (el BCRA) un plan sujeto a plazos para simplificar el régimen de encaje legal a fin de junio de 2022;
 10. mejorar el marco de sanciones, –ley penal cambiaria– que será sometida al Congreso a finales de diciembre de 2022;
 11. realizar una auditoría externa ex post sobre el gasto en la COVID-19 publicada como mínimo para fines de junio de 2023;
 12. finalizar y adoptar la evaluación nacional de riesgo de lavado de dinero (LD) para fines de junio de 2022;
 13. publicar de una Estrategia Nacional ALD/LFT está prevista para fines de septiembre de 2022
- FMI OMNIPRESENTE.** Se establece el trabajo conjunto con el staff del FMI y la denominada “cláusula de consulta”. Se establece trabajo conjunto sobre:

1. plan de acción para detectar brechas de cumplimiento y en mejorar la gestión del riesgo de cumplimiento de los principales impuestos internos y derechos aduaneros (fin de agosto de 2022).
2. propuesta para mejorar la presentación de informes financieros y de presupuesto de otras entidades del sector público nacional (fin de junio de 2022).
3. hoja de ruta para converger hacia un sistema de regulaciones macroprudenciales que propicie los flujos de capital estables y sostenibles (fin de diciembre de 2022, *parámetro de referencia estructural*).
4. estrategia de mediano plazo para mejorar de forma duradera la posición financiera del BCRA (fin de diciembre de 2022,).
5. reforma de la legislación sobre lavado de dinero al Congreso para fines de mayo de 2022

Además, se incluye la “cláusula de consulta”, que condiciona la soberanía económica argentina e implica que *“Consultaremos con el FMI sobre la adopción de estas medidas y en forma previa a cualquier revisión a las medidas contenidas en este Memorando, y evitaremos cualquier política que no sea consistente con los objetivos del programa y nuestros compromisos en el contexto de este”*.

- **APRECIACIONES POLÍTICAS.**

- El acuerdo se orienta a “hablarle al mercado” más que a atender la magra situación de ingresos de los argentinos. En relación con el debate sobre formas y criterios de negociación consideramos que la estrategia de negociar sobre “lo que el FMI tiene en la góndola” impidió lograr un escenario favorable a la Argentina. La mención de la titular del FMI (el acuerdo no es peor *“debido a la oposición de la parte más radical de izquierda de la coalición gobernante”*) da cuenta de las posibilidades de presión de nuestro país en la mesa de negociación.
- La diferencia del abordaje sobre el fenómeno de la inflación quedó plasmada en los comunicados del FMI y del gobierno argentino. Mientras que nuestro país hizo hincapié en la multicausalidad y la implementación de políticas de regulación de precios, el organismo no solo no nombro esto último, sino que indico que se reducirá la inflación vía menos emisión/déficit y tasa de interés real positiva. Si bien el memorándum menciona las políticas de regulación de precios, está claro que la respuesta concreta es ortodoxa: reducción de emisión y déficit.
- Mel acuerdo implica una fuerte limitación al uso de la herramienta fiscal, que permitió redistribución del ingreso durante buena parte de los últimos 20 años. En este contexto, surge la duda sobre si este acuerdo permite mejoras sustanciales en materia económica que posibiliten una victoria electoral 2023.

- **SOSTENIBILIDAD. El acuerdo no asegura la sostenibilidad del endeudamiento luego de 2025,** momento en el que, una vez cumplido el

período de gracia, se inicia la etapa de repago del endeudamiento con el FMI, casi en simultáneo en que comienzan a pagarse las amortizaciones de deuda a los acreedores privados. Esto implicará para el país un calendario de pagos promedios en torno a los USD 20 mil millones anuales en el período 2026-2032 (promedio de USD 8 mil millones anuales con FMI y USD 12 mil millones con privados). En ese contexto, con un nuevo gobierno, es probable que Argentina deba reiniciar las conversaciones para revisar la sostenibilidad de su deuda. Esto implica resolver plazos más largos con el propio organismo o estrategias alternativas como el cambio del financista. Vale destacar que en los archivos enviados al Congreso no hay mención alguna a la estructura de repago o devolución de este nuevo acuerdo, lo que es poco regular en este tipo de instancias. Tal como mencionamos en informes anteriores y reconoció el propio presidente en la apertura de sesiones, “el acuerdo no resuelve el tema de la deuda”.

- **CORRESPONSABILIDAD.** No se refleja la corresponsabilidad del FMI en el financiamiento de la fuga de capitales en 2018-2019. Al igual que en su informe de revisión del acuerdo firmado con Cambiemos, hoy el FMI no asume mayores responsabilidades por el fracaso del programa acordado en 2018. Esto no es meramente simbólico, sino que implica de manera directa que el organismo no haya realizado mayores esfuerzos para brindarnos un mejor acuerdo. El eventual fracaso de este programa tendría nuevamente al FMI resguardado de responsabilidad y al gobierno argentino como responsable.

Advertencias sobre la viabilidad del programa económico

- **RESERVAS. Difícil acumulación de reservas netas hacia 2023. Si bien para 2022 esta meta parece cumplible** (un total de 5.800 millones de reservas netas que se conformarían con el saldo neto de las devoluciones de DEG's – unos USD 4.400 – y con aportes de organismos de crédito; no se pueden utilizar swap chino) para 2023 esto parece difícil. Implica acumular USD 4.000 y USD 5.200 adicionales: ¿cómo se cumplen las metas de reservas en 2023 y 2024 sin las posibilidades de repetir el “colchón” de 2022?
- **COMPROMISOS ASUMIDOS (advertencias hacia adelante)**
 - Compromiso de entregar en diciembre de 2022 un proyecto para salir del CEPO.
 - Compromiso de presentar en junio de 2022 un nuevo esquema de ENCAJES (se pretende sacar encajes no remunerados y liberar algo de tasas). “Eliminar gradualmente el encaje no remunerado para los bancos pequeños”. **“Relajar gradualmente el piso de las**

tasas pasivas de los bancos comerciales”

- Compromiso de presentar en diciembre 2022 un análisis de la situación previsional (equidad y sostenibilidad).
- **TARIFAS Y DEFICIT.** Estimaciones preliminares de CEPA indican que el **precio de la energía eléctrica tendrá un piso de incremento del 60% en pesos durante 2022 respecto del 2021**, aún sin tomar en cuenta la reciente suba de los precios de los combustibles en el mercado internacional a causa de la crisis provocada por la guerra en Ucrania. El esquema propuesto en el comunicado fija un tope para la actualización tarifaria del 48% promedio ponderado (contemplando las 3 segmentaciones por su participación en el total). Según estos cálculos, la reducción del déficit por esta vía podría alcanzar a lo sumo el 0,2 p.p. por lo que no se podría cumplir el objetivo de reducir el déficit en 0,6 p.p por esta vía. Asimismo, parece difícil reducir transferencias a empresas públicas (buena parte corresponden a ENARSA) con los actuales precios de GNL a nivel mundial.
- **TARIFAS Y DEFICIT II.** La reducción de subsidios energéticos a través de aumentos segmentados en tres grupos (según el Coeficiente de Variación Salarial de 2021) luce cumplible, pero con impacto en el consumo privado y en el sector productivo (inversión).
- **RECAUDACIÓN Y DEFICIT.** A esta altura del año, el revalúo fiscal podría tendría impacto en 2022 para el impuesto inmobiliario de las provincias, pero difícilmente en el orden nacional. En el ámbito federal, el cambio de aplicaría al ejercicio 2022 pero el impuesto vence el año siguiente y, dado que se tomará en cuenta base caja, el 0,1 p.p debería percibirse a través de los anticipos de Bienes Personales en el corriente año, lo cual resulta dudoso.
- **DÉFICIT EN 2023.** Los dos memorandos presentados hacen foco en 2022, pero explican poco de cómo se alcanzarían las metas en los años subsiguientes. Esto no es menor dado que cumplir la primera parte de la convergencia fiscal resulta siempre fácil de realizar porque la existencia de ciertos gastos flexibles. Pero a partir de 2023 el Gobierno requerirá una estrategia más fina para lograr los objetivos. Sobre ello no hay mención alguna de cómo se hará e, incluso, durante esos años el Gobierno se compromete a quitar regulaciones y liberar tasas de interés, es decir: perderá poder de fuego. Por ejemplo, en relación con la meta de déficit, parece difícil lograr 0,3 p.p de reducción de déficit sólo a través de administración tributaria (la reducción del déficit en ese año debería ser de 0,5 p.p.).
- **SOBRETASA.** Hasta ahora, no hay concesión al pedido argentino de

suspensión de la sobretasa: ¿entonces se paga? Si bien aún es una discusión abierta en el FMI, por el momento Argentina tendría que desembolsar cerca de USD 7 mil millones extrapor los sobrecargos que el organismo impone a nuestro país, que se corresponden a la superación del 187% de la cuota en la magnitud del crédito. El excesivo préstamo en magnitud ha sido una decisión irresponsable del Board del FMI que merece una revisión en su impacto, los sobrecargos.

- **RULO CONTABLE PARA EMITIR.** El acuerdo no deja en claro si los DEG's podrán contabilizarse como ingresos fiscales. En la sección fiscal aparentemente se descartaría esta opción pero cuando refiere a las Reservas Internacionales sugiere que la porción de financiamiento neto (los 3.611 millones de DEGs) podrán contabilizarse como "apoyo presupuestario". De esta última parte se podría interpretar que el BCRA podría emitir contra esos DEGs.
- **ESCENARIO INTERNACIONAL.** No es preciso el mecanismo de definición de escenario base ante cambios bruscos en precios internacionales por la guerra de Ucrania: ¿cuándo y cómo se define ese nuevo escenario? El presente acuerdo se escribió sin conflicto bélico (incluso sin pandemia) y mantiene los mismos criterios. *"Nuestro escenario base está sujeto a importantes incertidumbres, lo que implica que es posible que las políticas tengan que recalibrarse según corresponda"* indica el documento, pero acto seguido menciona que puede afectar negativa o positivamente a la Argentina. *"Los shocks ... (pueden tener) repercusiones negativas en la entrada de divisas y los ingresos fiscales. Pero tampoco se pueden descartar riesgos al alza"*. Como se mencionó, Guzmán reconoce que si cambian las condiciones económicas mundiales, no modifican las metas, y debo recurrir a la reducción del déficit por otra vía. Asimismo, parece lejana la posibilidad de beneficio de nuestro país si Ucrania reclamase la eliminación de la sobretasa dado que el país en conflicto tiene un incremento de su cuota de "sólo" 350% siendo relativamente poco significativo el adicional que abona (se paga por encima de 187,5%).
- **EMPLEO Y SALARIOS.** El acuerdo no incluye pautas salariales ni compromisos de recuperación del poder adquisitivo y, peor aún, parece poner un techo para las paritarias en 2022. Ese techo surge de la estimación mínima y máxima de inflación para el 2022 de 38% a 48%, que contrasta con estimaciones privadas (cercanas a 55%).

Proyecciones económicas del acuerdo

(en % y USD miles de millones)

	2021	Preliminar/Tentativo Proy.		
		2022	2023	2024
Crecimiento del PIB (promedio, %)	10.2	[3.5 - 4.5]	[2.5 - 3.5]	[2.5 - 3.0]
Inflación (fin de periodo, %)	50.9	[38.0 - 48.0]	[34.0 - 42.0]	[29.0 - 37.0]
Saldo primario del gobierno (% del PIB)	-3.0	-2.5	-1.9	-0.9
Cuenta corriente (% PIB)	1.3	0.5	0.4	0.3
Cambio en reservas int. netas (billones de US\$) ¹	-1.5	5.8	4.0	5.2

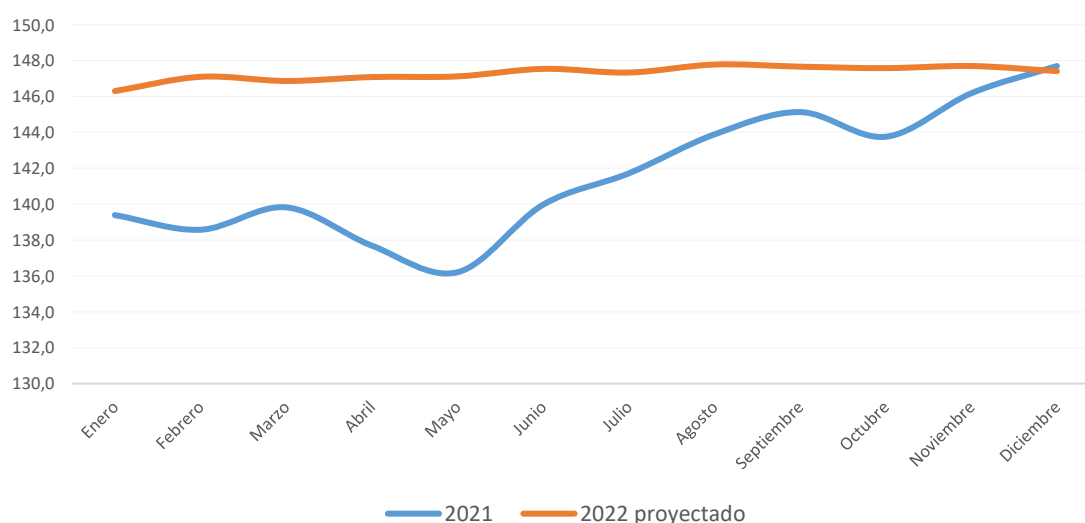
Fuente: CEPA en base al Congreso de la Nación.

En el escenario internacional actual parece difícil la reducción sensible de la inflación por lo que lo más probable es que, tal como sucedió en 2021, las paritarias puedan ganar punta a punta, pero “corran de atrás” todo el año.

En relación con el empleo público, el acuerdo establece que el salario se recuperará a la par de la actividad económica. Esto puede ser interpretado como un logro, ya que el acuerdo no demanda la reducción de salarios ni de la cantidad de empleados estatales, pero, a la vez, y frente a la reducción sensible del poder adquisitivo del orden del 20% durante la gestión de Cambiemos, este esquema también implica un plazo demasiado largo para la recuperación de dicha pérdida.

Adicionalmente, es oportuno mencionar que el crecimiento previsto en las estimaciones no implica una mejora en el nivel de vida de los trabajadores. El crecimiento de 3,5% a 4,5% se produce con sólo sostener el nivel de producción actual (por comparación interanual), por lo que no habría crecimiento para “repartir” porque “ya está repartido”.

PBI 2021 y proyección 2022.



- JUBILACIONES.** Resulta positivo que no se incluya ninguna modificación en la fórmula de movilidad actual, que permite recuperar poder adquisitivo. Pero el acuerdo exige la elaboración, para fin de año, de un

documento que analice la sustentabilidad del sistema, haciendo particular hincapié en edad jubilatoria y regímenes especiales (jueces y diplomáticos en principio). Esto también presenta una doble lectura. Se puede valorar que no implica ningún compromiso inmediato. Pero a la vez, y dado que la reducción del déficit se presenta más difícil en los próximos años, esta evaluación será utilizada en el futuro para forzar a la Argentina a aplicar medidas de ajuste en seguridad social, más aun, a sabiendas de la recurrente mirada del FMI respecto a separar lo contributivo de lo no contributivo.