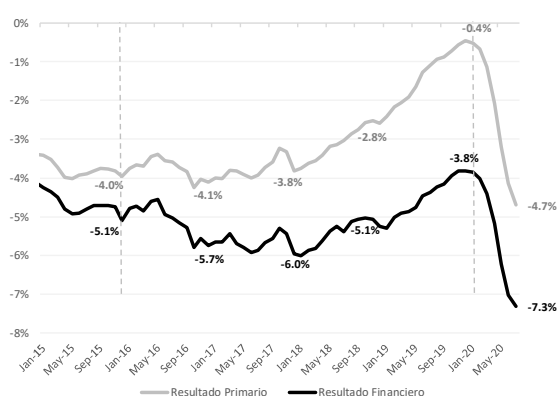


Argentina: Reporte Mensual de Política Fiscal

- El déficit fiscal anual de la Nación a julio alcanzó el 7,3% del PBI, el más alto en más de 30 años.
- El gasto primario real aumentó 10% mientras los ingresos reales cayeron 20% en julio, respecto al mismo mes del año anterior, reflejando el impacto de la crisis del C-19.
- Según el propio Ministerio de Hacienda, se espera que el año cierre con un déficit primario cercano a 8% del PBI.
- El gobierno anunció un acuerdo con los principales grupos acreedores para reestructurar la deuda bajo ley extranjera logrando un importante alivio financiero cercano a U\$S24.000 millones, para lo que queda del mandato de Fernández.

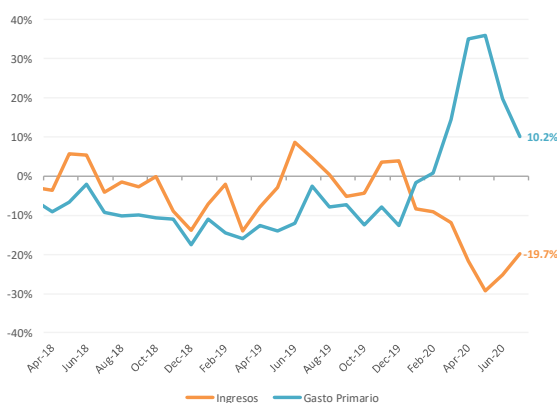
El déficit fiscal alcanzó su máximo en más de 30 años durante los primeros siete meses de 2020, fruto del pleno impacto del C-19. En julio 2020, el sector público nacional registró un déficit primario de \$155.500 millones, acumulando así un déficit en los últimos doce meses de 4,7% del PBI, superando los niveles registrados entre 2015-2017 que a su vez eran los mayores registrados desde 1989 (Gráfico 1). Según las propias estimaciones del Ministerio de Hacienda, se espera para el cierre del año concluir con un déficit primario de 8% del PBI que, de confirmarse, será el segundo más profundo que se tenga registro. En la misma línea, el resultado financiero, luego del pago de intereses de la deuda, acumula en los últimos 12 meses un déficit superior a 7% del PBI, también alcanzando el máximo en más de 30 años. Es importante notar que, desde abril 22, fecha en que Argentina entró virtualmente en default, lleva acumulado un impago de intereses de deuda cercano a U\$S1.000 millones (0,2% PBI). Esta dinámica se explicó por una caída real de los ingresos que llegó hasta el 30% (anual) en mayo y un incremento real del gasto mayor al 35% (anual) en el mismo mes, que comenzaron luego a moderarse en junio-julio (Gráfico 2).

Gráfico 1. Resultado Fiscal Sector Público Nacional (% PBI; prom. móvil 12 meses)¹



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

Gráfico 2. Ingresos y Gastos Primarios (variación anual en términos reales)



Fuente: Elaboración propia en base a Min. Hacienda

¹ Para el cálculo del PBI mensual, se utilizó el promedio móvil de los últimos cuatro PBI trimestrales publicados por INDEC correspondientes a cada mes. Para el segundo trimestre de 2020, todavía sin información, se asumió una variación nominal anual de 22%, en línea con los indicadores adelantados de actividad que se fueron conociendo.

Los ingresos mostraron un muy leve rebote en junio-julio, luego de una caída inédita entre abril y mayo.

Luego de registrar una baja interanual de 30% en términos reales en mayo, los ingresos cayeron 25% en junio y 20% en julio, mostrando una recuperación en el margen, fruto de la gradual apertura de ciertas actividades económicas. Sin embargo, descontando el efecto extraordinario del registro de ingresos de capital por transferencias de ANSES para financiar la Ley de Reparación Histórica en julio 2019, los ingresos hubieran registrado una baja anual de 17% en julio 2020. Los recursos tributarios, que representan más del 90% de los ingresos totales, continúan siendo el principal factor explicativo de la baja de los ingresos fruto del freno económico. Así, el IVA, Impuesto a las Ganancias y las contribuciones a la seguridad social fueron los tributos explican cerca de un tercio cada uno de la caída general de recaudación en julio. Por su parte, los Impuestos Internos y Bienes personales son los únicos que registraron variaciones positivas en julio, de la mano de cierta reactivación y de cambios normativos en el caso de bienes personales.

La parcial reducción de gastos asociados a la emergencia C-19 junto con la contracción real de otros gastos ayudaron en julio a moderar el salto extraordinario de los meses anteriores.

Luego de un inédito incremento real del gasto primario cercano al 35% en abril y mayo, en junio las erogaciones primarias subieron 19% y en julio 10% (anual). La parcial desaceleración fue explicada por la decisión de postergar el pago del aguinaldo a los empleados públicos correspondiente a junio, las menores erogaciones por IFE en julio, que se reanudará en agosto, y menores transferencias a provincias en relación a los registros de abril-mayo-junio. Adicionalmente, otras erogaciones ordinarias, como las jubilaciones, los gastos de funcionamiento y el gasto de capital han reflejado contracciones reales importantes en junio y julio que contribuyeron a la desaceleración real del gasto. En cualquier caso, en lo que va del año los componentes asociados a la crisis del C-19 y los subsidios a la energía -fruto de la continuidad del congelamiento tarifario- son los que explican la totalidad del gasto adicional (e.g. IFE, ATP, Provincias).

Reestructuración de la deuda pública en dólares bajo ley extranjera y local

El Gobierno y los principales grupos de acreedores de bonos emitidos bajo legislación extranjera anunciaron un acuerdo para la reestructuración de dichos títulos. El acuerdo apunta a canjear 21 series de bonos por un monto de USD66.000 millones, que representan cerca del 35% del stock de deuda pública total (neto de tenencias intra-sector público). Aún falta definir algunos detalles legales respecto a la aplicación de las Cláusulas de Acción Colectivas (CACs). En cualquier caso, el plazo para que los acreedores acepten formalmente la oferta se extendió hasta el 24 de agosto.

Luego de 8 meses de negociaciones, se habría llegado a un acuerdo valuado en USD55 de valor presente neto (VPN). Cabe recordar que la primera oferta del gobierno, presentada a fines de abril, tenía un valor estimado para los bonos en dólares de USD40 mientras que las contraofertas de los acreedores que se dieron a conocer en mayo tenían valores superiores a los USD60.

Los últimos cambios a la oferta incluyen el adelantamiento de las fechas de pago y los vencimientos de algunos de los nuevos bonos, nuevas condiciones para el canje por bonos en distinta moneda y el compromiso de introducir algunos ajustes a las CACs que sean apoyados por la comunidad internacional. Las principales características de la propuesta son:

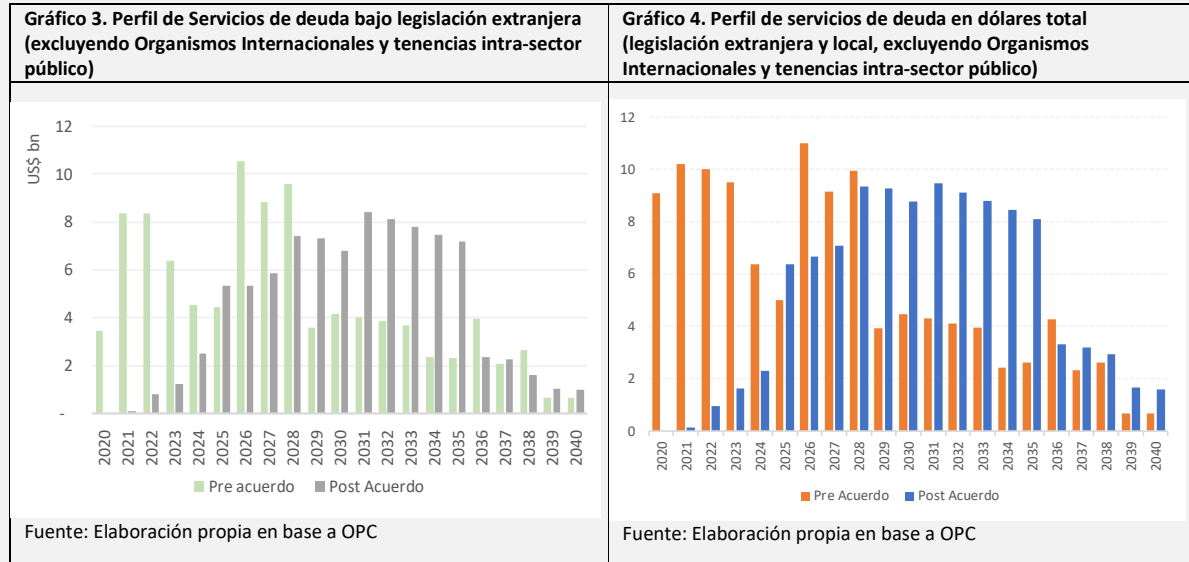
- Los nuevos bonos con vencimiento en 2030, 2035 y 2046 tienen una quita de capital de 3% sobre el valor nominal de los bonos elegibles. El resto de los nuevos bonos (con vencimiento en 2038 y 2041) no tienen quita.
- El cupón de intereses promedio será de 3,75% para los bonos en dólares y 3,11% para los bonos en euros, mientras que la deuda actual tiene un cupón promedio de 6,91% para los bonos en dólares y 5,64% para los títulos en euros y francos suizos.

- Existe un incentivo para los acreedores de aceptar la oferta, respecto al tratamiento de los intereses corridos de los bonos elegibles que serán reconocidos con la entrega de un bono con vencimiento en 2029. A aquellos que acepten la propuesta se les reconocen los intereses corridos de los bonos elegibles hasta el 4 de septiembre (que es la fecha de liquidación de la operación de canje). En cambio, a aquellos que opten por no participar pero que sean arrastrados por la aplicación de las CACs, solo se les reconocen los intereses corridos hasta el 22 de abril.
- Los nuevos bonos comienzan a devengar intereses semestrales desde su fecha de emisión, siendo el primer pago el 9 de julio de 2021.

El acuerdo permitiría un alivio de los pagos de servicios de deuda entre 2020 y 2027 de USD34.000 millones, pasando de USD55.000 bajo el perfil actual a USD21.000 millones luego del canje (Gráfico 3). Parte del alivio hasta 2027 se posterga al período 2028-2036, donde la carga de vencimientos se incrementa USD25.000 millones. El ahorro se concentra en el periodo 2020-2023, por un total de USD24.500 millones.

Por otro lado, el Congreso sancionó la Ley 27.556 para la reestructuración de los títulos denominados en dólares emitidos bajo legislación argentina en las mismas condiciones que los bonos con legislación extranjera. Los títulos bajo ley argentina elegibles para esta reestructuración totalizan un estimado de USD15.270 millones, equivalentes a menos del 10% de la deuda pública total (neto de tenencias intra-sector público).

En suma, asumiendo una reestructuración total de la deuda en dólares tanto bajo ley local como extranjera, el ahorro en el período 2020-2027 llegaría a US\$45.000 millones, concentrado en los primeros 3 años y medio (2020-2023) en que el ahorro llega a US\$36.000 millones (Gráfico 4). Parte de ese alivio es postergado a 2028-2035 en que los pagos aumentan US\$35.000 millones.



Fuente: Elaboración propia en base al informe de la OPC disponible en <https://www.opc.gob.ar/informes/proceso-de-reestructuracion-de-los-bonos-bajo-ley-extranjera-acuerdo-con-principales-grupos-de-acreedores/>.