

LINEAMIENTOS PARA LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

La deuda pública de Argentina se encuentra en una posición insostenible. El costo de refinanciación de la misma se ha vuelto excesivamente alto. Por lo tanto, se requiere un ajuste en los términos de la deuda pública, con un saldo de deuda elegible a reestructurar que asciende a USD 83 mil millones. Esto constituye solo una parte de la deuda pública total pero restaurar su sostenibilidad constituye una necesidad crítica en la resolución de la crisis económica argentina. El gobierno tiene la intención de aplicar los siguientes principios a toda la deuda elegible denominada en moneda extranjera, ya sea emitida bajo la ley local o extranjera.

El objetivo de política es hacer converger la deuda pública a niveles sostenibles, consistentes con:

- (i) perspectivas de crecimiento sostenible para la economía;
- (ii) una trayectoria fiscal razonable a corto y largo plazo;
- (iii) expectativas razonables acerca de futuros costos de refinanciación;
- (iv) supuestos razonables sobre la interacción futura de Argentina con el Fondo Monetario Internacional (“FMI”).

Los principios generales de la política de deuda son:

- (i) poner a la deuda en un sendero sostenible. Esto implica establecer una trayectoria descendente en el ratio de deuda sobre PIB de modo tal que se establezca en el largo plazo, consistente con senderos de resultado fiscal y balanza comercial que se condigan con una recuperación económica sostenida. Aspiramos a alcanzar este objetivo a través de la reducción estructural del costo de financiamiento;
- (ii) permitir que la economía argentina absorba los *shocks* de la crisis financiera que impera desde abril de 2018 y la crisis actual del Covid-19;
- (iii) generar mecanismos de protección contra futuros *shocks* exógenos.

En su marco de sostenibilidad de la deuda, el gobierno no incluirá la deuda en manos de entidades públicas como el BCRA y FGS / ANSES, ya que estas entidades están consolidadas dentro del sector público nacional.

El apéndice resume los supuestos con respecto a los parámetros clave que subyacen al análisis de sostenibilidad de la deuda del gobierno argentino.

Principios de diseño

Las políticas de deuda apuntan a garantizar la sostenibilidad de la deuda con alta probabilidad bajo los supuestos del marco macroeconómico presentado por el ministro de economía. El resultado de las políticas de deuda también debe ser compatible con restaurar su sostenibilidad

los supuestos del FMI, teniendo en cuenta un potencial nuevo programa con Argentina. Esto conlleva los siguientes principios:

1) *Período de gracia*

Dadas las restricciones de la balanza de pagos y la incapacidad de Argentina de regresar a los mercados de crédito internacionales en un futuro cercano, se requiere un período de gracia sustancial para la deuda en moneda extranjera. Este período de gracia es esencial para los años venideros de forma tal de abrir el espacio necesario que permita la recuperación de la actividad real de Argentina después de la serie de *shocks* que ha venido atravesando la economía.

Dadas las incertidumbres de corto plazo, es imperativo restituir las reservas del Banco Central para permitir a la economía argentina absorber *shocks* exógenos. Nuestro plan es alcanzar USD 65 mil millones en reservas internacionales para el año 2024. Se apunta al objetivo de una acumulación adicional de reservas hasta el año 2030, alcanzando un nivel de USD 77 mil millones. Tal incremento de reservas internacionales permitirá una flexibilización ordenada de las regulaciones de la cuenta capitales.

2) *Reducción de cupones*

Con el objetivo de restaurar la capacidad del país de pagar sus intereses de manera continua y sostenible, los cupones a mediano y largo plazo deben reducirse sustancialmente.

3) *Límite en la capacidad de servicio de la deuda en moneda extranjera*

Con respecto al servicio de la deuda en general, teniendo en cuenta el bajo nivel de exportaciones de la economía argentina y contemplando el tiempo que tomará flexibilizar las regulaciones de la cuenta capitales y desarrollar mercados locales de capital en Argentina, debe limitarse el servicio de deuda en moneda extranjera a niveles razonables en el mediano y largo plazo.

Consecuentemente, se consideran extensiones del vencimiento y/o posibles reducciones de los valores nominales de la deuda elegible con el objetivo de lograr un perfil de amortización con costos de refinanciación que permitan a la economía hacer frente a *shocks* adversos.

4) *Mecanismo de recuperación de valor*

El gobierno está considerando varias opciones para mecanismos de recuperación de valor contingentes que permitirían potenciales aumentos en el valor de recupero en caso de materializarse un escenario económico más positivo que el caso base previsto bajo los supuestos del gobierno.

5) *Costo de refinanciación y exit yield*

La sostenibilidad de la deuda está relacionada con los costos de refinanciación a mediano y largo plazo, en particular en los mercados de crédito internacionales. Como tal, la *exit yield* de referencia implícita en cualquier potencial operación de deuda deberá ser coherente con el costo de refinanciación implícito en el marco de sostenibilidad de deuda; cualquier *exit yield* de referencia excesivamente alta sugiere la necesidad de una combinación más fuerte de cupones más bajos, períodos de gracia más largos, mayores extensiones de vencimiento o reducciones en los valores nominales más importantes.

Apéndice técnico

Perímetro de la Deuda

El perímetro de la deuda pública elegible excluye la deuda en manos de las siguientes instituciones públicas:

- BCRA (USD 81,9 mil millones de deuda a fines de 2019, de los cuales USD 15,3 mil millones en forma de deuda de mercado de cambios);
- FGS (USD 35,0 mil millones, de los cuales USD 14,9 mil millones en forma de deuda de mercado de cambios);
- ANSES (USD 0,1 mil millones, sin tenencias de deuda de mercado de cambios).

Supuestos Macroeconómicos

	Unidad	2019	2020*	2021*	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Crecimiento Real del PIB													
Límite superior	%		(1,0%)	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Límite inferior	%		(1,5%)	2,5%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Resultado Primario													
Límite superior	% del PIB		(1,1%)	(0,5%)	(0,0%)	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Límite inferior	% del PIB		(1,5%)	(0,9%)	(0,4%)	0,1%	0,3%	0,5%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Balanza Comercial													
Límite superior	% del PIB		3,8%	2,8%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Límite inferior	% del PIB		3,4%	2,4%	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Reservas Brutas													
Objetivo	USD mil millones		50	54	58	62	65	67	70	72	74	75	77
Tipo de Cambio													
Se supone un tipo de cambio real constante													

* Los escenarios se llevaron a cabo antes del brote de Covid-19. Se considera en este momento que la incertidumbre sobre la actividad económica y el resultado fiscal durante los años iniciales no afectará los escenarios de mediano plazo para los análisis de sostenibilidad de la deuda.

Supuestos de financiamiento

Deuda con Instituciones Financieras Internacionales (“IFIs”):

- Las autoridades del gobierno argentino han estado interactuando constructivamente con el FMI y es la intención buscar un nuevo programa que permita que el préstamo existente con el FMI sea refinanciado hasta que Argentina pueda acceder a los mercados internacionales de deuda a tasas sostenibles.

- Se supone que los repagos de capital de la deuda con las IFI (excluyendo al FMI) se refinancian perpetuamente a la tasa de interés nominal promedio actual.

Deuda a corto plazo en pesos:

- Se supone que el saldo de la deuda de corto plazo en pesos se mantendrá constante en términos nominales en USD.
- Se supone que esta deuda se refinancia anualmente a una tasa de entre 1,2% y 1,5% en términos reales.

Supuestos sobre la combinación de financiamiento a mediano y largo plazo:

- Desde 2027 en adelante, se supone que las necesidades brutas de financiamiento comenzarán a financiarse bajo la siguiente combinación: 40% a través de nueva deuda denominada en pesos y 60% a través de nueva deuda en moneda extranjera.
- Se apunta a reducir la carga de deuda en moneda extranjera a favor de deuda en moneda local, en línea con el desarrollo del mercado de deuda doméstico.

Supuestos de financiamiento de deuda denominada en moneda extranjera a mediano y largo plazo de 2027 en adelante:

- La nueva deuda denominada en moneda extranjera a mediano y largo plazo se supone que se financia a una tasa de interés promedio del 5% en términos reales hasta 2034, y del 4,5% a partir de 2035.
- Se supone que el nuevo financiamiento en moneda extranjera a mediano y largo plazo se realiza de manera proporcional a través de 3 instrumentos de deuda con un vencimiento promedio respectivo de 5, 10 y 15 años (cada instrumento se amortiza en 3 cuotas anuales iguales).

Supuestos de financiamiento de deuda denominada en pesos a mediano y largo plazo:

- La deuda denominada en pesos se supone que se financia a través de diferentes instrumentos ajustables por CER a lo largo de la curva.

LINEAMIENTOS DEL PROGRAMA ECONÓMICO

ESTRATEGIA DE POLÍTICA

El programa económico tiene como objetivo resolver los desafíos macroeconómicos de Argentina. El programa se basa en un enfoque pragmático y flexible, teniendo en cuenta las restricciones del país. La política económica es guiada por el objetivo general de establecer una tendencia sostenida de crecimiento económico y, sobre esa base, abordar los males sociales que han estado afectando al país. Eso implica romper los dolorosos patrones recurrente de *stop-and-go*, auge y depresión, ilusiones y promesas incumplidas que han caracterizado a Argentina. El consecuente proceso de extender el horizonte de planeamiento, público y privado, debe necesariamente facilitar una transición, desde un presente donde la atención se centra en el futuro inmediato, en una economía que ya se encontraba en el medio de una crisis cuando fue golpeada por el *shock* global del Covid-19. Desde el punto de vista del diseño de política, esto implica gestionar con flexibilidad las urgencias inmediatas que surgen en un contexto incierto, mientras se mantiene una perspectiva de largo plazo. El enfoque de esta política reconoce la necesidad de atender las demandas complementarias de estabilización macroeconómica, desarrollo productivo (especialmente en lo que respecta a la producción de bienes comercializados internacionalmente), y de inclusión social, al tiempo que se enfrentan los conflictos que surgirán en el camino. La flexibilidad con un claro objetivo a largo plazo será también la regla aquí.

Al lograr objetivos de políticas claros y realistas, proporcionaremos un entorno macroeconómico estable que a su vez permitirá inversiones a largo plazo y un crecimiento sostenido.

Los desarrollos en curso relacionados con el brote de Covid-19 muestran la importancia de mantener cierto grado de flexibilidad en las políticas ante un mundo incierto.

ESCENARIOS MACROECONÓMICOS

Los escenarios macroeconómicos que hemos establecido reflejan las condiciones necesarias para una sólida recuperación económica, tomando precauciones apropiadas para abordar impactos domésticos o externos adicionales. Estos escenarios también reflejan lo que el gobierno considera que es socialmente aceptable.

- i. Una tasa de crecimiento real estable entre 1,5 por ciento y 2 por ciento, precedida por una primera fase inicial de recuperación con tasas de crecimiento más altas relacionadas con el exceso de capacidad posterior a la recesión.

- ii. Los escenarios de crecimiento son consistentes con una tendencia de crecimiento en las exportaciones correspondiente a una balanza comercial en el rango de 1,4 por ciento a 1,9 por ciento del PIB en el mediano plazo. Consideramos que esta tendencia es un objetivo realista, consistente con el entorno macroeconómico estable propuesto.
- iii. Este escenario propone una consolidación fiscal gradual a partir de un déficit primario del 1 por ciento del PIB en 2019 excluyendo ingresos extraordinarios, alcanzando un equilibrio primario entre 2022 y 2023, para lograr un superávit en el rango de 0,8 por ciento a 1,2 por ciento del PIB en el mediano plazo. Esto resulta compatible con un cambio en la composición de los gastos hacia una mayor inversión pública, así como a mayores ingresos fiscales. El nivel de largo plazo del resultado primario es consistente con los parámetros de recuperación económica.
- iv. El brote del Covid-19 en el año 2020 tendrá un impacto crítico en la economía, debido a las medidas de "distanciamiento social" implementadas en todo el mundo, incluyendo Argentina. Se han adoptado medidas para abordar la crisis del Covid-19 de conformidad con los estándares internacionales y su objetivo es proteger a los sectores más vulnerables de la población y de los sectores económicos. Las estimaciones del impacto del Covid-19 en la economía aún están siendo elaboradas.

POLÍTICA ECONÓMICA

Las medidas de política contempladas son parte de un programa integral que tiene como objetivo garantizar la recuperación de la actividad económica y el empleo, resolviendo los desequilibrios y brindando apoyo a los más vulnerables. Se basa en los siguientes tres pilares: (i) fortalecimiento de la red de protección social; (ii) brindar una resolución ordenada de la crisis de deuda y (iii) Establecer un sendero de consolidación fiscal compatible con un proceso de desinflación gradual.

La Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva (en adelante “Ley de Solidaridad”), aprobada en diciembre de 2019, propone una amplia gama de reformas económicas y sociales. Declaró un estado de emergencia pública, que permanecerá en vigor hasta el 31 de diciembre de 2020, en asuntos económicos, financieros, fiscales, administrativos, jubilatorios, tarifarios, energéticos, sociales y sanitarios. Sancionó la delegación de ciertos poderes legislativos al Poder Ejecutivo para abordar la emergencia social y económica, así como para ajustar el perfil de la deuda pública de Argentina.

Fortalecer la red de protección social

A partir de diciembre de 2019, se establecieron un conjunto de medidas para fortalecer los programas de transferencias para la población con menores recursos y evitar un incremento del desempleo en los sectores más vulnerables del mercado laboral.

Brindar una resolución ordenada de la crisis de deuda

- i. El gobierno ha aprobado un conjunto de herramientas legislativas clave para resolver la situación de la deuda de manera ordenada: (i) la "Ley de Solidaridad" autorizó al Poder Ejecutivo a realizar todos los actos necesarios para recuperar y garantizar la sostenibilidad de la deuda pública de Argentina; y (ii) el proyecto de "Ley de Sostenibilidad de la Deuda" autorizó al gobierno a iniciar el contacto con los acreedores de Argentina para restaurar la sostenibilidad de su deuda pública externa, basado en los principios de buena fe, transparencia e igualdad de trato.
- ii. El gobierno fue autorizado a emitir títulos de deuda al Banco Central por un monto de hasta USD 4,571 mil millones a cambio de reservas para hacer frente a las obligaciones de la deuda argentina denominada en moneda extranjera.
- iii. En los últimos días de enero de 2020, el Ministerio de Economía publicó un cronograma de acciones para la gestión del proceso de restauración de la sostenibilidad de la deuda pública externa.
- iv. A principios de marzo, se decretó el perímetro de reestructuración de la deuda privada en moneda extranjera y se autorizó al Ministerio de Economía a llevar cabo las operaciones de deuda necesarias para resolver la situación actual.
- v. En cuanto a la deuda denominada en pesos, el gobierno ha realizado un significativo avance desde diciembre de 2019. La nueva administración comenzó a emitir instrumentos a corto plazo ("Lebads") vinculados a la tasa BADLAR, a fin de refinanciar la deuda en pesos a tasas sustentables y al mismo tiempo extender los vencimientos. En ese sentido, el gobierno ha canjeado exitosamente aproximadamente USD 5 mil millones de deuda denominada en pesos. Estas operaciones redujeron las obligaciones pendientes denominadas en pesos para 2020 con el sector privado de USD 19 mil millones a USD 12,4 mil millones (disminución del 35%). Además, las tasas de interés en las emisiones de deuda primaria disminuyeron bruscamente de 73,55% en julio de 2019 (la última emisión de instrumentos denominados en pesos realizada por la administración anterior) a 35% en marzo de 2020.
- vi. Miembros del *staff* del FMI visitaron Argentina en dos oportunidades e intercambiaron visiones con las autoridades locales para discutir sus planes y

políticas macroeconómicas. Después de completar la primera misión, el *staff* del FMI evaluó públicamente que la deuda pública de Argentina no es sostenible y que se requieren acciones para restablecer la sostenibilidad con alta probabilidad.

- vii. Luego de completar la segunda misión y a solicitud de las autoridades argentinas, el *staff* del FMI elaboró y difundió un reporte técnico de sostenibilidad de la deuda que analiza las acciones necesarias para restablecer la sostenibilidad de la deuda pública con alta probabilidad. Esta nota presentó un marco macroeconómico factible a mediano plazo y las necesidades brutas de financiamiento, incluyendo el servicio de la deuda en moneda extranjera que la economía argentina puede sostener en los próximos años.

Establecer un sendero de consolidación fiscal compatible con un proceso de desinflación gradual

- i. La política tributaria (incluyendo las medidas contenidas en la Ley de Solidaridad) apunta a contribuir a la sostenibilidad fiscal mediante el fortalecimiento de los recursos fiscales, sin descuidar los objetivos de equidad.
- ii. Se fortalecieron los impuestos progresivos sobre transacciones externas. La legislación introdujo el "Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria", un impuesto especial que grava ciertas transacciones de divisas. Se eliminó la reducción en las alícuotas del Impuesto a los Bienes Personales en vigencia desde 2017 y se introdujo una sobretasa que grava la tenencia de activos en el extranjero, exceptuando a aquellos que repatrian hasta el 5% de sus tenencias. Para el impuesto interno sobre vehículos automotores, se establecieron escalas sobre el precio de venta, imponiendo tasas más altas a los automóviles de alta gama y de lujo (en su mayoría importados).
- iii. Las exenciones impositivas de alto costo fiscal y bajo impacto fueron eliminadas o pospuestas. El decreto que eliminaba el IVA para determinados bienes no fue renovado para mejorar el direccionamiento de este beneficio a través de un sistema de reembolso para sectores vulnerables. La reducción en las contribuciones patronales fue pospuesta (considerando que no tuvo efecto en la creación de empleo) pero se implementaron cambios favorables para las PYMES.
- iv. Se eliminó el impuesto a las transacciones financieras para alentar el ahorro en pesos.
- v. Se implementaron medidas para mejorar el cumplimiento tributario. Se estableció un Plan de Facilidades para PYMES para incentivar los pagos con tarjeta. Asimismo, se introdujo un impuesto al retiro de efectivo.

- vi. En cuanto a los gastos, se dio inicio a un proceso de evaluación de políticas relevantes. El uso de la fórmula existente para determinar ajustes automáticos de los pagos de jubilaciones y pensiones por parte del gobierno nacional fue suspendido por 180 días. El gobierno está analizando actualmente una nueva fórmula de indexación basada en el principio de crecimiento compartido y consistente con el marco macroeconómico presentado por el ministro de economía. La Ley de Solidaridad faculta al gobierno a establecer una nueva fórmula para ser utilizada en el cálculo de los ajustes a las jubilaciones, después de la suspensión temporal.
- vii. La política tarifaria es una de las herramientas para converger hacia un sendero de desinflación sostenible. Los acuerdos de precios y salarios deberían ser consistentes con los objetivos de competitividad e inflación. El Banco Central ha estado llevando adelante una estrategia de reducción persistente en las tasas de interés, consistente con la estrategia macroeconómica integral que apunta a la reactivación productiva y a la desinflación gradual y persistente.
- viii. El objetivo en el horizonte es reducir la tasa de inflación a un solo dígito, por debajo de 5 por ciento anual y minimizar el financiamiento monetario, recuperando el uso de la política monetaria con fines de estabilización macroeconómica. En el proceso de transición hacia el equilibrio fiscal, el sector público recurrirá de manera prudente y decreciente al financiamiento del Banco Central. Es altamente prioritario fomentar la demanda de activos en moneda nacional.
- ix. El esquema corriente de regulación de la cuenta capitales es un instrumento necesario en este momento de emergencia. Las regulaciones actuales serán mantenidas en buena medida en la primera fase del programa de recuperación. El objetivo es suavizar dichas regulaciones de forma ordenada. Las metas de acumulación de reservas internacionales constituyen una condición necesaria para conseguir dicho objetivo.

RESPUESTA DE POLÍTICA AL Covid-19

Argentina tomó medidas tempranas para contener el virus imponiendo una estricta cuarentena. Las medidas de política económica tomadas hasta el momento implican un estímulo fiscal, cuyo monto dependerá de la duración e impactos de la cuarentena. Las siguientes medidas tienen impacto en la situación fiscal:

- i. Aquellos hogares que dependen de actividades informales, los trabajadores domésticos y los trabajadores por cuenta propia que han sufrido pérdida de ingresos recibirán una bonificación por única vez en abril. Además se establecieron transferencias adicionales para familias de bajos ingresos a

través de bonos por única vez a jubilados y beneficiarios de pensiones no contributivas con pensiones mínimas

- ii. Se están ampliando los programas para combatir el hambre.
- iii. Para los sectores críticamente afectados por la cuarentena, como el entretenimiento, el transporte, los restaurantes y los hoteles, el gobierno pagará parte de los salarios y eximirá a los empleadores de las contribuciones a la seguridad social. Se han reforzado los seguros de desempleo para aquellos trabajadores que han sido despedidos sin una causa justa durante este período.
- iv. Los bancos públicos apoyarán a las empresas privadas con crédito subsidiado por hasta 180 días.
- v. La inversión pública se verá impulsada por un aumento del 40% en la asignación presupuestaria para gastos de capital.