

## Interacción entre resultado fiscal, evolución económica y sostenibilidad de la deuda

Esta semana el Gobierno planteó un sendero de resultado primario que considera para restaurar la sostenibilidad de la deuda pública. Puntualmente, se planteó una reducción gradual del déficit primario, partiendo de 0,9% del PBI de 2019 hasta alcanzar el equilibrio en 2023, y niveles de superávit del orden de 0,6-0,8% en los años siguientes. Aun cuando se tomaron una serie de importantes medidas, el resultado previsto en relación al PBI para 2020 no varía significativamente comparado con 2019 debido a la ausencia de ingresos no recurrentes (ventas de activos, entre otros, contabilizados en ese año) y a que la proyección de la situación tomando el fin del ejercicio es bastante más comprometida que el promedio del año.

Analizando otras experiencias de reestructuración de la deuda, se observa que la velocidad del aumento del superávit primario presentada por el Ministro es relativamente baja. Por ejemplo, Uruguay pasó de un déficit primario de 0,9% del PBI a un superávit de 3,5% del PBI entre 2001 y 2006 -aunque se deterioró tras la crisis de 2002 producto de políticas tendientes a mitigar sus efectos sobre el sistema financiero y la recesión. En términos de deuda, la reestructuración de 2003 no incluyó quita de capital ni reducción de intereses. No obstante, la replicabilidad en Argentina es limitada, principalmente por características y circunstancias particulares que presenta el proceso.

Suponiendo que se avanza sobre el sendero definido, resulta importante considerar que, para que el déficit de 2020 sea igual al de 2019, se requirieron un conjunto de medidas para revertir su dinámica. El 0,9% del PBI de déficit de 2019 refleja el balance entre ingresos y gastos de todo el año y oculta una dinámica del gasto muy superior en el segundo semestre de 2019 respecto del primero. En consecuencia, la “punta” de 2019 demandaba decisiones fiscales para alcanzar el magro resultado de un déficit primario en 2020 similar al año anterior.

Teniendo en cuenta esa inercia, a fines del año pasado se aprobó la Ley de Emergencia. Por el lado del gasto, esencialmente se desactivó el mecanismo de indexación automática de jubilaciones y pensiones (representa más del 60% del gasto primario), logrando una reducción del gasto en términos reales. Aún queda pendiente resolver lo que se hará con las tarifas de los servicios públicos -congeladas- y, en consecuencia, con el monto de los subsidios que el Gobierno finalmente otorgará al sector privado. Por el lado de los ingresos, hubo decisiones que apuntaron al aumento de la recaudación de varios tributos, en particular en las retenciones a las exportaciones. Con estas decisiones se incrementó aún más la presión tributaria que de por sí parte de tasas elevadas, con un diseño de impuestos, que incluye tributos muy particulares y, además, una recaudación reducida producto de elevada informalidad.

Daniel Marx

Virginia Fernández

Fernando Baer

Juan Sommer – Consejero

**Quantum Finanzas**

+54 11 4345 0003

Sin embargo, aun en el contexto de convergencia fiscal, el Gobierno seguirá teniendo necesidades de financiamiento para cubrir el déficit primario, obligaciones con organismos multilaterales de crédito y con el Club de Paris (si no se renegocia), y, eventualmente, una parte de los intereses de la deuda que se reestructure. Algunas de las fuentes utilizadas para ello podrían ser:

- **“Impuesto inflacionario”:** aunque su utilización tiene un límite, inclusive en el marco de control de capitales como el actual, la expansión monetaria para comprar las divisas que el Gobierno necesita para pagar las obligaciones en moneda extranjera aportará en ese sentido. Ello significará que habrá que administrar estos efectos, pues el riesgo es una reducción en la base de la “recaudación” de este concepto por caída en la demanda de dinero. Asimismo, para que esto sea posible, será necesario contar con un superávit en el mercado cambiario que pueda ser comprado por el BCRA.
- **Crecimiento económico:** con efectos positivos sobre la recaudación y la estabilización de la relación deuda a PBI. El crecimiento de la economía impacta sobre las importaciones y reduce el superávit comercial que provee los recursos para el pago de los servicios de la deuda. Entonces, se debería producir un aumento en exportaciones u otras mejoras en la cuenta corriente de la balanza de pagos o, también, una mejora sostenida en el resultado de la cuenta capital. Esta es función de confianza y deseable reversión de las salidas de capitales verificadas. Complementariamente, están los flujos de inversión directa y deudas del sector privado.
- **Organismos internacionales de crédito y Agencias Gubernamentales:** incluyendo la revisión del acuerdo con el FMI. En 2020-2021 deberán enfrentarse servicios de deuda por USD 7,2 mil millones promedio (capital e intereses), de los cuales USD 2,2 mil millones corresponden a pagos al Club de Paris en 2020. Si se negocia un nuevo acuerdo con el FMI, se contribuiría a renegociar vencimientos y tasa de interés de la deuda con el Club de París, habilitar nuevos préstamos del BIRF y BID y se podría obtener recursos de esa misma institución.
- **Mercado doméstico:** la renovación de los vencimientos en pesos del Tesoro sirve para estabilizar la economía, captar recursos internos que antes salían de la circulación local y disminuir las vulnerabilidades manifestadas recurrentemente. Ello se condice con minimizar el uso del impuesto inflacionario como fuente de financiamiento. En ese sentido, la credibilidad y el ofrecimiento de alternativas realistas a los inversores son importantes para recrear el mercado de capitales.

En síntesis, transitar el sendero de resultado primario planteado, que implica importantes postergaciones de pagos de capital e intereses, aún en el caso que sea el acordado con los acreedores privados, sería parte de un programa económico consistente que se refleje en una reducción sustancial de la tasa de riesgo aplicable a Argentina, donde se supere la performance de los últimos años.



	Nivel					
	último dato	1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses
<b>Tipos de cambio</b>						
ARS/USD Spot	61,46	60,78	60,06	59,67	54,80	38,21
CLP/USD Spot	791	791	771	777	709	667
COP/USD Spot	3.380	3.416	3.287	3.426	3.429	3.152
PEN/USD Spot	3,38	3,39	3,32	3,36	3,38	3,34
MXN/USD Spot	18,56	18,77	18,78	19,18	19,66	19,26
BRL/USD Spot	4,31	4,32	4,13	4,19	4,01	3,72
Yuan/USD Spot	6,99	7,00	6,88	7,01	7,04	6,77
Yen/USD Spot	109,8	109,8	110,0	108,8	106,4	110,5
USD/EUR Spot	1.084	1.095	1.113	1.105	1.109	1.130

Tasa de variación anualizada					
1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	
1,1%	2,3%	3,0%	12,1%	60,8%	
0,0%	2,5%	1,7%	11,6%	18,6%	
-1,1%	2,8%	-1,4%	-1,5%	7,2%	
-0,2%	1,8%	0,6%	0,1%	1,4%	
-1,1%	-1,2%	-3,2%	-5,6%	-3,6%	
-0,1%	4,4%	2,9%	7,6%	15,9%	
-0,2%	1,5%	-0,3%	-0,8%	3,2%	
0,0%	-0,2%	0,9%	3,2%	-0,6%	
-0,9%	-2,6%	-1,9%	-2,2%	-4,0%	

**Tasas**

Libor 1 m	1,66	1,67	1,67	1,73	2,17	2,48
Libor 6 m	1,71	1,74	1,86	1,92	2,02	2,74
UST 2 años	1,42	1,40	1,57	1,61	1,48	2,49
UST 10 años	1,58	1,58	1,81	1,83	1,55	2,65
UST 30 años	2,03	2,05	2,27	2,30	2,03	3,00

**Índice de Materias Primas Qf (1)**

IMP Qf	102	102	109	106	101	104
Agro (70.2%)	96	97	101	99	94	97
Soja spot (60%)	330	324	341	337	319	332
Energía (11.5%)	116	113	130	129	123	122
Metales (9.3%)	149	147	159	151	150	157

**Índices Bursátiles (en moneda local)**

MSCI Mundo	681	673	670	639	592	578
S&P 500	3.378	3.328	3.283	3.120	2.889	2.746
Euro Stoxx 50	3.845	3.798	3.775	3.712	3.329	3.183
MSCI Emergentes	61.769	61.068	63.154	58.577	54.645	57.305
MSCI Lat Am	100.750	99.310	102.034	95.482	89.689	93.812
Merval	38.394	41.214	41.634	31.852	30.407	37.386
Bovespa	114.544	113.770	117.632	106.557	99.806	98.015

Notas: (1) IMP Qf: Índice de Precios de Materias Primas relevante para el comercio exterior argentino. Metodología y ponderaciones equivalentes a Índice de Materias Primas del BCRA con precio internacionales, fuente Bloomberg.





14-feb-20

## PROVINCIALES ARGENTINA



USD Bond	Maturity	Coupon	Duration	Avg. Life	Amt Outstanding	Next Coupon	Clean Price	Yield	Spread Prov-Sob	Spread Prov-EEUU	Rating S&P/Fitch/Moody's
<b>PROVINCIA DE BUENOS AIRES</b>											
PBA 2021	26/1/2021	10,875	0,6	0,9	250	26/7/2020	53,94	80,0%	2.395	7.854	CC / / Caa2 *-
PBA 2021	9/6/2021	9,95	0,3	0,8	900	9/6/2020	49,58	80,0%	3.193	7.853	CC / / Caa2 *-
PBA 2023	15/2/2023	6,5	1,2	2,0	750	15/8/2020	44,28	41,0%	-611	3.958	CC / / Caa2 *-
PBA 2024	16/3/2024	9,125	1,8	3,1	1250	16/3/2020	46,14	37,0%	339	3.561	CC / / Caa2 *-
PBA 2027	15/6/2027	7,875	3,7	6,3	1750	15/6/2020	43,78	27,0%	292	2.548	CC / / Caa2 *-
PBA Par 2028	18/4/2028	9,625	3,6	7,2	400	18/4/2020	46,98	26,6%	478	2.511	CC / / Caa2 *-
PBA Par 2035	15/5/2035	4	3,8	8,0	446	15/5/2020	44,54	19,7%	-29	1.817	CC / / Caa2 *-
<b>CIUDAD DE BUENOS AIRES</b>											
CABA 21	19/2/2021	8,95	0,9	1,0	335	19/8/2020	100,54	8,4%	-5.150	691	B- / CCC / Caa2 *-
CABA27	1/6/2027	7,5	4,7	6,3	890	1/6/2020	89,96	9,7%	-1.446	821	B- / CCC / Caa2 *-
<b>CORDOBA</b>											
Cordoba 21	10/6/2021	7,125	1,1	1,3	725	10/6/2020	80,42	25,6%	-4.079	2.417	B- / / Caa2 *-
Cordoba 24	1/9/2024	7,45	3,4	4,5	510	1/3/2020	72,99	16,1%	-1.322	1.466	B- / CCC / Caa2 *-
Cordoba 26	27/10/2026	7,125	2,2	3,4	253	27/4/2020	54,45	24,3%	-834	2.293	/ / Caa2 *-
Cordoba 27	1/8/2027	7,125	5,2	7,5	450	1/8/2020	70,23	13,6%	-748	1.209	B- / CCC / Caa2 *-
<b>SANTA FE</b>											
Santa Fe 23	23/3/2023	7	2,1	2,6	250	23/3/2020	82,81	15,3%	-2.320	1.392	/ CCCu / Caa2 *-
Santa Fe 27	1/11/2027	6,9	4,9	6,7	250	1/5/2020	80,57	11,1%	-1.195	961	/ CCCu / Caa2 *-
<b>OTROS</b>											
Mendoza 24	19/5/2024	8,375	2,5	3,3	500	19/5/2020	78,19	17,6%	-1.552	1.618	B- / / Caa2 *-
Chaco 24	18/8/2024	9,375	2,2	3,5	250	18/8/2020	45,99	39,8%	744	3.841	/ CCC / Caa2 *-
La Rioja 25	24/2/2025	9,75	1,9	3,5	300	24/2/2020	47,55	39,6%	731	3.821	B- / CCC /
EERR 25	8/2/2025	8,75	2,9	4,0	500	8/8/2020	65,83	22,3%	-864	2.092	B- / CCC /
Salta 24	7/7/2024	9,125	2,4	3,4	350	7/7/2020	64,05	26,0%	-672	2.458	B- / CCCu /
Neuquén 25	27/4/2025	7,5	3,2	4,2	366	27/4/2020	81,85	13,3%	-1.698	1.193	B- / CCC /
Río Negro 25	7/12/2025	7,75	3,0	4,8	300	7/6/2020	46,05	29,7%	123	2.833	B- / / Caa2 *-
Jujuy 22	20/9/2022	8,625	1,8	2,6	210	20/3/2020	53,71	38,4%	-20	3.696	CCC+ / /
<b>CON GARANTÍA</b>											
Neuquén 28	12/5/2028	8,625	3,3	4,3	349	12/5/2020	95,89	9,9%	-2.017	848	/ CCC /
Chubut 26	26/7/2026	7,75	2,6	3,6	650	26/4/2020	73,83	18,5%	-1.363	1.715	/ CC / Caa2 *-
Chubut 20	1/7/2020	7,75	0,2	0,2	6	1/4/2020	99,72	8,9%	-555	742	/ / B3
Salta 22	16/3/2022	9,5	0,9	1,1	49	16/3/2020	86,68	24,6%	-3.998	2.309	B- / CCCu /
TdF 27	17/4/2027	8,95	2,9	4,0	180	17/4/2020	87,28	13,4%	-1.754	1.196	/ / Caa2 *-

14-feb-20

## CORPORATIVOS ARGENTINA



USD Bond	Maturity	Coupon	Duration	Avg. Life	Amt Outstanding	Clean Price	Var. 07-feb	Yield	Var. 07-feb	Spread Corp-Sob	Spread Corp-EUU	Rating S&P/Fitch/Moody's	Fecha de Call	Precio Call	YTC
YPF 2021	23/3/2021	8,5	1,0	1,1	1000	100,05	-1,1%	8,4%	108	-5.094	698	/ CCC / Caa2 *-			
YPF 2024	4/4/2024	8,8	2,6	3,2	1522	98,65	-0,9%	9,2%	34	-2.958	784	/ CCC / Caa2 *-			
YPF 2025	28/7/2025	8,5	4,2	5,4	1500	92,43	-2,3%	10,4%	57	-2.080	895	/ CCC / Caa2 *-			
YPF 2027	21/7/2027	7,0	5,5	7,4	1000	86,73	-2,2%	9,5%	41	-1.724	805	B- / CCC /			
YPF 2029	27/6/2029	8,5	6,1	9,4	500	98,36	6,8%	8,8%	-106	-1.602	729	B- / / Caa2 *-	27/3/2029	100,0	10,2
YPF 2047	15/12/2047	7,0	10,3	27,8	750	79,66	-2,4%	9,0%	23	-804	742	B- / CCC /			
TECPETROL 2022	12/12/2022	4,9	2,6	2,8	500	98,32	-0,4%	5,5%	18	-3.420	413	/ BB+ / B2 *-	12/12/2020	102,4	9,9
PAE 2021	7/5/2021	7,9	0,7	0,7	333	102,61	-0,5%	4,1%	64	-3.665	263	/ BB- / B2 *-			
PAMPA 2023	21/7/2023	7,4	2,9	3,4	487	93,64	-0,9%	9,6%	33	-2.582	821	B- / / Caa1 *-	21/7/2020	103,7	33,1
PAMPA ENERGIA 2027	24/1/2027	7,5	5,1	6,9	687	88,30	-0,9%	9,9%	18	-1.806	845	B- / CCC+ / Caa1 *-	24/1/2022	103,8	16,5
CGC 2021	7/11/2021	9,5	1,5	1,7	300	94,38	0,1%	13,2%	-1	-4.818	1.180	CCC+ / CCC+ /	16/3/2020	104,8	152,2
GENNEIA 2022	20/1/2022	8,8	1,6	1,9	500	85,45	0,6%	18,0%	-28	-3.875	1.660	/ CCC / Caa2 *-	16/3/2020	104,4	303,0
GEN MEDIT 2023	27/7/2023	9,6	2,5	3,4	336	66,57	-0,5%	24,6%	29	-1.539	2.316	/ CCC / Caa2 *-	27/7/2020	104,8	144,1
AES 2024	2/2/2024	7,8	3,2	4,0	300	85,69	0,4%	12,4%	-10	-2.196	1.105	B- / CCC /	2/2/2021	103,9	29,9
CAPEX 2024	15/5/2024	6,9	3,5	4,2	300	90,46	0,5%	9,7%	-13	-2.384	828	B- / CCC+ /	15/5/2021	103,4	18,4
STONEWAY CAPITAL 2027	1/3/2027	10,0	1,7	4,0	589	52,53	0,0%	36,2%	22	-1.838	3.479	/ CCC *- / Caa2 *-	1/3/2022	105,0	52,2
TGS 2025	2/5/2025	6,8	4,2	5,2	500	93,20	-0,9%	8,4%	22	-2.279	699	B- / / Caa1 *-	2/5/2022	103,4	11,7
TRANSENER 2021	15/8/2021	9,8	1,3	1,5	101	91,87	-0,2%	16,1%	25	-5.025	1.466	B- / WD /	16/3/2020	100,0	128,5
EDENOR 2022	25/10/2022	9,8	2,1	2,7	176	81,29	2,6%	18,9%	-109	-2.672	1.753	CCC+ / / Caa1 *-	16/3/2020	102,4	345,9
GALICIA 2026	19/7/2026	8,3	1,3	1,4	250	96,19	-0,3%	11,2%	30	-5.597	977	CCC *- / / Caa3 *-	19/7/2021	100,0	11,2
MACRO 2026	4/11/2026	6,8	1,5	1,7	400	87,90	0,2%	15,0%	-4	-4.612	1.359	/ CCC- / Caa3 *-	4/11/2021	100,0	15,0
HIPOTECARIO 2020	30/11/2020	9,8	0,7	0,8	281	94,97	-1,4%	16,8%	217	-2.477	1.535	B- *- / / Caa2 *-			
Telecom 2021	15/6/2021	6,5	1,2	1,3	466	99,02	-0,3%	7,3%	21	-6.145	583	/ B- / Caa1 *-	16/3/2020	103,3	62,8
ARCOR 2023	6/7/2023	6,0	3,0	3,4	500	97,32	-0,7%	6,9%	22	-2.830	551	/ B- / B3 *-	6/7/2020	103,0	21,4
MASTELLONE 2021	3/7/2021	12,6	1,2	1,4	200	89,32	-0,3%	22,0%	35	-4.689	2.055	NR / CCC+ /	16/3/2020	103,2	216,7
ARCOS DORADOS 2023	27/9/2023	6,6	3,1	3,6	348	108,80	-1,0%	4,0%	31	-3.067	259	/ BB+ / Ba2			
Adecoagro 2027	21/9/2027	6,0	4,6	5,6	500	101,15	-0,2%	5,8%	4	-2.402	435	BB / / Ba2	21/9/2022	103,0	6,6
AEROPUERTOS 2027	1/2/2027	6,9	3,0	3,6	350	97,61	-0,5%	7,7%	16	-2.750	629	B- / / Caa1 *-	6/2/2022	103,4	9,8
IRSA 2023	23/3/2023	8,8	2,5	3,1	360	94,71	-0,9%	10,8%	36	-2.943	940	B- / B- /	23/3/2020	104,4	113,1
CLISA 2023	20/7/2023	9,5	2,3	3,4	30	48,98	-0,1%	36,9%	17	-611	3.553	CCC / WD /	20/7/2020	104,8	286,4
IMPSA 2020	30/9/2020	10,4	0,0	0,6	390	4,93	12,2%	2219,8%	-808	221.757	221.832	NR / NR /			
AYSA 2025	1/2/2023	6,6	2,2	3,0	500	52,32	-0,7%	33,2%	50	-1.087	3.175	/ CCC / Caa2 *-			