

# Update

# Macro-financiero

11 de marzo de 2022



## HIGHLIGHTS DE LA SEMANA

- Acumular Reservas Internacionales Netas (RIN) es uno de los principales objetivos cuantitativos del nuevo programa con el FMI. Este año se deberán acumular al menos US\$ 5.800 millones (metodología FMI), pasando desde US\$ 1.700 millones a US\$ 7.500 millones.
- El programa facilitaría dos fuentes de acumulación de reservas netas: US\$ 4.432 millones de los desembolsos del propio Fondo, y US\$ 1.389 millones de financiamiento de organismos multilaterales no asociado a proyectos específicos. Entre ambas, se sumarían los US\$ 5.800 millones de reservas netas que pide la meta.
- Podría parecer que la meta de RIN no es exigente, pero hay varias cuestiones para tener en cuenta: no se está partiendo de cero, ya que en los primeros dos meses del año se perdieron unos US\$ 1.500 millones; hay pagos de interés que realizar al FMI y otros organismos internacionales; y el resto de la cuenta corriente del balance cambiario no aportará recursos adicionales, ya que quedaría equilibrada.
- En la cuenta capital también hay otros pagos que realizar. Por eso, el Central deberá acumular alrededor de US\$ 3.800 millones por alguna otra vía para cumplir con la meta RIN: un ingreso neto de capitales para inversiones financieras o productivas, endeudamiento de largo plazo público o privado, o una combinación de ellas.
- La meta de acumulación de reservas para 2022 es un objetivo posible, pero a expensas de una actividad económica estancada: el impacto de la guerra sobre el precio de los *commodities* energéticos, sumados a la meta de acumulación de RIN, dejarían pocas divisas disponibles para importar y crecer.
- Vemos probable un escenario en el que la acumulación de RIN se ubique en torno a los US\$ 4.300 millones, pero la meta se dé por cumplida con un *waiver* vinculado al shock externo post-guerra.
- Previo a la difusión del acuerdo, el Banco Central y la Comisión Nacional de Valores anunciaron dos cambios normativos: uno que flexibiliza los controles cambiarios eliminando el límite de 50.000 nominales para operar títulos en moneda extranjera, y otro que los ajusta, sumando restricciones al giro de divisas de importadores.
- La primera de estas decisiones no tendría un impacto efectivo en la acumulación de reservas en la medida en que el Banco Central siga sin intervenir en la brecha. Por el contrario, el mayor control a las importaciones sí podría alterar la dinámica de las reservas, reduciendo la salida de dólares con un costo sobre la actividad económica por la potencial falta de insumos.

## ¿ES CUMPLIBLE LA META DE RESERVAS DEL PROGRAMA CON EL FMI?

Acumular Reservas Internacionales Netas (RIN) es uno de los principales objetivos cuantitativos del nuevo programa con el FMI. El Fondo define a las RIN como las reservas brutas menos los pasivos oficiales con vencimientos a plazos de menos de un año, que incluyen los desembolsos del FMI -excepto el tramo de financiación neta del programa-, los swaps y encajes de depósitos. Según esta medición -que difiere de la que difundimos en nuestro **Monitor de Reservas y Tipo de Cambio**-, se deberán acumular al menos US\$ 5.800 millones este año, con lo cual las RIN se incrementarían desde US\$ 1.700 millones a fines de 2021 a US\$ 7.500 millones para fines de 2022.

El programa facilitaría dos fuentes de acumulación de reservas netas: 1) se podrán contabilizar US\$ 4.432 millones de los desembolsos del propio Fondo, que durante todo el año implicarán un financiamiento neto de vencimientos de capital de US\$ 6.938 millones; 2) la porción de financiamiento de organismos multilaterales y bilaterales que no está asociada a proyectos específicos (US\$ 1.389 millones en el escenario base del programa) también podrá ser contabilizada como Reservas Netas. Todo financiamiento adicional a esos US\$ 1.389 millones incrementará dicha meta. Es decir que entre los DEGs del FMI y el financiamiento multilateral y bilateral, se sumarían los US\$ 5.800 millones de reservas netas que pide el programa. Además, todo pago que se realice al Club de París (excepto los US\$ 190 millones ya cancelados) podrá descontarse del objetivo, por lo que no dificultaría su consecución.

A priori, parecería que la meta de RIN no sería muy exigente, pero hay varias cuestiones para tener en cuenta. En primer lugar, no se está partiendo de cero al contabilizar la acumulación de reservas, ya que, en los primeros dos meses del año, se perdieron unos US\$ 1.500 millones (fundamentalmente por los pagos al FMI y al Club de París que sumaron unos US\$ 1.240 millones; ver **Gráfico 1**). En segundo lugar, restan pagos de interés que realizar al FMI y otros organismos internacionales, para el que se utilizarán los desembolsos que no pueden contabilizarse como reservas. Al final de

**Gráfico 1. Reservas Netas del BCRA con criterio FMI**  
En miles de millones de US\$



Fuente: equilibra con base en BCRA

cuentas, quedarán poco más de US\$ 4.000 millones en DEGs (potencialmente convertibles a dólares), y unos US\$ 2.880 millones de multilaterales y bilaterales para ser utilizados en otros compromisos.

Descontando los intereses al FMI, multilaterales y bilaterales, la cuenta corriente del balance cambiario no aportará nuevos recursos, ya que quedaría prácticamente equilibrada. Esta cuenta incluye, entre otros, el pago de intereses de deuda soberana de julio (Globales reestructurados), que alcanzan los US\$ 693 millones, y un superávit comercial de bienes y servicios -base caja- de poco más de US\$ 2.600 millones.

Por el lado de la cuenta capital, habrá que saldar préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito por unos US\$ 3.000 millones netos en lo que resta del año, y la formación de activos externos del sector privado anual será otros US\$ 650 millones. Contemplando que, como mencionamos previamente, el financiamiento neto (de capital e intereses) del FMI y multilaterales asciende a US\$ 6.880 millones, el Central deberá acumular reservas por alguna otra vía para cumplir con la meta RIN: un ingreso neto de capitales para inversiones financieras o productivas, endeudamiento de largo plazo público o privado, o una combinación de ellas. En definitiva, según nuestras estimaciones, deberían contabilizarse otros ingresos vía cuenta financiera por unos US\$ 3.800 millones (Ver **Tabla 1**), a contramano de la dinámica de los últimos cuatro años, pero por debajo de los ingresos netos de capitales de cualquier año del período 2006-2017, con excepción de 2012 (Ver **Gráfico 2**).

Si bien la meta de acumulación de reservas para 2022 es un objetivo posible, la contracara sería una actividad económica que podría caer en el promedio del año. Creemos que la meta de acumulación de US\$ 5.800 fue pensada y consensuada previo a conocerse el impacto de la guerra en Europa del Este sobre el precio de los *commodities*, en particular los energéticos, y por eso, vemos probable que el FMI le otorgue algún *waiver* a la Argentina en este sentido que le permita incrementar sus importaciones para sostener el nivel de actividad.

**Tabla 1. Evolución esperada de las Reservas Netas**

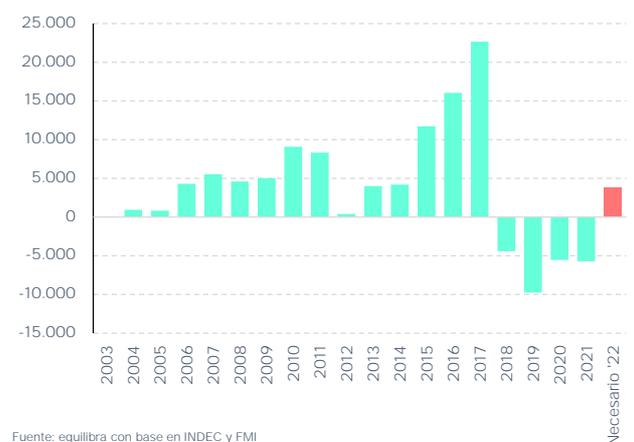
En miles de millones de US\$

	Ingresos	Egresos	Reservas Netas (definición FMI)
<b>Stock a Diciembre de 2021</b>			<b>1,7</b>
Componente de financiación neta FMI	4,4		6,1
Endeudamiento neto con otros OOI	1,4		7,5
Pagos de capital al Club de París		-0,2	7,3
Cuenta corriente (incluye intereses de la deuda)		-3,0	4,3
Formación de activos externos		-0,7	3,7
Resto de la cuenta financiera		3,8	7,5
<b>Stock a Diciembre de 2022</b>			<b>7,5</b>

Fuente: equilibra con base en diversas fuentes

**Gráfico 2. Los Ingresos financieros necesarios no son inalcanzables**

Cuenta financiera cambiaría sin considerar FAE sector privado no financiero ni deuda pública



Fuente: equilibra con base en INDEC y FMI

## UNA DE CAL Y UNA DE ARENA PARA LOS CONTROLES CAMBIARIOS

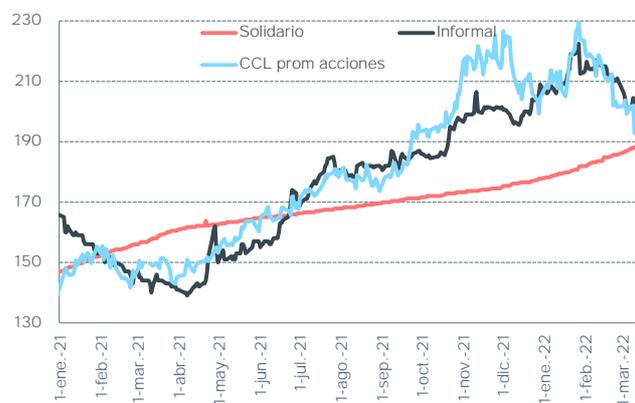
Previo a la difusión del acuerdo, el Banco Central y la Comisión Nacional de Valores anunciaron dos cambios normativos referentes a los controles cambiarios: uno que los relaja y otro que los ajusta. La CNV eliminó las resoluciones que impedían operar más de 50.000 nominales por semana en títulos en moneda extranjera, y el BCRA añadió nuevas restricciones al giro de divisas de importadores al exterior.

La primera medida generaría que algunas de las operaciones que hoy se realizan en el segmento de negociación bilateral (SENEBI) se trasladen al prioridad-precio-tiempo (PPT), incrementando los volúmenes operados en estos mercados. Dado que el BCRA no está interviniendo en estos mercados desde las elecciones legislativas y la brecha viene contrayéndose desde que se aceleró el ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial y subió la tasa de interés de referencia, esta medida no tendría un impacto directo sobre las reservas (Ver **Gráfico 3**).

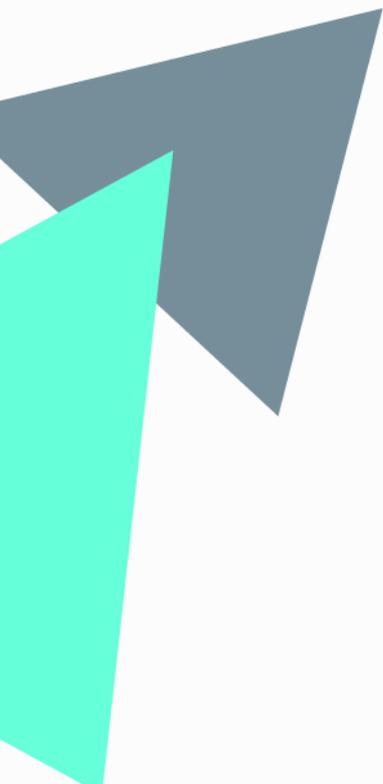
En cambio, la medida sobre importaciones podría alterar la dinámica de las reservas. La regulación dispone un cupo máximo de dólares para el acceso al MULC de cada importador en función de sus compras del exterior en 2020 y 2021. Esta norma rige únicamente para productos con Licencias Automáticas de importación (LA), a diferencia de los controles del Ministerio de Desarrollo Productivo, que son para posiciones arancelarias con Licencias No Automáticas (LNA). Esto significa que no se regirá con un criterio productivo o sectorial, si no que será un límite más horizontal para el acceso al uso de divisas, que afectará en mayor medida a la importación de insumos. A la vez, se implementó un lapso más largo de tiempo para el diferimiento del pago de estas compras.

Esta medida podría reducir la salida de dólares por Cuenta Corriente cambiaria, a expensas de la actividad económica, principalmente por falta de insumos. Su implementación poco antes de la firma con el Fondo podría leerse como un acto “precautorio” del Central frente al criterio de ejecución continua del EFF que establece evitar “imponer o intensificar restricciones a la importación por razones de balanza de pagos”. Era “ahora o nunca”.

**Gráfico 3. Los dólares paralelos tuvieron caídas con el entendimiento**  
Pesos por dólar



Fuente: equilibra con base en diversas fuentes



DOCUMENTO ELABORADO POR EL ÁREA  
DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO

RESPONSABLE DE ESTE INFORME

Lorena Giorgio

EQUIPO DE TRABAJO

Martín Rapetti  
DIRECTOR EJECUTIVO

Lorenzo Sigaut Gravina  
DIRECTOR DE ANÁLISIS  
MACROECONÓMICO

Lorena Giorgio  
ECONOMISTA JEFE

Gonzalo Carrera  
ANALISTA

MIEMBROS FUNDADORES

Martín Rapetti - Diego Bossio - Lorena Giorgio  
Gabriel Delgado - Lorenzo Sigaut Gravina