



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 44 - Edición N° 1063 - 3 de Enero de 2022

### En la cuenta regresiva

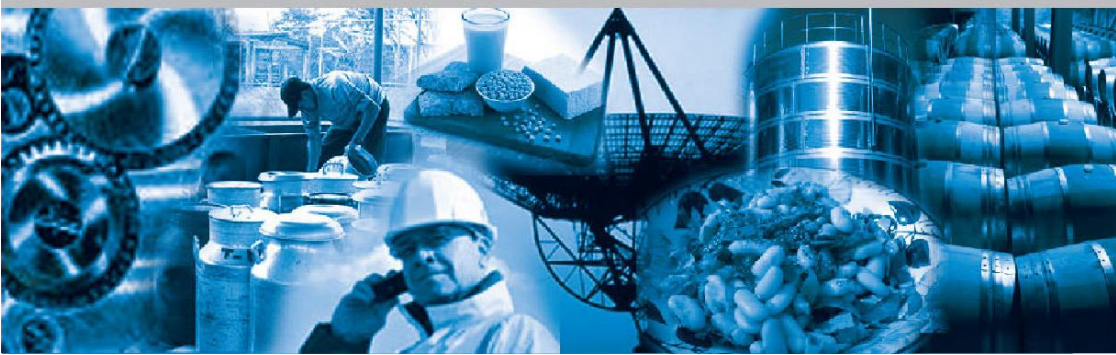
**Jorge Vasconcelos**

[jvasconcelos@ieral.org](mailto:jvasconcelos@ieral.org)

BROKERS / ACP

#### Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



#### IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

#### IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

#### Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## En la cuenta regresiva<sup>1</sup>

Con reservas netas en el Banco Central del orden de los 3,5 mil millones de dólares (sin computar DEG) y compromisos externos públicos y privados del orden de los 6,7 mil millones hasta fin de marzo, las semanas de transición entre el 2021 y el 2022 han sido un calvario para las empresas que necesitan adquirir y pagar productos importados, con un prorateo de divisas cada vez más selectivo por parte del Banco Central. Esto, pese a que las exportaciones de trigo y soja vienen a buen ritmo, empujadas por el volumen de la cosecha en el primer caso y por el repunte de los precios internacionales (10 % en dos semanas) en el segundo. No obstante, la falta de insumos y piezas ya estaría afectando al nivel de actividad, luego del amesetamiento de los meses previos, y también a la inflación, por el impacto de la escasez sobre los precios. Esta precariedad en el arranque del 2022 confirma la percepción de dos escenarios muy diferenciados, según se llegue o no a un acuerdo con el FMI en el transcurso de este primer trimestre, aunque el bosquejo de una economía bajo el “paraguas” del Fondo esté lejos de ser una panacea.

---

<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 2 de Enero de 2022

Con reservas netas en el Banco Central del orden de los 3,5 mil millones de dólares (sin computar DEG) y compromisos externos públicos y privados del orden de los 6,7 mil millones hasta fin de marzo, las semanas de transición entre el 2021 y el 2022 han sido un calvario para las empresas que necesitan adquirir y pagar productos importados, con un prorrateo de divisas cada vez más selectivo por parte del Banco Central. Esto, pese a que las exportaciones de trigo y soja vienen a buen ritmo, empujadas por el volumen de la cosecha en el primer caso y por el repunte de los precios internacionales (10 % en dos semanas) en el segundo. No obstante, la falta de insumos y piezas ya estaría afectando al nivel de actividad, luego del amesetamiento de los meses previos, y también a la inflación, por el impacto de la escasez sobre los precios. Esta precariedad en el arranque del 2022 confirma la percepción de dos escenarios muy diferenciados, según se llegue o no a un acuerdo con el FMI en el transcurso de este primer trimestre, aunque el bosquejo de una economía bajo el “paraguas” del Fondo esté lejos de ser una panacea.

Sin embargo, al menos en el arranque de ese eventual arreglo, podría aliviarse el lastre que significa para el nivel de actividad la restricción a importaciones de insumos y partes y, del otro lado, alejarse el riesgo de un “rodrigazo” al ponerse algún límite a la emisión de pesos con destino al Tesoro, que en 2021 alcanzó nada menos que el equivalente a 3,9 puntos del PIB. En el otro escenario, que implica entrar en atrasos en los pagos al Fondo y al Club de París, hay un riesgo evidente de descontrol de las variables económicas, pero el gobierno todavía no ha hecho lo suficiente como para convencer que esa opción debería desecharse de plano.

Las noticias de las últimas semanas no impiden avanzar al gobierno. Aunque el Congreso no haya validado el proyecto de Presupuesto para 2022, existen mecanismos para encuadrar las partidas de gastos que no tienen actualización automática por ley, de modo de reducir el déficit fiscal, dada la inercia inflacionaria del lado de la recaudación. De igual modo, los ajustes de tarifas pueden ser avalados por los llamados a “audiencia pública”, siendo más automático todavía el mecanismo para corregir el precio de los combustibles de YPF, entre tantos ejemplos. Sin embargo, las internas del gobierno juegan su rol, como lo acaba de demostrar el anuncio del subsecretario de Energía Eléctrica, varios escalones por debajo de Guzmán en el organigrama, pero aparentemente encargado de fijar un límite de 20 % para los ajustes tarifarios para el “80 % de la población”. Y si el objetivo es que el 20 % restante pague sobrepagos, pensando en “subsidios cruzados”, entonces habrán de proliferar las cautelares y las demandas judiciales.

### Argentina: compromisos externos entre diciembre 2021 y marzo 2022

Millones de dólares

	FMI	Otros organismos	Bonos soberanos	Bonos sub-soberanos	Bonos Corporativos	Total
<b>Dic-21</b>	0	-28	-41	0	-29	-98
<b>Ene-22</b>	-730	-317	-693	-43	-285	-2.068
<b>Feb-22</b>	-372	-355	0	-50	-124	-900
<b>Mar-22</b>	-2.870	-314	-13	-287	-132	-3.616
<b>Total</b>	<b>-3.971</b>	<b>-1.013</b>	<b>-748</b>	<b>-379</b>	<b>-570</b>	<b>-6.682</b>

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a PPI

Sin embargo, esas internas se mueven debajo de la “espada de Damocles” de vencimientos de deuda externa por 6,7 mil millones de la primera parte del año, para los que las reservas son insuficientes. Esta coincidencia es en cierto modo afortunada, ya que impide seguir dilatando decisiones, al mismo tiempo que obliga a replantear objetivos e instrumentos de política económica, que están agotados o cerca de sus límites.

Referirse al agotamiento de instrumentos es focalizar en la emisión monetaria como fuente de financiamiento del déficit fiscal por un lado, y en el recurrente drenaje de las reservas del Banco Central, por el otro.

En 2021, varios factores jugaron a favor del Tesoro, ya que el esfuerzo de gasto-covid fue mucho menos intenso que en 2020, al tiempo que hubo fuertes ingresos adicionales, caso de los DEG transferidos por el FMI, el impuesto a las grandes fortunas y el plus de retenciones por la mejora de los precios de las commodities. Aun así, el Tesoro demandó en 2021 transferencias del Banco Central por 1,75 millón de millones de pesos, equivalentes a 3,9 % del PIB. Para morigerar el impacto inflacionario de tamaña emisión, se vendieron dólares para retirar pesos (a través del CCL) por casi un punto del PIB y se incrementó la deuda en cabeza del Banco Central por 4,5 puntos del PIB.

**Relación entre la Base Monetaria Amplia y las Reservas del BCRA y evolución del precio del dólar**  
(Mercado oficial y CCL)

	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
<b>Dólar oficial</b>	18,0	38,9	63,0	84,1	108,1
<b>CCL</b>	17,7	38,0	74,8	140,2	202,4
<b>Base Monetaria Amplia (miles de mill de pesos)</b>	1.046,6	2.056,0	2.930,5	5.111,0	8.015,0
<b>Reservas Brutas (miles de mill de dólares)</b>	55,8	57,0	44,4	38,8	39,1
<b>BMA / Reservas Brutas</b>	18,7	36,1	66,0	131,5	205,0

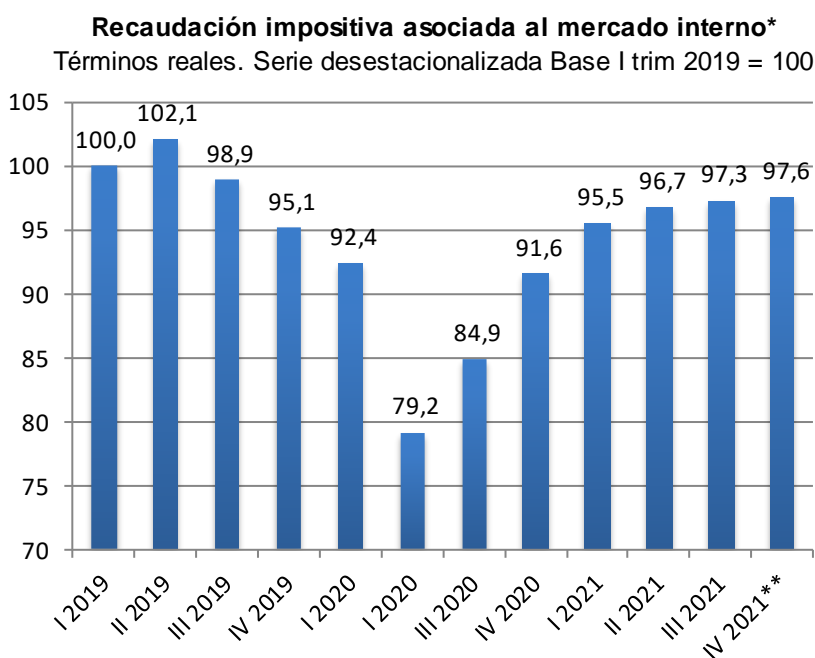
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ámbito y BCRA

Replicar estas políticas en 2022 es extremadamente riesgoso. Si el Tesoro dependiera de transferencias del Central por otros 3,9 puntos del PIB, además de violar los márgenes legales existentes, estaría definiendo un incremento de 78 % respecto del stock de base monetaria de fin de 2021, con las fuertes presiones inflacionarias consiguientes. Podría volver a recurrir a las Leliq para retirar los excesos de liquidez, pero esto no es gratis para la economía, ya que los intereses de esos instrumentos definen una expansión monetaria autónoma y los excesos de pesos terminan repercutiendo en la brecha cambiaria (bajo la vigencia del cepo), deteriorando el flanco externo. No es casualidad la conexión existente entre la paridad del dólar libre, el pasivo del central en términos de pesos y sus activos bajo la forma de reservas. Actualmente, entre base monetaria y pasivos remunerados,

hay 205 pesos por cada dólar computado en las reservas brutas del Central, en línea con las cotizaciones libres del dólar.

Si emitir pesos que la economía no demanda tiene consecuencias, de forma análoga puede verse el funcionamiento del frente externo.

El fuerte repunte del PIB de 2021 fue producto de una combinación de factores, entre los que se cuenta el rebote tras la caída de 2020, la normalización de servicios por la vacunación, el impacto positivo de la mejora de los términos de intercambio. Pero la magnitud de la recuperación (entre el 9 % y el 10 %) requirió un inédito incremento de importaciones, del orden de 37 % respecto a 2020, que sólo pudo ser financiado por el salto de las exportaciones, que no sólo recuperaron todo lo perdido el año previo, sino que se ubicaron casi 10 mil millones de dólares por encima del 2019.



\*Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos, Aportes personales y Contribuciones patronales.

\*\* Se supone Diciembre = Noviembre

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Subsecretaría de Ingresos Públicos

De cara a este 2022, es difícil esperar saltos adicionales de las exportaciones, mientras que el PIB apunta a una variación anual del orden del 2 %, dado el amesetamiento de los últimos datos. Un crecimiento superior requeriría financiamiento de importaciones por fuera de las divisas del comercio exterior, vale decir, por entrada de capitales, lo cual

implica no sólo un cierre a tiempo de las negociaciones con el FMI, sino también una ejecución puntillosa de las metas comprometidas.

La cuenta regresiva es de 70, los días que faltan hasta la segunda semana de marzo. Si es que hubo acuerdo, entonces será el momento de examinar los detalles: límites a la emisión monetaria y presiones inflacionarias subyacentes; política tarifaria y su impacto en las decisiones de inversión de las empresas del sector; si habrán de existir “fondos frescos” para intervenir o no en el mercado cambiario libre; si los chacareros habrán de tener incentivos para ofrecer su producción al mercado (sequía de por medio) al tipo de cambio oficial establecido...