

## La actividad económica bajo reserva

### Corolarios implícitos en el cumplimiento de la meta de acumulación de reservas

Equipo LCG

1 de abril de 2022

En el acuerdo con el FMI, el Gobierno se comprometió a acumular reservas por USD 5,8 MM este año. En principio como una meta cumplible, aunque no está exenta de costos, sobre todo dado el nuevo escenario internacional.

#### Acumulación de reservas netas (USD MM)



1

Por lo pronto, la refinanciación de los vencimientos con el FMI (y probablemente también con el Club de París) sumado al desembolso de fondos frescos del Fondo y de otros Organismos (USD 7,4 MM y USD 2,6 MM, respectivamente) hacen que el programa financiero en moneda extranjera del Gobierno Nacional cierre con un excedente de poco más de USD 5 MM en 2022.

Así, el desafío se traslada a <regular> las transacciones del sector privado para garantizar lo que queda para el cumplimiento de la meta (~ USD 0,8 MM).

En este caso, la cuenta más relevante es la del balance comercial y dentro de ella, puntualmente la de combustibles, por haberse convertido en una amenaza para la meta.

No obstante, esta última deberá tomarse prácticamente como exógena a partir del ajuste que están mostrando los precios internacionales del Gas y GNL a partir del conflicto en Ucrania. Sobre el resto de las variables, y a fin de simplificar la exposición del análisis, hemos decidido suponer que sostienen el valor promedio de los últimos cuatro años (2018-2021).

#### Programa financiero en USD

Año 2022

	USD MM	% PBI
<b>A. Necesidades</b>	<b>\$ 26.815</b>	<b>4,7%</b>
<b>Amortizaciones</b>	<b>\$ 23.256</b>	<b>4,0%</b>
<i>FMI</i>	\$ 17.673	3,1%
<i>Multitl y Bilat.</i>	\$ 1.747	0,3%
<i>Otros</i>	\$ 3.836	0,7%
<b>Intereses</b>	<b>\$ 3.559</b>	<b>0,6%</b>
<i>Mercado</i>	\$ 1.406	0,2%
<i>FMI</i>	\$ 1.239	0,2%
<i>Multitl y Bilat.</i>	\$ 475	0,1%
<i>Otros</i>	\$ 439	0,1%
<b>B. Fuentes</b>	<b>\$ 31.886</b>	<b>5,5%</b>
<b>Financiamiento FMI</b>	<b>\$ 24.325</b>	<b>4,2%</b>
<b>Refinanciamiento Club de París</b>	<b>\$ 2.065</b>	<b>0,4%</b>
<b>Financiamiento Multilat. Y Bilaterales</b>	<b>\$ 4.248</b>	<b>0,7%</b>
<i>Rollover</i>	\$ 1.648	0,3%
<i>Neto</i>	\$ 2.600	0,5%
<b>Rollover ISP</b>	<b>\$ 1.248</b>	<b>0,2%</b>
<b>C. Gap a financiar (A-B)</b>	<b>-\$ 5.071</b>	<b>-0,9%</b>

Fuente: LCG

En lo que respecta a la balanza comercial de combustibles nuestro escenario base asume importaciones por USD 12,4 MM, 112% por superiores a las registradas en 2021. La demora en la contratación de los barcos regasificadores obligará a asumir un mayor gasto producto de la suba de precios (para nuestro escenario base asume un valor promedio de USD 40 por MMBTU para el GNL importado). Es cierto que el alza de precios de la energía también impactará sobre exportaciones (sobre todo de petróleo crudo y carburante), pero tendrá un efecto más reducido sobre el total, por lo que esperamos un deterioro de casi USD 3 MM en la balanza comercial de combustibles, después del cuasi equilibrio alcanzado en 2021.

Así las cosas, y bajo el supuesto que de que el resto de las transacciones del sector privado mantienen la inercia previa, **será necesario que la balanza comercial del resto de bienes transados (por fuera de combustibles) alcance la suma de USD 17,2 MM para cumplir la meta de reservas<sup>1</sup>.**

**Estimación resultado de Balance de Pagos del Sector Privado**  
USD M

	2020	2021	2022 e
Bza comercial	8.492	15.281	13.700
<i>Bza Combustibles</i>	954	-627	-3.551
<b>Resto</b>	<b>7.538</b>	<b>15.908</b>	<b>17.251</b>
Bza servicios	-1.595	-4.453	-4.500
Rentas y otras transf. corrientes	-3.000	-3.118	-3.488
Inversión Extranjera Directa**	1.059	732	1.500
Prést. Financieros netos	-7.258	-4.998	-3.000
Dolarización*	-3.053	-518	-2.400
Otros	745	-1.556	-1.000
<b>Aporte (demanda) de Reservas Internacionales</b>	<b>-4.611</b>	<b>1.369</b>	<b>812</b>

A seguir de cerca

VARIBLE DE AJUSTE  
¿qué implica?

Fuente: LCG

\* En 2022 asume que 1 millones de personas físicas adquieren el cupo de USD 200 mensuales

\*\* Estimación 2022 en base al promedio de los últimos 4 años

## ¿Qué implica un superávit de USD 17,2 MM?

Como hicimos referencia en la Instantánea “Con menos viento de cola” (27 de enero de 2022), el nivel de las exportaciones será el que terminará definiendo el nivel de importaciones. En este

<sup>1</sup> También a modo de simplificar el análisis en este ejercicio hemos supuestos que tanto las exportaciones como las importaciones devengadas (informadas en el ICA) coinciden con las exportaciones e importaciones base caja (informadas en el MULC). Aunque en 2021 estos valores terminaron prácticamente coincidiendo entre sí, lo cierto es que no siempre ocurre. El ingreso de divisas por exportaciones puede ser menor en la medida que las divisas no se liquiden internamente, lo mismo que los pagos en el caso que la financiación de las importaciones sea externa.

sentido, entendemos que el BCRA relajará o intensificará los controles sobre esta variable poniendo foco en la meta de acumulación de reservas.

Balanza comercial		
USD M		
	2021	2022 e
<b>Bza combustibles</b>	<b>-627</b>	<b>-3.551</b>
Exportaciones*	5.215	8.866
Importaciones **	5.842	12.417
<b>Bza. Resto</b>	<b>15.377</b>	<b>17.251</b>
Exportaciones ***	72.720	72.720
Importaciones	57.343	55.469
<b>Superávit comercial</b>	<b>14.750</b>	<b>13.700</b>

**VARIABLE DE AJUSTE**  
 ¿qué implica?

Necesario para  
 cumplir la meta de RI

Fuente: LCG

\*Asume suba por precio, simil 1B-21 (70% a/a)

\*\* Asume USD 12/MMBTU para gas importado de Bolivia; USD 40 / MMBTU para GNL y USD 26/MMBTU para Gasoil y FO

\*\*\* No se incluye efecto sequía

3

En base a esto, conviene tener presente que las exportaciones difícilmente puedan empatar en 2022 el récord (de los últimos 8 años) alcanzado en 2021: USD 72,7 M sin considerar combustibles. La sequía que afectó al centro y norte del país recortó las proyecciones de la cosecha gruesa, sobre todo las de soja y maíz, lo que redundará en menores volúmenes exportados (-10,8%). El alza de precios de los *commodities* a nivel mundial podrá compensar la baja de cantidades, pero entendemos no será suficiente.

Sin embargo, **aun siendo optimistas y proyectando exportaciones en niveles semejantes a los de 2021, el ajuste necesario en las importaciones será significativo: deberán totalizar USD 55,5 MM.** Esta suma implica una caída de 3% respecto a 2021, pero de 11% cuando se lo contrasta con el potencial de USD 62,5 MM que deberían alcanzar en 2022 para sostener el nivel de actividad del 4T-21<sup>2</sup>.

Bajo este panorama, las importaciones deberán ajustar sensiblemente a la baja para, en un escenario optimista de exportaciones y dado el déficit exógeno en el comercio de combustibles, permitir cumplir con la meta de reservas. **Y el ajuste de las importaciones tendrá como corolario directo un impacto sobre la actividad. Dada la elasticidad histórica de importaciones a PBI de 3, un ajuste semejante de las importaciones implicaría una contracción de 3,8% del PBI en 2022.**

Las siguientes dos tablas muestran la combinación de escenarios de exportaciones y déficits en la balanza comercial energética y el impacto en términos de importaciones y crecimiento,

<sup>2</sup> Refiere al arrastre estadístico del 4T-21.

considerando que las compras externas serán la variable de ajuste que tendrá el Gobierno para cumplir con el compromiso de acumulación de reservas acordado con el FMI.

**Importaciones (netas de combustibles) necesarias para cumplir meta de reservas en 2022**

USD M		Exportaciones (sin combustibles), USD M			
		67.500	70.000	72.500	75.000
Bza. Comercial Energética, USD M	0	53.800	56.300	58.800	61.300
	-2.500	51.300	53.800	56.300	58.800
	-5.000	48.800	51.300	53.800	56.300
	-7.500	46.300	48.800	51.300	53.800
	-10.000	43.800	46.300	48.800	51.300

Fuente: LCG

Escenario Base LCG

**Impacto en crecimiento 2022 vía ajuste de importaciones (netas de combustibles)**

pp		Exportaciones (sin combustibles), USD M			
		67.500	70.000	72.500	75.000
Bza. Comercial Energética, USD M	0	-4,6%	-3,3%	-2,0%	-0,6%
	-2.500	-6,0%	-4,6%	-3,3%	-2,0%
	-5.000	-7,3%	-6,0%	-4,6%	-3,3%
	-7.500	-8,6%	-7,3%	-6,0%	-4,6%
	-10.000	-10,0%	-8,6%	-7,3%	-6,0%

Fuente: LCG

**La meta de reservas internacionales si bien es cumplible se constituye como la columna vertebral del programa. El tipo de cambio y la actividad se volverán endógenos a tal objetivo, y como consecuencia del primero, la inflación será también determinada por esta meta de recomposición de activos del BCRA.**

El 2022 tiene un efecto negativo derivado del impacto de los mayores precios de la energía, pero un aspecto positivo es el saldo neto del FMI por USD 6,5 MM entre desembolsos y pagos de capital e intereses. Ya para el año 2023 esa cuenta estará balanceada y será a partir del saldo comercial que deberá ajustar el balance de pagos.

**Por más que la meta de 2022 cierre gracias al juego de desembolsos netos del FMI, será importante empezar a calibrar el tipo de cambio para que la elasticidad del volumen exportado a tipo de cambio real empiece a perfilar un superávit para los años venideros, sino seremos dependientes de los vaivenes del escenario internacional que es cada vez más incierto. Verbigracia conflicto en Europa y aceleración de la inflación internacional entre otras cuestiones.**