

MONITOR SEMANAL

## Se complican las metas fiscal y de reservas del acuerdo

Si se prolongan en el tiempo las condiciones internacionales actuales se complicará el cumplimiento de las metas cuantitativas del acuerdo con el FMI referidas a la acumulación de reservas internacionales netas y al déficit fiscal primario.

### La meta de reservas internacionales netas

Durante el 2022 el BCRA tiene que ir sumando reservas internacionales netas<sup>1</sup> de manera creciente -metas trimestrales entre junio y diciembre-, hasta acumular USD 5.800 millones a fin de año. Alrededor de USD 4.500 millones de los desembolsos del FMI previstos hasta sep-2024 (restitución de los DEGs utilizados para pagar vencimientos con el FMI con anterioridad al inicio del programa) forman parte del incremento de reservas por USD 15.000 millones estimado hasta fin de 2024. Si bien inmediatamente después de que el Directorio del FMI apruebe el nuevo programa con Argentina se hará un desembolso inicial de USD 9.900 millones, la diferencia entre las amortizaciones de deuda restantes con el organismo en 2022 -USD 16.951 millones de capital del programa de 2018- y los nuevos desembolsos -USD 18.331 millones de USD-, es menor a los USD 5.800 millones de la meta. Para alcanzar el objetivo de reservas también se prevén desembolsos netos de otros organismos internacionales no ligados a proyectos por USD 1.389 millones en 2022. El resto deberá ser el resultado de superávit de operaciones del Banco Central.

Nuestra estimación del balance cambiario de 2022 -base caja- indica que las operaciones de cuenta corriente arrojarían un resultado positivo del orden de USD 2.800 millones. Esta cifra es menor a la de 2021 -USD 5.500 millones-, principalmente por mayores importaciones de energía -GNL y fuel oil-. De mantenerse los precios internacionales actuales, el valor de las importaciones de estos combustibles superaría por aproximadamente USD 6.000 millones al registrado en 2021.

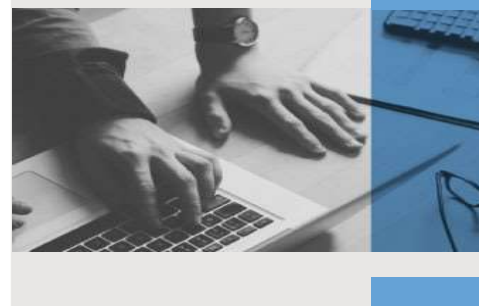
Daniel Marx  
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández  
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer  
ECONOMISTA SENIOR

Joaquín Herrera  
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer  
CONSEJERO



<sup>1</sup> Reservas internacionales brutas menos pasivos externos de corto plazo (menor a 12 meses), tales como liquidez de los depósitos en USD, desembolsos del FMI, excluyendo el financiamiento neto del programa (USD 4.500 millones equivalentes), cualquier pasivo o contrato a término cancelable en divisas y el seguro de depósito de SEDESA.

<sup>2</sup> Si se recibiese una cifra superior (inferior), se adecuará hacia arriba (abajo) el objetivo de RIN, en esa proporción adicional.

## MONITOR SEMANAL

Esta mayor demanda de divisas podría ser parcialmente compensada por el mayor valor de las exportaciones agrícolas estimado en alrededor de USD 5.000 millones, por efecto del incremento en los precios y a pesar de la caída esperada en los volúmenes.

**Estimación del balance cambiario 2022**

USD millones equivalentes

	2021	2022	Diferencia
<b>Cuenta corriente</b>	<b>5.566</b>	<b>2.779</b>	<b>-2.787</b>
Saldo comercial bienes	15.281	12.781	-2.500
<i>Exportaciones</i>	76.423	81.423	5.000
<i>Importaciones</i>	-61.141	-68.641	-7.500
Saldo comercial servicios	-4.453	-5.500	-1.047
<i>Turismo</i>	-2.470	-2.900	-430
Intereses y otros	-5.262	-4.502	760
<b>Cuenta capital y financiera</b>	<b>-5.769</b>	<b>-985</b>	<b>4.784</b>
IED*	732	1.000	268
Inversiones portafolio	-1	0	1
Préstamos financieros, títulos deuda y líneas crédito (60/40)	-4.998	-4.140	858
Organismos Internacionales	806	2.755	1.949
FMI	589	657	68
Resto	216	2.097	1.881
Formación activos externos netos	-518	-600	-82
Resto 2021	-1.790	-	-
<b>Variación RRII</b>	<b>-203</b>	<b>1.794</b>	<b>1.997</b>
<b>Diferencia para cumplimiento meta 2022</b>	<b>-</b>	<b>4.006</b>	<b>-</b>

Fuente: BCRA, FMI y estimaciones propias

En las cuentas capital y financiera, el saldo neto de desembolsos del FMI por USD 657 millones se sumaría al de otros organismos internacionales por USD 2.100 millones<sup>3</sup> estimado en el programa<sup>4</sup>. Considerando otros pagos netos, se llegaría a una cuenta capital y financiera con un déficit de USD 985 millones, mejor que la del año pasado. De esta manera, el balance cambiario sería superavitario en USD 1.800 millones, una diferencia de USD 4.000 millones con la meta de USD 5.800 millones de fin de año.

<sup>3</sup> Incluye los desembolsos netos ligados a proyectos y aquellos que no están ligados (ej, donaciones o préstamos bilaterales).

<sup>4</sup> Si se lograra financiamiento adicional al del escenario base de organismos multilaterales y bilaterales no asociado a proyectos o donaciones, se ajustaría hacia arriba la meta de RIN en esa magnitud.

## MONITOR SEMANAL

**La meta de déficit primario**

La meta del resultado fiscal primario, que se fija en pesos corrientes, es un déficit total en 2022 de ARS 1.758.600 millones (2,5% del PBI<sup>5</sup>). Según el memorando de entendimiento, la mejora en el resultado fiscal respecto de 2021 (déficit de 3,1% del PBI) se lograría mediante medidas que, del lado de los ingresos, incluyen mejoras del nivel de actividad con impacto en la recaudación y cambios en los impuestos al patrimonio-, y, por el lado del gasto, principalmente la reducción de subsidios económicos a los servicios públicos.

Con relación a la reducción de los subsidios, las condiciones actuales alteran la dinámica del escenario base. En 2021 representaron 14% del total del gasto primario, 3,1% del PBI. La reducción prevista en el acuerdo para 2022 es de 0,6% del PBI - ARS 422.000 millones. Para lograrlo, el aumento promedio de las tarifas de electricidad, gas y transporte debería superar el 75% nominal. Sin embargo, el mayor costo de importación de energía representaría gastos adicionales por 1,1% del PBI, ARS 773.000 millones.

Respecto de la inflación, por la forma en que ajustan los ingresos tributarios y las principales partidas de gasto, si la inflación fuese superior a la del programa se reduciría el déficit primario con relación al PBI. Ello se debe principalmente a que más del 55% del gasto primario corresponde a seguridad social, cuyo aumento está asociado a la evolución pasada del salario formal y de la recaudación de la ANSES<sup>6</sup>.

Finalmente, respecto a la discrecionalidad en partidas de gasto y en función de alcanzar la meta pactada, el Gobierno podría ajustar las transferencias a provincias y gastos de capital, que representaron 3,7% y 6,6% del gasto primario en 2021.

El cumplimiento de la meta: según lo mencionado previamente y en base a algunos supuestos<sup>7</sup> adicionales, estimamos que el cumplimiento de la meta no será fácil dado que el déficit

---

<sup>5</sup> Con un supuesto de inflación que se ubicará en el rango de 38-48% a fin de 2022.

<sup>6</sup> Con un techo del 2% superior a lo que haya variado el salario formal.

<sup>7</sup> Inflación 63% (promedio 58%); variación FX oficial 58%; exportaciones e importaciones aumentan USD 5.000 millones respectivamente, con relación a 2021 (1,1% PBI); aumento gasto social 49%, reducción subsidios 0,7% PBI –aumento promedio nominal 74% tarifas electricidad y gas-; transferencias a provincias y gasto de capital aumentan 52% nominal.

## MONITOR SEMANAL

primario sería superior, en ARS 388.700 millones.

**Resultado primario en 2022**

ARS MM y % PBI

	ARS MM	% PBI
Meta	-1.758.600	-2,5%
Estimación	-2.147.314	-2,9%
Diferencia	388.714	0,5%

Si se corroborase el desvío, surgen interrogantes respecto de cómo se financiará. Si bien el BCRA sólo podrá asistir monetariamente al Tesoro en 1% del PBI -en 2021 lo hizo por 3,9% del PBI-, en el programa no se incluyeron metas monetarias -agregados o de base- o de creación de crédito interno neto. Si el Tesoro tuviese dificultades para conseguir el financiamiento neto en el mercado local de deuda -que estimamos en 2,6% del PBI- para cubrir sus necesidades de caja en ARS -y 2,1% del PBI si se cumpliera la meta de 2,5% de déficit primario-, el BCRA podría cancelar Leliqs o Pases con los bancos para que esa liquidez permitiera financiarlas.

En síntesis, el impacto en los mercados del conflicto bélico plantea incertidumbres que ponen en juego el cumplimiento de las metas fiscales y de reservas netas acordadas, incluso antes de su aprobación por el Directorio del FMI. El aumento de los precios agrícolas y de la energía afectan el nivel de actividad y las tasas de inflación a nivel global y en el país. El reconocimiento de esta situación por el FMI seguramente derivará en *waivers* y reformulaciones de algunos aspectos del programa en la medida que Argentina mantenga el rumbo original previsto. En cualquier caso, los desembolsos iniciales del FMI y la estacionalidad del comercio exterior junto a la del gasto/déficit indican que las mayores presiones se darían hacia la segunda parte del año, particularmente en el último trimestre.