



Centro de
Investigación de
Economía
Nacional

Las novedades del acuerdo con el FMI

Informe de coyuntura semanal 28/07

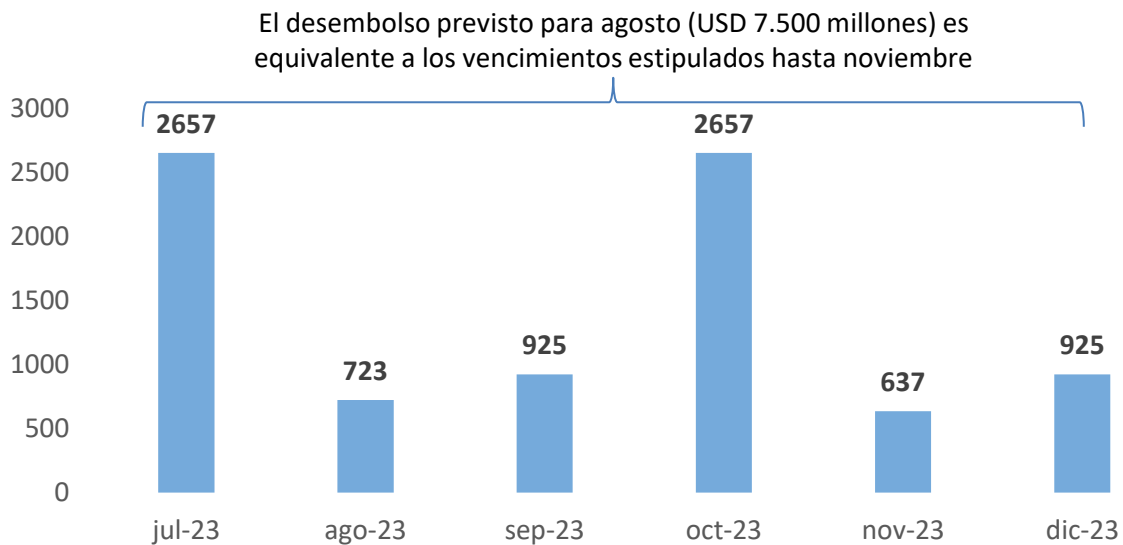
Revisión en el marco del acuerdo con el FMI

Hoy a la mañana se comunicó oficialmente que se alcanzó un acuerdo entre el staff del Fondo y las autoridades argentinas, en el marco de una revisión trimestral del Programa de Facilidades Extendidas acordado a principios del año pasado. Se trató de una revisión más ardua que las anteriores, con varias cuestiones en discusión, producto del grave impacto que tuvo la sequía sobre nuestra economía.

En la segunda quincena de agosto, si el Directorio Ejecutivo aprueba este acuerdo, el FMI desembolsará aproximadamente USD 7.500 millones, en concepto de los desembolsos de junio que no fueron realizados, y el adelantamiento de parte de los desembolsos restantes para lo que queda del año.

Vencimientos con el FMI en 2023

(capital + intereses, en USD millones)



Fuente: FMI.

Entre los otros puntos relevantes a mencionar de esta revisión, es que no hay modificaciones respecto a la meta fiscal, sobre mantener el déficit fiscal en 1,9% del PBI. Recordemos que el acuerdo de Guzmán suponía un achicamiento gradual del déficit fiscal. Esto explica en buena parte entonces, el objetivo recaudatorio con la aplicación del impuesto PAIS en el tipo de cambio para importaciones en bienes y servicios seleccionados y del dólar para exportaciones, con el fin de mejorar los recaudado por retenciones. De esta forma, se morigeraría el déficit fiscal de los próximos meses.

Por otro lado, se permiten las intervenciones en los mercados secundarios de bonos en dólares para “garantizar el funcionamiento normal del mercado” y “proteger el balance del Banco Central”. Esto responde a “aprobar” las intervenciones que ya veníamos haciendo, aunque no se especifica si hay algún monto de tope o límite.

Se modifica también la meta de acumulación neta de reservas del año: pasa de USD 8.000 millones a USD 1.000 millones. Es importante considerar que esta meta está fijada como una acumulación SOBRE el stock que había en diciembre de 2021. Si en 2021 había poco más de USD 2.000 millones, habría que terminar el año con un stock de USD 3.000 millones.

Consideramos que el resultado de esta negociación, que se extendió más allá de lo previsto, es bueno, fundamentalmente porque destraba los -necesarios-desembolsos, logra un adelantamiento parcial de los mismos, reconoce el impacto de la sequía y no implica ni una devaluación ni una meta fiscal más ajustada.

Si bien, como analizaremos, el acuerdo sigue siendo de difícil cumplimiento (principalmente por la meta de reservas), se mantiene el margen de acción para la

política económica. Los dos puntos principales al respecto necesariamente refieren a la cuestión de las divisas: no se exige una devaluación y unificación del tipo de cambio, sino que se reconoce la posibilidad de la administración cambiaria, y se habilita la intervención sobre los dólares paralelos (cosa que hasta ahora no estaba permitida).

Veamos las implicancias de este acuerdo con más detalle.

¿Qué estaba en discusión?

Si bien se habla de un nuevo acuerdo, éste se encuentra en el marco de la “revisión trimestral” del cumplimiento de las metas del primer trimestre del año, como las que venimos teniendo desde que se firmó el acuerdo en marzo de 2022. En realidad, la [comunicación del Fondo](#) reveló que no se revisó únicamente el cumplimiento de las metas del primer trimestre, sino también las del segundo. Es decir, dado que la negociación se extendió en el tiempo, finalmente se arribó a un acuerdo que combina dos revisiones.

Vale recordar cómo funciona el acuerdo actual: el FMI hace desembolsos para que Argentina pague los vencimientos del préstamo contraído por la gestión de Mauricio Macri. Esos desembolsos están sujetos a que Argentina cumpla trimestralmente con las metas de resultado fiscal, financiamiento monetario y acumulación de reservas. Así, Argentina cancela los vencimientos pactados por la gestión de Macri (y se termina la etapa de desembolsos y revisión de metas) y le quedan los vencimientos del nuevo acuerdo, que debe empezar a pagar a partir de 2026. Entonces, no se estaba discutiendo ahora un nuevo acuerdo, sino que el objetivo era rediscutir las metas y el cronograma de desembolsos que surgen del mismo.

Esta revisión fue más ardua que las anteriores por varios motivos. En primer lugar, Argentina incumplió 2 de las 3 metas del primer trimestre: la fiscal (medida en un determinado nivel de déficit como porcentaje del PBI) y la de acumulación de reservas. Esto se debió en gran medida al efecto de la sequía, que afectó tanto al ingreso de dólares por un menor nivel de exportaciones como a la recaudación, por menores ingresos en concepto de derechos de exportación. En el segundo trimestre, además de esas dos metas, se incumplió también la meta monetaria, que limita la posibilidad de que el BCRA financie directamente al Tesoro. Por eso, el país necesitaba un “waiver”, es decir, que el Fondo “perdone” los incumplimientos -ya que se deben a un hecho como la sequía, exógeno a las decisiones de política- y apruebe los desembolsos correspondientes.

En segundo lugar, también se incumplió la prohibición de usar reservas para intervenir los dólares financieros, a raíz de la corrida cambiaria de fines de abril y las presiones posteriores sobre los tipos de cambio paralelos. El Banco Central interviene vendiendo dólares propios para mantener (o bajar) la cotización de los dólares MEP y CCL, y así disminuir la brecha respecto al tipo de cambio oficial. Ambas cuestiones las explicamos en nuestro [informe de coyuntura de mayo](#).

En tercer lugar, también por el efecto de la sequía en el contexto económico actual, debían rediscutirse las metas para lo que resta del año. Así como no se pudieron cumplir las metas de los dos primeros trimestres, difícilmente se “corrijan” esos desvíos de acá a fin de año (al menos, en lo que refiere a la acumulación de reservas).

En cuarto lugar, el gobierno buscaba una modificación del cronograma de desembolsos: esto implica el mencionado adelantamiento de (parte de) los que restan para 2023. De esta forma, el BCRA mostraría mayor “poder de fuego” -más reservas- para poder hacerle frente a la tensión cambiaria, y así afrontar los últimos meses del año, aunque es importante señalar que el monto final de los desembolsos no cambiaría.

Por todas estas razones, esta no era una revisión más. La complejidad de la misma, por la cantidad de cuestiones en discusión, generó que se alargara respecto de las anteriores: debería haber terminado en junio, para que el país pudiera recibir el desembolso necesario para afrontar los vencimientos correspondientes. En el cronograma original, estaba pautado que Argentina recibiera un desembolso de 3.000 DEGs (casi USD 4.000) el 10 de junio. Eso no sucedió y el 30 de junio el país pagó al Fondo un vencimiento de USD 2.700 millones sin haber recibido el desembolso. Para eso, utilizó USD 1.600 millones de DEGs (restantes de desembolsos anteriores) y el resto -USD 1.100 millones- lo pagó con yuanes, lo que constituyó todo un hito. Entre el lunes 31 de julio y el martes 1 de agosto vencen otros USD 3.400 millones, lo que hacía imperiosa la necesidad de llegar a un acuerdo que destrabara los desembolsos (aunque, como veremos, llegarán algunas semanas después).

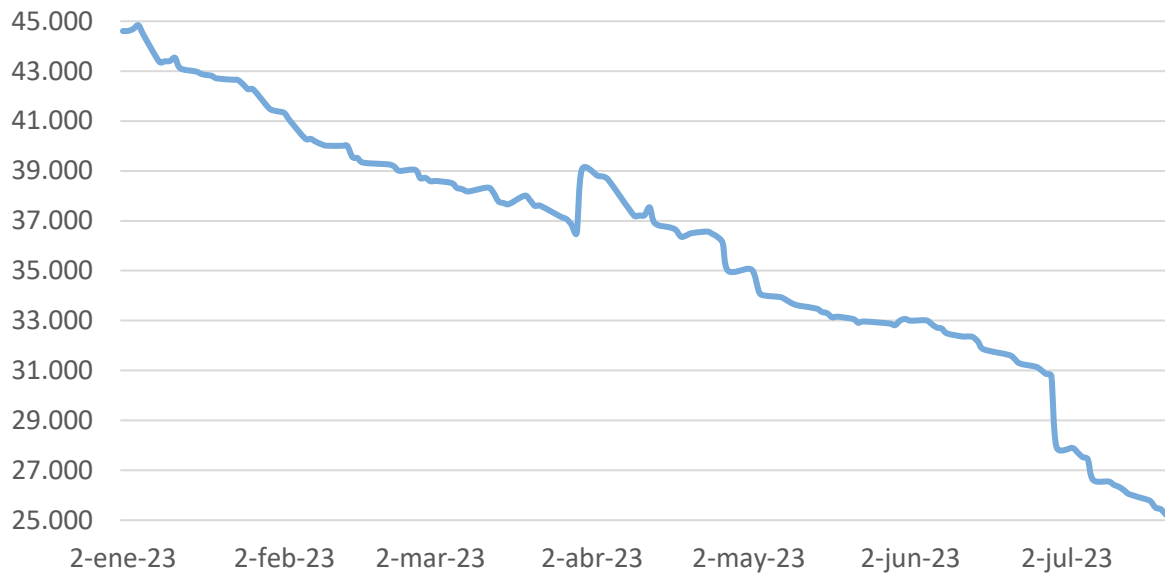
Panorama de reservas: los desafíos luego de la sequía.

Como hemos mencionado en reiteradas oportunidades, la sequía afectó fuertemente a la economía y tuvo impacto en la evolución de las diversas variables. Las Reservas Brutas se redujeron en más de USD 19.000 millones desde que empezó el año. En gran medida esto se explica por el mal desempeño comercial, por la caída de las exportaciones. Las importaciones también se redujeron, no tanto en cantidades, ya que el nivel de actividad económica se sostuvo e incluso mejoró este año, pero sí en precios (cayó el precio de la energía en comparación con el alza por la guerra). Además, muchas empresas contrajeron deuda comercial con sus casas matrices o proveedores, por lo que importaron bienes, pero posponiendo su pago. Esto lo podemos ver en la diferencia entre el nivel de importaciones registrado en el INDEC (los bienes que ingresaron al país) y lo registrado en el Balance Cambiario (lo que efectivamente se pagó). Aun así, esto no alcanzó para compensar la merma de dólares por la caída de las exportaciones.

Al mal desempeño de la balanza comercial se le sumaron: la intervención en los dólares financieros para contener la brecha cambiaria, cierto retiro de depósitos en dólares por parte de los ahorristas, y un saldo negativo con el FMI (los vencimientos acumulan más que los desembolsos en lo que va del año). Respecto de este último

punto, el saldo negativo con el FMI acumula cerca de USD 7.000 millones en lo que va del año. Este número sería lo que hay que pagarle “neto” a la entidad (diferencia entre vencimientos y desembolsos, más los intereses). De acuerdo al cronograma anterior de desembolsos para 2023, resta recibir unos USD 10.600 y pagar unos USD 8.500, por lo que el saldo negativo se hubiese visto reducido, pero no por completo.

Reservas brutas en millones de USD



Fuente: BCRA.

El magro nivel de reservas del BCRA importa porque es lo que le permite al Gobierno “defender” el nivel del tipo de cambio oficial, sobre todo considerando que una devaluación es el peor de todos los escenarios en un contexto de alta inflación (porque se puede espiralizar) y escasez de reservas (por falta de poder de fuego para ponerle un techo a la devaluación).

Más allá del nivel de reservas brutas, que es el nivel de reservas totales¹ que tiene el BCRA, hay dos medidas que también se miran para evaluar el grado de robustez de la autoridad monetaria. Una son las reservas netas, que muestran el nivel de solvencia y se calcula como: reservas netas = reservas brutas - pasivos.

Los pasivos son las reservas o instrumentos que actualmente posee el BCRA pero que no son suyos, sino que le debe a alguien. Por ejemplo, parte de los depósitos en dólares de las personas, que los bancos comerciales depositan en el BCRA (en forma de encajes, ya sean obligatorios o voluntarios), si bien se contabilizan como reservas brutas, no se cuentan como reservas netas porque no son recursos de propiedad del BCRA.

Las Reservas Netas son la medida de reservas que monitorea el Fondo en las metas trimestrales. Actualmente se encuentran en terreno negativo, dado que en lo que

¹ Es importante señalar que se contabilizan todas en dólares para homogeneizar la medición, pero el BCRA también tiene Reservas en otras monedas, como el oro o el Yuan.

va del año el BCRA tuvo que vender dólares de forma sostenida -con la única excepción del período de vigencia del “Dólar Soja III”- en el Mercado de Cambios (MULC).

La otra medida considerada es la de las reservas líquidas, que muestran la capacidad de intervención en el mercado cambiario, ya que son las reservas que están “disponibles” para utilizar (sean o no del BCRA). Se calculan como: reservas netas = reservas brutas - oro - la parte no activada del swap (recordar que sólo una parte del swap -USD 5.000- se activó y se puede utilizar) - los depósitos en dólares (porque no los querés gastar, ya que, como dijimos, es plata que deberías poder devolver en cualquier momento). Si bien este cálculo arroja un resultado sensiblemente menos negativo, es fundamental destrabar los desembolsos del Fondo para llevar las Reservas Líquidas a terreno positivo y recuperar margen.

Las nuevas medidas

En paralelo a las negociaciones con el FMI, se estableció un nuevo esquema cambiario. Esto podría desprenderse de las exigencias del FMI en dos sentidos: por un lado, según lo trascendido, el organismo pedía una devaluación y el objetivo actual del gobierno es evitarla a toda costa.

Estas nuevas medidas implican un encarecimiento -segmentado- del dólar. Las modificaciones publicadas en el Boletín Oficial el lunes pasado encarecen las importaciones con el impuesto PAÍS tanto para bienes como para servicios, pero con diferencias importantes.

Las importaciones de bienes que se realicen con dólares adquiridos en el mercado oficial -no así las que se realicen con “dólares propios” de los importadores- tributarán un 7,5%, excluyendo a: alimentos y bebidas no alcohólicas (incluidos sus insumos de producción y bienes intermedios), medicamentos y energía. Por otra parte, los bienes suntuarios mantienen la tasa del 30% que tenían desde octubre de 2022. En cuanto a los servicios, tendrán un recargo del 25%, a excepción de los fletes y transportes de mercaderías que tendrán la alícuota del 7,5%.

Otra medida importante es la equiparación del tipo de cambio “solidario” o “ahorro” al tipo de cambio “tarjeta” para consumos mensuales de menores a USD 300. Pagarán una tasa del 75% (30% por impuesto PAÍS + 45% por anticipo a cuenta del pago del impuesto a las ganancias). El dólar “turista” o “Qatar”, para consumos superiores a los 300 USD mensuales mantiene el 25% adicional de anticipo a cuenta del impuesto a los bienes personales.

Por otro lado, en lo que respecta a las exportaciones, se actualizó la tercera edición del Programa de Incremento Exportador. Según estimaciones oficiales, esta medida aumentaría las exportaciones en USD 2.000 millones. Recordemos que este “Dólar Agro” seguía vigente para las economías regionales hasta el final de agosto. Ahora, se elevó el tipo de cambio diferencial 300 a 340 pesos, y se incorporó al maíz y la cebada -por el momento, no a la soja ni el trigo-. Si bien aumenta nominalmente este tipo de cambio, la brecha con el dólar oficial cae en

comparación con las anteriores ediciones, lo que significa una necesidad de menor financiamiento para cubrir ese diferencial.

El principal objetivo de este paquete de medidas, al encarecer las importaciones e incentivar las exportaciones, es mejorar el desempeño del BCRA en el Mercado Único de Cambios. O, dicho de otra manera, morigerar el resultado negativo del balance comercial. El BCRA busca revertir la pérdida de reservas, que parcialmente ayuda a evitar una devaluación. En la semana, se acumularon más de USD 700 millones, la mayor compra de dólares desde el final del último Dólar Soja. Al mismo tiempo esto reduce la presión sobre los yuanes del Swap, que son utilizados para responder a la demanda de dólares.

Además, tiene un efecto positivo sobre la recaudación, al tratarse de un encarecimiento del dólar vía impuestos (es decir, no subió su cotización, sino que el importador debe pagar un tributo adicional, lo que implica un tipo de cambio efectivo mayor). Algunas estimaciones preliminares sugieren que la recaudación adicional por este impuesto permitiría compensar la pérdida en retenciones.

El lado negativo de las medidas es su potencial impacto en los precios. ¿Cómo sucede este mecanismo? Por el lado de las importaciones, si aumenta el tipo de cambio, (o en este caso si se aplica un impuesto el tipo de cambio, lo que encarece al mismo) aumenta el equivalente en pesos necesario para importar ese bien o servicio, y, por ende, aumenta su precio interno en pesos. Es importante recordar que Argentina no importa solo bienes finales, sino bienes intermedios y de capital, por lo que un aumento del tipo de cambio podría afectar a la estructuras de costos de la industria local. Por el lado de las exportaciones, al aumentar el tipo de cambio de un bien transable (como el dólar Soja, que es mayor que el tipo de cambio oficial) se corre el riesgo de que el precio interno se coloque a “precio dólar” para igualar la rentabilidad de venderlo afuera o adentro. Un dólar más caro implica alimentos más caros y, por ende, un encarecimiento de la canasta básica en detrimento de la población de menores ingresos.

Es por esto mismo, que la medida establece una diferenciación de las alícuotas y exenciones que justamente intentan amortiguar este impacto, al no gravar a aquellos bienes que componen la canasta básica o que se consideran de primera necesidad. Con esta medida se busca resguardar el poder adquisitivo de la sociedad.