



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 44 - Edición N° 1065 - 24 de Enero de 2022

**En octubre 2020, el gobierno pudo revertir la crisis cambiaria con más cepo, menos emisión y suerte (la soja): diferencias y semejanzas con enero de 2022**

**Jorge Vasconcelos**

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

BROKERS / ACPA

### 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 octubre 2020, el gobierno pudo revertir la crisis cambiaria con más cepo, menos emisión y suerte (la soja): diferencias y semejanzas con enero de 2022

- El riesgo de incurrir en atrasos con el FMI en una cuenta regresiva de menos de 60 días impone una diferencia cualitativa de la actual crisis con la de setiembre/octubre de 2020
- En los nueve meses previos a la crisis de setiembre/octubre, la emisión monetaria de origen fiscal alcanzó el equivalente a 8,3 % del PIB en términos anualizados, ese guarismo se moderó a 2,0 puntos del PIB entre octubre de 2020 y junio de 2021, pero en el segundo semestre del año pasado escaló al equivalente anualizado de 8,4 % del PIB
- Las presiones inflacionarias y cambiarias, por ende, son semejantes en enero de 2022 en relación a la crisis de 2020, pero el tipo de cambio oficial actual debería ajustarse un 16,7 % para “volver” al nivel de setiembre de 2020 en términos reales. A su vez, pese a la suba de las últimas semanas, los segmentos libres del dólar todavía se ubican, en términos reales, 20,2 % por debajo del pico registrado en setiembre de 2020: a precios de hoy, el “dólar blue” llegó a cotizar a 275,7 pesos en aquel momento
- Para evitar que la actual crisis replique aquella experiencia, corregida y agravada, es fundamental que el gobierno retome la moderación fiscal y monetaria aplicada entre octubre de 2020 y junio de 2021, lo cual a su vez sería la llave que podría reabrir de forma conducente la negociación con el staff del FMI. No son sólo los vencimientos con los organismos y el riesgo de incurrir en atrasos los que hacen más grave el cuadro de situación actual en relación al de setiembre/octubre de 2020, más aún cuando el escenario global se presenta con turbulencias, de la mano de la esperada suba de tasas en Estados Unidos
- La sequía y la falta de gas nacional disponible para el consumo del invierno hacen que las proyecciones de balanza comercial para 2022 se recorten en 6 a 7 mil millones de dólares respecto de 2021, por lo que la disponibilidad de divisas podría condicionar la trayectoria del nivel de actividad en 2022, dado que cada punto de variación del PIB requiere de un incremento de 3 puntos en las importaciones

- Otras variables reflejan un mayor deterioro de la macro en relación a 2020. Por ejemplo, en 2021 el costo de los subsidios económicos (energía y transporte) duplicó el nivel registrado un par de años atrás (en 2019), pasando de 1,7 a 3,4 puntos del PIB, con el riesgo de acercarse a los 4,0 puntos de no adoptarse medidas inmediatas en el plano de las tarifas. De igual modo, el costo financiero de los Pasivos Remunerados del BCRA, que en 2020 sumó el equivalente a 2,5 % del PIB, trepó a 3,05 % en 2021 y apunta a 3,6 % del PIB en 2022, un ascendente factor autónomo de expansión monetaria
- La acumulación de capas geológicas de problemas sin resolver hace que las distorsiones afloren más allá de las variables nominales (inflación, devaluación), por lo que no extrañan casos como el de los cortes de energía eléctrica en verano y la posibilidad cierta de falta de gas en el invierno. El valor bursátil de YPF es quizá una de las formas más simples de reflejar este deterioro, ya que éste pasó de 9,0 mil millones de dólares a fin de 2017 a una cifra del orden de los 1,5 mil millones en el arranque de 2022. En 2017, bastaba con multiplicar por 7,3 el valor de YPF para “comprar” una Petrobras. Ahora, se necesita multiplicar por 46,5 el valor de YPF para lograr la equivalencia con Petrobras

Hacia setiembre/octubre de 2020 la Argentina atravesó una severa crisis cambiaria, con caída de depósitos en moneda extranjera, brecha cambiaria superior al 100 % (considerando alguna de las variantes del dólar libre) y reservas líquidas del BCRA perforando umbrales críticos, entre los indicadores más relevantes. Paradójicamente, aquellas turbulencias se hicieron más intensas apenas anunciado el acuerdo alcanzado con los acreedores privados, aunque es difícil argumentar que ese haya sido el detonante. Fue más bien la acumulación de distintas circunstancias, desde el prolongado cierre de actividades dispuesto frente a la pandemia, hasta el desborde de la emisión monetaria, pasando por anuncios que generaron gran incertidumbre (intento de estatización de Vicentin), siendo además que ante la fuerte demanda de “dólar futuro” por parte de los operadores y la vertical caída de reservas, las primeras medidas que se tomaron (mediados de setiembre) fueron todas en dirección a reprimir la demanda de dólares, sin atacar las causas del desborde fiscal/monetario, ni tampoco generar incentivos para el incremento de la oferta de divisas por parte de los privados.

Con el correr de las semanas, aquella crisis pudo comenzar a ser contenida con un giro pronunciado (aunque luego se probó que sólo temporal) en la política fiscal y monetaria, fenómeno que fue complementado por el factor “suerte”: entre setiembre de 2020 y junio de 2021 los precios internacionales de los productos agropecuarios que exporta la Argentina subieron nada menos que un 50,7 %.

La preocupación oficial por la crisis de setiembre/octubre de 2020 fue perceptible, al punto que desde el ministerio de economía se comenzó a transmitir la necesidad de un “ancla fiscal” para enfrentarla. Los datos son contundentes acerca del giro experimentado: la emisión monetaria de origen fiscal, que entre enero y setiembre de 2020 había anotado un ritmo de 186,1 mil millones de pesos por mes, pasó a un andarivel mensual de 64,1 mil millones de pesos para el período que va entre octubre de 2020 y junio de 2021. En términos del PIB, y anualizando los datos apuntados, la emisión monetaria de origen fiscal pasó del equivalente a 8,3 % del PIB antes de la crisis cambiaria de setiembre/octubre de 2020 a 2,0 puntos del PIB en los nueve meses subsiguientes, un ajuste de 6,3 puntos porcentuales.

| <b>Emisión monetaria de origen fiscal, antes y después de la crisis cambiaria Octubre 2020</b> |                        |                              |                            |
|--|------------------------|------------------------------|----------------------------|
|  | <b>Enero/Sept 2020</b> | <b>Octubre '20/Junio '21</b> | <b>Julio/Diciembre '21</b> |
| <b>Promedio mensual (En miles de millones de pesos)</b>  | 186,1                  | 64,1                         | 309,5                      |
| <b>En % del PIB anualizado</b>   | 8,3%                   | 2,0%                         | 8,4%                       |

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

La combinación de una merma en la emisión de pesos, junto con un aumento en la oferta de divisas provenientes del comercio exterior (por la mejora de los términos del intercambio) sirvió para frenar el deterioro en la relación entre la “Base Monetaria Amplia” (que incluye base monetaria y pasivos remunerados del BCRA) y las reservas brutas del Banco Central. Cabe subrayar que este ratio muestra una significativa correlación con la evolución de las cotizaciones del dólar libre en sus distintas variantes (blue, CCL y demás).

A fin de 2019, se contabilizaban 66 pesos de Base Monetaria Amplia por cada dólar de Reservas Brutas, pero ya en octubre de 2020 esa relación había pasado a 121 pesos por cada dólar, ya que la BMA totalizaba 4,815 millón de millones de pesos y las Reservas Brutas sumaban 39,8 mil millones de dólares. Vale decir, en esos primeros diez meses de 2020 este ratio se deterioró a un ritmo del 6,25 % mensual acumulativo, por la suba del numerador y la caída del denominador.

| <b>Relación entre la base monetaria amplia y las reservas del BCRA</b>              |                |               |               |               |
|---|----------------|---------------|---------------|---------------|
|   | <b>Dic' 19</b> | <b>Oct'20</b> | <b>Jun'21</b> | <b>Dic'21</b> |
| <b>Base monetaria amplia (BM+pasivos remunerados en miles de millones de pesos)</b> | 2.930,00       | 4.815,30      | 6.445,90      | 8.015,00      |
| <b>Reservas Brutas (En miles de millones de dólares)</b>                            | 44,40          | 39,80         | 42,40         | 39,10         |
| <b>BMA / Reservas brutas (Pesos por cada dólar)</b>                                 | 66,00          | 121,00        | 152,00        | 205,00        |

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Al giro de la política fiscal y monetaria iniciado en octubre de 2020 se superpuso el “factor suerte” (términos de intercambio) y la recuperación de las ventas de productos industriales por la progresiva normalización sanitaria de países socios, por lo que las

exportaciones de 2021 registraron un incremento de nada menos que 23 mil millones de dólares (de 54,9 a 77,9 mil millones).

Este fenómeno irreplicable fue extremadamente relevante no sólo en función de la evolución de las reservas sino también del nivel de actividad. Entre setiembre y octubre de 2020 el cepo a las operaciones de cambio y de comercio exterior se había hecho mucho más restrictivo, con efectos colaterales negativos sobre el nivel de actividad, por el encarecimiento del crédito a las empresas y por la mayor dificultad para programar el flujo de aprovisionamiento de insumos importados. En cierto modo, la mayor disponibilidad de divisas morigeró temporalmente aquellos impactos: El rebote del PIB de 2021 no hubiera sido factible en la magnitud alcanzada sin la posibilidad de un incremento de importaciones de nada menos de 49,2 % interanual, por una cifra de 20,9 mil millones de dólares por encima de los guarismos de 2020 (63,2 mil millones de dólares vs 42,3 mil millones).



\* promedio hasta el 20 de Enero

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Otro elemento a tener en cuenta es que, durante la crisis cambiaria de setiembre/octubre de 2020, el uso de las pocas reservas de las que disponía el Banco Central no estaba condicionado por vencimientos relevantes y cercanos de la deuda con los organismos internacionales. Había en el horizonte un pago a realizar al Club de París en mayo de 2021, y los compromisos más significativos con el FMI arrancaban en setiembre. Este panorama recibió un alivio adicional por la decisión del FMI de distribuir DEG a los países socios, en el caso de la Argentina una inyección del orden de los 4,3 mil millones de dólares.

Esta es una diferencia significativa con la crisis de enero 2022, ya que es aceptado que las reservas netas disponibles no alcanzan para hacer frente al vencimiento de 2,82 mil millones de dólares con fecha del 21 de marzo próximo.

Por ende, el riesgo de incurrir en atrasos con el FMI en una cuenta regresiva de menos de 60 días impone una **diferencia cualitativa** de la actual crisis con la de setiembre/octubre de 2020. Pero no se trata sólo de la incapacidad de hacer frente a esos vencimientos lo que hace más crítica la situación de enero de 2022 cuando se la compara con setiembre/octubre de 2020

Ocurre que el desborde fiscal/monetario de los meses previos a cada una de las dos crisis es muy similar, pero el contexto actual muestra eslabones de la macro mucho más débiles que los que podían encontrarse transitando el cuarto trimestre de 2020.

Recapitulando en forma abreviada:

- 1- En los nueve meses previos a la crisis de setiembre/octubre, la emisión monetaria de origen fiscal alcanzó el equivalente a 8,3 % del PIB en términos anualizados, ese guarismo se moderó a 2,0 puntos del PIB entre octubre de 2020 y junio de 2021, pero en el segundo semestre del año pasado escaló al equivalente anualizado de 8,4 % del PIB
- 2- Por consiguiente, la relación entre la Base Monetaria Amplia y las Reservas Brutas volvió a deteriorarse entre junio y diciembre de 2021 a un ritmo acumulativo mensual semejante al del período enero-octubre de 2020

| Tipo de cambio oficial y blue, Enero del 2022 vs Septiembre de 2020 (a precios de enero 2022) |         |       |
|---|---------|-------|
|   | Oficial | Blue  |
| septiembre de 2020  | 128,1   | 275,7 |
| Enero de 2022   | 109,8   | 220,0 |

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Gustavo Reyes

- 3- Las presiones inflacionarias y cambiarias, por ende, son semejantes en enero de 2022 en relación a la crisis de 2020, pero el tipo de cambio oficial actual debería ajustarse un 16,7 % para “volver” al nivel de setiembre de 2020 en términos reales. A su vez, pese a la suba de las últimas semanas, los segmentos libres del dólar todavía se ubican, en términos reales, 20,2 % por debajo del pico registrado en setiembre de 2020: a precios de hoy, el “dólar blue” llegó a cotizar a 275,7 pesos en aquel momento
- 4- Para evitar que la actual crisis replique aquella experiencia, corregida y agravada, es fundamental que el gobierno retome la moderación fiscal y monetaria aplicada entre octubre de 2020 y junio de 2021, lo cual a su vez sería la llave que podría reabrir de forma conducente la negociación con el staff del FMI
- 5- No son sólo los vencimientos con los organismos y el riesgo de incurrir en atrasos los que hacen más grave el cuadro de situación actual en relación al de setiembre/octubre de 2020:

- 6- Sin entrada de capitales, por incertidumbre y/o deterioro de las expectativas en la relación entre la Argentina y el FMI, se acentuarían los efectos negativos sobre la actividad y las inversiones de los cepos al cambio y al comercio exterior, que en 2021 pudieron disimularse por el incremento de 23 mil millones de dólares en las exportaciones

| Argentina: Evolución de los subsidios económicos y de la cuenta de intereses de los pasivos remunerados del BCRA(en % del PIB) |      |      |      |      |
|--|------|------|------|------|
|  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Subsidios económicos (Energía y transporte)  | 1,7% | 2,8% | 3,4% | s/d  |
| Cuentas de intereses de pasivos remunerados del BCRA   | 3,2% | 2,5% | 3,1% | 3,6% |

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

- 7- Otras variables reflejan un mayor deterioro de la macro en 2022 en relación a 2020. Por ejemplo, en 2021 el costo de los subsidios económicos (energía y transporte) duplicó el nivel registrado un par de años atrás (en 2019), pasando de 1,7 a 3,4 puntos del PIB, con el riesgo de acercarse a los 4,0 puntos de no adoptarse medidas inmediatas en el plano de las tarifas
- 8- De igual modo, el costo financiero de los Pasivos Remunerados del BCRA, que en 2020 sumó el equivalente a 2,5 % del PIB, trepó a 3,05 % en 2021 y apunta a 3,6 % del PIB en 2022, un ascendente factor autónomo de expansión monetaria

#### Valor bursátil YPF vs Petrobras (En miles de millones de dólares)

|        | YPF  | Petrobras | Petrobras/YPF |
|--------|------|-----------|---------------|
| Dic'17 | 9,01 | 65,8      | 7,3           |
| Ene'22 | 1,5  | 69,7      | 46,5          |

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a fuentes de mercado

- 9- La acumulación de capas geológicas de problemas sin resolver hace que las distorsiones afloran más allá de las variables nominales (inflación, devaluación), por lo que no extrañan casos como el de los cortes de energía eléctrica en verano y la posibilidad cierta de falta de gas en el invierno. El valor bursátil de YPF es quizá una de las formas más simples de reflejar este deterioro, ya que éste pasó de 9,0 mil millones de dólares a fin de 2017 a una cifra del orden de los 1,5 mil millones en el arranque de 2022. En 2017, bastaba con multiplicar por 7,3 el valor de YPF para "comprar" una Petrobras. Ahora, se necesita multiplicar por 46,5 el valor de YPF para lograr la equivalencia con Petrobras