

DE VUELTA AL FONDO Y (CASI) FIN DEL CEPO: ¿QUÉ PUEDE SALIR MAL?

Abril 2025



■ Fundación
■ para el
■ Desarrollo
■ Humano
■ ♦ Integral

RESUMEN EJECUTIVO

- Tal como anticipamos, **la principal novedad radica en el nuevo esquema cambiario** (el desembolso inicial está dentro de lo previsto). A pesar del anuncio de “bandas”, el BCRA dice guardarse margen para intervenir también dentro de ellas.
- **No parece que sea cierto que “este siempre fue el plan”**, al menos no en los tiempos. Someterse a la libre flotación (posiblemente devaluación) en año electoral (luego de que la inflación volviera a crecer a 3,7%) es riesgoso.
- Queda claro nuevamente que **con superávit fiscal no alcanza**. El problema es, una vez más, la escasez de dólares. El Gobierno se juega un all-in a la salida del cepo: ¿decisión propia o imposición del Fondo?
- Estamos ante una reedición del esquema macrista (2018). En ese entonces se propuso un sendero hacia el equilibrio fiscal (partiendo de déficit), sin cepo, pero los vencimientos de deuda externa eran menores (en parte por el proceso de endeudamiento 18-19). **¿Por qué esta vez sería diferente?**
- **Este nuevo manotazo al FMI no era inevitable**, sino que es resultado de errores de política económica del gobierno, y también por la herencia de deuda externa creada por los mismos funcionarios que hoy forman parte del gabinete económico.

Destacados

1. De los USD 20.000 M del FMI, 12.000 M llegarían el martes, otros 2.000 M en junio y 1.000 M más antes de fin de año. **Total 2025: USD 15.000 M.**
2. Además, complementarían **otros organismos internacionales** por más de **USD 6.000 M** adicionales este año (BID 3.000 M, BIRF 1.500 M, IFC 2.000 M) y un potencial repo de 2.000 M.
3. Contrario a las declaraciones del ministro, que afirman que “el país ya sobrecumplió todas las metas”, el acuerdo le impone **objetivos de acumulacion de reservas ambiciosos**. Entre abril-diciembre, se acumulan vencimientos por USD 10.300 M.
4. Lo más relevante es el **cambio en el esquema cambiario** (con liberalización del cepo).

Metas de acumulación de Reservas Netas
Variación respecto al 31/3 - Millones de dólares

Mes	Meta en USD (contra 31/3)
13-junio	4.400
30-septiembre	4.300
31-diciembre	8.900

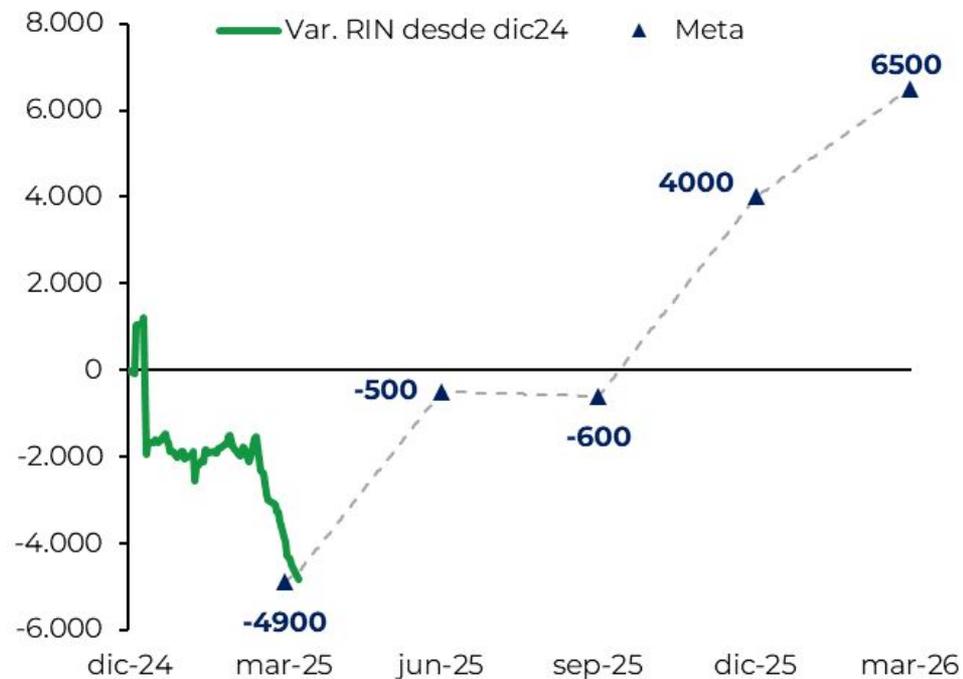
Los anuncios

Variable	Medida	Comentarios
Esquema cambiario	El BCRA dejará flotar el dólar entre los \$1000 y \$1400. Las bandas divergen (el piso cae y el techo aumenta) a un ritmo de 1% mensual. Si el dólar se acerca al techo, venderá para contener su precio, y solo podrá acumular cuando el tipo de cambio se acerque al piso.	El BCRA se guarda un margen: “El BCRA podrá considerar la compra de dólares en función de sus objetivos macroeconómicos y de acumulación de reservas internacionales (RIN), así como la venta de dólares para morigerar volatilidad inusual. ” Remarcamos este último punto por ser contradictorio con el staff report, según el cual las ventas dentro de la banda no están previstas (“FX sales within the band are not envisaged”).
Dólar Blend	Se elimina	Se daba bastante por descontado, y en el nuevo esquema con una brecha derrumbándose perdía su mayor sentido (incentivar expo agrarias).
Cepo (personas humanas)	Libre acceso al MULC para atesoramiento (fuga). Perdura el dólar tarjeta y turismo	Extraño: es posible para un ciudadano comprar dólares y llevarlos al exterior pero se penaliza que lo haga directamente en el exterior. Podría afectar los consumos de plataformas (algunos vienen ya pesificados)
Cepo (personas jurídicas)	Eliminación de restricciones para giro de ganancias al exterior a partir de los ejercicios financieros que comienzan en 2025. Nuevo BOPREAL para ganancias retenidas.	Acá radicaría la principal diferencia con una liberación total. A las empresas se les levanta la restricción cruzada por única vez, pero se mantiene las restricciones a la formación de activos externos, que históricamente representan aprox. un 25% del total.
Restricciones comerciales	Flexibilización de plazos para el pago de operaciones de comercio exterior. Se elimina el plazo de 30 días para pagar importaciones.	Resta presión al CCL y fortalece el ancla cambiaria.

Las metas: externa

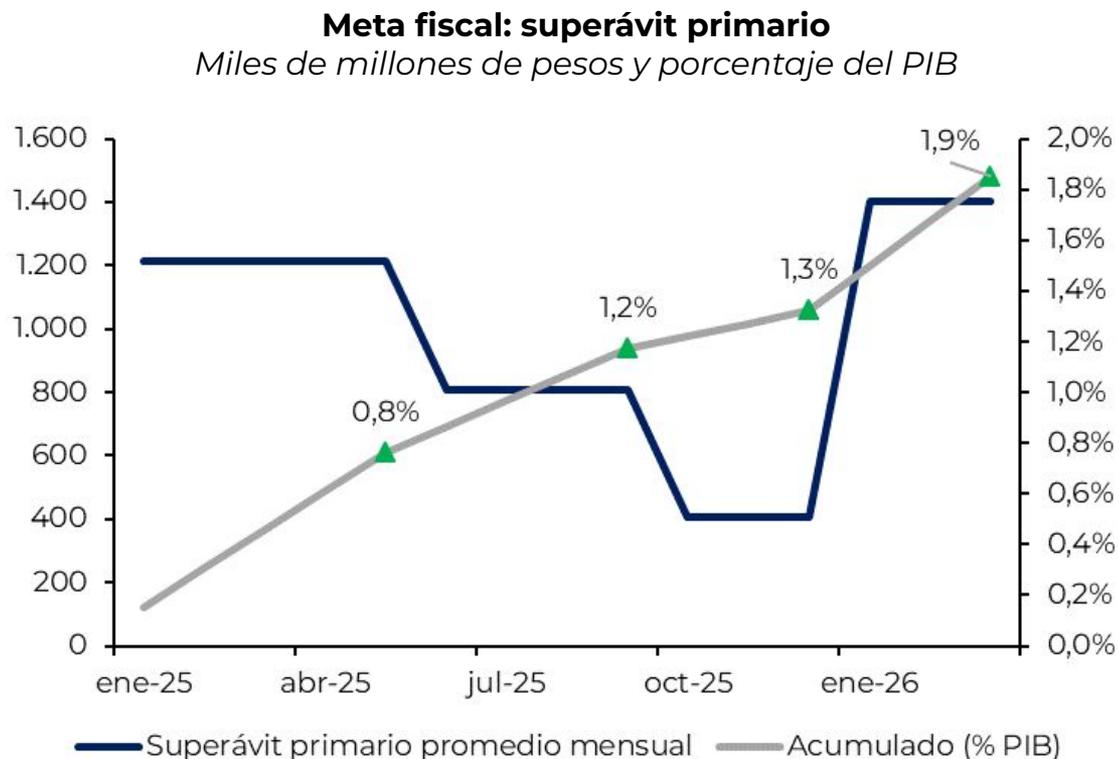
- Descuenta desembolsos del FMI y de otros organismos.
- Lucen ambiciosas teniendo en cuenta la carga de vencimientos (implicarían comprar más de 20.000M en MLC o reacceder demasiado rápido a los mercados)
- La emisión de una nueva serie de **BOPREAL prevista no se computará en las RIN**, por lo que el gobierno tiene espacio para dar salida a las ganancias retenidas de las empresas sin que ello dificulte esta meta.
- La meta de reservas internacionales está diseñada para dar **flexibilidad de intervención durante los tres meses previos a las elecciones.**

Meta de reservas internacionales
Millones de dólares



Las metas: fiscal

- La meta fiscal implica un superávit primario de **1,3% del PIB en 2025**. En 2026 se alcanzaría 2,2% y en 2027, 2,5%.
- A modo de referencia, en 2024 el superávit primario alcanzó el 1,8% del PIB.
- El cambio de una meta sobre el resultado financiero a una sobre el primario busca dar mayor espacio para el aumento del gasto en intereses.
- Se prevé endurecer la meta fiscal ante empeoramientos del contexto internacional.

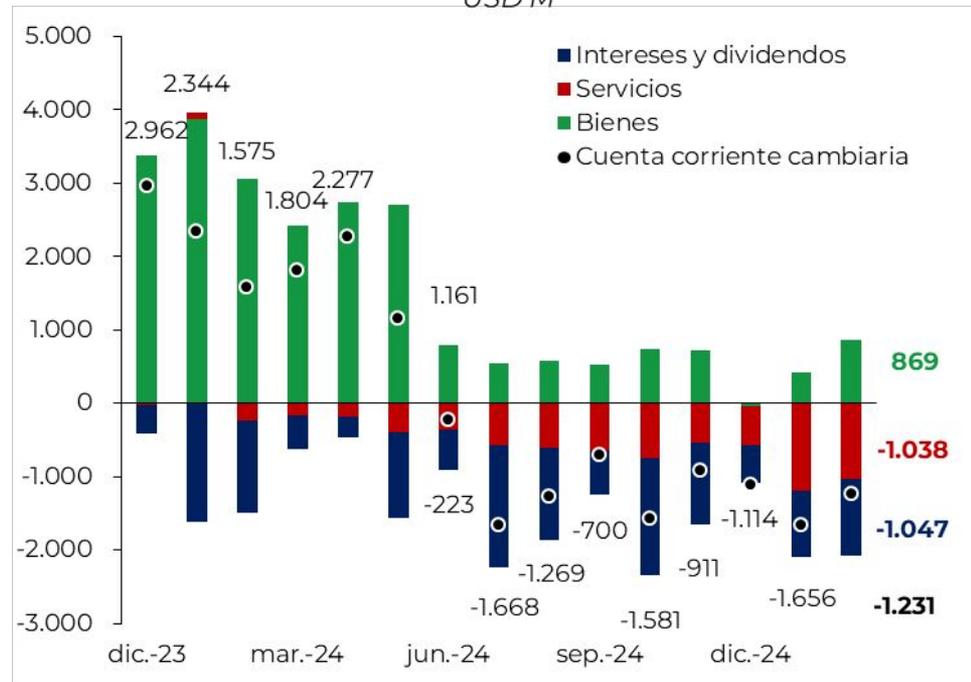


El contexto

- Durante el primer semestre de 2024, la devaluación recesiva y un apretón del cepo permitió recomponer las reservas.
- A mitad de año pasado el esquema se agotó, pero a partir de octubre los dólares del **blanqueo y el anclaje de expectativas viabilizaron un carry trade** que permitió al BCRA volver a acumular reservas.
- Este año se redujo el superávit de bienes, aumentó el déficit de servicios, y se desanclaron las expectativas de devaluación. Un combo letal para las reservas del BCRA.

Cuenta corriente cambiaria

USD M

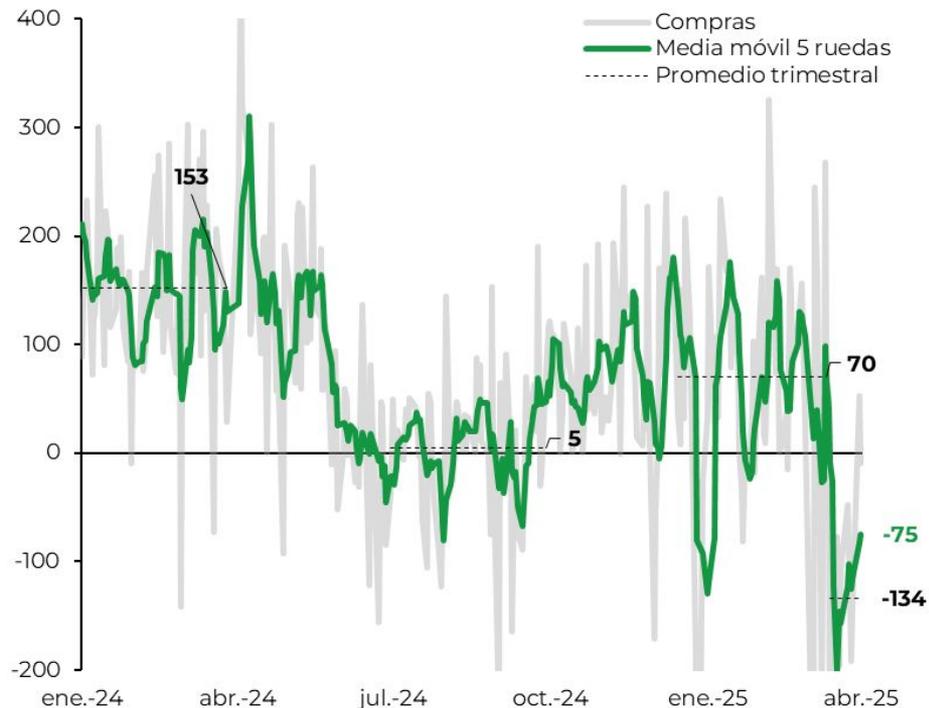


El contexto

- A pesar del discurso fiscalista del Gobierno, lo cierto es que la desaceleración de la inflación se debió -una vez más- a la **apreciación cambiaria**.
- Para poder apreciar hacen falta reservas, y en 2025 quedó claro que **el esquema tal como estaba era insostenible**.
- En lo que va del año, las ventas en el MLC sumadas a los vencimientos de deuda y a la intervención en los paralelos le hicieron perder al BCRA cerca de USD 6.900 millones de reservas.

Compras de reservas en el MLC

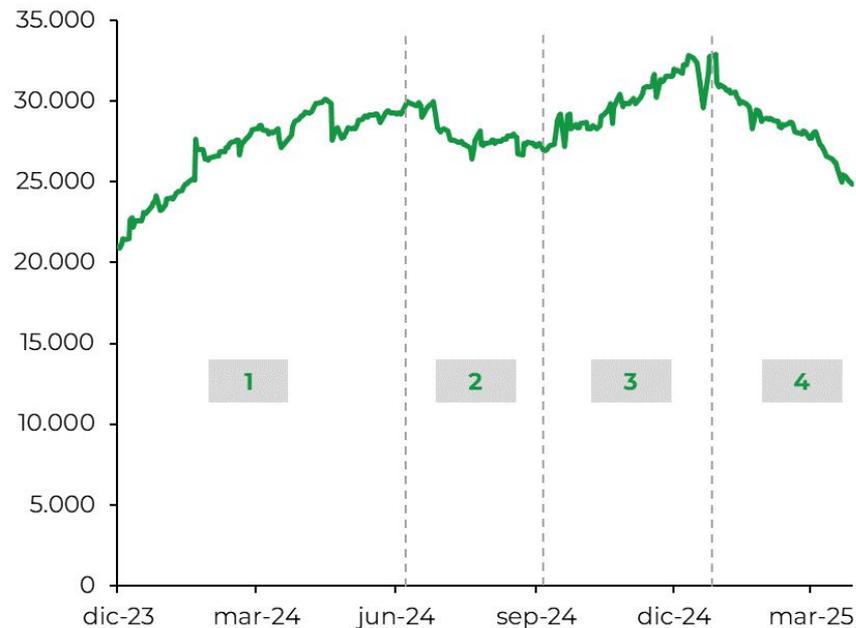
Millones de dólares



¿Todo marcha de acuerdo al plan?

- El gobierno insiste en que esta es la tercera fase de un plan diseñado desde un principio. Pero ninguno de los requisitos que había puesto para cambiar de fase se cumplieron.
- Lo cierto es que no necesitó al FMI para capitalizar al BCRA durante el primer semestre de 2024 (etapa **1**) y los primeros meses del blanqueo (etapa **3**).
- Ahora recurre el FMI para recuperar el esquema de carry trade agotado, mientras otras fuentes de divisas brillan por su ausencia. **Esta no es la fase 3, sino la 5.**
- Para que sea efectivo, el cambio de esquema **debería revertir la tendencia** de las reservas, más allá de mejorar en el nivel.

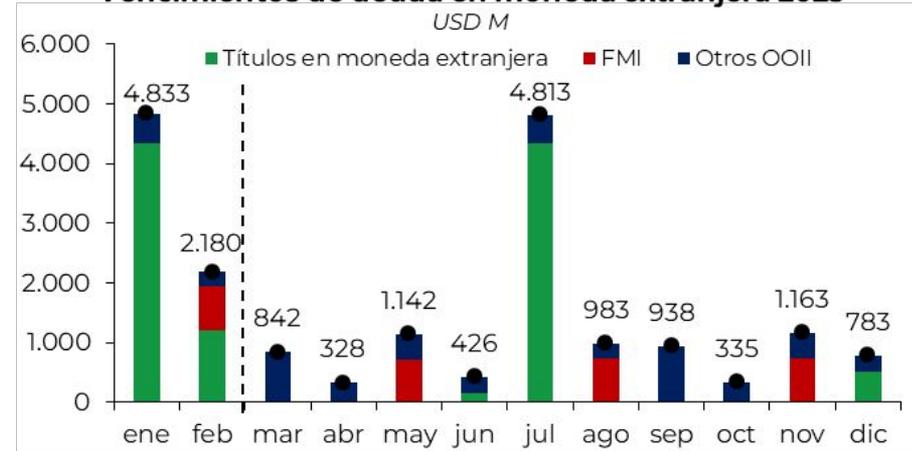
Cuatro fases de las reservas internacionales
Millones de dólares



Vencimientos

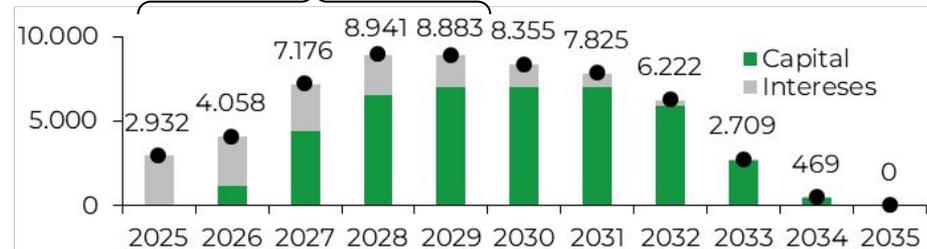
- Al equipo económico le toca **gestionar una herencia en vida**: administrar la deuda que contrajeron como funcionarios del macrismo.
- En lo que resta de 2025, los vencimientos de capital superan los USD 11.000 M (+5.000 de intereses)
- Con el FMI no tenemos vencimientos de capital relevantes hasta 2027, pero los intereses corren.
- Desde la firma del acuerdo en 2018 acumulamos más de USD 12.000 millones pagados en concepto de intereses sin haber reducido la carga de la deuda.

Vencimientos de deuda en moneda extranjera 2025



Vencimientos FMI

USD M
USD 14.500 M de **capital** hasta jun-29

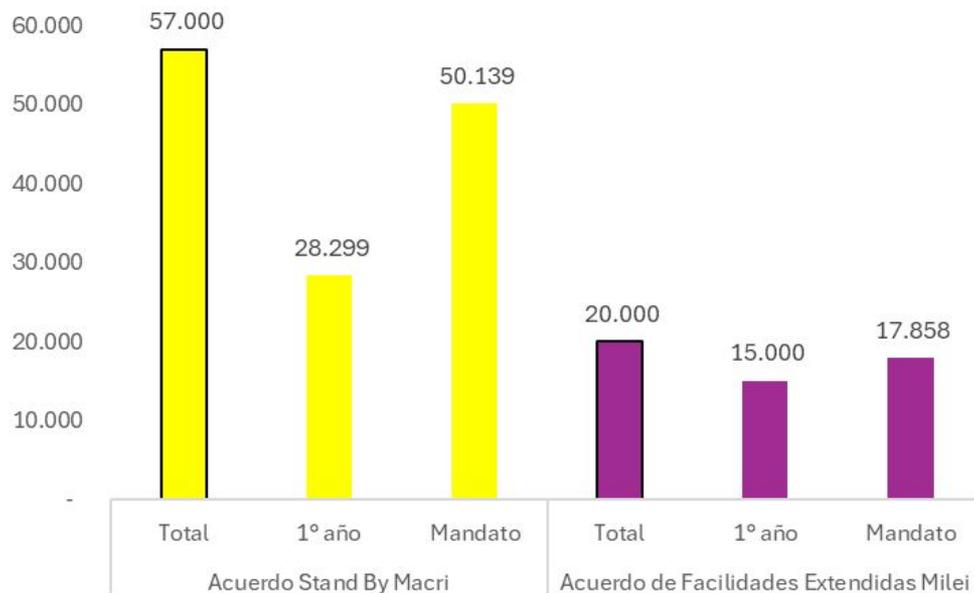


¿Esta vez es diferente?

- Al igual que con Macri, el préstamo no puede entenderse sin sus **motivaciones políticas y el vínculo entre Trump y el presidente argentino**.
- El desembolso inicial está en 60%, por encima del 40% que Georgieva había calificado de razonable.
- Con Macri, el 50% se desembolsó el 1º año y 88% se pagó para su mandato.
- Ahora se desembolsará un 75% el primer año y el 89% de lo acordado durante el mandato.

Desembolsos FMI

Millones de dólares



¿Esta vez es diferente?

- Durante el gobierno de Macri los desembolsos no evitaron que ese año el tipo de cambio suba un 36%.
- El primer desembolso por USD 15.000 millones incrementó las reservas internacionales en junio, pero **para septiembre volvieron al nivel inicial**. (En aquel entonces fue severamente denunciado por Milei).

Reservas internacionales y tipo de cambio

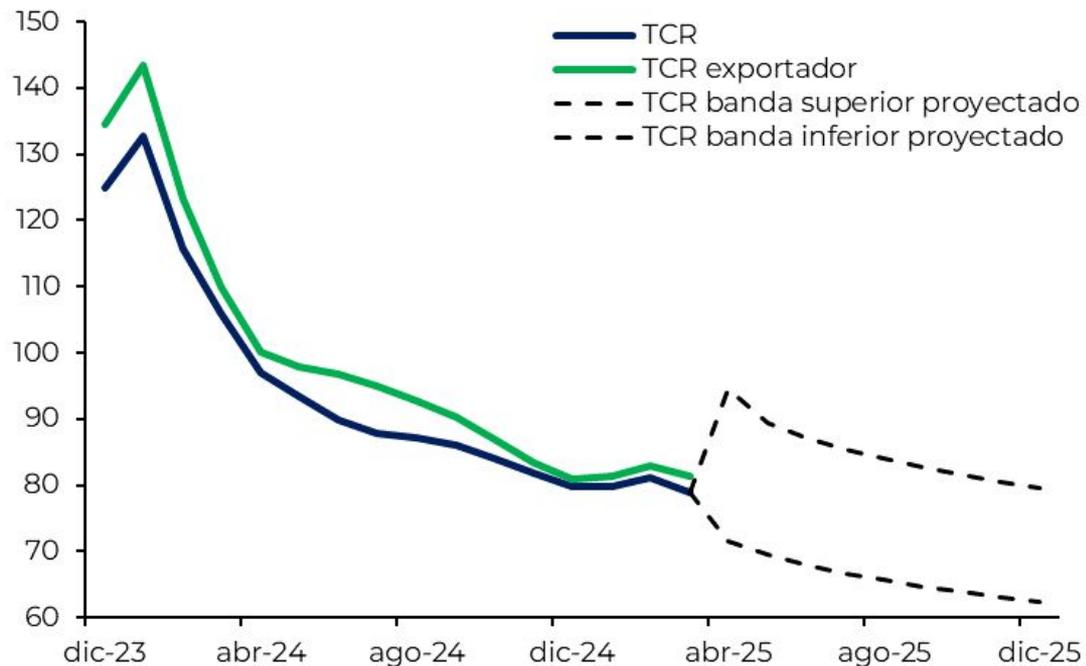
Millones de dólares



¿Esta vez es diferente?

- En un escenario conservador, el **tipo de cambio real continuará apreciándose**.
- Suponiendo coeficiente de *passthrough* igual a 0,6 distribuido en 3 meses, y coeficiente de inercia de 0,7, **incluso si el tipo de cambio se pegara a la banda superior** el TCR retornaría a los niveles insostenibles del verano.

Escenarios de tipo de cambio real
Índices



¿Esta vez es diferente?

- Como discutimos en la **agenda** de noviembre de 2024, es difícil encontrar indicadores donde las perspectivas luzcan mejores esta vez. El Gobierno se defiende usando uno solo (sup. fiscal)
- El saldo de **cuenta corriente** es apenas más favorable, con *fundamentals* (actividad y TCR) similares y empeorando.
- Los vencimientos de **deuda a corto plazo** también (y empeorando), con nivel de deuda, riesgo país y costo de financiamiento más elevados. Las reservas, mucho menores incluso tras el desembolso (y desembolsos netos exiguos a futuro).

Indicadores seleccionados 2018 vs 2025

	2018	2025	Periodo	Unidad
Nivel de actividad	100	103	Enero	ene-18 = 100
Tipo de cambio real	100	[90; 110]	Marzo	mar-18 = 100
Inflación	2,3	3,7	Marzo	Var. mensual
Saldo de cuenta corriente*	-957	404	Febrero	USD M
Exportaciones*	4.461	8.174	Febrero	USD M
Importaciones*	5.292	6.708	Febrero	USD M
Reservas internacionales**	71.663	36.989	Abril	USD M
netas	32.803	2.366	Abril	USD M
líquidas	49.318	17.675	Abril	USD M
Vencimientos en moneda extranjera a 12 meses	24.931	19.467	Abril	USD M
Deuda pública en moneda extranjera	220.566	257.669	IV trim.	USD M
Deuda externa privada	78.852	103.905	I-18/III-24	USD M
comercial	34.684	63.308	I-18/III-25	USD M
financiera	44.169	40.597	I-18/III-26	USD M
Desembolsos netos del FMI a 12 meses	38.791	718	Abril	USD M
FAE del sector privado	-2.055	??	Abril	USD M
Resultado fiscal	-1.371	294	Febrero	USD M
ajustado por capitalización intereses	-2.740	-3.222	Febrero	USD M
Pasivos externos de portafolio	156.535	80.593	IV trim.	USD M
Riesgo país	405	874	Abril	pb.
rendimiento Treasuries 10yr	295	440	Abril	pb.

*Cambiarías, ajustadas por dólar blend

** Incluyendo el desembolso del FMI en abr-25

¿Esta vez es diferente?

- Con la remoción de las restricciones a la compra de dólares para ahorro, **está por verse si la fuga de capitales de residentes será menor** que en aquella oportunidad. La inflación es actualmente superior y el déficit fiscal, incluyendo intereses de LEBACs (2018) y LECAPs (2025), también.
- La esperanza del gobierno se deposita en ingresos de capital del sector privado. Esta es **la principal diferencia**: en marzo de 2018 los no residentes ya habían entrado y decidieron irse. **Hoy podrían entrar. La pregunta es qué los haría quedarse**, y por cuánto tiempo.

Indicadores seleccionados 2018 vs 2025

	2018	2025	Periodo	Unidad
Nivel de actividad	100	103	Enero	ene-18 = 100
Tipo de cambio real	100	[90; 110]	Marzo	mar-18 = 100
Inflación	2,3	3,7	Marzo	Var. mensual
Saldo de cuenta corriente*	-957	404	Febrero	USD M
Exportaciones*	4.461	8.174	Febrero	USD M
Importaciones*	5.292	6.708	Febrero	USD M
Reservas internacionales**	71.663	36.989	Abril	USD M
netas	32.803	2.366	Abril	USD M
líquidas	49.318	17.675	Abril	USD M
Vencimientos en moneda extranjera a 12 meses	24.931	19.467	Abril	USD M
Deuda pública en moneda extranjera	220.566	257.669	IV trim.	USD M
Deuda externa privada	78.852	103.905	I-18/III-24	USD M
comercial	34.684	63.308	I-18/III-25	USD M
financiera	44.169	40.597	I-18/III-26	USD M
Desembolsos netos del FMI a 12 meses	38.791	718	Abril	USD M
FAE del sector privado	-2.055	??	Abril	USD M
Resultado fiscal	-1.371	294	Febrero	USD M
ajustado por capitalización intereses	-2.740	-3.222	Febrero	USD M
Pasivos externos de portafolio	156.535	80.593	IV trim.	USD M
Riesgo país	405	874	Abril	pb.
rendimiento Treasuries 10yr	295	440	Abril	pb.

*Cambiarías, ajustadas por dólar blend

** Incluyendo el desembolso del FMI en abr-25

“Ni nuestros padres vieron este nivel de cobertura”

FALSO

- Caputo y Milei afirman que “nunca se vio este nivel de cobertura” analizando el ratio entre la “base monetaria amplia” y las reservas internacionales brutas.
- El indicador correcto para validar la capacidad del sector público de defender el dólar oficial es, en todo caso, el nivel de las reservas líquidas.
- Aún con los desembolsos del FMI **apenas alcanzarán los niveles de 2022.**

Reservas brutas y líquidas
Millones de dólares



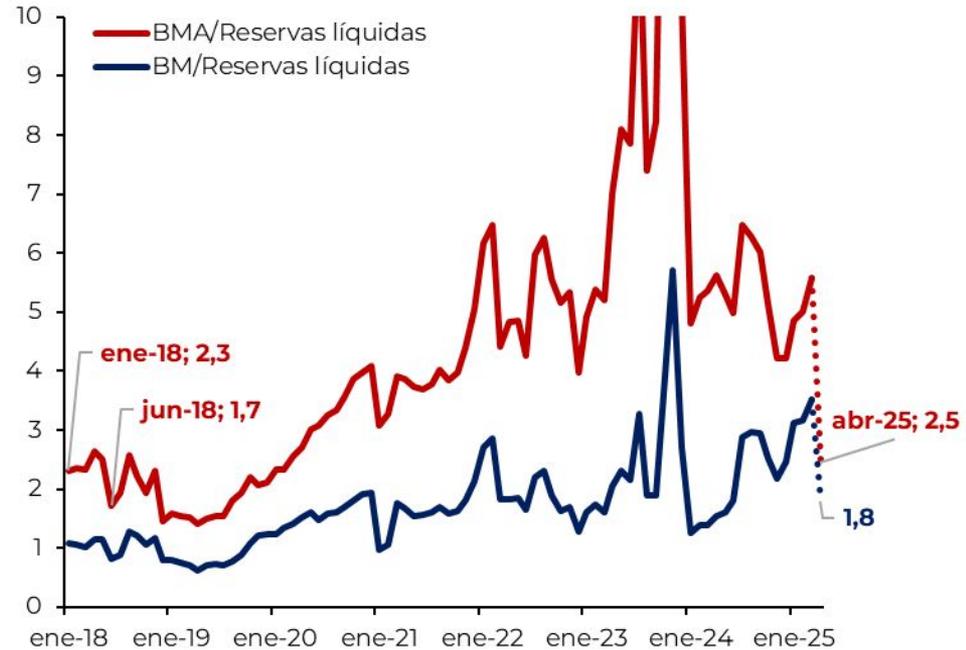
“Ni nuestros padres vieron este nivel de cobertura”

FALSO

- Replicando el ejercicio con las reservas líquidas, el indicador preferido del gobierno está en niveles similares a los del gobierno de Macri antes del inicio de la crisis cambiaria.
- En aquella oportunidad Caputo recurrió al FMI con el mismo objetivo, alcanzando en junio un indicador mejor que el actual.
- Pero como sabemos, **aún así la crisis no se detuvo e incluso se profundizó.**

Base monetaria sobre reservas líquidas

Millones de dólares



REFLEXIONES FINALES

- Es probable que el **rebote inflacionario** de marzo (3,7%) continúe en abril y mayo dada la suba del tipo de cambio oficial esperada.
- En los próximos meses se observarán **caídas de ingresos y aumento de la pobreza**.
- Por el mismo motivo, es de esperar una posible **contracción de la actividad económica** por caída de ingresos reales (efecto contractivo de la devaluación).
- Contrario al argumento del gobierno de que “la deuda cae”, lo correcto es que **incrementa el endeudamiento en moneda extranjera y con acreedores externos** (el más relevante para la sostenibilidad) sin haber abordado las inconsistencias del esquema macroeconómico, principalmente **el déficit de cuenta corriente y la persistencia de la inflación**.
- En la medida que persista la dolarización del excedente de los argentinos, se mantienen inamovibles los riesgos de nuevos saltos cambiarios. La liberación (parcial) del cepo, propiciará un nuevo ciclo de **formación de activos externos** (fuga de capitales) financiado con deuda pública. También busca posibilitar el **ingreso de capitales externos** al mercado doméstico.
- El monitoreo esta semana se concentrará en el tipo de cambio y las tasas de interés.