EDICIÓN N°12 - 31 DE MARZO DE 2025

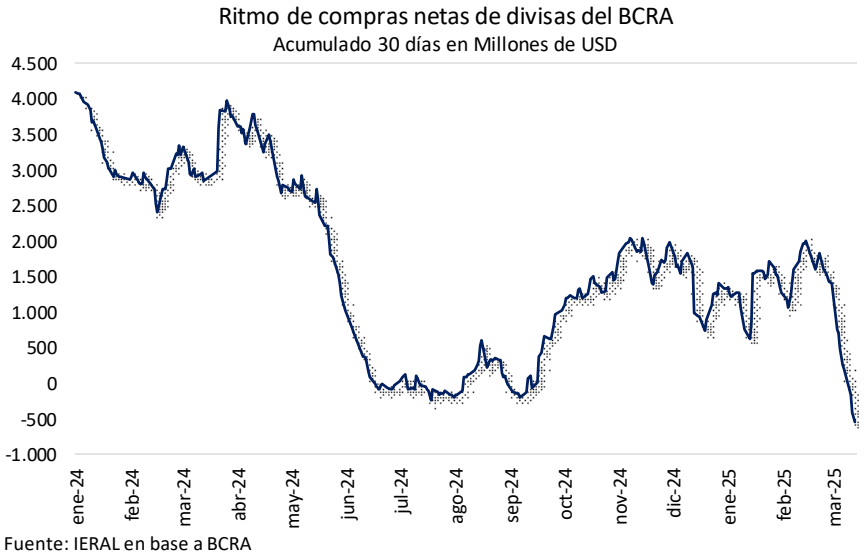
ARTÍCULOS - *UNA VERSIÓN REDUCIDA DE ESTE INFORME SE PUBLICÓ EN LA VOZ 30/12/24.*

LA PARADOJA DEL ELEVADO RIESGO PAÍS EN EL UMBRAL DEL ACUERDO CON EL FMI

POR
JORGE VASCONCELOS

Desde diciembre, la brecha cambiaria entre el dólar libre y el oficial se amplió desde casi el 15 % a un 21 % en los últimos datos, mientras que la tasa de interés de bonos del Tesoro a plazos de 12 meses pasó de rendimientos del 28 % al 38 % anual en ese período, al tiempo que, en el mercado de futuros, en enero los contratos se pactaban con un tipo de cambio de 1260 pesos/dólar para diciembre 2025, con una tasa implícita de 1,62 % efectiva mensual, en contraste con los valores actuales del ROFEX para fin de año, un dólar de 1386 pesos para esa fecha (tasa implícita mensual de 2,81 %).

Este deterioro de las variables financiero-cambiarias ocurrió en el contexto de un cambio abrupto en el saldo de la compra-venta de dólares en el mercado oficial por parte del Central. Luego de una meseta de cinco meses hasta febrero en los que se logró un neto positivo promedio de 1,4 mil millones de dólares/mes, en las últimas nueve ruedas el BCRA sacrificó 1,4 mil millones de dólares.



Fuente: IERAL en base a BCRA

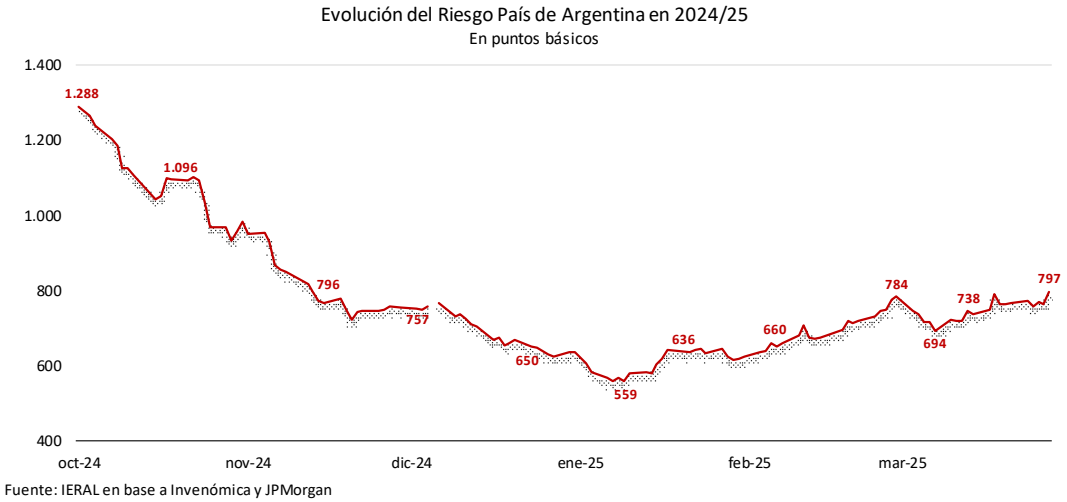
A su vez, las reservas brutas del Banco Central cayeron de 29,6 a 26,2 mil millones de dólares desde fin de diciembre, pese a que las tenencias de oro aportaron una mejora de 780 millones en el período. Y ahora, que parece descontarse el acuerdo de “facilidades extendidas” con el FMI, lo que llama la atención es que el riesgo país se haya superado los 790 puntos en las

últimas horas, nivel que compara con 595 puntos a principios de enero, aún después que se anunciara que el crédito será por 20 mil millones de dólares

¿A qué se debe el “esperar y ver” de los mercados?

- Un primer factor es la falta de sintonía entre los anuncios efectuados por el gobierno y las declaraciones de los voceros del FMI (¿cuán cercano está el acuerdo?; ¿a qué ritmo ocurrirán los desembolsos?)
- Tampoco está claro el “mix” dentro de los 20 mil millones. Si el gobierno tuviera que apartar y “dejar en la vitrina” 14,0 mil millones (la magnitud de los vencimientos de capital hasta mediados de 2029), entonces el banco Central podría ser capitalizado en 6,0 mil millones, cifra importante pero debajo de las expectativas que se habían creado. Sin embargo, hay una interpretación más optimista, por la cual el crédito de 20 mil millones no está atado a las amortizaciones del préstamo anterior, con lo cual la capitalización del Central podría ser bastante mayor. Una noticia a confirmar!!
- Se mencionan fondos frescos por unos 4,0 mil millones de dólares aportados por Banco Mundial, BID y CAF, pero esa cifra luce voluntarista.
- Aun aceptando que en el arranque del nuevo programa las modificaciones a la política monetario-cambiaria sean mínimas (el mensaje del gobierno), puede haber escepticismo respecto a la capacidad de esos instrumentos para satisfacer metas trimestrales de aumento de reservas relativamente exigentes. ¿Qué pasa si esas metas no se cumplen? El escenario sería complejo aun con fondos frescos, dado que se frenarían los desembolsos y/o habría que modificar la política monetario-cambiaria antes de lo previsto
- Y si el programa arrancara con una nueva política monetario-cambiaria, funcional a un objetivo ambicioso de recuperación de reservas, una capitalización mayor del BCRA sería condición necesaria, y sobre esto tampoco hay detalles.
- No hay que olvidar que el deterioro del contexto global, con indicadores de confianza por el piso y de incertidumbre por el techo, también influye sobre el riesgo país de casos como el de la Argentina. Y podría haber turbulencias más acentuadas con los anuncios que se esperan para el 2 de abril de parte del gobierno de los Estados Unidos. Debe subrayarse, no obstante, que un régimen de tipo de cambio cuasi-fijo como el actual de la Argentina luce inapropiado

frente a ese contexto global, ya que los shocks externos repercuten en más tasa de interés doméstica y pérdida de reservas, a diferencia de un régimen de flotación, en el que las variaciones del tipo de cambio absorben buena parte del impacto, con efectos mucho más moderados sobre tasa de interés y reservas.

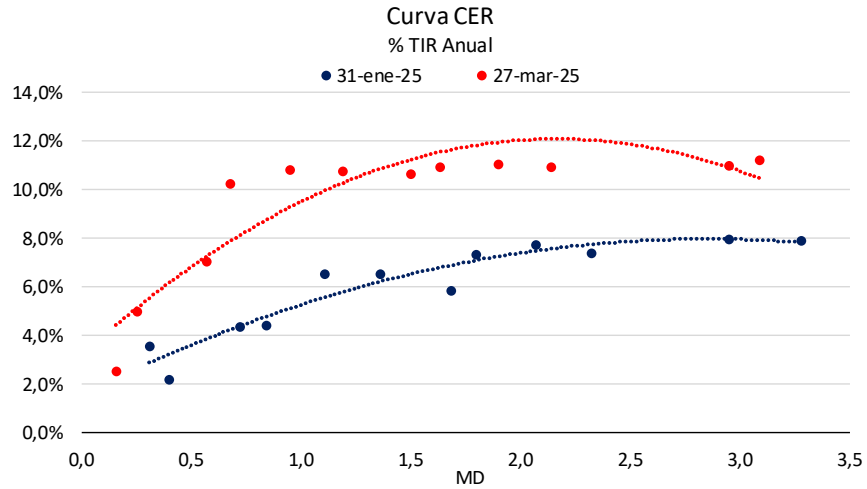


Fuente: IERAL en base a Invenómica y JPMorgan

Ya se ha subrayado que el verdadero test para el programa que se acuerde con el FMI es que no deje la percepción de un "día D" para la etapa posterior a las elecciones legislativas. Porque con expectativas de cambios abruptos *después* de octubre, seguiría complicado el manejo de la macro *hasta* ese mes.

Tal como viene la dinámica de coyuntura, todo indica que **el riesgo de seguir con el crawl al 1% luce menos manejable que el riesgo de avanzar hacia flotación cambiaria**. Si bajo el programa con el FMI se extendieran los instrumentos actuales de política monetaria y cambiaria, habría riesgo de ascensos adicionales de las tasas de interés a medida que no acerquemos a las elecciones, y creciente dificultad para reconstituír reservas. En el otro escenario, no se espera, de todos modos, una liberación plena del mercado cambiario (quedarían ítems excluidos del acceso directo al tipo de cambio oficial), ni una flotación sin intervenciones del Banco Central.

En caso que se avance hacia una flotación “administrada”, luego de un salto inicial, es posible que se encuentre un tipo de cambio que se perciba como de equilibrio, sin necesidad de una gran devaluación, en un andarivel entre las paridades actuales de dólar libre y oficial.

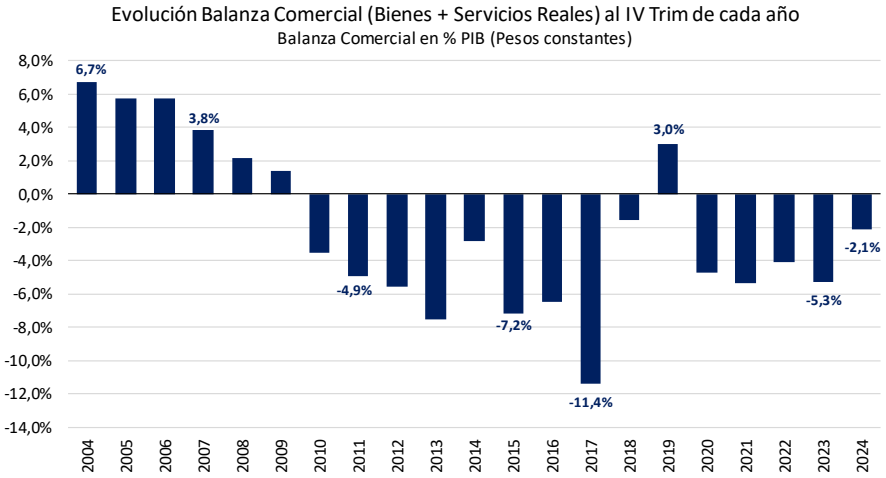


Fuente: IERAL en base a BYMA

Se eliminaría el “blend”, es decir, de aquí a fin de año habría una oferta adicional de divisas del orden de los 13,0 mil millones de dólares en el mercado oficial, y seguiría habiendo brecha cambiaria, pero no existen condiciones para que ésta se amplíe a los niveles de 2023. En ese caso, la ventaja que tendría este esquema es que la tasa de interés de largo plazo comenzaría a descender, facilitando tanto la continuidad de la recuperación del nivel de actividad como el “rollover” de los vencimientos de deuda doméstica. La caída reciente de la paridad de los bonos ajustables por inflación ha llevado su rendimiento a guarismos por encima del 10 % anual, desalentando también proyectos de inversión en la economía real. Revertir esta tendencia, volviendo a rendimientos de un dígito, es clave en función de los tres objetivos mencionados: refinanciación de deuda pública, sostener el ritmo de recuperación del nivel de actividad y abrir espacio para que las empresas amplíen el listado de proyectos de inversión a evaluar.

En el escenario de la “flotación administrada”, la política monetaria retomaría su rol, con anclas como las metas de inflación o el control de los agregados. Inicialmente puede que la tasa de interés de corto plazo suba, pero si el esquema funciona, esa

variable se reduciría en términos reales (su diferencia con la tasa de inflación), algo que no sería factible si se intentara continuar con el deslizamiento del tipo de cambio al 1,0 % mensual.

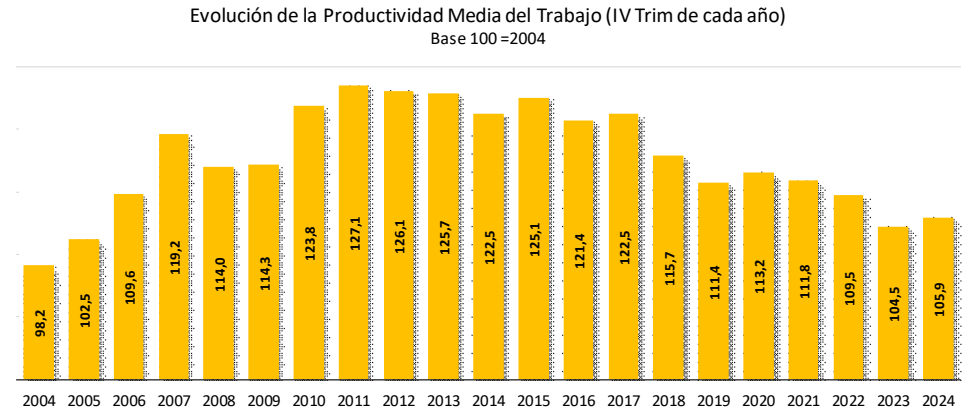


ente: IERAL en base a INDEC

Respecto de los riesgos de volatilidad financiera, es cierto que la masa potencial de pesos para correr hacia el dólar no es menor, en caso de un deterioro abrupto de las expectativas (el equivalente a unos 120 mil millones de dólares entre depósitos bancarios y bonos del tesoro en manos de privados). Y también la cuenta corriente de la balanza de pagos, que en 2024 fue positiva en 1,0 % del PIB, está pasando a un déficit del 1,0 % del PIB en 2025.

Pero la situación de ningún modo es comparable con el período previo a la crisis de 2018/19. Medido en términos reales en base a cuentas nacionales, el déficit de comercio exterior de bienes y servicios en el cuarto trimestre de 2024 fue de 2,1 % del PIB, apenas una fracción del rojo de 11,4 % del PIB registrado en el cuarto trimestre de 2017. A su vez, las exportaciones de bienes y servicios medidas a precios constantes eran equivalentes a 20,1 % del PIB en el cuarto trimestre de 2017, guarismo que ha trepado al 25,7 % del PIB al cuarto trimestre de 2024.

En aquel momento el cepo cambiario había sido levantado por completo, mientras que durante 2025 subsistirían restricciones cambiarias que limiten la demanda potencial de divisas.



Fuente: IERAL en base a INDEC, MEcon y Min. de Capital Humano

Además, un acuerdo de facilidades extendidas incluye un compromiso de reformas estructurales que puedan comenzar a implementarse, ampliando el horizonte para la inversión. Con estabilidad e incentivos apropiados, la Argentina podrá comenzar a salir del pozo en el que cayó la productividad en los últimos 14 años. Obsérvese que, del cuarto trimestre de 2011 a igual período de 2024, la productividad media del trabajo descendió un 16,4 %, siendo esta probablemente la parte más nefasta de la "tarjeta de presentación" de la era de los cepos que, justamente, arrancó hacia fin de 2011.

Todas las reformas estructurales son relevantes, pero la secuencia importa. Si hubiera que elegir dos, que involucren cambios profundos y también efectos visibles en tiempos relativamente cortos, una debería ser la ampliación del Régimen de Incentivos a Grandes Inversiones (RIGI), para que las Pymes puedan también adherir al esquema y para que no existan sectores excluidos y, la otra, una reforma laboral como la que hizo Brasil en 2017, que logró un sostenido aumento del empleo privado formal y contribuyó a erradicar la industria del juicio. Con un RIGI más ambicioso en cuanto a Pymes y sectores, y una reforma laboral que facilite la formalización del trabajo en condiciones menos rígidas que las actuales, podrían darse grandes avances de productividad en un tiempo más corto que el que se supone.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Osvaldo E. Giordano. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley Nº 11723 - Nº 2328, Registro de Propiedad Intelectual Nº 89479569 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2º piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org