

NUEVA FASE, MISMOS PROBLEMAS.

Un análisis de la coyuntura económica y política argentina.



CLAVES DEL INFORME

- La implementación del nuevo esquema cambiario no fue un “cambio de fase programado”, sino producto de la insostenibilidad del programa anterior
- Los más de U\$S 13.600 M obtenidos del FMI y otros OO.II. le permitieron eliminar muchas restricciones cambiarias e implementar un sistema cambiario de bandas.
- Para sorpresa de muchos, a la salida del cepo el dólar se ubicó mucho más cerca de la banda inferior.
- Atento que el programa limita al BCRA a vender dólares sobre la banda superior, una hipótesis es que fue el Tesoro quien salió a vender para “guiar” el precio del dólar.
- El balance semanal del Banco Central hace esa hipótesis plausible y muestra que el Tesoro perdió más de U\$S 1.800 M.
- El nuevo esquema cambiario no altera las condiciones estructurales. No queda claro cómo el BCRA comparará reservas para cumplir con las meta del FMI y genera incertidumbre respecto al proceso inflacionario.
- En una economía en donde la inercia y los mecanismos de indexación están tan aceitados, la excesiva volatilidad del dólar puede generar que la inflación se exacerbe.
- Este mecanismo fue descrito por el economista Julio Olivera en la década del 60'. La inflación se acelera cada vez que el dólar se acerca a la banda superior, pero los precios no bajan cuando pasa lo contrario, producto de la rigidez de precios a la baja.
- A mediano plazo la estrategia oficial es apostar a un posicionamiento geopolítico cercano a EE.UU. que ayude a reabrir los mercados de deuda para en 2026.
- Será determinante lo que suceda con el contexto internacional.



NUEVA FASE, MISMOS PROBLEMAS.

A menos de 1 año y medio de mandato el gobierno volvió a cambiar la estrategia económica. Producto de la propia insostenibilidad del programa anterior, y del nivel de endeudamiento en moneda extranjera generado en la gestión del propio Caputo durante el Macrismo, el mercado les torció el brazo y recurrir al FMI volvió a ser la salida.

El programa original, basado en las **cuatro anclas nominales**, con predominancia en el **ancla cambiaria** tuvo su primera falla cuando no logró perforar un piso inflacionario del 2,2% mensual –enero 2025–. En el [Informe de Coyuntura de enero 2025](#), mostramos las contradicciones de los objetivos de política económica del gobierno bajo ese régimen –recuperación de la actividad y apertura importadora vs. apreciación cambiaria en el mercado oficial e intervención de la brecha cambiaria– y alertamos sobre esa posibilidad.

Ya en [marzo 2025](#), mostramos que durante 2024, el régimen cambiario sólo había sido “exitoso” por la implementación de dos “puentes”: en la primera mitad del año, una fuerte recesión que bajó el nivel de importaciones y la emisión de BOPREALES para patear deuda comercial del sector privado; y en la segunda mitad, gracias al Blanqueo y el incentivo –*carry trade* mediante– al crédito en moneda extranjera que permitió al BCRA acumular algunas reservas.

Bajo ese escenario, el gobierno aceleró la negociación con el FMI y obtuvo financiamiento por más U\$S 13.600 M entre el Fondo y Organismos Internacionales de Crédito, cifra que permitió flexibilizar las restricciones cambiarias y virar hacia un sistema de bandas.

Inicialmente, el dólar se ubicó más cerca de la banda inferior. Una posible explicación es que el Estado haya intervenido para “guiar” el dólar hacia esa dirección tratando de minimizar el impacto en precios y mostrar al programa como exitoso. Como en principio, el BCRA sólo estaría dispuesto a vender en la banda superior, podría haber sido el Tesoro quien haya salido a vender dólares.

A pesar de ello, el nuevo esquema cambiario no altera las condiciones estructurales. Si el BCRA sólo compra reservas en el piso de la banda, no queda claro cómo se logrará cumplir la meta de acumulación de reservas netas con el Fondo. Además, es probable que con un esquema de bandas moviéndose al 1% mensual, pero con una inflación mensual duplicando o triplicando ese valor, a fin de año volvamos a tener un tipo de cambio real apreciado que torna insostenible la cuenta corriente.



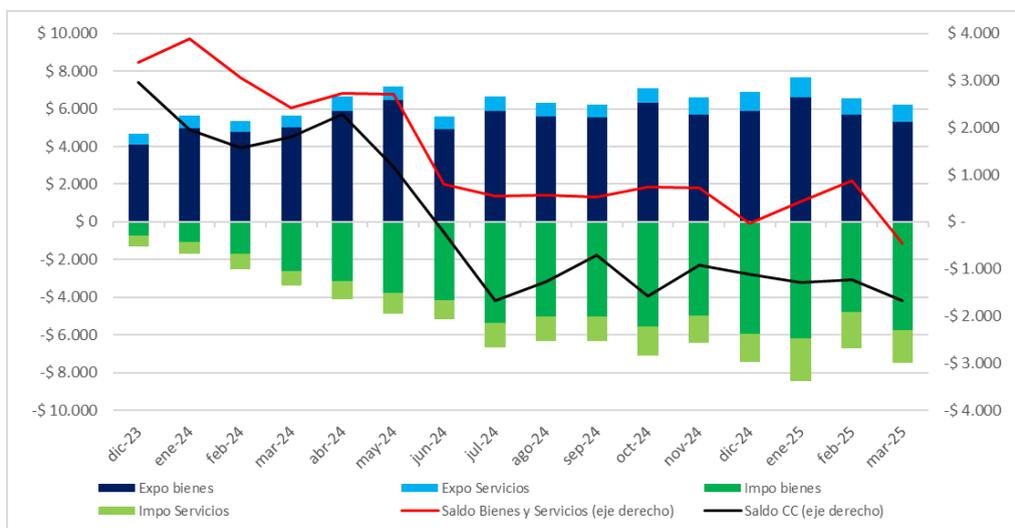
En la historia reciente, es una novedad para nuestro país la implementación de un régimen cambiario que permite una flotación tan amplia, producto del nivel de las bandas cambiarias. Si la inflación se acelera cada vez que el dólar se acerca a la banda superior, pero los precios no bajan cuando pasa lo contrario –producto de la rigidez de precios a la baja– puede darse una lógica similar a la desarrollada por el economista Julio Olivera en la década del 60’.

Ya a mediano plazo, la estrategia oficial parece ser apostar a un posicionamiento geopolítico cercano a Estados Unidos que ayude a reabrir los mercados de deuda para en 2026, comenzar a pagarle al FMI y renovar los abultados vencimientos de deuda externa. El respaldo del secretario del Tesoro Norteamericano, Scott Bessent, anunciando una potencial línea de crédito para la Argentina ante un shock externo va en esa dirección. También será determinante lo que suceda con el contexto internacional, que desde la asunción de Trump viene dando malas señales.

El nuevo esquema cambiario

La implementación del nuevo esquema cambiario no fue un cambio de Fase programado –eufemismo utilizado por el gobierno–, sino producto de la insostenibilidad del programa anterior, que generó un déficit de cuenta corriente acumulado de más de U\$S 11.000 M entre junio de 2024 y marzo 2025 (Gráfico 1) por la creciente tendencia a la apreciación cambiaria (Gráfico 2) en combinación con un régimen de apertura importadora.

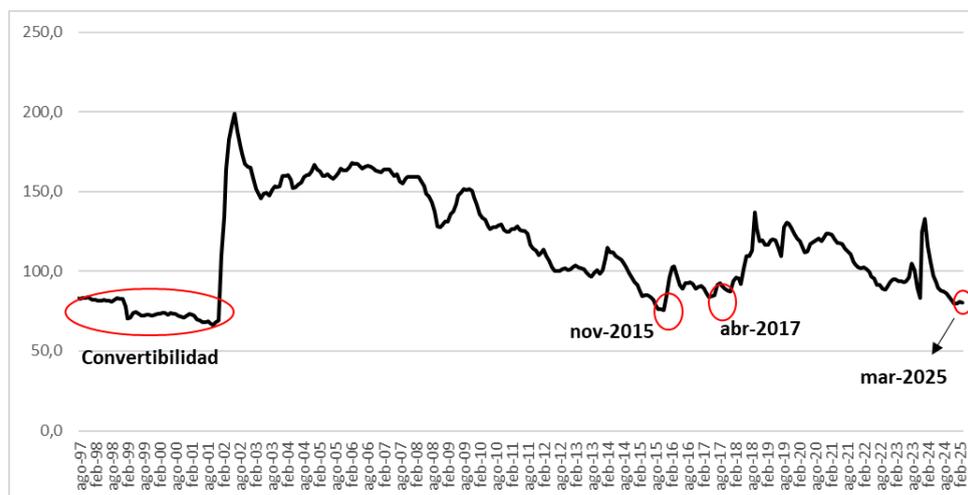
Gráfico 1. Saldo de la cuenta corriente cambiaria.



Fuente: BCRA.



Gráfico 2. TCRM.



Fuente: BCRA.

Bajo ese escenario, y corrida cambiaria mediante, el gobierno aceleró la negociación con el FMI y obtuvo financiamiento por más de U\$S 13.600 M entre el Fondo y Organismos Internacionales de Crédito, cifra que permitió flexibilizar las restricciones cambiarias y virar hacia un sistema de bandas.

Para sorpresa de muchos –por ejemplo, quienes escriben– inicialmente el dólar se ubicó mucho más cerca de la banda inferior, para terminar abril en torno a los \$1170. Una posible explicación es que, con parte de los dólares obtenidos, el Estado haya intervenido para “guiar” el dólar hacia la banda inferior tratando de minimizar el impacto en precios y mostrar al programa como exitoso. Como en principio, el BCRA sólo estaría dispuesto a vender en la banda superior, podría ser el Tesoro quien haya salido a vender dólares. Observando el balance semanal del BCRA, en donde se detallan los depósitos del Tesoro en el BCRA, parece una explicación plausible.

Tabla 1. Depósitos del Gobierno Nacional en el BCRA.

Depósitos al 31/03 (1)	U\$S 7.150 M
Desembolso del FMI y OO.II. (2)	U\$S 13.660 M
Total (3) = (1 + 2)	U\$S 20.810
Depósitos al 23/04 (4)	U\$S 18.990 M
Diferencia (4) – (3)	U\$S - 1.820 M

Fuente: BCRA.



Más allá de esta intervención –propia de la política económica en el mundo, pero contraria al discurso oficial–, lo cierto es que el nuevo esquema cambiario no altera las condiciones estructurales. Si el BCRA sólo compra reservas en el piso de la banda, no queda claro cómo se logrará cumplir la meta de acumulación de reservas netas con el Fondo; que significa comprar casi U\$S 9.000 M a diciembre de este año. A su vez, es altamente probable que con un esquema de bandas moviéndose al 1% mensual, pero con una inflación mensual duplicando o triplicando ese valor, a fin de año volvamos a tener un tipo de cambio real apreciado que torna insostenible la cuenta corriente.

De lo anterior se desprende uno de los principales desafíos del programa y quizá el principal logro del gobierno en materia económica: la inflación.

En la historia reciente, es una novedad para nuestro país la implementación de un régimen cambiario que permite una flotación tan amplia, producto del nivel de las bandas cambiarias. Ya en la década del 60', el economista argentino Julio Olivera explicaba la inflación estructural para el largo plazo como la consecuencia de cambios permanentes de los precios relativos en situaciones de rigidez a la baja de algún precio esencial. Si la inflación se acelera cada vez que el dólar se acerca a la banda superior, pero los precios no bajan cuando pasa lo contrario –producto de la rigidez de precios a la baja– puede darse una lógica similar. En una economía en donde la inercia y los mecanismos de indexación están tan aceptados, la excesiva volatilidad del dólar puede generar que la inflación se exacerbe.

Mediano Plazo.

Ante los cambios en el régimen cambiario, ¿El nuevo esquema llega a las elecciones? ¿Qué podemos esperar a mediano plazo?

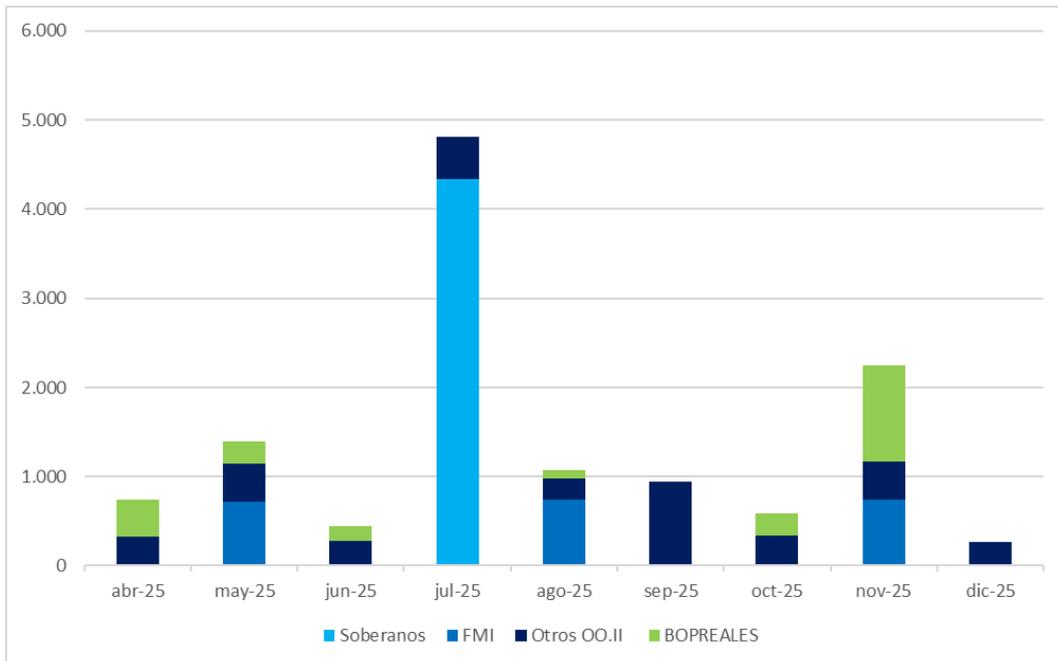
Dada la magnitud del financiamiento otorgado por el FMI, y los OO.II. que responden a EE.UU. el gobierno no debería transitar grandes tensiones cambiarias, al menos hasta las elecciones. Julio es el mes con mayores vencimientos –casi U\$S 5.000 M entre vencimiento de títulos en moneda extranjera y OO.II.– pero también, mes donde deberían ingresar U\$S 2.000 millones más del FMI (Gráfico 3).

A mediano plazo, la estrategia oficial es apostar a un posicionamiento geopolítico cercano a Estados Unidos que ayude a reabrir los mercados de deuda para en 2026, comenzar a pagarle al FMI y renovar los abultados vencimientos de deuda externa (Gráfico 4). El respaldo del



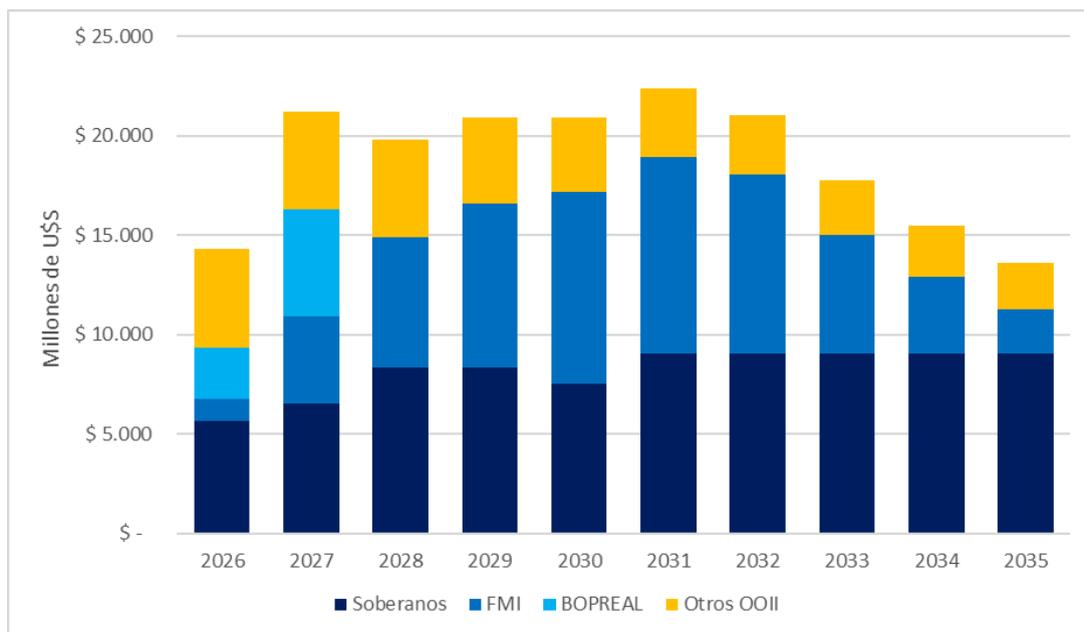
secretario del Tesoro Norteamericano, Scott Bessent, anunciando una potencial línea de crédito para la Argentina ante un shock externo va en esa dirección. Si el apoyo no logra convencer al mercado, una nueva reestructuración de la deuda será la única alternativa.

Gráfico 3. Vencimientos de Deuda en Moneda Extranjera 2025.



Fuente: Ministerio de Economía, BCRA y FMI.

Gráfico 4. Vencimientos de capital de la Deuda en Moneda Extranjera 2026-2035.



Fuente: Ministerio de Economía, BCRA y FMI.



También será determinante lo que suceda con el contexto internacional. La elevada fragilidad externa requiere que la incertidumbre generada por la Guerra Comercial disminuya para que los mercados estén dispuestos a aceptar mayor riesgo de los países emergentes; al tiempo que el reinicio de la era Trump anunciando petróleo barato y poniendo un stop a la transición energética hace que sectores como Vaca Muerta o el Litio –la esperanza de todos los gobiernos– ya no sean tan rentables, poniendo un freno a las inversiones incluso RIGI mediante.

Finalmente, como fuera mencionado en la sección anterior, parece poco probable que la inflación retome el sendero bajista para que el tipo de cambio real no se aprecie excesivamente y el balance de cuenta corriente no se torne insostenible.

En resumen, el nuevo esquema no modifica la situación estructural de la economía argentina. La apuesta parece ser un alineamiento geopolítico con Estados Unidos que permita refinanciar la deuda externa pero no genere las condiciones necesarias para el repago de la misma, convirtiéndola en un mecanismo de dominación de la potencia occidental, donde en cada nueva reestructuración, los condicionamientos y las concesiones sean mayores.

NUEVA FASE, MISMOS PROBLEMAS.

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

MAYO 2025

Contenidos técnicos 

Aldana Montano y Alejo Muratti

SUSCRIBITE A NUESTROS INFORMES MENSUALES / BIMESTRALES

* Economía Política

* Precios de Alquileres en CABA, Rosario y la Comarca Viedma - Carmen de Patagones

* Inflación en supermercados de Santa Fé CABA y San Carlos de Bariloche

Subscribirse ahora 

Director: **Andrés Asiain**

Colaboran con el CESO: Agustín Crivelli, Agustín Romero, Federico Zirulnik, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Federico Castelli, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Cristián Berardi, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, Miguel Cichowolski, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Gutman, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Castagnino, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Yamila Steg, Laura Iribas, Alejandra Caffaratti, Martín Carnuccio y Álvaro Maté.