

# ¿Tercera Fase, Cambio de régimen o Fin de Ciclo?

Un análisis de la coyuntura económica y política argentina.



## CLAVES DEL INFORME

- La etapa final de la negociación con el FMI generó más incertidumbre que certezas, modificó las expectativas del mercado y profundizó la pérdida de reservas
- Milei y Caputo insisten en que no habrá un salto devaluatorio y que esta vez será distinto. Los argumentos esgrimidos son que en esta ocasión hay superávit fiscal y que “no hay pesos” para alimentar una corrida.
- Como anticipa parte de la teoría heterodoxa, el superávit fiscal no soluciona el déficit externo. Así lo muestran los flujos comerciales y financieros.
- Respecto al segundo argumento, la cantidad de pesos capaz de presionar sobre reservas es notablemente superior a las estimaciones que hace el gobierno sobre la Base Monetaria Amplia.
- La apuesta del oficialismo parece descansar en lograr extender el régimen cambiario actual sin modificaciones hasta las elecciones de medio término.
- La posibilidad de lograrlo dependerá exclusivamente del FMI.
- El desembolso inicial del acuerdo oscila entre los US\$ 8.000 M y los US\$ 20.000 M. Sigue en duda el desembolso inicial. Planteamos dos escenarios con las dos hipótesis y distintas probabilidades de éxito.
- Si el desembolso es de US\$ 8.000, y el FMI no condiciona al programa económico para una nueva devaluación, la posibilidad de éxito parece acotada atento que dicho esquema cambiario no parece anclar las expectativas.
- Si la condición para el desembolso es una devaluación correctiva del orden del 20-30%, la posibilidad de éxito descansa en que el traspaso a precios sea bajo.
- Una segunda posibilidad es que el salto devaluatorio vaya acompañado de una nueva etapa en la política cambiaria, como ser la implementación de un tipo de cambio más flexible o la unificación cambiaria.
- Acá, la posibilidad de éxito depende aún más crucialmente de que la reacción de los precios sea moderada y que se perciba una disponibilidad de reservas y financiamiento que evite un desmadre en el mercado de cambios.



## ¿Tercera Fase, Cambio de régimen o Fin de Ciclo?

La etapa final de la negociación por un nuevo acuerdo con el FMI generó más incertidumbre que certezas, alteró las expectativas del mercado y profundizó la pérdida de reservas que viene ocurriendo desde comienzo de enero.

Recurrir al Fondo en un año en donde no hay vencimientos de capital con el organismo da cuenta de la insostenibilidad del régimen externo. No obstante, el gobierno de Milei con Caputo a la cabeza, insiste en que no habrá un salto devaluatorio y que esta vez será distinto. Los dos argumentos esgrimidos son que en esta ocasión hay superávit fiscal y que “no hay pesos” para alimentar una corrida. Al momento, el mercado parece no pensar lo mismo; situación que se cristaliza en las ya 11 ruedas consecutivas de ventas por parte del BCRA en el mercado oficial de cambios.

En el [Informe de Coyuntura de enero 2025](#), mostramos las contradicciones de los objetivos de política económica del gobierno bajo el régimen actual –recuperación de la actividad y apertura importadora vs. apreciación cambiaria en el mercado oficial e intervención de la brecha cambiaria–, y planteamos distintos escenarios de cara a las elecciones legislativas. Allí adelantamos que el escenario más factible era uno en donde el acuerdo con el FMI se llevaba a cabo, pero los dólares obtenidos no eran lo suficientes para consolidar la recuperación de la actividad y salarial y, al mismo tiempo, hacer frente a los vencimientos de deuda y sostener un tipo de cambio estable. En definitiva, lo que planteamos, es la insostenibilidad del régimen cambiario.

En el [Informe de Coyuntura de marzo 2025](#), mostramos que durante 2024, el régimen cambiario fue “exitoso” porque hubo dos “puentes”: en la primera mitad del año, una fuerte recesión que bajó el nivel de importaciones, la postergación de una parte de las mismas, y la emisión de BOPREALES para patear deuda comercial del sector privado. En la segunda mitad, el sector externo cerró gracias al Blanqueo y el incentivo –*carry trade* mediante– al crédito en moneda extranjera. Desactivadas esas variables, enero y febrero comenzaron a mostrar lo insostenible del régimen cambiario. Marzo profundizó la dinámica.

La apuesta del oficialismo parece descansar en lograr extender el régimen cambiario actual sin modificaciones hasta las elecciones de medio término. La posibilidad de lograrlo



dependerá exclusivamente del monto inicial que desembolse FMI con el nuevo acuerdo y que el mismo no se encuentre condicionado a una devaluación antes del 26 de octubre.

De acuerdo a las propias declaraciones de Caputo, se sabe que el monto total del acuerdo oscila en U\$S 20.000 M. Lo que sigue en duda es el desembolso inicial. Las estimaciones van desde U\$S 8.000 a los U\$S 20.000 del acuerdo total. Trabajamos con las dos hipótesis.

Si el monto inicial es equivalente al 40% del préstamo se abren dos escenarios. El primero es uno en donde el FMI no condiciona al programa económico y el gobierno continúa igual hasta las elecciones. La posibilidad de éxito parece acotada atento que dicho esquema cambiario no parece anclar las expectativas. El riesgo es de una mayor presión sobre la brecha, traslado a precios por stockeo y mayor incertidumbre, mayor ritmo de caída de reservas y una corrida bancaria por el retiro masivo de depósitos. El segundo escenario bajo un monto inicial de U\$S 8.000 M es uno en que el FMI condiciona el desembolso a una devaluación correctiva del orden del 20-30%, para retornar luego a un esquema de **ancla cambiaria**. La posibilidad de éxito de dicho esquema descansa en que el traspaso a precios de ese salto discreto del dólar sea bajo. Si se permite mostrar la devaluación como un hecho puntual y controlado, anclando expectativas y evitando nuevas presiones cambiarias el esquema podría ser funcional hasta las elecciones. En caso de no lograr anclar expectativas, el riesgo es el mismo que en el caso anterior.

Una segunda posibilidad es que el salto devaluatorio vaya acompañado de una nueva etapa en la política cambiaria, como ser la implementación de un tipo de cambio más flexible o la unificación cambiaria. Dado que aquí se abandona el ancla cambiaria, la posibilidad de éxito en este caso depende aún más crucialmente de que la reacción de los precios sea moderada y que se perciba una disponibilidad de reservas y financiamiento que evite un desmadre en el mercado de cambios. Si el desembolso inicial es de U\$S 8.000 las posibilidades de éxito se reducen.

## ¿Esta vez es distinto?

Entre 1957 y 2022, Argentina firmó 23 acuerdos con el Fondo Monetario Internacional. A la luz de la experiencia, ninguno fue virtuoso para nuestro país. Además, gran parte de los mismos incluyeron devaluaciones iniciales.



Sin embargo, el gobierno insiste en que el resultado de este nuevo acuerdo será distinto y que esta vez no será necesario un salto cambiario. Los argumentos que esgrime son dos: el superávit fiscal y que “no hay pesos” para alimentar una corrida cambiaria. Las preguntas que surgen entonces son, ¿por qué se recurre al Fondo para incrementar la deuda externa si existe superávit fiscal? ¿es cierto que “no hay pesos” para alimentar una corrida?

### ¿ALCANZA CON SUPERÁVIT FISCAL?

El superávit fiscal fue una de las [cuatro anclas](#) utilizadas en el programa de estabilización libertario, pero no brinda respuesta frente a las necesidades de financiamiento externo. Junto al **ancla salarial** y al **ancla monetaria** actuaron como soporte de la principal herramienta utilizada para estabilizar los precios: el **ancla cambiaria**.

El **ancla cambiaria** ha sido utilizada repetidas veces en la historia argentina como herramienta para la estabilización de los precios. La “tablita” de Martínez de Hoz y el “plan de Convertibilidad” son las más recordadas. También fue utilizada en forma más breve en numerosas ocasiones y por gobiernos de diverso signo, especialmente para reducir las tasas de inflación y/o para mejorar los ingresos de la población en años electorales como fueron los casos de 2013, 2015 y 2017. Es un arma muy potente para combatir la inflación porque ayuda a estabilizar precios de los productos exportables que en Argentina están compuesto en gran medida por bienes salario –alimentos–, de los bienes de producción nacional que cuentan con un gran porcentaje de insumos importados –algunos electrodomésticos, autos, etc.–, y por obvias razones de los bienes importados. Además, en contextos de elevada inflación, en donde la dolarización de los precios se extiende a sectores no transables, el **ancla cambiaria** se hace aún más efectiva.

El problema, no obstante, es que, aunque efectiva para estabilizar los precios, exagera los problemas relacionados a la restricción externa aumentando la demanda de divisas para importaciones y/o para atesoramiento. Además, por la creciente expectativa de devaluación, aumenta el incentivo a postergar exportaciones y a adelantar importaciones. Más aún si se la combina con una creciente desregulación del comercio exterior.

Acá es donde entra en juego el **ajuste fiscal**. Durante la primera parte del plan de estabilización, el **ancla fiscal** junto al **ancla salarial**, provocaron una fuerte caída de la actividad y de los ingresos generando una importante disminución de las importaciones, y por tanto, un superávit en la cuenta comercial. Además, el **ancla monetaria**, –que sirvió para



licuar los pesos del sector privado a través de tasas de interés reales negativas frente a la inflación, pero positivas respecto al *crawling peg* del 2% de 2024– disminuyó la cantidad de pesos que podrían actuar como potencial demanda de dólares. En resumen, las 3 anclas fueron complementarias al **ancla cambiaria** porque justamente redujeron la potencial presión cambiaria de un régimen cambiario insostenible en el mediano plazo y con una economía sin recesión.

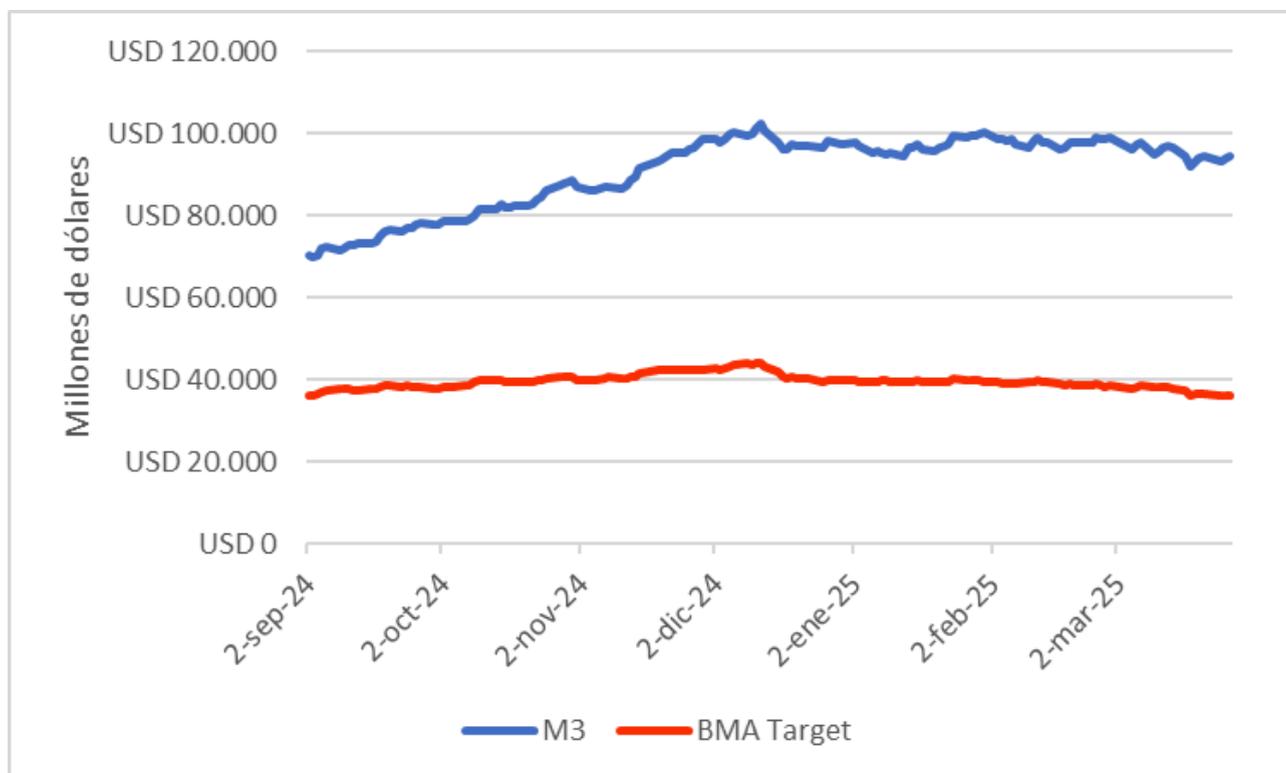
Sin embargo, la posterior apreciación del peso generada por el mismo uso del **ancla cambiaria** fue permitiendo levemente la recuperación de los salarios privados y poniendo un freno al deterioro de la actividad económica. Si bien ello contribuye a un mayor respaldo social al programa libertario, fue debilitando la efectividad de las anclas complementarias para frenar la demanda de divisas, volviendo al programa cada vez más dependiente del sostenimiento de la pauta cambiaria y del financiamiento externo; primero a través del sector privado vía Blanqueo e incremento de deuda privada en dólares, hasta llegar a hoy donde el único salvavidas parece ser el FMI.

### ¿HAY PESOS PARA UNA CORRIDA CAMBIARIA?

El otro argumento esgrimido por el gobierno –que “no hay pesos” para alimentar una corrida– tampoco parece lo suficientemente robusto para menguar las presiones cambiarias.

El argumento oficial se sustenta sobre el hecho de que el BCRA mantiene fija desde abril de 2024 la Base Monetaria Amplia (BMA) en aproximadamente 47 billones y no emite nuevos pesos, se eliminaron los pasivos remunerados y los pesos emitidos para comprar divisas al sector privado se esterilizan vía intervención en el mercado financiero. Aunque esto sea cierto, los mencionados no son los “únicos pesos” de la economía que puedan presionar sobre el dólar.

Aunque menos líquidos, los depósitos a plazo son plausibles de correr frente al dólar en un escenario donde crecen las expectativas de devaluación. Lo mismo ocurre con el dinero depositado en fondos comunes de inversión (FCI), que poseen en sus tenencias activos en pesos, pero que rápidamente podrían pasar a demandar dólares. Aunque si esto se da en forma masiva podría generar una fuerte caída en el precio de los activos en pesos, al menos una proporción de esos FCI también podría presionar contra el dólar.

**Gráfico 2. M3 y BMA Target medidos al CCL.**

Fuente: BCRA

## Hacia un nuevo acuerdo con el Fondo.

Ni el DNU para evadir el Congreso, ni las distintas aclaraciones de Caputo respecto al monto del nuevo acuerdo sirvieron para volver a anclar las expectativas devaluatorias que vienen en franco crecimiento desde comienzos de este año. Muestra de ello son las 11 ruedas consecutivas de ventas por parte del BCRA en el mercado oficial de cambios. En sólo 18 días –11 hábiles– debió vender U\$S 1.780 millones para contener la demanda creciente de dólares.

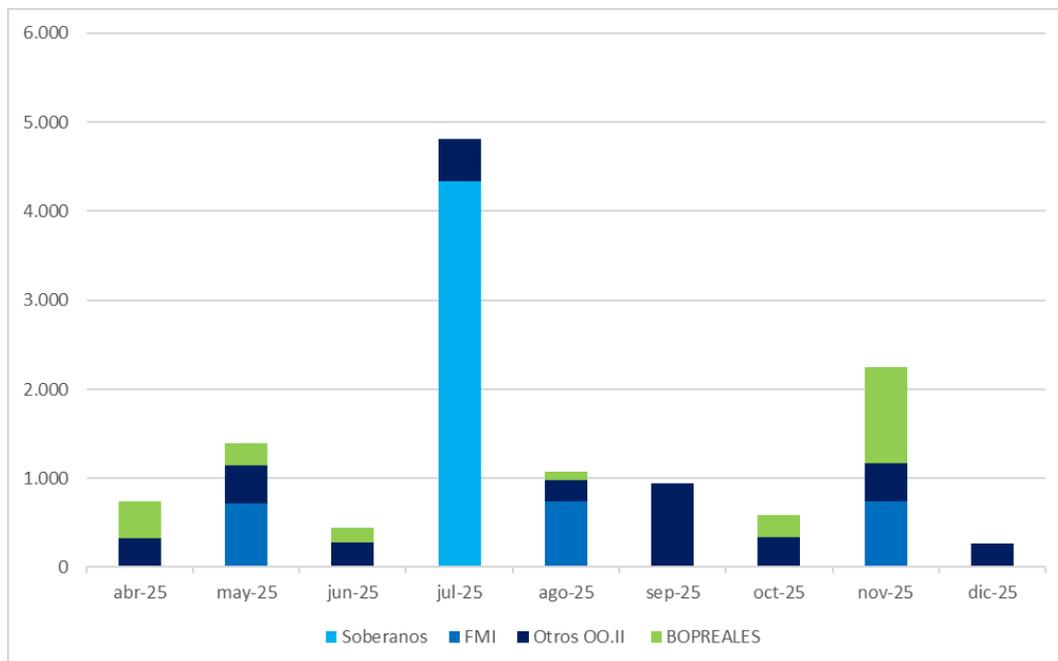
Es que, con un stock de deuda por delante que por estas horas luce difícil de afrontar, y con flujos comerciales y financieros que se reducen por el crecimiento de las importaciones y la salida depósitos respectivamente, no parece factible que el gobierno continúe con este esquema cambiario.



Recordemos, la necesidad de divisas para lo que resta de 2025 es extremadamente alta, en comparación al nivel de reservas actual –debajo de los U\$S 26.000 M brutos a la fecha– y a la dinámica del flujo de entrada y salida de dólares de los últimos meses. Entre abril y julio vencen aproximadamente U\$S 7.400 M de capital e intereses entre bonos soberanos del Tesoro, Bopreales y pagos a Organismos Internacionales (Gráfico 1). Además, las necesidades de financiamiento pueden incrementarse si el BCRA verdaderamente comienza a cancelar el swap con China en la segunda mitad del año como fuera anunciado oportunamente, y si el rollover de la deuda privada y/o de la deuda de las provincias –aproximadamente U\$S 2,5 MM– no es completo.

La cuenta corriente es deficitaria desde junio-2024, y el saldo de bienes y servicios es muy inferior al del primer semestre de 2024 (Gráfico 2). Los depósitos en dólares caen en forma constante desde el pico que representó el inicio del Blanqueo en agosto-2028 y el stock de préstamos en dólares ya se encuentra cerca del máximo que representó 2018 (Gráfico 3) por lo que es difícil que siga aumentando.

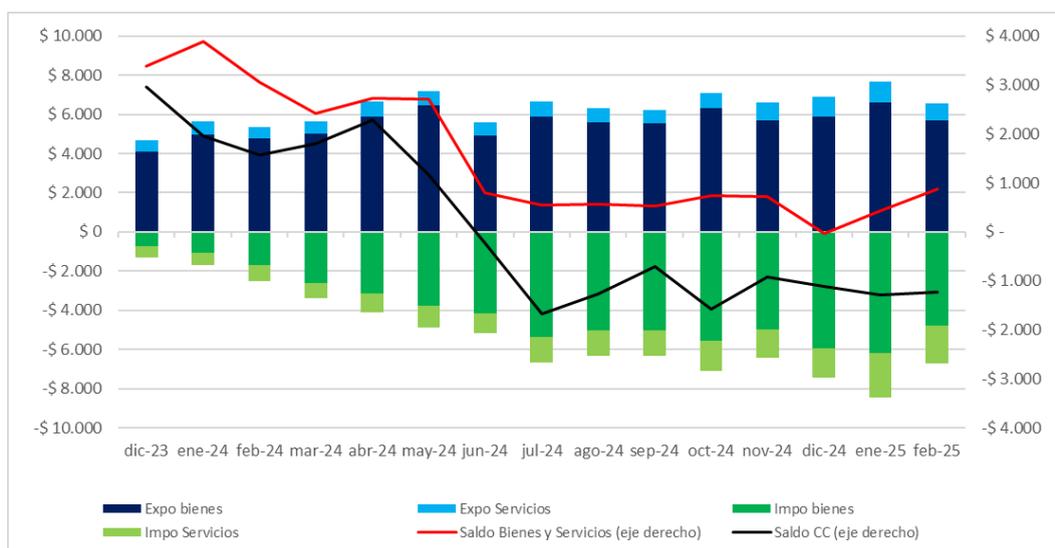
**Gráfico 2. Vencimientos de Deuda en Moneda Extranjera 2025.**



Fuente: Ministerio de Economía, BCRA y FMI.

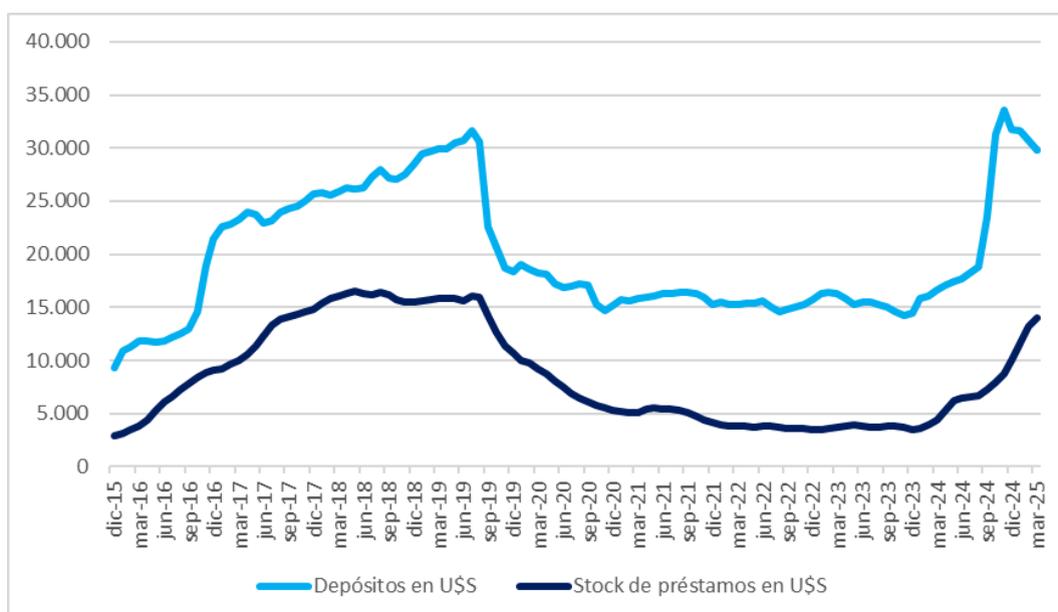


**Gráfico 3. Saldo de la cuenta corriente cambiaria.**



Fuente: BCRA.

**Gráfico 4. Evolución del stock de depósitos y créditos en dólares.**



Fuente: BCRA.

La apuesta del oficialismo parece descansar en lograr extender el régimen cambiario actual sin modificaciones hasta las elecciones de medio término. La posibilidad de lograrlo



dependerá exclusivamente del monto inicial que desembolse FMI con el nuevo acuerdo y que el mismo no se encuentre condicionado a una devaluación antes del 26 de octubre.

De acuerdo a las propias declaraciones de Caputo, se sabe que el monto total del acuerdo oscila en U\$S 20.000 M. Lo que sigue en duda es el desembolso inicial. Hace algunos días Kristalina Georgieva, directora del organismo, afirmó que parece razonable un desembolso inicial del 40% –equivalente a U\$S 8.000 M–. Trabajamos con las dos hipótesis.

Una posibilidad es que el monto inicial sea equivalente al 40% del préstamo. Aquí se abren dos escenarios. El primero es que el FMI no condiciona al programa económico y el gobierno decida continuar igual hasta las elecciones. La posibilidad de éxito parece acotada atento que dicho esquema cambiario no parece anclar las expectativas. De continuar con el ritmo de ventas de las últimas semanas y considerando los vencimientos futuros, parece poco probable que los dólares “aguanten” hasta octubre. El riesgo es de una mayor presión sobre la brecha, traslado a precios por stockeo y mayor incertidumbre, mayor ritmo de caída de reservas y una corrida bancaria por el retiro masivo de depósitos.

El segundo escenario, bajo un monto inicial de U\$S 8.000 M es uno en que el FMI condiciona el desembolso a una devaluación correctiva del orden del 20-30%, para retornar luego a un esquema de **ancla cambiaria** similar al actual. La posibilidad de éxito de dicho esquema descansa en que el traspaso a precios de ese salto discreto del dólar sea bajo. A favor, el oficialismo cuenta con que la sustancial reducción de las tasas de inflación logradas en su primer año de gestión, hayan reducido la velocidad del *pass through* tan aceptada al momento de asumir el gobierno libertario. Si se permite mostrar la devaluación como un hecho puntual y controlado, anclando expectativas y evitando nuevas presiones cambiarias el esquema podría ser funcional hasta las elecciones. Dependiendo de qué suceda con el dólar blend y con la posibilidad o no de utilizar esos fondos en la intervención de brecha cambiaria, las reservas podrán aumentar o no -siempre recordando que hay una *–trade off* entre estas dos variables–. En caso de no lograr anclar expectativas, el riesgo es el mismo que en el caso anterior.

Una segunda posibilidad es que el salto devaluatorio vaya acompañado de una nueva etapa en la política cambiaria, como ser la implementación de un tipo de cambio más flexible o la unificación cambiaria. Un esquema acorde a lo que propone Sturzenegger, y que podría dar por terminado el mandato de Toto Caputo. De esta disputa hablamos en el [Informe de Coyuntura de Julio 2024](#).



Dado que se abandona el ancla cambiaria, la posibilidad de éxito en este caso depende aún más crucialmente de que la reacción de los precios sea moderada y que se perciba una disponibilidad de reservas y financiamiento que evite un desmadre en el mercado de cambios. Claro está, si el desembolso inicial es de U\$S 8.000 las posibilidades de éxito se reducen. A modo resumen, se deja una tabla a continuación

**Cuadro 1. Escenarios probables luego del acuerdo con el FMI.**

Desembolso inicial	Devaluación inicial	Posibilidad de intervenir en la brecha	Corrige expectativas devaluatorias / acumula reservas	Efecto en precios	Sostenible hasta elecciones
U\$S 8 MM	NO	SI (aunque acotado, por el monto inicial)	NO	ACOTADO (por stockeo y aumento de incertidumbre)	BAJA PROBABILIDAD DE ÉXITO
	SI, 20/30%	SI (aunque acotado, por el monto inicial)	INCIERTO	SI	PROBABILIDAD ACOTADA
U\$S 20 MM	NO	SI	INCIERTO	NO	PROBABILIDAD ACOTADA
	Salto y Unificación del Tipo de cambio	SI (en el nuevo dólar unificado)	SI	SI	ALTA PROBABILIDAD

Si la situación cambiaria se desestabiliza y se espiralizan las tasas de devaluación e inflación, el oficialismo tiene aún chances de intentar aplicar la postergada promesa de dolarización. Un salto hacia adelante que podría renovar el apoyo social al oficialismo en caso de ser exitosa, aunque podría transformarse en un salvavidas de plomo si es percibida como un manotazo de ahogado y desata retiros de depósitos y una masiva fuga de capitales.

# ¿Tercera Fase, Cambio de régimen o Fin de Ciclo?

INFORME ECONÓMICO MENSUAL  
ABRIL 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.