

# Las cartas del Gobierno de cara al año electoral

Un análisis de la coyuntura económica y política  
argentina.





## CLAVES DEL INFORME

- El gobierno de Milei logró terminar el 2024 pudiendo hacer frente a los vencimientos de deuda sin tener acceso al mercado.
- Lo logró gracias a una recesión que bajó el nivel de importaciones, postergando el pago de una parte de las mismas, con la emisión de los BOPREALES.
- En la segunda mitad del año, el sector externo cerró gracias al “puente” que significó el Blanqueo.
- Para 2025 deberá hacer frente a vencimientos por más de U\$S 15 MM; cifra que podría incrementarse si el *rollover* de la deuda privada y/o de las provincias no es total, o si se comienza a cancelar el swap con China.
- La necesidad de divisas seguirá en incremento si se continúa con el proceso de apreciación cambiaria y/o con la apertura importadora. También si el BCRA continúa interviniendo en la brecha cambiaria.
- Para aumentar el ingreso de divisas el gobierno redujo temporalmente las retenciones a las exportaciones agropecuarias; medida que al momento no parece ser efectiva.
- Además, el BCRA habilitó a los bancos comerciales a otorgar créditos en dólares a personas humanas o jurídicas que no tengan ingresos en divisas con el objetivo de seguir comprando divisas por esta vía.
- Agotadas las variables, un nuevo acuerdo con el FMI parece ser la última carta del gobierno.

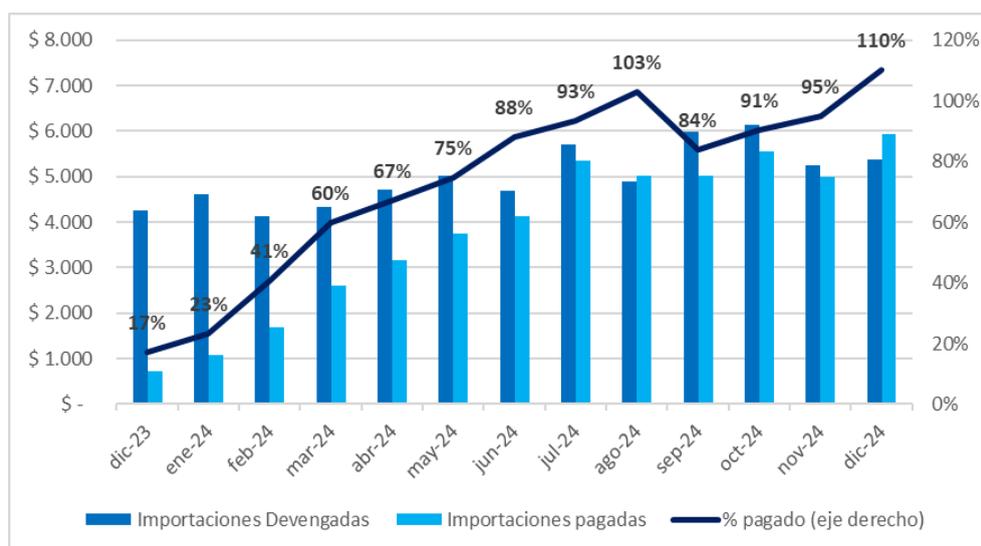


## Las cartas del Gobierno de cara al año electoral

Durante 2024 el gobierno Milei logró terminar el año con un escenario macroeconómico más ordenado que el recibido, una inflación en desaceleración y una disminución de la brecha cambiaria. También logró cancelar los vencimientos de deuda externa sin tener acceso al mercado y acumular reservas brutas.

¿Cómo lo logró? En la primera mitad del año, gracias a la emisión de BOPREALES por aproximadamente 10 MM de dólares; una fuerte recesión que hizo caer las importaciones, y la postergación del pago de una parte de ellas, especialmente en los primeros tres meses de mandato.

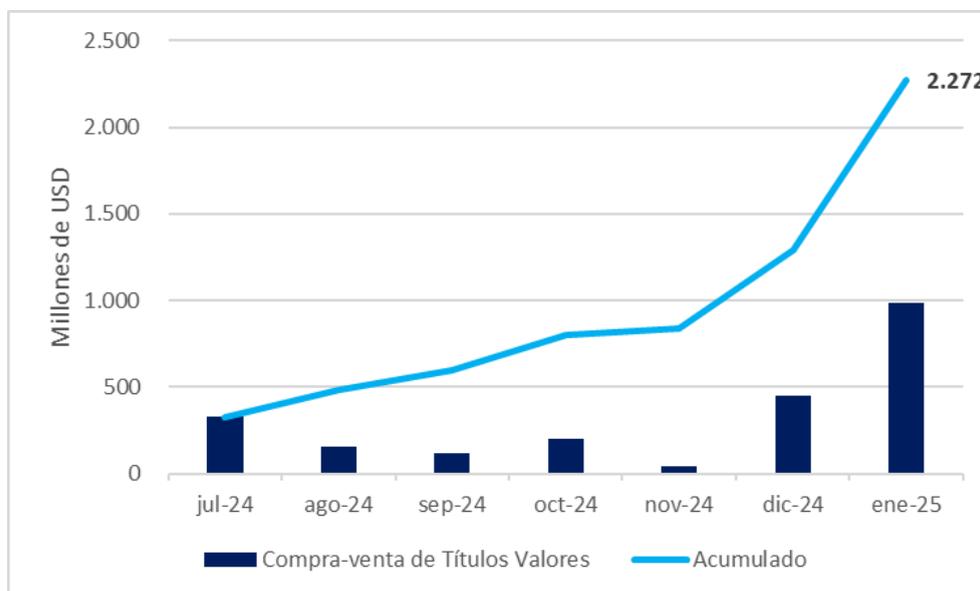
**Gráfico 1. Importaciones Pagadas y Devengadas.**



Fuente: BCRA e INDEC.

En la segunda parte del año, tal como describimos en el [Informe de Coyuntura de enero 2025](#), la implementación del blanqueo de capitales sirvió como “puente” para llegar a 2025. Los más de 20 MM de dólares recaudados por el Régimen de Regularización de Activos sirvieron para que crezcan los depósitos en moneda extranjera, el crédito en dólares se incremente y, atento que por normativa los tomadores de créditos en divisas están obligados a liquidar en el MULC, el BCRA logre ser comprador neto de dólares.

No obstante, lo anterior no se tradujo en un aumento de reservas netas. Parte de lo recaudado se utilizó para cancelar deuda del tesoro –casi U\$S9 MM entre los vencimientos de julio-2024 y enero-2025 de Bonares y Globales–. El resto, para intervenir en la brecha cambiaria.

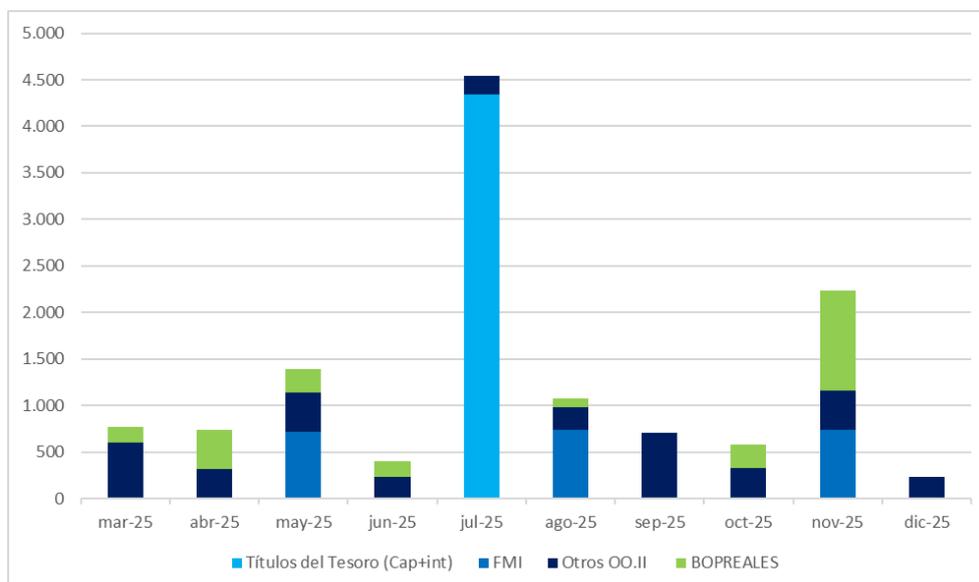
**Gráfico 2. Divisas destinadas a la intervención de la brecha cambiaria.**

Fuente: BCRA

A pesar de haber transitado 2024 sin grandes sobresaltos cambiarios y con una fuerte reducción en el ritmo inflacionario, el riesgo país todavía no es lo suficientemente bajo como para volver al mercado de deuda. Por tanto, en este informe nos preguntamos cuáles son las estrategias que le quedan al gobierno para conseguir los dólares suficientes para enfrentar las necesidades de financiamiento externo, y a la vez, llegar a las elecciones sin un salto cambiario que dispare la inflación.

## Necesidades y fuentes de financiamiento

Durante los 10 meses que restan de 2025, Argentina deberá hacer frente a vencimientos de deuda por más de USD 15 MM de dólares. Julio de 2025 resulta un punto de inflexión, atento que para ese mes vencen títulos públicos externos por casi U\$S 4,4 MM. Las necesidades de financiamiento para el 2025 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.

**Gráfico 3. Vencimientos de deuda en moneda extranjera. 2025.**

Fuente: Ministerio de Economía.

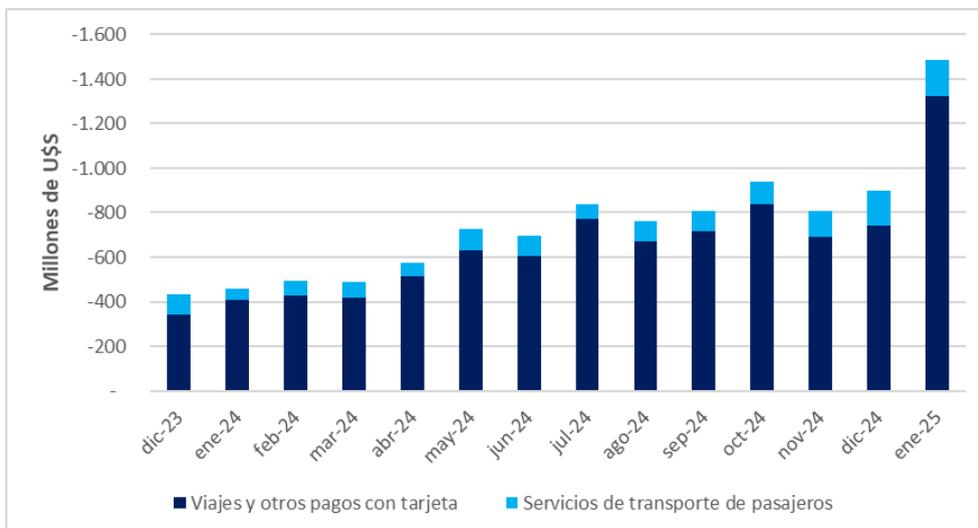
Como mencionamos en el [Informe de Coyuntura de enero 2025](#), para sostener sus aspiraciones electorales el gobierno deberá perseguir distintos objetivos que pueden ser contradictorios entre sí, si no se cuenta con dólares suficientes en las reservas.

El primero de ellos es continuar con la desaceleración de la inflación. Mucho hablamos sobre esto en informes anteriores. La principal estrategia al momento ha sido el **ancla fiscal** y el **ancla cambiaria** (y, en menor medida, ancla salarial). Sin embargo, continuar con el proceso de apreciación cambiaria intensificará la demanda de dólares para financiar la cuenta corriente.

El aumento de la presión cambiaria no sólo se puede ver en la cuenta “turismo y tarjetas de crédito” del Balance Cambiario, que en enero alcanzó los USD 1.486 M (gráfico 4) y en el balance de servicios, sino también que ya empieza a afectar el superávit de la cuenta de bienes (gráfico 5).

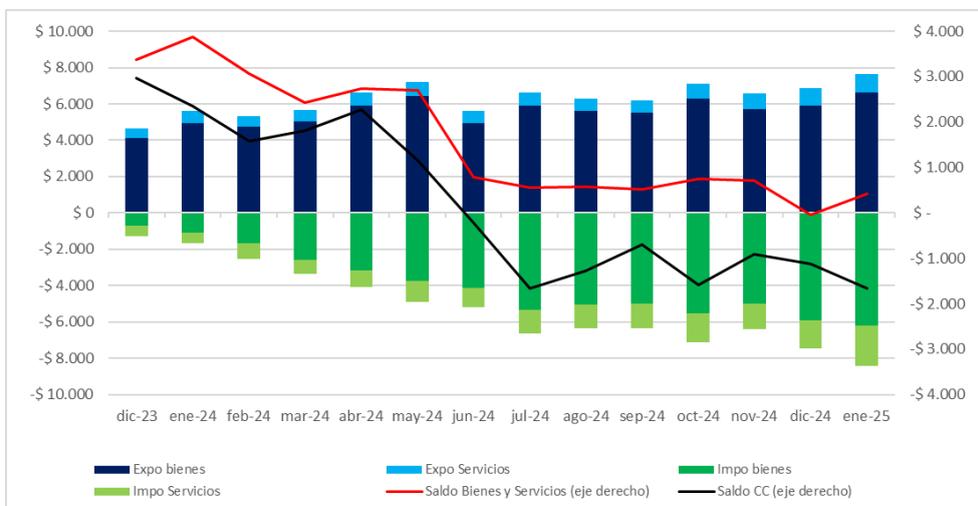


**Gráfico 4. Cuenta Turismo Balance Cambiario.**



Fuente: BCRA.

**Gráfico 5. Cuenta Corriente.**



Fuente: BCRA.

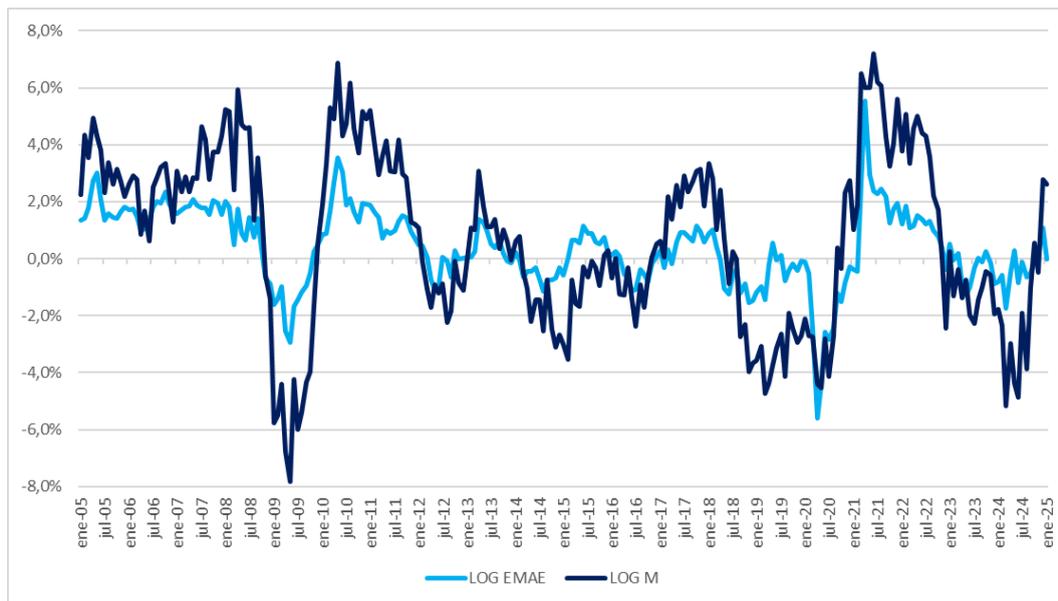
El aumento del ritmo de importaciones no sólo obedece al proceso de apreciación cambiaria. De la mano de Sturzenegger, y bajo la idea ramplona de los beneficios del libre comercio, el gobierno continúa eliminando restricciones a las importaciones que intensifican la apertura comercial.

Finalmente, otro elemento también contradictorio entre los objetivos del gobierno, que podría incrementar la demanda de dólares para importaciones es la recuperación de la actividad. De acuerdo al EMAE, la actividad ya se encuentra por encima del nivel que dejó el gobierno



anterior, en noviembre de 2023. Es un hecho estilizado que la elasticidad ingreso de las importaciones es sustancialmente mayor a 1 –de hecho, entre 3 y 4 p.p.–. Esto quiere decir que por cada punto porcentual que crece la actividad, las importaciones más que se triplican.

**Gráfico 6. Variación i.a. del EMAE e Importaciones.**

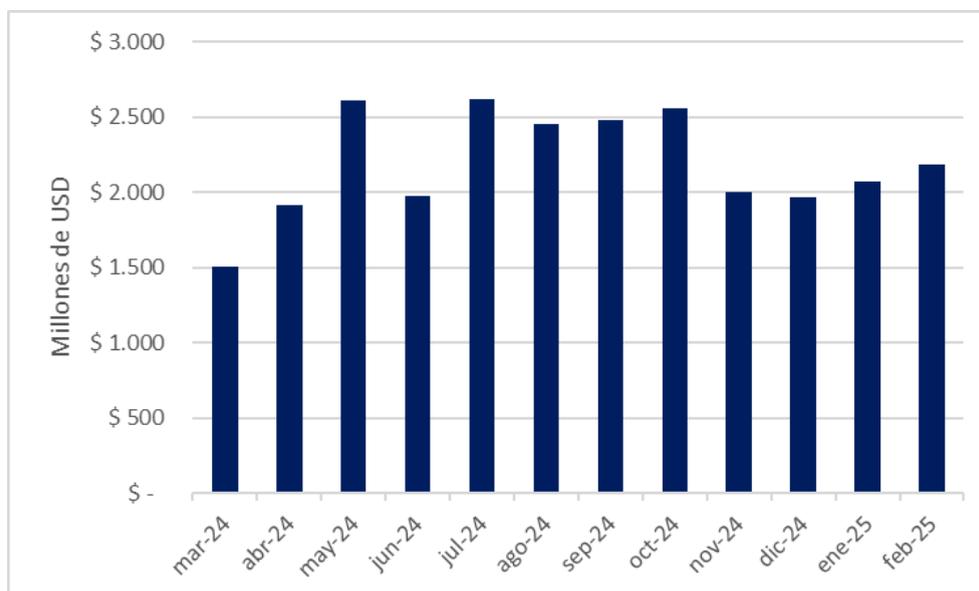


Fuente: INDEC.

Si el crecimiento de la actividad se sostiene, la cuenta de bienes prontamente se volverá deficitaria, lo que se traducirá en una necesidad adicional de dólares para 2025. Por otro lado, “enfriar” la economía no pareciera ser una opción en la previa de las elecciones legislativas.

### ¿El FMI es la última carta?

Por el lado del ingreso de divisas, el gobierno pretende acelerar el ritmo de liquidaciones. Para ello, mediante el Decreto 38/2025 publicado el 27 de enero, redujo temporalmente –hasta el 30 de junio– las retenciones en un 20% a los principales productos del sector agropecuario (soja, trigo, cebada, maíz, girasol, etc.), y en forma definitiva a las exportaciones de economías regionales. Sin embargo, la medida no parece ser lo suficientemente atractiva para los exportadores agropecuarios que por un lado enfrentan precios internacionales bajos, y por otro esperan ansiosos por una devaluación. Además, la norma establece como condición para acceder al beneficio la liquidación de al menos el 95% de lo declarado en 15 días hábiles. Al menos durante el primer mes de vigencia, la medida no parece ser efectiva.

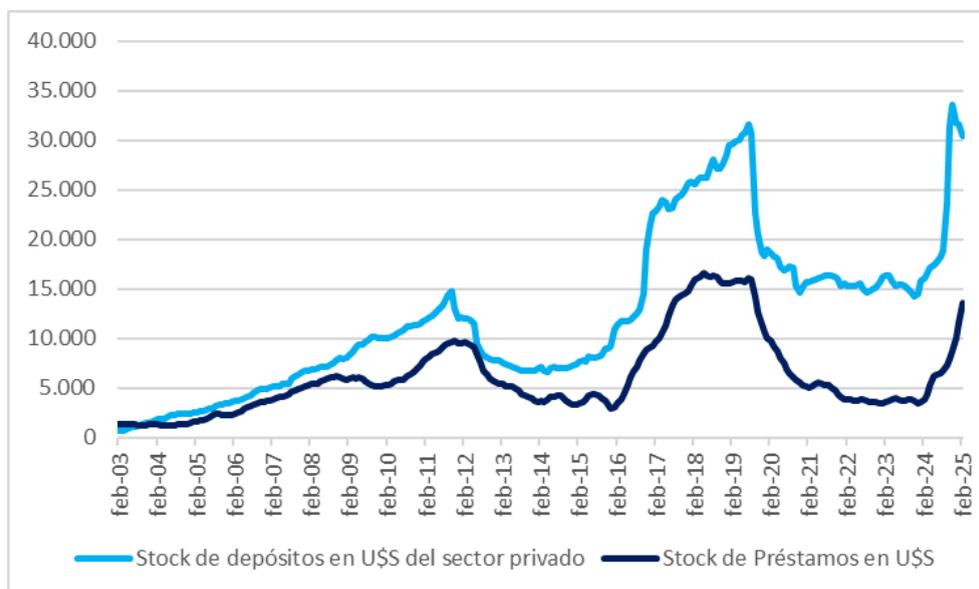
**Gráfico 7. Liquidación de Divisas del Sector agropecuario.**

Fuente: Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca.

Con el recrudecimiento del riesgo país y la caída de los activos argentinos, volver al mercado no parece ser una opción para el gobierno. Quizá por ello, para seguir comprando divisas por la vía financiera el BCRA habilitó a los bancos comerciales a otorgar créditos en dólares a personas humanas o jurídicas que no tengan ingresos en divisas (Gráfico 8). Cabe recordar, la prohibición de otorgar créditos en dólares a sectores que no tengan ingresos en dicha divisa fue una medida macroprudencial implementada tras el colapso de la convertibilidad con el fin de evitar el descalce de monedas y atenuar el riesgo de que una corrida cambiaria que genere una crisis bancaria (por imposibilidad de los deudores de cumplir con sus compromisos en dólares). Si bien la normativa actual especifica que los nuevos préstamos no pueden ser otorgados con los dólares de los depósitos –pueden hacerlo con otros pasivos, como Obligaciones Negociables, o créditos con el exterior–, diferenciar esto en los balances de los bancos puede ser difuso; por lo que el incremento del riesgo cambiario no se elimina.



**Gráfico 8. Evolución del stock de depósitos y créditos en dólares.**



Fuente: BCRA.

Sin embargo, aunque esta medida pueda traer algunos dólares adicionales, difícilmente alcance para hacer frente a las necesidades de financiamiento desarrolladas en la sección anterior. En febrero de 2025, el stock de préstamos en dólares al sector privado alcanzó los U\$S 13,5 MM; 3 MM menos que el máximo de agosto 2018. Además, los dólares comprados por el BCRA a través del aumento de estos préstamos hoy, serán nuevas necesidades de financiamiento en el futuro.

Agotadas las variables, un nuevo acuerdo con el FMI parece ser la última carta disponible para el gobierno. Sin embargo, aquí tampoco faltan las contradicciones. Históricamente las políticas del fondo se opusieron a los esquemas de apreciación cambiaria y a la utilización de reservas para contener el precio del dólar. También al cepo cambiario. Desarmar este andamiaje y/o devaluar para acceder a dólares frescos significaría un recalentamiento de los precios, caídas más pronunciadas de los ingresos, y un efecto negativo en las elecciones. Caso contrario, dilatar el acuerdo con la intención de recibir fondos adicionales sin devaluar, corre el riesgo de que esos fondos no lleguen a tiempo para enfrentar las necesidades de financiamiento mencionadas y el apoyo del mercado a este modelo se termine de disipar.

Párrafo aparte para el *criptogate* y el efecto que pueda tener en esta negociación. ¿Se animará el fondo a aumentar el financiamiento al país que más capital le adeuda en el mundo, con un



ministro de economía que ya tuvo episodios encontrados en 2018, y con un presidente con creciente fama de estafador en el mundo? Como anticipamos en el [Informe de Coyuntura de julio-2024](#), el FMI vuelve a tener el rol de juez del futuro de nuestro país.

# Las cartas del Gobierno de cara al año electoral

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

MARZO 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.