

CLAVES DEL INFORME

- La relativa calma financiera y política tras las elecciones le da al Gobierno margen para intentar consolidar su programa económico, pero el interrogante de si podrá hacerlo continua en el frente externo.
- El apetito dolarizador: los argentinos vienen demandando USD 4.650 M mensuales, muy por encima de la capacidad de intervención disponible.
- Las reservas hoy son de USD 41.899 M brutas, en un 40% están compuestas por depósitos de particulares encajados en el banco central, USD 13.000 M corresponden al tramo del swap con China aún no activado, USD 8.000 M están en oro y USD 430 M en DEG. La capacidad de fuego en el mercado cambiario sin tocar las reservas propiedad de particulares ronda los USD 3.709 M. La meta de acumulación de reservas netas del FMI luce incumplible.
- Caputo apuesta a reabrir los mercados de deuda consolidando una baja en el riesgo país (hoy en 650 puntos). El anuncio de colocación de un bono en dólares bajo legislación local será el test sobre cuán cerca se encuentra la posibilidad de refinanciar vencimientos de deuda. Sin esa ventana, la sostenibilidad del programa es dudosa.
- La estabilización del tipo de cambio permitió la instalación de una inflación mensual en torno al 2% y una proyección anual inferior al 30%, algo que no ocurría desde 2020.
- El Gobierno busca institucionalizar el programa liberal vía reformas laboral, jubilatoria e impositiva, más acuerdos de libre comercio que consoliden la apertura comercial.
- Los posibles acuerdos con Estados Unidos y la Unión Europea implican una apertura comercial asimétrica: para la Argentina, reprimarización; para ellos, mayor acceso a nuestro mercado y fortalecimiento de sus corporaciones.
- La fragilidad externa del actual programa económico deriva en una fuerte dependencia de la asistencia financiera del área dólar, tal como se evidenció en las intervenciones del Tesoro de los EEUU en las últimas elecciones. La consecuencia es una sumisión geopolítica hacia los EEUU, aún cuando el intercambio comercial con China sea un 60% superior al que mantenemos con la potencia norteamericana.



EL GRAN SALTO HACIA ATRÁS

Un período de relativa estabilidad financiera enmarca un calmo panorama político. Ya fueron atravesados los cimbronazos preelectorales, dejando como resultado de la elección nacional una reafirmación del oficialismo como una fuerza con sustento no solo social sino —sobre todo a partir del 10 de diciembre— político en ambas cámaras legislativas. Resta para el Gobierno, a partir de ahora y superados los escollos propios de todo año impar en Argentina, lograr materializar un equilibrio macroeconómico que no esté revestido de una fragilidad que, ante cualquier viento fuerte, pueda hacer volar todo por los aires.

El programa económico aún no muestra una estabilidad consistente a mediano plazo. La falta de un nivel robusto de reservas, el déficit de la cuenta corriente y un pesado perfil de vencimientos de deuda para los próximos años requieren un financiamiento permanente que no tiene fuentes estables. Esto incrementa la dependencia del mercado financiero estadounidense, del FMI, del Tesoro norteamericano y, eventualmente —en el mejor de los casos— de los mercados voluntarios de deuda para sostener la estabilidad de la moneda.

Surge entonces el siguiente interrogante: ¿por qué no se acumulan reservas? Tras la salida parcial del “cepo”, el apetito dolarizador volvió con fuerza: los argentinos demandan alrededor de USD 4.650 millones por mes, un nivel muy superior a la capacidad de intervención y a la generación de divisas que permite hoy la economía con un dólar históricamente barato. A esto se suma una política de “populismo cambiario” que contiene las tasas de inflación y genera bienestar en parte de la población vía acceso a productos importados y turismo a en el exterior a bajo costo, con su contracara: el cierre de empresas y la pérdida de empleos formales. Aunque parezca un problema, para el proyecto liberal no lo es: considera a esos sectores “ineficientes” y orienta su estrategia al crecimiento del agro, los hidrocarburos y la minería.

En esa línea, el Gobierno busca institucionalizar este proceso a través de reformas laboral, jubilatoria e impositiva que reduzcan el “costo argentino”, tanto en salarios, aportes sociales e impuestos. A esto se suma la negociación de acuerdos de libre comercio con Estados Unidos y la Unión Europea, que consolidarían la apertura comercial reduciendo el costo empresario ineficiente. El resultado sería una apertura asimétrica: para la Argentina, reprimarización; para ellos, mayor acceso a nuestro mercado y fortalecimiento de sus corporaciones.

Con respaldo político y social, y con una economía que exhibe ganadores y perdedores pero una cierta estabilidad, la gestión actual intentará profundizar un programa económico ya delineado, buscando que deje de depender de medidas discrecionales y coyunturales y logre apoyarse en fundamentos estructurales e institucionales.



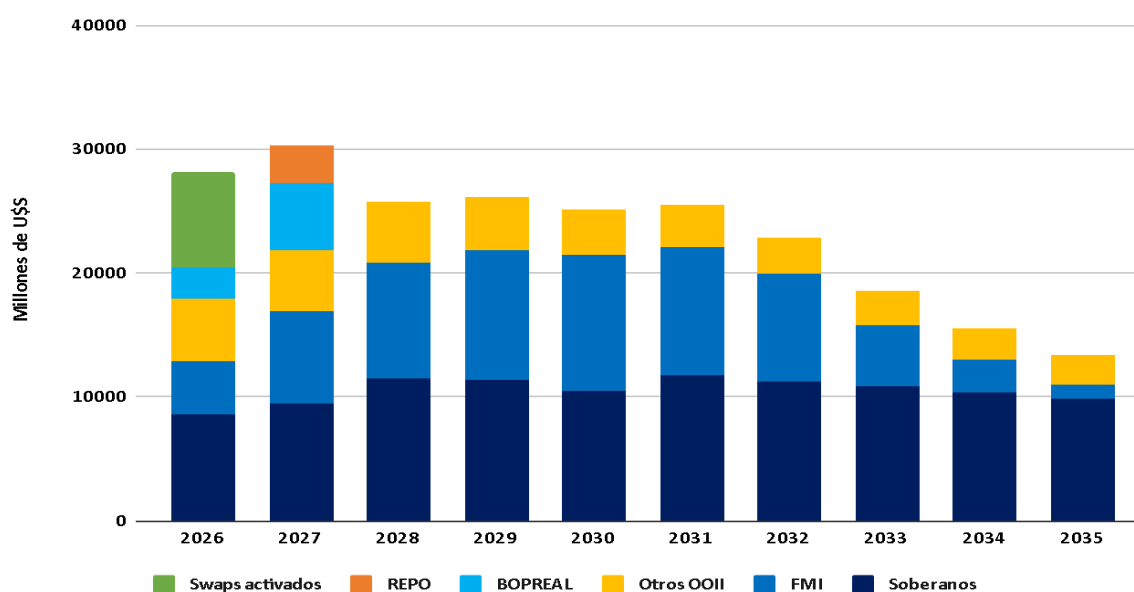
Un frente externo subordinado a la ayuda extranjera

Si bien es reconocible la mayor estabilidad post electoral, es un hecho que el programa económico depende críticamente del apoyo de EE.UU., el FMI y otros organismos para evitar incumplimientos y sostener la estabilidad cambiaria dados los fundamentos mismos de dicho programa. ¿Cuáles son los escollos que debe sortear el gobierno de Milei para acceder a esta situación?

Un nivel de reservas que si bien ronda los USD 41.899 M brutas, en un 40% está compuesto por depósitos de particulares encajados en el banco central. De los USD 25.139 M de reservas propias del BCRA, USD 13.000 M corresponden al tramo del swap con China aún no activado, requiriendo complejas negociaciones políticas para su uso. De los USD 12.139 M restantes, unos USD 8.000 M están en oro (mayormente remitido al exterior sin clara información sobre sus posibilidades de uso) y USD 430 M en DEG. De ese modo, la capacidad de fuego en el mercado cambiario sin tocar las reservas propiedad de particulares ronda los USD 3.709 M, un nivel muy bajo para el apetito dolarizador de los argentinos que, desde el fin parcial del “cepo”, vienen adquiriendo un promedio mensual de USD 4.650 M.

La frágil situación del frente externo se agrava al considerar el abultado perfil de vencimientos de deuda (Gráfico 1) y la necesidad de un nuevo financiamiento para sostener el deficitario intercambio externo (Gráfico 2). Este conjunto genera una fuerte dependencia del plan económico actual respecto de la “ayuda” del gobierno norteamericano, del FMI (cuya meta de reservas netas luce incumplible, por la que se le solicitará un *waiver*) y de otros organismos financieros. Hacia adelante, la apuesta es reabrir los mercados internacionales de colocación de deuda.

Gráfico 1. Vencimientos de Deuda Externa.

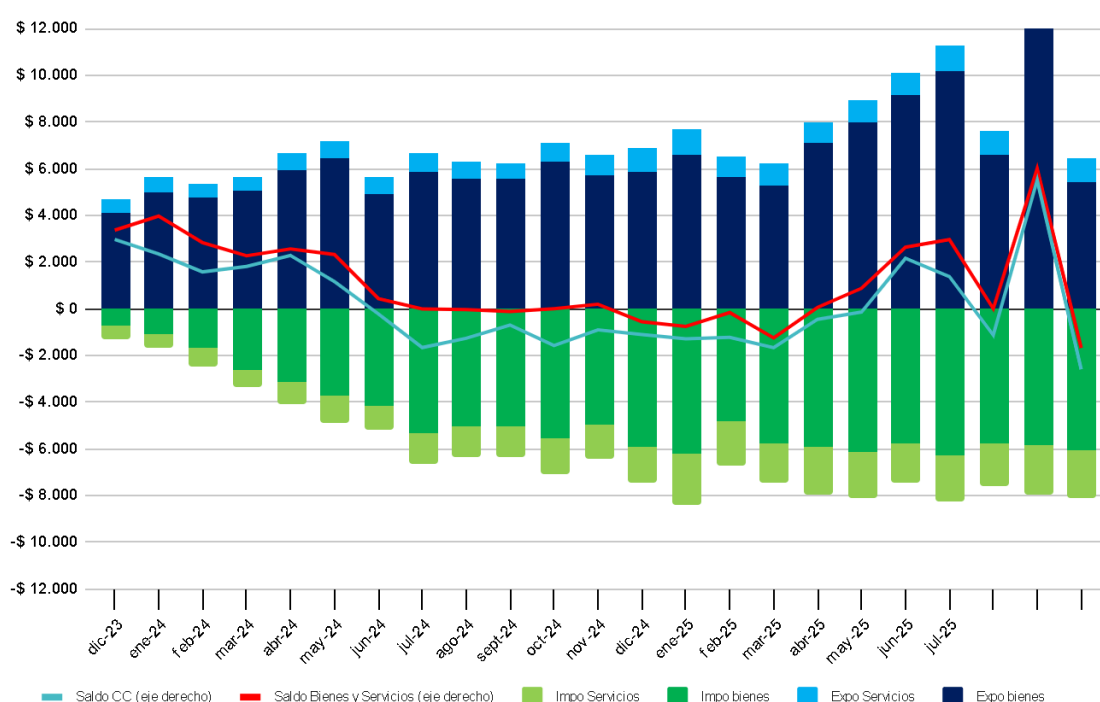


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía, BCRA y FMI.



El riesgo país postelectoral ronda los 650 puntos y sólo necesita un pequeño empujón para permitir una nueva salida a los mercados que permita el refinanciamiento de parte de los vencimientos de deuda de los próximos años. Desestimado el REPO con bancos internacionales (que pasó de un monto de USD 20.000 M a humo en un par de semanas), Caputo anunció una colocación de un bono en dólares bajo legislación local para cubrir (¿parte de?) los vencimientos de enero que rondan los USD 4.100 M. La tasa y el monto que consiga colocar darán la pauta de que tan cerca se encuentra la reapertura de los mercados internacionales de crédito.

Gráfico 2. Balance cambiario.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Populismo cambiario y el costo argentino

Queda el interrogante de si este va a ser el tipo de cambio a sostener durante los próximos meses o si se lo incrementará, tal como solicitan algunos fondos de inversión internacionales y el FMI. ¿Por qué se presenta esta disyuntiva? El rojo de las cuentas externas (Gráfico 2) en una economía que mantiene niveles de actividad históricamente bajos, muestra el impacto del dólar barato (Gráfico 3) en el volumen de importaciones y el turismo en el exterior. Pero además de las cuentas externas, es cada vez más evidente el impacto de la política de dólar barato y apertura importadora en la eliminación de parte del entramado productivo industrial (ver Tabla 1) con la consiguiente pérdida de empleo (ver Gráfico 4).

**Gráfico 3. Tipo de Cambio Real Multilateral.**

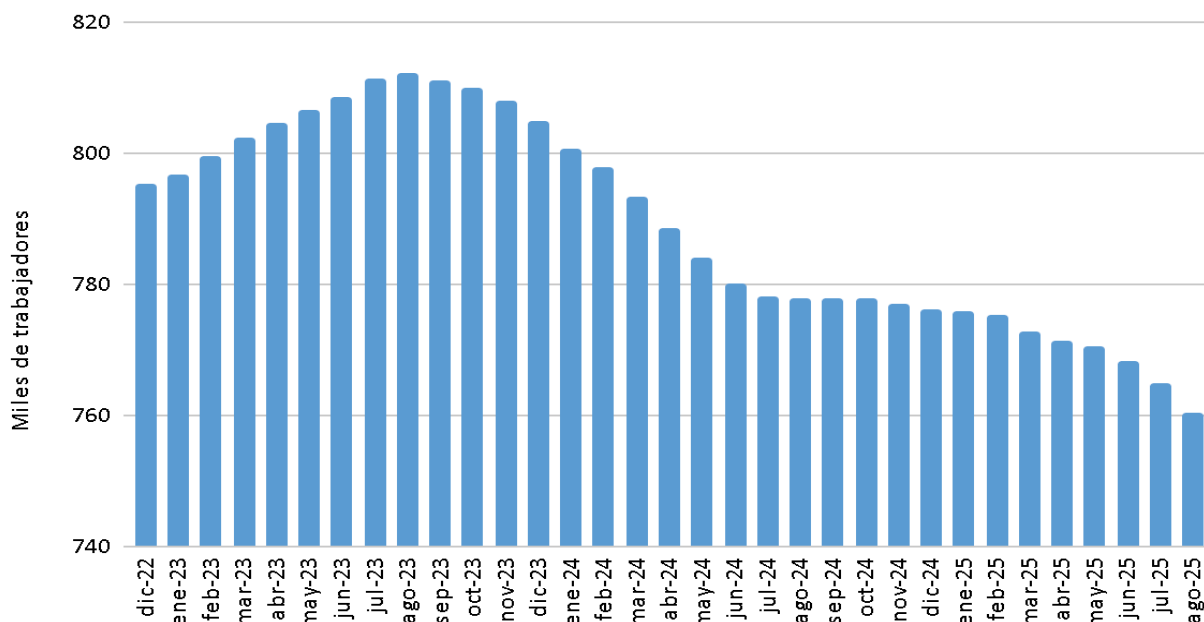
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Tabla 1. Datos de actividad.

	jun-25	jul-25	ago-25	sept-25
ACTIVIDAD				
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	4,3%	1,3%	-1,0%	0,8%
Explotación de minas y canteras	11,1%	13,5%	9,5%	8,1%
Intermediación financiera	26,9%	23,2%	26,4%	39,7%
Industria manufacturera	7,8%	-1,0%	-4,8%	-1,0%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

El sostenimiento del dólar barato permite mantener niveles inusualmente altos de consumo de bienes y servicios importados (turismo). Esa política de “populismo cambiario” es la base de la legitimidad social del proyecto liberal, al permitir cierto nivel de bienestar para una parte de la población. A ello se suman los efectos antiinflacionarios de la estabilización del tipo de cambio, que, entre otras cosas, permitió la instalación de una inflación mensual en torno al 2% y una proyección anual inferior al 30%, algo que no ocurría desde 2020.

**Gráfico 4. Evolución del empleo registrado en el sector industrial.**

Fuente: Elaboración propia en base a datos de SYPA.

La contracara de la política de dólar barato y apertura importadora es la desindustrialización, con su consecuente cierre de empresas productivas y la pérdida de puestos de trabajo. Sin embargo, es juzgado como un mal necesario por un proyecto liberal que considera a la industria argentina como un sector artificial, que vive indirectamente del agro vía protección y subsidios, tal como señaló el propio presidente Milei a poco de asumir en una reunión con empresarios industriales. La eliminación de ese entramado productivo es considerado necesario para reducir el costo argentino, no sólo en su faceta salarial y estatal, sino también empresarial.

El dólar barato y la apertura importadora actúa como un mecanismo disciplinador sobre el costo argentino. La competencia internacional favorecida por ese esquema de precios relativos pone presión sobre los empresarios locales, empujándolos a posiciones más duras en las negociaciones paritarias, acelerando sus reclamos por reducir las cargas sociales e impositivas. También elimina a los sectores menos competitivos, reduciendo el costo empresarial local en la estructura de insumos de las empresas que siguen en pie.

Esa política coyuntural del proyecto liberal buscará ser institucionalizada a partir de una serie de reformas. La reforma laboral, que apunta a consolidar en el tiempo un país de bajos salarios. La reforma jubilatoria, que apunta a reducir las cargas sociales. La reforma impositiva, que apunta a disminuir el peso del Estado en la estructura de costos empresariales. La firma de una serie de tratados de apertura comercial, que buscará consolidar en el tiempo la reducción del costo empresarial local generada coyunturalmente por la política de apertura importadora y dólar barato.



El gran salto hacia atrás

Para sostener este esquema, más allá de las medidas o asistencias coyunturales, la apuesta del Gobierno es consolidar esta orientación mediante acuerdos más estructurales y de largo plazo, como se observa en el tratado comercial con Estados Unidos y en un (¿posible?) acuerdo del Mercosur con la Unión Europea.

Cuando en el [Informe de Febrero](#) planteamos la inserción de nuestro país en la disputa geopolítica entre Oriente y Occidente, entre Estados Unidos y China, señalamos que la Argentina ya estaba definiendo su alineamiento. La fragilidad externa del actual programa económico deriva en una fuerte dependencia de la asistencia financiera del área dólar, tal como se evidenció en las intervenciones del Tesoro de los EEUU en las últimas elecciones. La consecuencia es una sumisión geopolítica hacia los EEUU, aún cuando el intercambio comercial con China sea un 60% superior al que mantenemos con la potencia norteamericana.

El alineamiento occidental de la administración Milei se corresponde con una estrategia defensiva de algunas corporaciones occidentales que actúan en nuestro país, que no pueden competir con el desarrollo tecnológico y productivo oriental. Sin embargo, choca con la orientación de nuestras exportaciones primarias que tienen en China uno de sus principales mercados. Así debe entenderse la alerta de parte del establishment local por la reedición de relaciones carnales con los EEUU en un mundo cada vez más bipolar. En esa frecuencia deben leerse las advertencias de Mauricio Macri sobre el riesgo que representa ciertas similitudes entre la economía argentina y la estadounidense, lo que genera una competencia directa entre ambas, a diferencia de la relación más complementaria que Argentina podría tener con la economía del gigante asiático.

La idea de potenciar acuerdos de libre comercio entre nuestra economía y la de la Unión Europea y Estados Unidos puede ser un paso más hacia consolidar estructuralmente el proyecto liberal. El acuerdo con Estados Unidos revela la fuerte desigualdad de la relación Trump-Milei. Mientras la potencia del norte sólo abre algunos rubros menores y mantiene el poder discrecional de paralizar las importaciones aún en esos sectores, el acuerdo es un catálogo de concesiones de la Argentina.

Se acepta el manejo discrecional de nuestros datos por las corporaciones tecnológicas norteamericanas. Se cede parte de nuestro manejo de política comercial frente a China, a partir de eufemismos sobre la estabilización del mercado de soja, normas laborales y de seguridad económica internacional. Se obliga a nuestro país a desarmar toda barrera paraarancelaria, además de cualquier política de subsidio y regulación, todo ello sin ningún tipo de contrapartida norteamericana. La apertura comercial unidireccional abarca casi todo el abanico de la producción nacional, afectando también algunos sectores con de mayor concentración y poder de *lobby*.

Uno de los casos más claros es la industria farmacéutica. El acuerdo empujaría a reforzar el sistema de patentes que reclaman los laboratorios extranjeros: más velocidad para otorgarlas y menos margen para que el INPI y la ANMAT regulen. En los hechos, eso implica limitar la



capacidad de la industria local para producir medicamentos y aumentar el poder de las multinacionales en precios y acceso.

Lo mismo ocurre en el sector agropecuario: las grandes semilleras internacionales buscan cobrar no sólo por la semilla, sino también por cada grano cosechado. Es un cambio que eleva costos, reduce autonomía tecnológica y subordina a los productores locales a regalías permanentes. Algo parecido se proyecta para las terminales automotrices, que quedarían expuestas a una apertura comercial que barre con cualquier protección productiva.

En lo que respecta a la posibilidad de un acuerdo con la Unión Europea, los puntos del mismo revelan ganancias mínimas y concentradas para el Mercosur; y beneficios amplios y asegurados para la Unión Europea.

Para los países del bloque sudamericano, las únicas mejoras aparecen en agro y alimentos. En contraste, casi todas las ramas industriales perderían producción, especialmente automotriz, maquinaria, metalmecánica, químicos y sectores como el textil, calzado, marroquinería y muebles.

A su vez, la pérdida de empleo estimada es contundente: hasta 186 mil puestos industriales en riesgo, —hasta 28% del empleo automotriz, 20% en metalmecánica y 13% en químicos y sectores sensibles.

En síntesis, ambos acuerdos consolidan un patrón claro: la reprimarización de la economía argentina con la consiguiente destrucción del aparato productivo industrial local. De esa manera, se busca institucionalizar la política que el proyecto liberal viene ejecutando a través de la política cambiaria y de apertura importadora.