

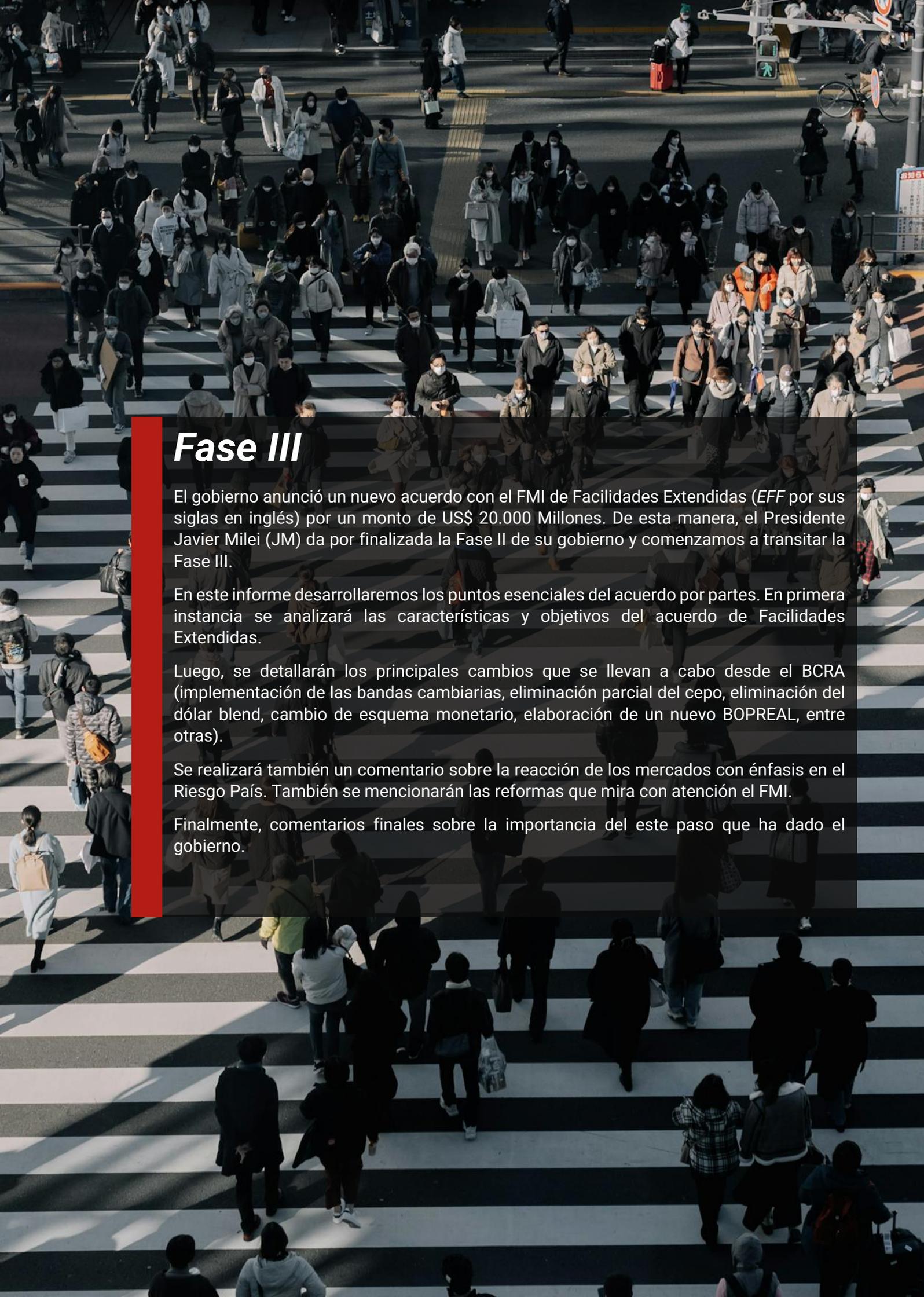
Año 3 – N°76 17/04/2025

Informe Económico Semanal



Por Iván Cachanosky

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE



Fase III

El gobierno anunció un nuevo acuerdo con el FMI de Facilidades Extendidas (*EFF* por sus siglas en inglés) por un monto de US\$ 20.000 Millones. De esta manera, el Presidente Javier Milei (JM) da por finalizada la Fase II de su gobierno y comenzamos a transitar la Fase III.

En este informe desarrollaremos los puntos esenciales del acuerdo por partes. En primera instancia se analizará las características y objetivos del acuerdo de Facilidades Extendidas.

Luego, se detallarán los principales cambios que se llevan a cabo desde el BCRA (implementación de las bandas cambiarias, eliminación parcial del cepo, eliminación del dólar blend, cambio de esquema monetario, elaboración de un nuevo BOPREAL, entre otras).

Se realizará también un comentario sobre la reacción de los mercados con énfasis en el Riesgo País. También se mencionarán las reformas que mira con atención el FMI.

Finalmente, comentarios finales sobre la importancia del este paso que ha dado el gobierno.

Fase III

Introducción

El gobierno anunció un nuevo acuerdo con el FMI de Facilidades Extendidas (*EFF* por sus siglas en inglés) por un monto de US\$ 20.000 Millones con un período de gracia de 48 meses; es decir, sin tener que pagar. Luego, el acuerdo es por diez años para ir devolviendo el monto que el FMI estaría prestando. De esta manera, el Presidente Javier Milei (JM) da por finalizada la Fase II de su gobierno y comenzamos a transitar la Fase III.

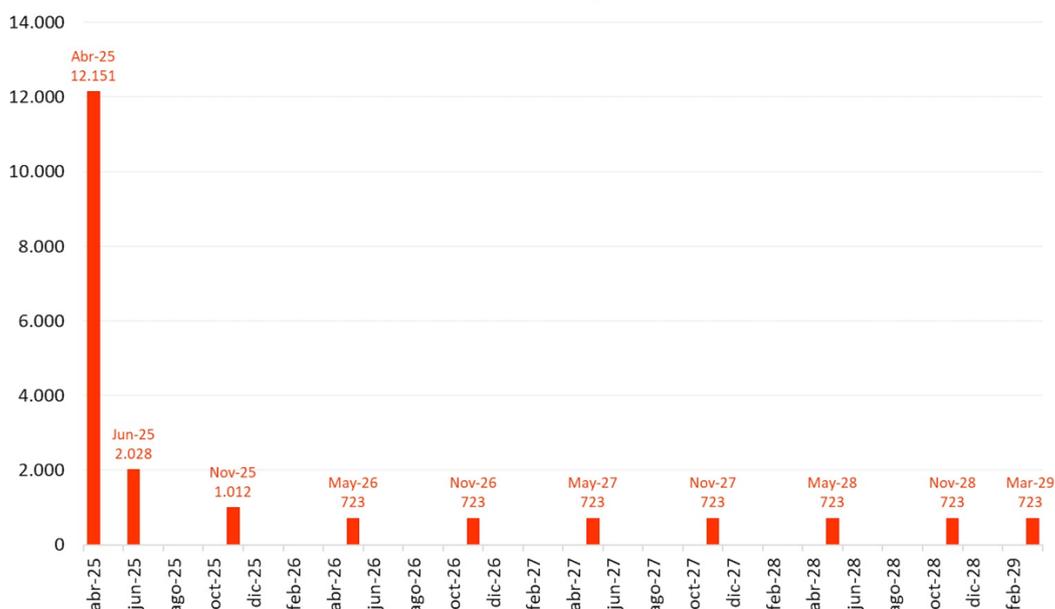
En este informe desarrollaremos los puntos esenciales del acuerdo por partes. Sin embargo, vale la pena aclarar primero, que el esquema de *Crawling Peg* del 1% que se venía llevando a cabo ya se encontraba agotado. Era necesario un cambio ya que el atraso cambiario se hacía cada vez más evidente. Más allá del éxito o fracaso del nuevo esquema, el mercado cambiario pedía a gritos un cambio de esquema. El gobierno finalmente escuchó el llamado de atención de los mercados y entendió que no podía seguir perdiendo reservas en el Banco Central. Realizó una jugada audaz e inesperada, que fue muy bien recibida por los mercados.

Características y Objetivos del Acuerdo de Facilidades Extendidas

El nuevo acuerdo de Facilidades Extendidas es por un monto de US\$ 20.000 Millones y por una duración de 48 meses. El desembolso del monto es bastante generoso. En el primer año, Argentina recibirá US\$ 15.000 Millones, aunque no todo el monto inmediatamente. De este monto, ya ingresaron a Argentina US\$ 12.000 Millones. Luego, US\$ 2.000 millones ingresarán en 60 días y el millón faltante del primer año en Noviembre. Luego, los US\$ 5.000 Millones remanentes, irían llegando en plazos semestrales con montos de US\$ 723 Millones.

GRÁFICO I: DESEMBOLSOS DEL FMI

En Millones de US\$



Fuente: FMI

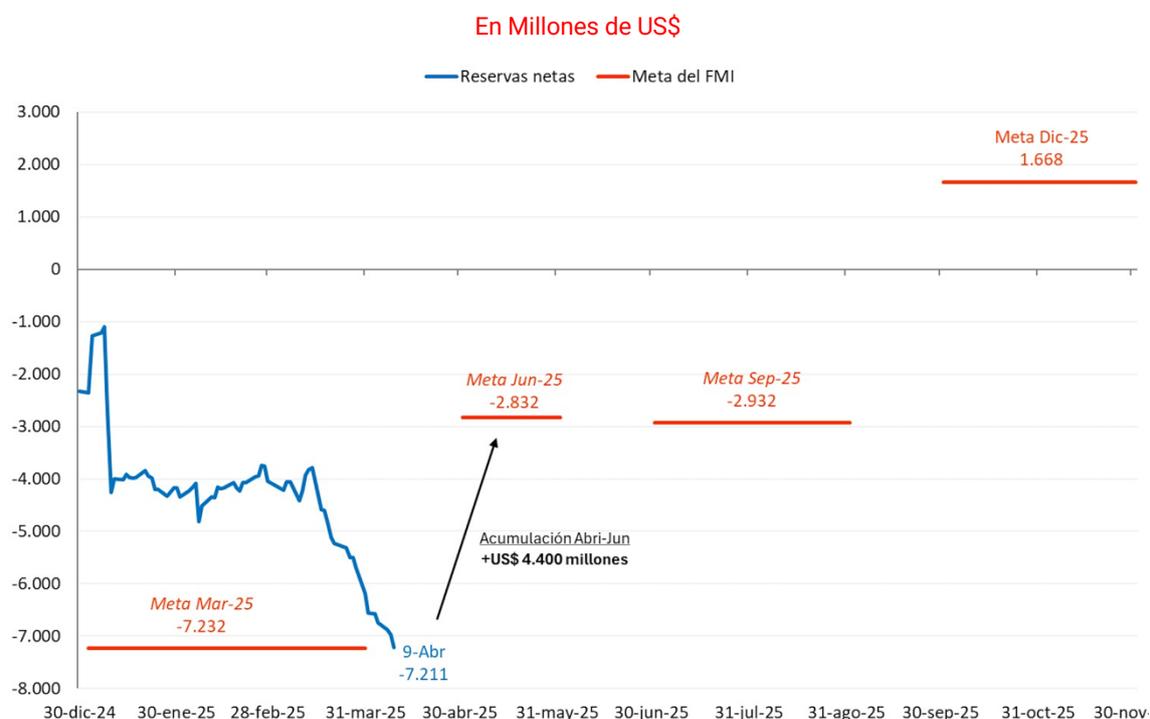
Como es usual con los préstamos del FMI, se fijan objetivos para estabilizar la economía. En este marco, se destacan principalmente dos objetivos concretos:

- Alcanzar un superávit primario del 1,2% del PBI
- Acumular Reservas Netas

En lo que respecta al superávit primario, nuevamente el gobierno se auto-fija una meta más ambiciosa que la del FMI. El gobierno apunta a alcanzar un superávit primario del 1,6% del PBI, superando la meta pedida por el Fondo. En lo que respecta a las Reservas Netas, luce bastante más desafiante. Para el mes de Junio, el BCRA deberá acumular US\$ 4.400 Millones. Luego, para finales de año, las Reservas Netas deberían ser positivas en US\$ 1.668 Millones (lo que implica una mejora a lo largo del año de US\$ 8.879 Millones).

Un comentario adicional sobre la meta de Junio (+ US\$ 4.400 Millones). Para alcanzar este objetivo, el BCRA sólo tiene permitido utilizar hasta US\$ 2.387 Millones provenientes de Organismos Internacionales (OO.II.).

GRÁFICO II: RESERVAS NETAS



Fuente: BCRA

Los cambios que ejecuta el BCRA

Son varios los cambios que se estarán llevando a cabo desde el BCRA. Dejaremos el de las bandas cambiarias para el final por ser el más importante.

Entre los principales cambios que se dan desde el BCRA podemos destacar como hito la **eliminación parcial del cepo**. Esto implica que el cepo cambiario para personas físicas de 200 dólares mensuales ya no rige y ahora pueden comprar lo que deseen (Comunicación A7340 del BCRA). Sin embargo, el cepo continúa para las empresas, lo que en alguna medida hace más difícil el objetivo de acumular reservas. Las empresas sólo podrán girar utilidades y dividendos de flujo (no de stock).

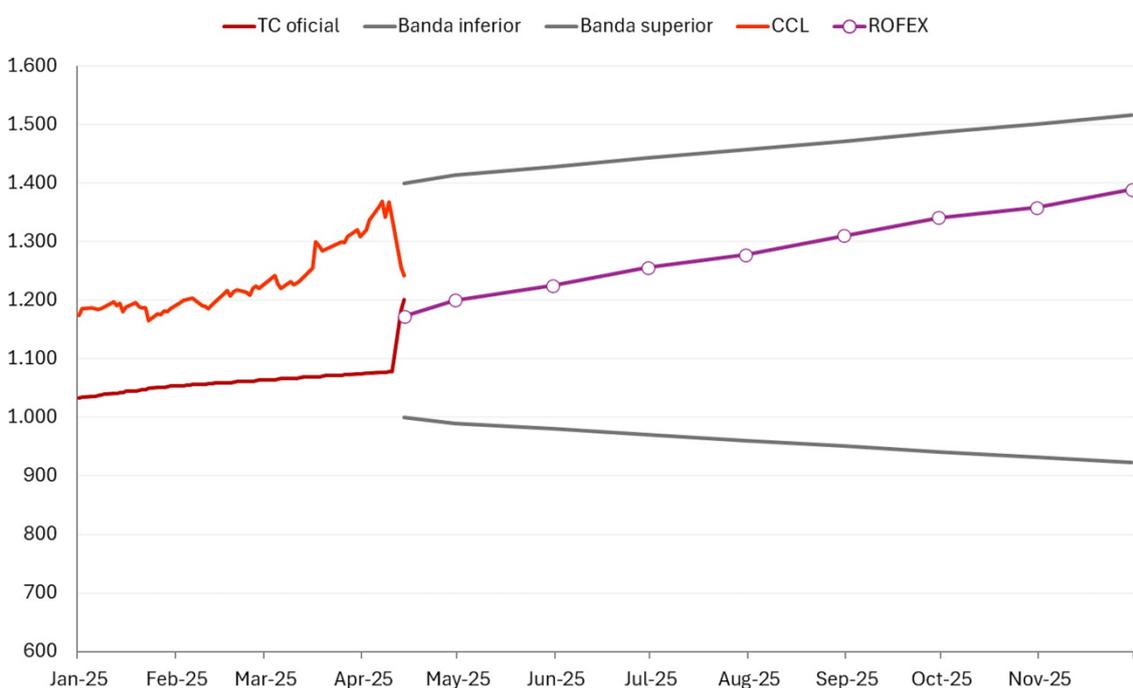
Por otro lado, el **dólar blend** (80/20) para exportadores queda eliminado. No obstante, los exportadores sí deberán continuar liquidando en el MULC. Para los importadores también hay novedades. Las importaciones de bienes se podrán abonar también a través del MULC una vez que se registran en aduana y ya no habrá que esperar 30 días.

Además, con el objetivo de hacer frente al stock de dividendos acumulados de años anteriores, el BCRA anunció que lanzará una **nueva serie de BOPREAL**. Estos bonos se suscriben en pesos (por lo tanto, absorben liquidez), pero el BCRA paga los intereses y las amortizaciones en dólares.

También hay novedades con respecto a la Política Monetaria. El nuevo acuerdo con el FMI señala que el BCRA empezará a supervisar la dinámica del **M2 Privado** (ver página 19 del acuerdo). De esta manera, el BCRA observará si la evolución del M2 sigue sus estimaciones de demanda de dinero. El objetivo sería pasar a un régimen monetario más estricto en la Oferta Monetaria y tener un control más directo sobre la inflación. Así, el esquema de la Base Monetaria Amplia, ya no tendría relevancia. En cuanto a la tasa de interés, por el momento no hay novedades.

Finalmente, lo más importante, el nuevo **esquemas de bandas**. Ya rige un esquema de bandas (o zonas de “no intervención”) con un piso de \$1.000 y un techo de \$1.400 que se irá ampliando con variaciones del 1% mensual. Es decir, el techo irá creciendo un 1% mensual y el piso irá cayendo en la misma proporción.

GRÁFICO III: TIPO DE CAMBIO MAYORISTA Y CCL EN EL NUEVO ESQUEMA CAMBIARIO



Fuente: BCRA y ROFEX

El mercado cambiario reaccionó con una devaluación del tipo de cambio oficial y una caída también de los dólares paralelos. Además, el mercado de futuros estima que el tipo de cambio se mantendría dentro de la banda hasta finales de año dando señales de una *pax-cambiaría*.

Un punto importante, las bandas no son totalmente libres. Esto quiere decir que el BCRA sí podría intervenir cuando el tipo de cambio se encuentre dentro de las bandas. Es decir, más que una flotación limpia, pareciera que se va a un esquema de flotación administrada. Podría interpretarse como que el principal objetivo es acumular reservas por sobre el valor del tipo de cambio. Además, se prevén intervenciones en caso de que haya algunos shocks de entrada para reducir volatilidad. No obstante, como el objetivo es acumular reservas, el BCRA podría permitirse comprar (no vender) reservas cuando el tipo de cambio se encuentre dentro de las bandas. Esto hace que el esquema no sea totalmente libre.

Sin embargo, se observan más intervenciones indirectas. Es que el presidente JM anunció que en Junio volvería a subir retenciones al agro. En otras palabras, se busca el incentivo de que el sector agrícola liquide dólares de cosecha antes de que vuelvan las retenciones. De esta manera, se generaría un flujo de dólares que empujarían el tipo de cambio hacia la baja con el objetivo de que se acerque al piso de la banda. Recordemos también que otro instrumento podría ser la tasa de interés (todavía no utilizada).

Todo esto nos lleva a concluir que más allá de las bandas, hay una clara intención de que el dólar se ubique cerca del piso de la banda. El anuncio del retorno de las retenciones es un claro ejemplo de eso. Pero además, el presidente JM ya lo hace explícito en la red social "X". Señal clara también para los amantes del *Carry Trade*.

GRÁFICO IV: TWEET DE JAVIER MILEI



Fuente: BCRA y ROFEX

La Reacción del Mercado fue positiva

Tanto el Merval, como los ADRs y los bonos han reaccionado bien a la eliminación parcial del cepo. No caben dudas que se tomó una decisión en una dirección *market friendly*. Quizás lo más importante es la fuerte caída observada en el Riesgo País que comenzaba a levantar signos de preocupación nuevamente.

GRÁFICO IV: TWEET DE JAVIER MILEI



Fuente: Elaboración propia en base a *Ámbito Financiero*

Comentarios Finales

El acuerdo con el FMI y la salida del cepo son sin dudas buenas noticias y un acercamiento a una Argentina más normal. Desde luego, el éxito nunca está garantizado, pero fue un movimiento de piezas en la dirección correcta. Si alcanza o no es algo que las decisiones del gobierno y el tiempo irán juzgando.

Por otro lado, el acuerdo con el Fondo contempla reformas estructurales a futuro. Una de ellas es una reforma fiscal, que si bien sería neutra en términos de ingresos, apuntaría a mejorar la eficiencia del sistema. Esto probablemente implique la eliminación de una decena de impuestos que recaudan poco, generando así no un ingreso mayor, sino menor burocracia. Por otro lado, avanzar con una propuesta de reforma previsional (complicado) y un Presupuesto 2026 que sea coherente con la nueva realidad de la macroeconomía Argentina. Por supuesto, que esto tiene alguna chance de llevarse adelante post elecciones legislativas donde el poder de negociación de LLA sería mayor.

Finalmente, el gobierno ha celebrado con énfasis la salida del cepo (y no es para menos) haciendo una retórica política que Todo Marcha Acorde al Plan (TMAP). Si bien como retórica política es atractiva, tiene poco de cierto. Más aún, las tres condiciones que había puesto el mismo gobierno para salir del cepo, no se cumplió ninguna:

1. Que la diferencia entre inflación y *Crawling Peg* sea cero.
2. Alcanzar el límite de la Base Monetaria Amplia (BMA).
3. Acumular US\$ 15.000 Millones de Reservas.

En cuanto a la primera condición, fue la que más lejos estuvo de cumplirse. No solo la inflación no convergió al *Crawling Peg*, sino que se salió cuando la diferencia fue la más alta (inflación de Marzo en 3,7% mensual). En cuanto a la BMA, todavía no se había

alcanzado el límite de la misma. Por último, tampoco el BCRA estuvo siendo efectivo en acumular reservas. Con lo cual, no pareciera que TMAP. O quizás, podría decirse que TMAP (pero del FMI).

No obstante, no se menciona esto como crítica, ya que se aplaude y se celebra que el gobierno haya tenido cintura para frenar el esquema de *Crawling Peg* del 1% e ir algo más lógico como la salida del cepo. Reaccionar a tiempo es un activo, y el gobierno lo ha hecho.

Iván Cachanosky

Director del Departamento de Economía y Ciencias Sociales

Director de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas

ESEADE

*Una Universidad
libre como vos*