

Año 3 – N°78 30/04/2025

Informe Económico Semanal



Por Iván Cachanosky

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE



La lupa en el mercado de cambios

En esta sección se analizará la evolución del mercado de cambios desde la gestión de Milei, poniendo el foco en el dato de marzo. Además, analizamos los tres mandamientos sobre la acumulación de reservas que impone el FMI.

La imagen del gobierno caía previo a la salida del cepo

El índice de Confianza en el Gobierno de la UTDT (ICG-UTDT), que correlaciona muy bien con la intención de voto de los oficialismos, se mantiene en el equivalente de 46,6% en abril del 2025.

La lupa en el mercado de cambios

El viernes pasado el BCRA publicó el [informe del Mercado de Cambios](#) de marzo. En el se desprende un déficit de cuenta corriente y de cuenta capital de gran magnitud, lo que se tradujo en una pérdida de reservas de US\$3.131 millones. Recordemos la identidad contable básica de la balanza de pagos en un régimen de tipo de cambio fijo o de *crawling peg*:

$$CC + CK = \Delta RRII$$

Básicamente, lo que nos dice la ecuación es que el BCRA acumulará reservas internacionales brutas si la suma de la cuenta corriente y la cuenta capital da un resultado positivo. No necesariamente ambas deben ser positivas, sino que el superávit de cuenta corriente puede más que compensar al déficit de cuenta capital o viceversa.

GRÁFICO I: BALANCE CAMBIARIO

En millones de US\$

	sep-24	oct-24	nov-24	dic-24	ene-25	feb-25	mar-25	I-Trim-25
Cuenta Corriente	-700	-1.581	-911	-1.114	-1.285	-1.231	-1.674	-4.190
Bienes	528	744	714	-39	425	869	-456	838
Expo	5.539	6.292	5.697	5.887	6.614	5.669	5.296	17.579
Impo	5.011	5.548	4.983	5.926	6.189	4.800	5.752	16.741
Servicios	-650	-744	-530	-526	-1.187	-1.038	-799	-3.024
Expo	665	804	887	997	1.049	870	934	2.852
Impo	1.315	1.548	1.416	1.523	2.236	1.907	1.733	5.876
Pagos de viaje y con tarjetas	714	836	693	744	1.322	1.094	898	3.314
Resto	601	712	723	779	914	814	835	2.562
Intereses netos	-577	-1.590	-1.108	-508	-526	-1.037	-411	-1.974
Deuda pública	-365	-1.430	-941	-183	-635	-719	-258	-1.612
Títulos privados	-231	-178	-194	-397	-315	-350	-184	-849
Utilidades y dividendos	-11	-10	-8	-15	-13	-11	-14	-38
Cuenta Capital y financiera	658	3.138	2.976	784	-541	995	-1.893	-1.438
IED	69	89	45	-695	-178	-1.049	97	-1.130
Inversión de cartera	-14	-13	-28	-12	-13	-3	-7	-23
Préstamos financieros	405	1.030	929	2.044	1.487	2.297	355	4.138
Operaciones con el FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros OO.II.	-419	-74	555	1.421	761	-94	-520	148
Financiamiento neto US\$ Tesoro	-445	-167	-3	-170	-3.147	-208	-167	-3.522
FAE del Sector privado no financiero	584	224	115	229	137	239	168	543
FAE Sector ptivado financiero	-10.719	-757	3.909	1.512	2.219	1.967	-1.133	3.053
Intervención en CCL	-119	-203	-39	-447	-984	-487	-212	-1.683
Otros	11.320	3.000	-2.510	-3.104	-827	-1.689	-473	-2.989
Ajuste por valuación	496	-111	-468	-244	495	43	436	974
Reservas brutas (variación)	454	1.446	1.596	-574	-1.302	-192	-3.131	-4.625

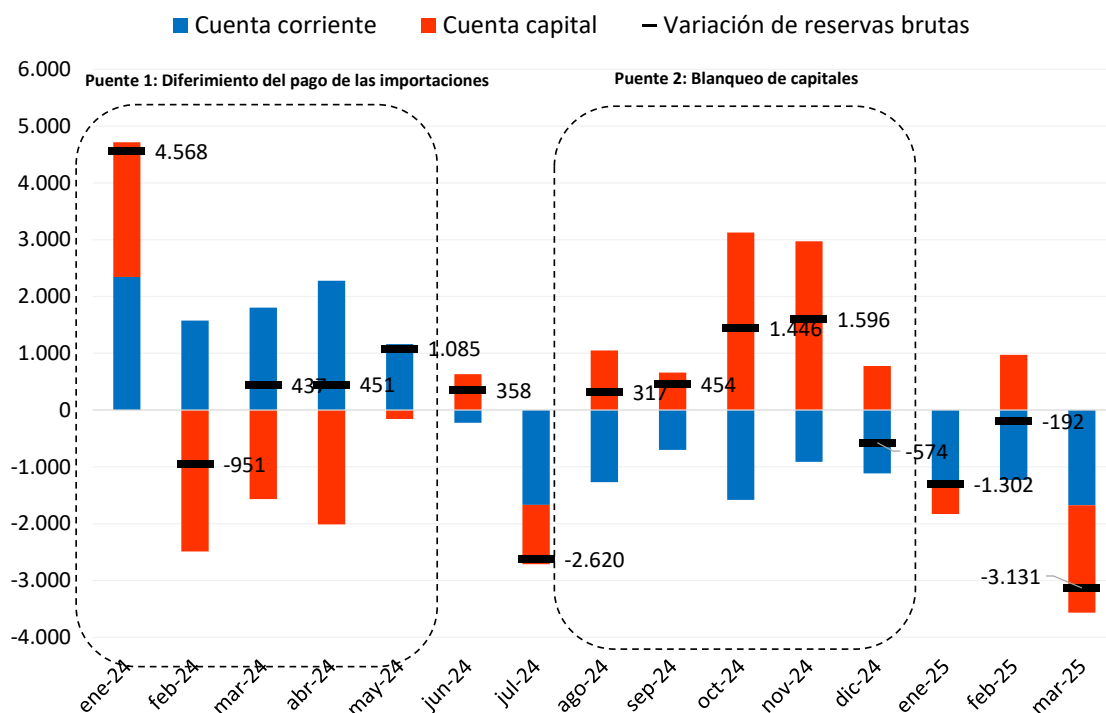
Fuente: elaboración propia en base a BCRA

En el primer semestre del 2024, la acumulación de reservas vino de la mano de la cuenta corriente, principalmente por el diferimiento en el pago de las importaciones y un tipo de cambio real alto que reducía la salida de dólares por la cuenta de servicios. En este período la cuenta capital era principalmente negativa. A medida que pasaban los meses, el puente 1 fue perdiendo peso debido a que las cuotas de importaciones se iban acumulando y el propio gobierno iba disminuyendo los plazos para pagar. A esto se sumo una balanza de servicios cada vez más deficitaria por el turismo, provocando que la cuenta corriente se torne negativa. Sin embargo, el BCRA siguió acumulando reservas de la mano del puente 2: el blanqueo de capitales. El masivo crecimiento de los depósitos en dólares incentivo a los bancos a buscar exportadores para prestarles esos dólares. El *crawling peg* al 2% incentivó a los exportadores a tomar esos créditos que

luego debían liquidarlos al MULC. En este período, la acumulación de reservas vino de la mano de la cuenta capital.

GRÁFICO II: CUENTA CORRIENTE, CUENTA CAPITAL Y ACUMULACIÓN DE RESERVAS BRUTAS

En millones de US\$



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

En marzo del 2025, frente a la incertidumbre generada por la expectativa del cambio en el régimen cambiario, que finalmente se dio, generó incentivos que llevaban a todos los agentes económicos a tomar decisiones que atentaban contra la acumulación de reservas. Por un lado, ante la expectativa de una devaluación, incentivó a exportadores a retrasar la liquidación de divisas, a la espera de un dólar más alto, y a los importadores a adelantar importaciones por el mismo motivo. Por su parte, se desalentó la toma de créditos en dólares ya que la seguridad del crawling peg, ahora al 1%, había desaparecido. Lo mismo sucedió con los bancos aprovecharon a aumentar su Posición Global de Cambios (PGC) a la espera de mayor certidumbre acerca del nuevo régimen cambiario. En el medio, el BCRA utilizó US\$ 1.683 millones para intervenir en el mercado del CCL para evitar que la brecha se dispare.

En un régimen de flotación cambiaria la identidad de la balanza de pagos se modifica sutilmente:

$$CC + CK = 0$$

Ahora, como el BCRA no interviene en el MULC, el tipo de cambio se determina por las fuerzas de la oferta y demanda de divisas. Si hay una mayor demanda de dólares, por ejemplo de las Personas humanas para atesoramiento y no hay una oferta para ello, entonces el tipo de cambio subirá, desalentando importaciones y alentando exportaciones. Lo contrario ocurriría si la oferta supera a la demanda. Si bien el gobierno podría hacer mini intervenciones dentro de la banda, el equipo económico y el propio

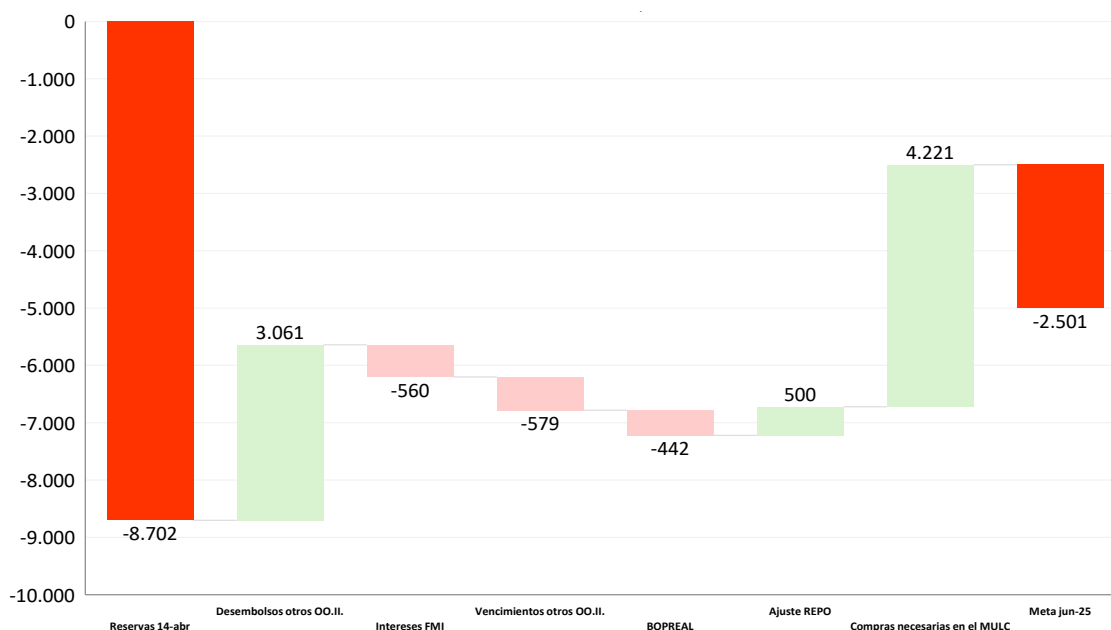
Milei sostiene que eso no ocurrirá, que solo se comprarán dólares cuando el dólar llegue al piso de la banda.

Los tres mandamientos del FMI para acumular reservas

El BCRA debe acumular de acá al 13 de junio alrededor de US\$ 4.200 millones para cumplir la meta con el FMI. Para llegar a ese número tenemos en cuenta los “mandamientos” que impone el acuerdo.

GRÁFICO III: CUMPLIMIENTO DE LA META CON EL FMI

En millones de US\$

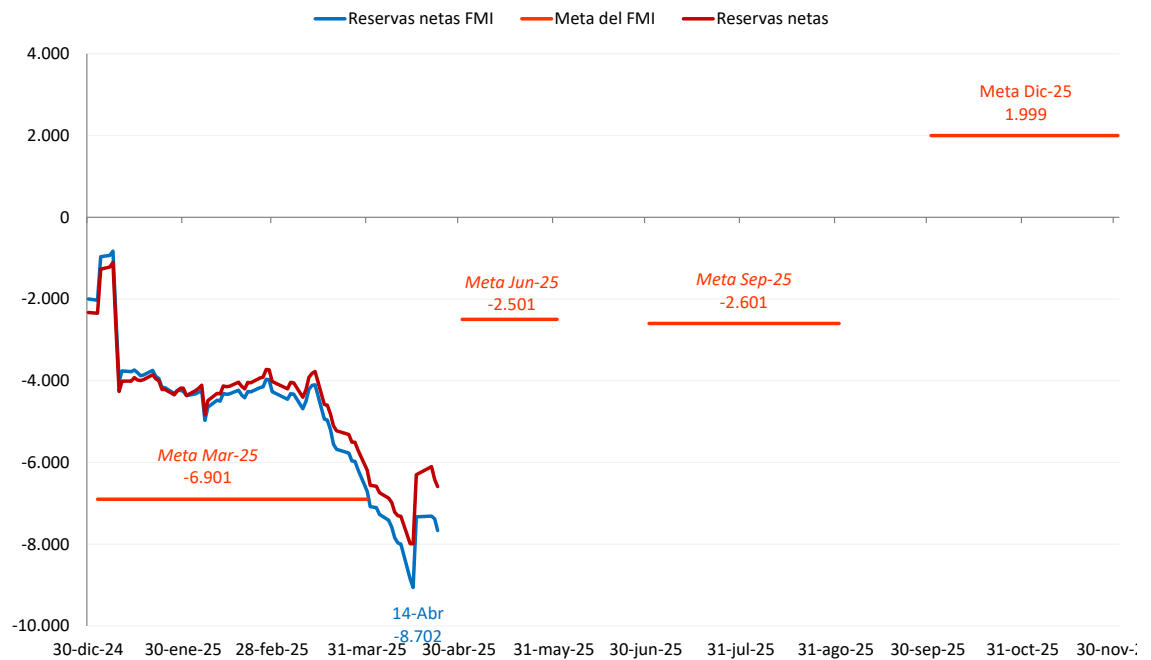


Fuente: elaboración propia en base a BCRA

- 1) El primer mandamiento es “debes acumular dólares de forma genuina, no porque el oro suba de precio”. El acuerdo fija el precio del oro al 31 de enero justamente para evitar que, ante una suba del precio del oro como se vio en los últimos meses se considere una suba en las reservas netas.
- 2) El segundo mandamiento es “no debes acumular reservas a través de otros OO.II. más allá de lo previsto”. El acuerdo con el FMI impone un esquema de desembolsos de otros OO.II.. Los desembolsos previstos hasta el 30 de junio llegan a US\$ 3.000 millones. Esto implica que si por alguna razón, el BID, la CAF o el Banco Mundial, desembolsan más de ese monto, no se contabilizarán para la acumulación de reservas.
- 3) El tercer mandamiento es “si consigues abrir el mercado de capitales internacional, puedes acumular reservas con crédito externo”. El objetivo final del acuerdo con el FMI es el acceso a los mercados internacionales de capitales. De esta manera, se podrá hacer roll over de los vencimientos de la deuda con privados y con organismos sin necesidad de pagar cash con reservas. Dado que el gobierno ya tiene acordado un REPO por US\$ 2.000 millones, el acuerdo impone un piso a partir del cual se contabilizan como reservas que es de US\$ 1.500 millones, es decir, que solo se contabilizaría US\$ 500 millones del REPO para la meta.

GRÁFICO IV: RESERVAS NETAS

En millones de US\$ - Con ajustes del acuerdo con el FMI

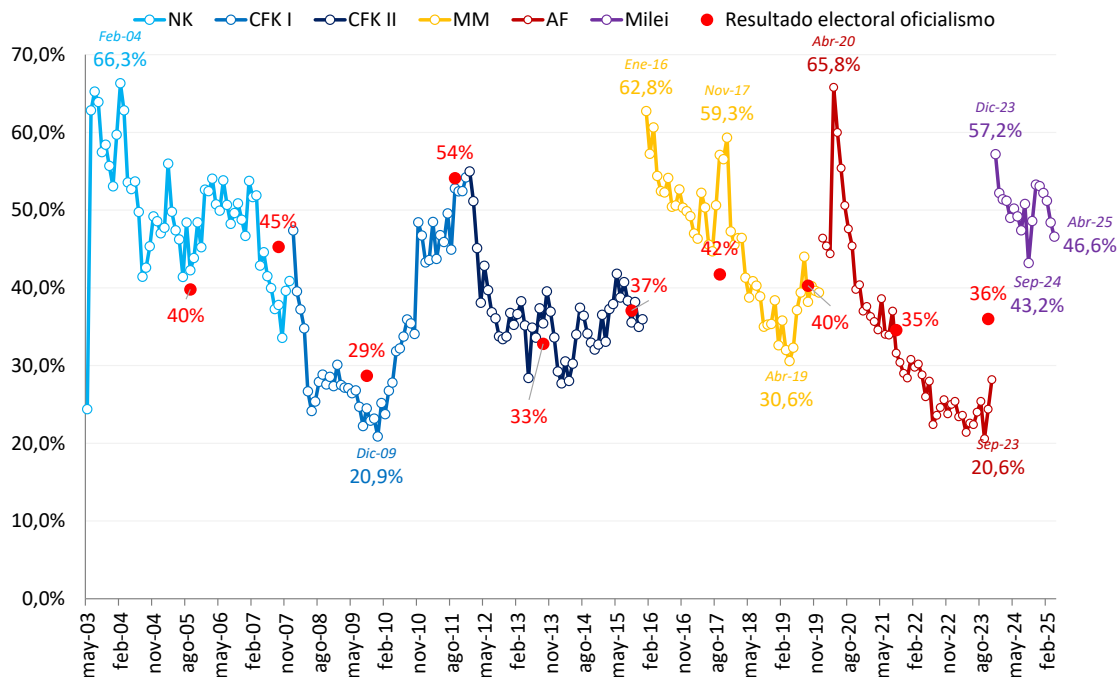


Fuente: elaboración propia en base a BCRA

La imagen del gobierno caía previo a la salida del cepo

El índice de Confianza en el Gobierno de la UTDT (ICG-UTDT), que correlaciona muy bien con la intención de voto de los oficialismos, se mantiene en el equivalente de 46,6% en abril del 2025. Hay que tener en cuenta que la encuesta de la universidad se hizo del 3 al 11 de abril, por lo que no captura el efecto de la salida del cepo que entendemos será positivo en la imagen. Todavía el ICG se ubica en niveles altos, aunque la dinámica de los últimos meses preocupa ya que en los últimos cinco meses hubo caídas. La merma en la imagen lo atribuimos más a factores políticos que económicos, como el discurso de Davos y el escándalo LIBRA más que a factores económicos, principalmente por la economía sigue creciendo mes a mes. La turbulencia cambiaria previa a la salida del cepo pudo generar estrés en algunos sectores de la sociedad. Si este último factor incidió en la imagen debería revertirse rápidamente con la salida del cepo de mediados de abril.

GRÁFICO V: ÍNDICE DE CONFIANZA EN EL GOBIERNO



Fuente: elaboración propia en base a UTDT

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*