

12 de abril de 2025

Una nueva etapa

La Argentina abre paso a una nueva etapa. Para sorpresa de muchos, el Gobierno decidió aprovechar el acuerdo con el FMI, algo obligado seguramente, para salir casi por completo del cepo antes de las elecciones de medio término. Creemos que es un gran paso adelante y es muy bienvenido que se lleve a cabo lo antes posible. No compartíamos la estrategia de retrasar la salida del cepo para después de octubre, con el objetivo de fortalecer el Congreso en las elecciones legislativas. Sólo hay que recordar lo ocurrido durante el Gobierno de Macri. Ganó las elecciones de medio término a costa de acumular desequilibrios, y sólo unos meses después de haber arrasado en las urnas tuvo que enfrentar una severa crisis cambiaria. Celebramos que se ataquen los desequilibrios macroeconómicos lo antes posible, a pesar de que esto traiga un costo político en las elecciones legislativas. ¿No implica un riesgo macroeconómico levantar el cepo cambiario? Por supuesto que conlleva sus riesgos, una potencial mayor volatilidad cambiaria, algo más de inflación y menor actividad de corto plazo. Pero, a nuestro juicio, esos riesgos no son mayores que la alternativa de continuar en el rígido esquema vigente que fomentaba una apreciación exagerada del tipo de cambio real.

Tenemos nuestras inquietudes con respecto al nuevo esquema cambiario, pero sin dudas va en la dirección correcta que venimos, desde nuestro humilde espacio, pregonando hace tiempo. Desde un inicio nos parecía que el régimen cambiario acarrearba muchos riesgos innecesarios, muchas veces en contra del consenso de mercado, que mantuvo un optimismo llamativo durante meses. Sin dudas era preferible un acuerdo hace unos meses con brecha cambiaria menor al 10% e inflación y tasas de interés viajando al 2,5% mensual, que hoy con brecha del 25%, un horrible dato de inflación del 3,7% para marzo y el mercado de pesos muy complicado. Pero es fácil opinar desde afuera sin considerar las implicancias en materia de tiempos de estas negociaciones con la burocracia del FMI.

Para converger a la Latinoamérica estable, la conducta fiscal y la flexibilidad cambiaria son condiciones absolutamente necesarias, por más ruido que puedan generar en el corto plazo. Veamos los principales puntos del nuevo esquema macroeconómico bajo el acuerdo de facilidades extendidas de fondos (EFF) con el FMI.

Fondos frescos

Finalmente, sabemos el monto del acuerdo y los fondos frescos que llegarán con el programa. El EFF acordado con el FMI es por USD 20.000 millones, de los cuales gran parte son recursos upfront. Como ya había adelantado el Gobierno, los recursos van a capitalizar el balance del BCRA por medio de la recompra de Letras Intransferibles por parte del Ministerio de Economía. Según dejaron trascender ayer los miembros del equipo económico y los propios organismos internacionales, la Argentina recibirá antes de junio de este año nada menos que USD 19.600 millones entre fondos del FMI, BID, Banco Mundial, CAF y repos de bancos privados.

El acuerdo original con el FMI se amplía con nuevos fondos y la Argentina gana liquidez y un valioso tiempo, dado que el EFF tiene un periodo de cuatro años y medio de gracia.

Millones de USD	FMI	Resto OOII	Repo BCRA	Total
Inmediato	12.000	1.500	2.000	15.500
Adicional Junio 2025	2.000	2.100		4.100
Resto 2025	1.000	2.500		3.500
Total 2025	15.000	6.100	2.000	23.100

Fuente: Cucchiara Research en base a Secretaria de Finanzas.

De esta manera, el BCRA recupera una valiosa liquidez en un momento complejo. Desde que asumió el Gobierno en diciembre de 2023, el BCRA compró cerca de USD 23.000 millones en el mercado de cambios, pero pagó deuda por casi USD 16.000 millones y vendió en el CCL casi USD 4.000 millones. Por ende, pudo acumular muy pocas reservas. El BCRA enfrenta una posición patrimonial muy débil, donde las reservas netas son negativas por USD 6.000 millones. Durante las últimas semanas, el Gobierno tuvo un duro golpe en las expectativas sobre la sostenibilidad del régimen cambiario y se vio obligado a vender cerca de USD 2.500 millones en el mercado de cambios.

Como podemos observar en el siguiente cuadro, considerando los desembolsos casi inmediatos de acá a junio, el BCRA recompone su patrimonio con el acuerdo. Las reservas brutas pasarían de USD 25.000 millones a USD 44.600 millones, mientras que las netas pasarían de ser negativas en USD 6.000 millones a positivas en USD 13.400 millones. La recomposición de liquidez es considerable, la Argentina sale de una situación estresante de liquidez. Sin embargo, todavía se encuentra muy lejos de la Latinoamérica ordenada, donde estas economías tienen un seguro de reservas cercano al 10% del PBI en promedio. Extrapolando ese 10% a la Argentina, serían algo así como USD 60.000 millones. Una gran noticia para el país que lo saca del apremio inmediato, pero lo deja todavía lejos de una situación cómoda.

Millones de USD	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	abr-25	Acuerdo FMI (Jun-25)
Reservas Brutas	41.500	39.007	23.073	31.500	25.000	44.600
Encajes	11.400	11.905	9.096	15.100	11.390	11.390
Swap China	20.400	18.705	18.182	17.882	17.890	17.890
BIS	3.157	3.100	3.100	-	-	
Sedesa	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900
Reservas Netas	4.643	3.397	- 9.205	- 3.382	- 6.180	13.420
Oro	3.520	3.550	4.096	5.200	5.850	5.850
Resto	- 1.327	- 2.943	- 13.301	- 8.582	- 12.030	7.570

Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA y IMF Country Report No. 25/95.

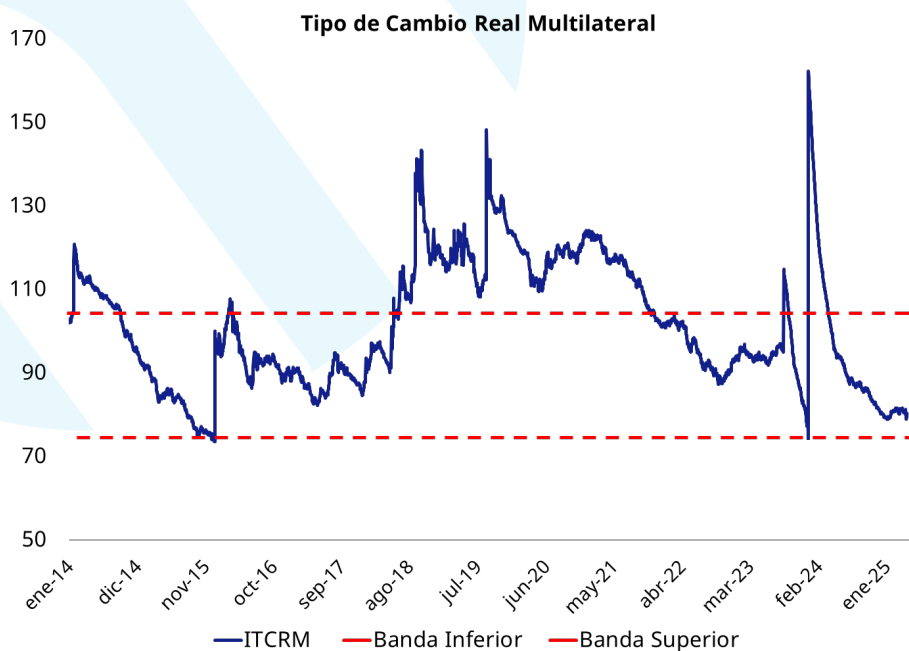
El nuevo esquema cambiario

El acuerdo elimina el dólar blend y establece bandas cambiarias para el tipo de cambio oficial. Las bandas serán de 1000 a 1400, muy amplias, pero con ciertas particularidades. Las bandas son móviles pero asimétricas. Esto implica que la banda superior se incrementa el 1% mensual, mientras que la banda inferior se ajusta hacia abajo el 1%, esto último parece una señal más que otra cosa. En el piso de la banda, escenario de bonanza, el BCRA comprará dólares para defender el valor en la misma y acumulará reservas internacionales. La emisión de pesos resultante no será esterilizada, facilitando la remonetización. En el escenario más complejo donde la banda vaya a buscar el techo, el BCRA venderá

dólares para defender el peso y, en el proceso, eliminar pasivos monetarios. Las ventas de divisas servirán para absorber pesos.

En los regímenes de bandas cambiarias es de vital importancia el nivel de la banda superior. Este techo de 1400 implica un tipo de cambio real 30% superior al nivel actual. En este punto tenemos dos impresiones. A primera vista, el nivel parece más que razonable para períodos normales (dejando a un lado los períodos de crisis). La Argentina recuperó la conducta fiscal, ya no monetiza su déficit, y Vaca Muerta aportará cerca de USD 5.000 millones al año, lo que ayudará a financiar la potencial demanda de importaciones asociadas al crecimiento. Recordemos que cuando la economía argentina crece un 1%, las importaciones suelen aumentar en torno al 3% (elasticidad), y eso podría acentuarse dado que la economía argentina es absurdamente cerrada. La otra impresión es menos optimista. El techo de la banda se mueve al 1% mensual con una inflación que viaja en un nivel muy superior. En términos reales, el techo de la banda se apreciará con el correr de los meses. Acá creemos que hubiera sido aconsejable mover la banda superior inicialmente al 2% mensual por un tiempo prudencial. El peor escenario en el esquema de bandas es que el tipo de cambio busque rápido la banda superior.

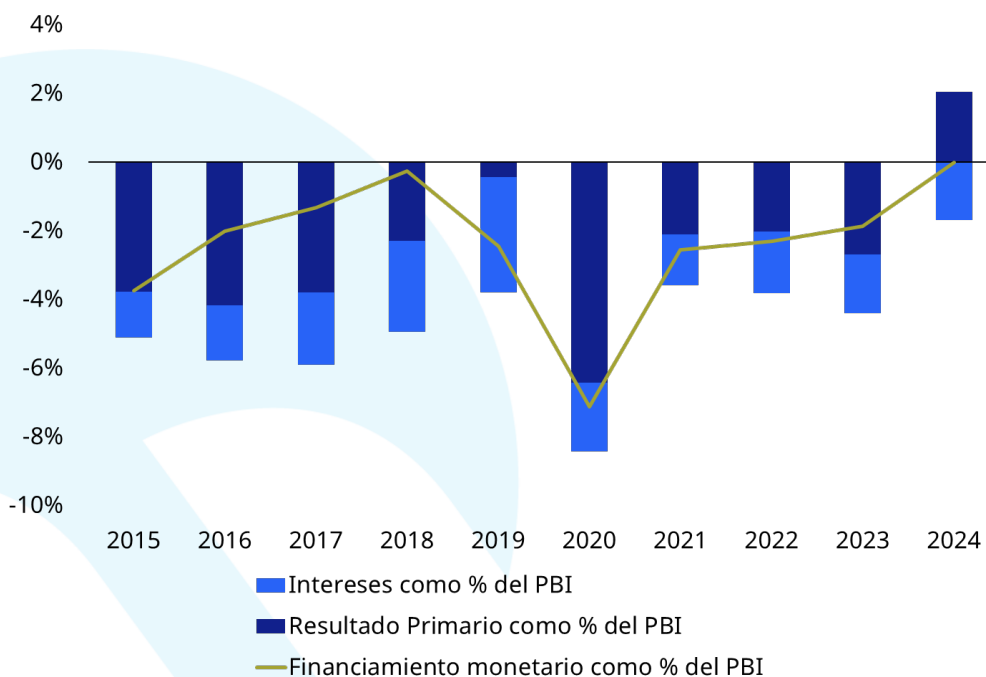
La banda inferior nos preocupa menos. Una banda inferior más alta (¿1.200?) le permitiría al Banco Central recomponer reservas más rápido en un escenario favorable. Sin embargo, el acuerdo parece dejar la puerta abierta para que el Tesoro compre divisas dentro de las bandas. En la práctica, el Tesoro podría comprar dólares en el mercado con el superávit fiscal para hacer frente a los pagos de deuda externa. Esto permitiría mejorar la posición de divisas del sector público consolidado. Por otro lado, el BCRA puede vender dentro de la banda si la volatilidad lo amerita.



Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA.

La política fiscal, la política monetaria y las metas de reservas.

En este punto, el acuerdo implica más continuidad que cambios. Si bien, como cualquier EFF, exige reformas estructurales de largo plazo, en el corto plazo no es un punto que preocupe al mercado. El Gobierno recibió un déficit primario del 3% del PBI, financiado puramente con emisión monetaria, y un gasto público consolidado que representaba el 40% del producto. En su primer año, el resultado primario fue positivo en 1,8% del PBI, y el gasto consolidado cerró el año en torno al 34% del producto. Para 2025, ayer el Ministro Caputo anunció que el Gobierno decidió elevar la meta de superávit primario para este año del 1,3% al 1,6% del PBI. Otra señal valiosa de disciplina fiscal. Como se puede observar a continuación, el cambio rotundo fiscal permitió dejar atrás la monetización del déficit y la dominancia fiscal.

Equilibrio Primario y Financiero


Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA y Ministerio de Economía.

Creemos que lo más relevante en materia de política monetaria seguirá siendo el superávit fiscal. Es mucho más relevante en países como la Argentina la coordinación macroeconómica que las particularidades del régimen monetario. Dicho eso, el acuerdo implica ir a un régimen de agregados monetarios. Esto tiene todo el sentido, dado que suele ser un paso intermedio para luego pasar a un régimen de metas de inflación cuando el país gane credibilidad y baje su nominalidad. Las metas de agregados serán sobre M2, y el BCRA contempla que este agregado siga creciendo producto de la creciente monetización, como se ve en las estimaciones publicadas ayer por la autoridad monetaria.

Lo más probable es que la semana que viene veamos una suba de la tasa de interés del BCRA por dos motivos. El primero es por el mal dato de la inflación de marzo: el BCRA debería subir la tasa. En segundo lugar, la tasa debería subir para amortiguar la volatilidad del tipo de cambio en este nuevo esquema.

Por último, el programa con el FMI incorpora lineamientos trimestrales para la acumulación de reservas internacionales netas (RIN) y la evolución de activos internos netos (AIN). Ambos se determinan a partir

de la proyección trimestral de la base monetaria. Nos quedan varias dudas del Press Release del FMI (IMF Country Report No. 25/95). En este punto permítanos unos días para digerir mejor el Staff Report.

Programación Monetaria (BCRA)

Variable	Saldos (promedio mensual - \$ billones)					Serie Sin Estacionalidad (en % del PIB Trimestral)				
	Observado		Estimado			Observado		Estimado		
	dic-24	mar-25	jun-25	sept-25	dic-25	dic-24	mar-25	jun-25	sept-25	dic-25
Base Monetaria	27,6	30,3	36,9	41,1	45,6	3,7	3,9	4,6	4,7	4,7
<i>Circulante</i>	16,1	18,6	20,3	22,7	24,7	2,2	2,4	2,5	2,6	2,6
<i>Reservas bancarias</i>	11,4	11,7	16,6	18,4	20,9	1,6	1,5	2,1	2,1	2,1
M2 privado transaccional*	43,6	47,2	52,3	57,0	65,8	5,6	6,1	6,4	6,5	6,6
M3 total	113,1	122,8	136,2	148,0	158,8	15,0	15,7	16,2	16,4	16,3
Depósitos totales	97,0	104,2	115,9	124,8	134,1	12,8	13,3	13,7	13,9	13,7
<i>Depósitos sector privado</i>	74,8	81,0	91,7	98,7	110,6	9,8	10,4	10,9	11,0	11,3
<i>Vista (transaccional y remunerada)</i>	37,3	37,4	44,0	47,3	55,4	4,8	4,8	5,3	5,4	5,5
<i>Plazo</i>	36,4	42,4	46,3	49,9	53,6	5,0	5,4	5,6	5,6	5,7
<i>Depósitos sector público</i>	21,9	22,8	23,7	26,1	22,9	3,0	2,9	2,8	2,9	2,4

*Variable objetivo

Fuente: BCRA.

Los cambios normativos y la drástica reducción del cepo

El BCRA publicó la Comunicación A 8226, que establece las modificaciones al régimen de acceso al mercado de cambios, con claras diferencias para personas físicas y jurídicas, y tratamiento diferencial para los flujos y los stocks.

Para personas físicas, prácticamente se levanta casi todo el cepo. Se elimina el límite de USD 200 de acceso por mes y todas las restricciones de acceso al MULC vinculadas con asistencias gubernamentales recibidas durante la pandemia, subsidios, el empleo público y otros. Tampoco aplica más la restricción cruzada para personas físicas. Se elimina la percepción impositiva a la adquisición de moneda extranjera, pero queda vigente para turismo y los pagos de tarjetas de crédito, lo cual nos parece acertado para encarecer en el margen el turismo emisor. Para personas jurídicas, a grandes rasgos se liberan los flujos, pero no los stocks. Para los stocks previos a 2025, dividendos y servicios de deuda con entidades vinculadas, el BCRA comunicó que está trabajando en el diseño de una nueva serie de Bopreales. Para los flujos de este año, se libera el cepo para las empresas. Lo más importante viene por el lado de la restricción cruzada. El BCRA eliminará por única vez la restricción de 90 días anteriores contenida en la Comunicación A 7340 (restricción cruzada). Entendemos que la restricción cruzada sigue; solo da una especie de reseteo para los últimos 90 días para que las empresas que fueron al CCL puedan volver al MULC.

Por el lado de las importaciones, el cepo se desarma totalmente y los pagos prácticamente se liberan, dado que en todos los casos se reducen los plazos. En este punto, el BCRA ya venía normalizando el mercado desde el año pasado.

Conclusiones

Desde principios de 2024 veníamos advirtiendo sobre las inconsistencias del régimen cambiario y la apreciación excesiva del tipo de cambio. La corrección fiscal la celebramos con bombo y platillo, pero nos parece condición necesaria pero no suficiente para estabilizar. Sería necio de nuestra parte no celebrar

ahora la flexibilidad cambiaria. Por supuesto que conlleva riesgos conocidos, sobre todo en un país donde se piensa y se ahorra en dólares, producto de tener hace décadas una moneda de arena. Dicho eso, los riesgos del nuevo esquema para nada nos parecen más grandes que los riesgos de quedarse atrapado en el esquema actual de tablita cambiaria rígida.

El corto plazo puede traer más ruido, volatilidad, algo más de inflación y reducir el rebote en la actividad económica. Pero a mediano plazo se busca converger a la Latinoamérica ordenada, aquella que goza de la preciada estabilidad. Creemos que en el corto plazo el riesgo país volverá a caer. Nuestra principal crítica al programa radica en el deslizamiento de la banda superior. Con la inflación actual viajando cerca del 2.5%-3.5%, nos parece que en lugar de un 1% mensual, hubiera sido aconsejable un 2%, por lo menos en sus primeros meses. Al inicio, la cosecha y que se hayan atrasado exportaciones y adelantado importaciones durante las últimas dos semanas puede jugar a favor.

Un dato no menor: debemos dejar de mirarnos el ombligo. El mundo atraviesa por una etapa de brutal incertidumbre. El éxito o fracaso del programa dependerá en gran parte de lo que pase con la situación internacional.

Muchas gracias y que tenga un buen fin de semana.

Juan José Battaglia

juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho

manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber

ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino

tomasmingino@cucchiara.com.ar