

ESEADE



Informe Semanal
Económico

Año 3 – N°65

30/01/2025

Informe Semanal Económico



Por Iván Cachanosky

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE



Señales que anticipan una salida del cepo

El canje de deuda en pesos y la baja de retenciones se suman a la visita del staff report y a la cancelación del viaje a Davos del Ministro Caputo. Estas medidas y gestos nos hacen pensar que la probabilidad de un acuerdo con salida del cepo en algún momento del 2025.

Salida del cepo faraónica

Se analiza el caso de la salida del cepo de Egipto en 2024. Si bien devaluó el tipo de cambio, tuvo la posibilidad de intervenir en el mercado, aunque no fue necesario.

Palabra autorizada

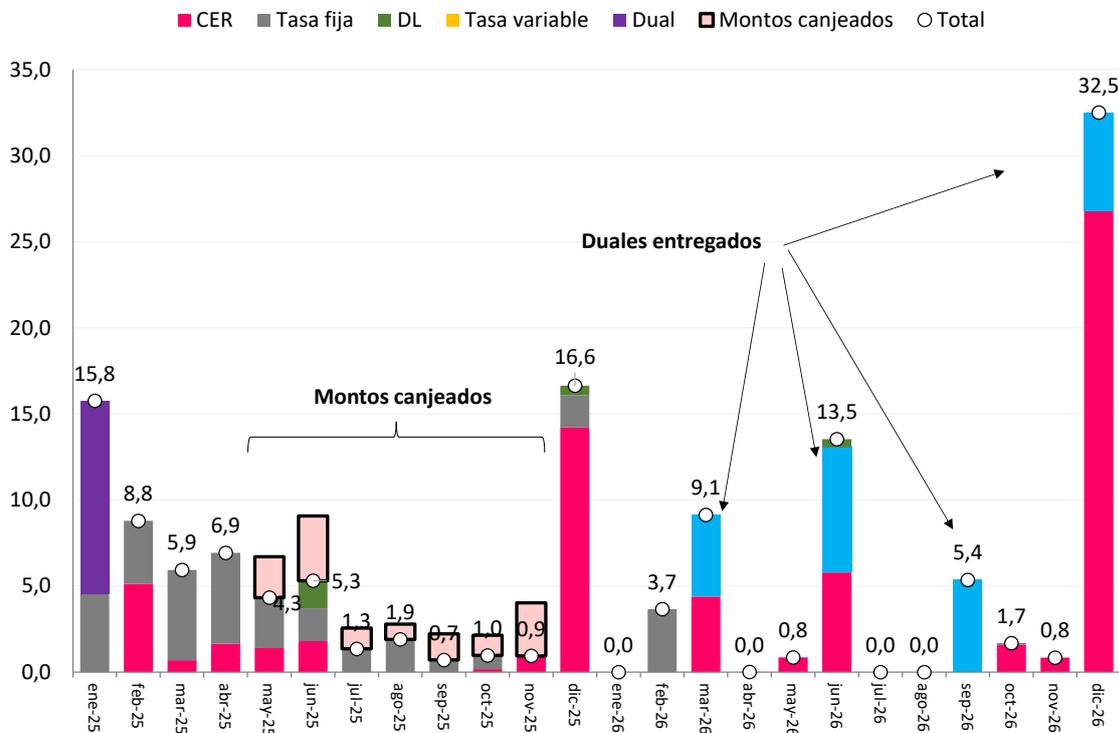
El economista y ex funcionario del FMI, Alejandro Werner, escribió un [artículo](#) muy interesante en donde señala tres caminos en la negociación entre el FMI y el gobierno. Esos caminos son:

Señales para la salida del cepo

El gobierno realizó un canje de 8 LECAPs, 2 BONCER y 1 BONCAP por una canasta de cuatro bonos duales con vencimientos en marzo, junio, septiembre y diciembre del 2026. Los nuevos bonos rinden el máximo entre la TAMAR y una tasa fija. El resultado del canje fue exitoso a nuestro parecer ya que se logró estirar el 64% de los vencimientos del período (55% de los privados adhirió), lo que implica una mejora en el perfil de vencimientos ya que la *duration* promedio pasa de 0,54 años a 1,5 años. A su vez, se redujo la tasa de capitalización desde un promedio ponderado de 3,94% TEM de los títulos elegibles hacia 2,20% TEM de la nueva cartera.

GRÁFICO I: PERFIL DE VENCIMIENTOS DE DEUDA

En billones de pesos



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía

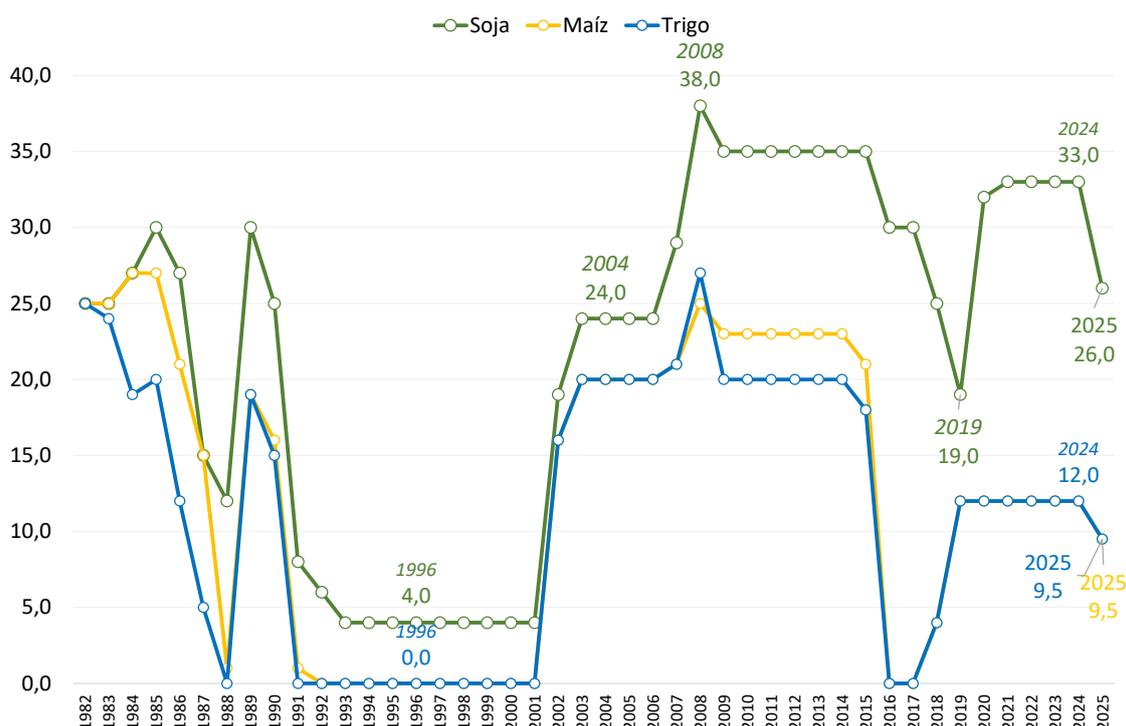
De esta manera, entre mayo y noviembre el Tesoro tiene virtualmente despejado el perfil de vencimientos. De esta manera, se abre un escenario (que aún no es el escenario base) de que la salida del cepo sea antes de las elecciones, esta medida es muy conveniente ya que disipa el riesgo de *roll over* menor al 100% y la emisión consecuente de pesos que podrían alterar el equilibrio macro de inflación baja y tipo de cambio estable. Es cierto que no solo lo harían por salir del cepo sino también para llegar estable a las elecciones.

A su vez, el gobierno anunció una baja de las retenciones a las exportaciones del campo y la eliminación de las mismas para las economías regionales. La soja bajará del 33% actual al 26%, mientras que sus derivados pasarán del 31% al

24,5%. En tanto, el trigo, el maíz, el sorgo y la cebada pasarán del 12% al 9,5%, y el girasol, del 7% al 5,5%. La medida para estos productos es transitoria por 6 meses y solamente para aquellos exportadores que liquiden el 95% de las divisas en un plazo de 15 días. De esta manera, el gobierno busca asegurar que el campo liquide la cosecha gruesa en el primer semestre e incentiva a liquidar el pase de soja de la campaña anterior que desde el campo estiman en torno a los US\$ 6.700 millones.

GRÁFICO II: ALÍCUOTA DE DEX SEGÚN GRANO

En % - 1982 - 2025 - Promedios anuales



Fuente: elaboración propia en base a FUNDAR

El gobierno estima un costo fiscal de la medida de US\$ 800 millones, equivalentes a 0,14% del PBI, nos parece razonable el cálculo, aunque destacamos que ese es el costo si la medida dura solo un semestre. Otro impacto que tiene la medida es en la inflación. Una baja de retenciones aumenta el costo de oportunidad de vender un producto en el mercado interno, aumentando el precio local. Sin embargo, dado que en Argentina el consumo de soja es muy bajo y la baja de retenciones al trigo y maíz es solo de 2,5 p.p., la incidencia en el IPC será marginal.

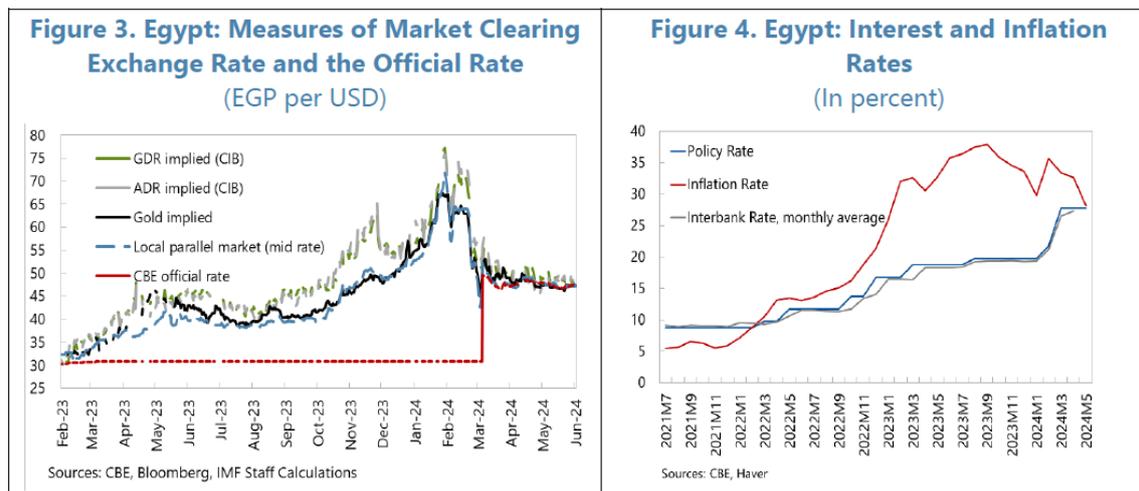
Así, la baja de retenciones transitoria (en principio) aceleraría las liquidaciones del campo, principalmente la soja de la campaña anterior. Así, se juntarían dólares necesarios camino al objetivo de quitar el cepo. Recordemos que el ministro Caputo sostuvo que más que el timing del cepo, depende de la cantidad de dólares que se pueden acumular. Por lo tanto, si se acumulan dólares antes de Noviembre, la salida del cepo sería antes de las elecciones. Caso contrario, sería post-elecciones.

Salida del cepto faraónica

En diciembre del 2022, Egipto había acordado un *Extended Fund Facility* (EFF) por US\$ 3.000 millones. Sin embargo, la política económica se desvió de lo acordado y se adoptó un tipo de cambio fijo en febrero del 2023, minando la credibilidad del programa. Se generó una brecha cambiaria, se restringieron importaciones, se aceleró la inflación y se estancó la economía. La tasa de interés se mantuvo negativa en términos reales. En abril del 2024 se aprobó una extensión del programa con un desembolso adicional de US\$ 5.000 millones por las tensiones generadas por el conflicto en la Franja de Gaza.

Con el acuerdo con el FMI, Egipto unificó el tipo de cambio, lo que generó un salto en el tipo de cambio de 30 libras por dólar a 50 libras por dólar, un salto del 66%, y subió la tasa de interés 600 puntos básicos. Luego de salto cambiario, el tipo de cambio se mantuvo sin cambios prácticamente.

GRÁFICO III: EVOLUCIÓN DE VARIABLES MACROECONÓMICAS DE EGIPTO



Fuente: FMI

En la política cambiaria, Egipto no pasó a un régimen de flotación sino a una política cambiaria “flexible”. Esto implica que no es flotante. Se aclara en el *Staff Report* que en caso de que haya presiones para la apreciación cambiaria, el Banco Central debería comprar dólares para que no se aprecie hasta que las reservas lleguen a niveles adecuados. Por otro lado, en caso de que haya presiones hacia la depreciación, el Banco Central debería dejarlo depreciar aunque hay posibilidad de intervención en caso de que haya mucha volatilidad aunque no fue utilizado hasta ahora. En la práctica funciona como una especie de “bandas cambiarias” en donde no están anunciadas públicamente el rango de las mismas pero el Banco Central se comporta como si existiesen.

Palabra autorizada

El economista y ex funcionario del FMI, Alejandro Werner, escribió un [artículo](#) muy interesante en donde señala tres caminos en la negociación entre el FMI y el gobierno. Esos caminos son:

1) Escenario 1 – Sin acuerdo con el FMI: *Argentina podría evitar la condicionalidad del tipo de cambio y de la tasa de interés, políticamente costosa, impuesta por el FMI y buscar una costosa financiación en el mercado internacional y llevar las reservas internacionales netas a un terreno aún más negativo para cubrir sus necesidades externas de 2025, posponiendo un acuerdo global con el FMI hasta después de las elecciones de mitad de mandato.*

2) Escenario 2 – Acuerdo con el FMI sin condicionalidades: *Alternativamente, el FMI podría aceptar el argumento de Argentina que cuestiona la sobrevaloración de la moneda y acordar un nuevo programa con importantes recursos financieros iniciales y cambios cosméticos en las políticas cambiarias y monetarias actuales. El optimismo argentino respecto a su influencia en estas negociaciones y, por tanto, la posibilidad de que este escenario se materialice ha mejorado desde la elección de Donald Trump y la buena sintonía que parecen tener ambos presidentes.*

3) Escenario 3 – Acuerdo en 2 etapas: *Sin embargo, lo más probable es un enfoque gradual. El FMI podría proporcionar apoyo a corto plazo para cubrir las obligaciones de Argentina con el Fondo en 2025 mediante un Stand By Agreement (SBA) de un año, que también permitiría a otras instituciones financieras internacionales (IFI) refinanciar el servicio de la deuda de Argentina. Tras las elecciones, seguirá un programa más sólido (muy probablemente un Extended Fund Facility). Esta segunda etapa implicaría probablemente un mayor respaldo financiero, con desembolsos netos positivos del FMI durante 2026, condicionados a la corrección de la sobrevaloración de la moneda y a la aceleración del desmantelamiento de los controles cambiarios. Esta estrategia aliviaría las presiones financieras inmediatas, al tiempo que retrasaría un apoyo significativo del FMI hasta después de que Argentina resuelva sus incertidumbres políticas y económicas.*

En este sentido, a pesar de que el FMI suele imponer una devaluación del tipo de cambio, es posible que haya alguna alquimia en la negociación de tal manera que el gobierno transite las elecciones sin necesidad de un salto cambiario.

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

