

Año 3 – N°73 27/03/2025

# Informe Económico Semanal



**Por Iván Cachanosky**

*Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE*



## ***Trade-Off* entre Flexibilidad y Tranquilidad**

Es sabido de la preferencia del FMI a regímenes cambiarios flexibles para poder absorber shocks negativos externos a través de una depreciación cambiaria y no vendiendo reservas. Sin embargo, el gobierno no quiere tanta flexibilidad en la antesala de unas elecciones legislativas que, por errores no forzados del propio Presidente (Libra, Davos) se está haciendo más cuesta arriba de lo esperado.

En este sentido, existe un *trade-off* entre flexibilidad y tranquilidad. Esto no quiere decir no vaya a tocarse el régimen del *Crawling Peg* al 1%, sino que se puede llegar a ir a un esquema más flexible pero todavía rígido para los estándares del FMI. Parafraseando a Calvo y Reinhart (2002), Argentina tiene “miedo a flotar” (*Fear of Floating*), en este caso, para evitar una aceleración de la inflación en el corto plazo.

## **Apuntes del Anuncio de Caputo**

El ministro de Economía, Luis Caputo, anunció que el monto del programa con el FMI va a ser de US\$ 20.000 millones. Si bien falta que el *Board* del organismo lo apruebe, descontamos que lo harán.

## Trade-Off entre Flexibilidad y Tranquilidad

El gobierno y el FMI están discutiendo un nuevo acuerdo de Facilidades Extendidas (EFF por sus siglas en inglés). Entendemos que en el ámbito fiscal no hay mucho problema dado que el gobierno mantiene un equilibrio financiero y está comprometido a mantenerlo. Las dudas del mercado refieren a la continuidad o no del régimen cambiario actual.

Es sabido de la preferencia del FMI a regímenes cambiarios flexibles para poder absorber shocks negativos externos a través de una depreciación cambiaria y no vendiendo reservas. Sin embargo, el gobierno no quiere tanta flexibilidad en la antesala de unas elecciones legislativas que, por errores no forzados del propio Presidente (Libra, Davos) se está haciendo más cuesta arriba de lo esperado.

En este sentido, existe un *trade-off* entre flexibilidad y tranquilidad. Esto no quiere decir no vaya a tocarse el régimen del *Crawling Peg* al 1%, sino que se puede llegar a ir a un esquema más flexible pero todavía rígido para los estándares del FMI. Parafraseando a Calvo y Reinhart (2002), Argentina tiene "miedo a flotar" (*Fear of Floating*), en este caso, para evitar una aceleración de la inflación en el corto plazo.

En otras palabras, el régimen del *Crawling Peg* es un esquema de bandas en donde la banda es del 0%. Esta banda podría ampliarse, por ejemplo, al 20%, en donde el piso es el nivel del tipo de cambio nominal actual y el techo estaría en torno a los \$1.300. En ese rango, el BCRA dejaría flotar al dólar y si se llega al techo tiene el derecho a intervenir para evitar una mayor depreciación.

Una vez pasadas las elecciones, el gobierno estaría en condiciones de resignar tranquilidad por mayor flexibilidad. Así, el ancho de la banda podría ampliándose, convergiendo lentamente a uno de flotación pura.

En el medio, además de la mayor flexibilidad cambiaria, habría algunas medidas que incentivarían la acumulación de reservas como por ejemplo la eliminación del "dólar blend", es decir, la capacidad que tienen los exportadores de liquidar solo el 80% al MULC y el 20% al CCL. De esta manera, se incrementa la oferta de dólares en el mercado en donde el BCRA compra y vende dólares. Como contrapartida, se reduce la oferta en el mercado paralelo, poniendo más volatilidad en ese mercado.

Por otro lado, habría todavía algunas restricciones cambiarias. Difícilmente se permita a los argentinos comprar dólares a través del banco, limitando la salida de dólares por cuenta capital. Además, en lo que respecta a la cuenta de Utilidades y Dividendos, podría haber una diferenciación entre el flujo, que podría flexibilizarse, y el stock, que podría tener un tratamiento diferente (¿BOPREAL?).

### ¿Se corta el carry?

Hasta las últimas semanas, el BCRA garantizaba lo que se denomina el *Carry Trade*. Esto significa vender dólares o tomar crédito en esa moneda (como se hizo en estos meses) para invertir en instrumentos en pesos a una tasa mayor que la depreciación del peso. Como el BCRA garantizaba un *Crawling Peg* del 1%, el *Carry Trade* dejaba un rendimiento del 1,5% en dólares por mes, una tasa anualizada en torno al 20%.

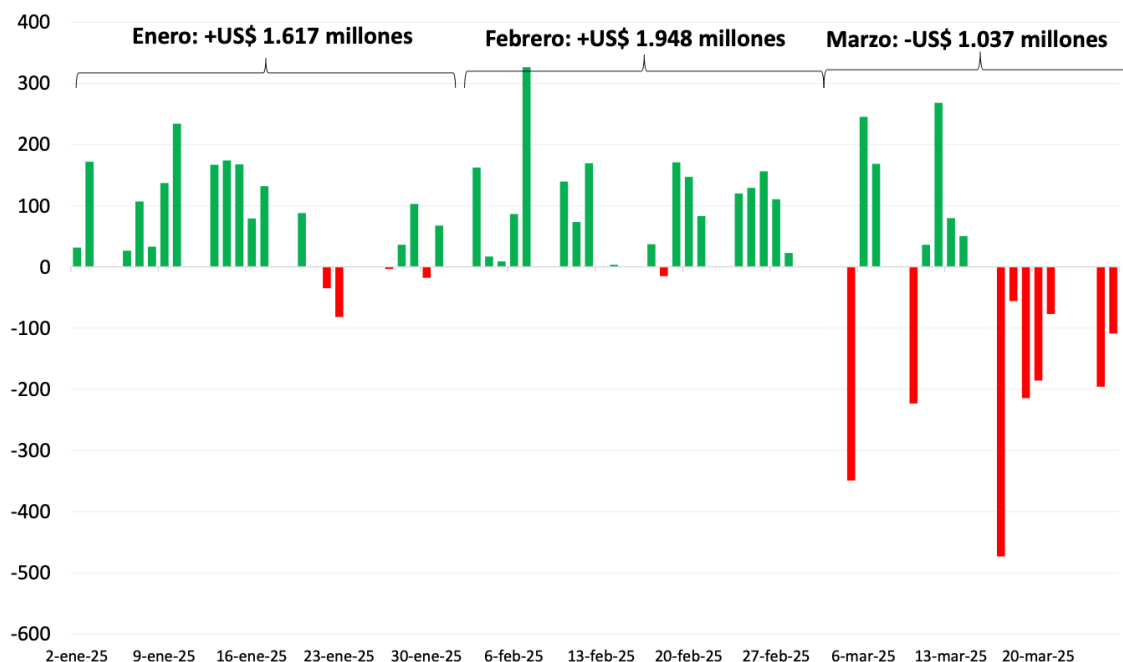
El BCRA se aprovechó de este esquema para acumular reservas debido a la obligatoriedad de los exportadores a liquidar los dólares de los préstamos en el MULC.

No solo eran exportadores sino también muchos bancos colocaron Obligaciones Negociables, liquidaban los dólares y colocaban esos pesos en LEFIs.

Todo este esquema se cayó cuando los rumores del fin del *Crawling Peg* empezaron a difundirse, profundizándose con la entrevista de Caputo a Antonio Laje el martes pasado en donde no defendió a capa y espada el régimen cambiario como lo venía haciendo anteriormente. Muchos desarmaron posiciones en pesos y se pasaron a dólar para poder cubrir sus obligaciones y desencadenó una corrida contra las reservas del BCRA.

## GRÁFICO I: COMPRA-VENTA DE DIVISAS DEL BCRA

En millones de US\$ – Datos al 25 de Marzo



Fuente: En base a BCRA

### ¿A la espera del tercer puente?

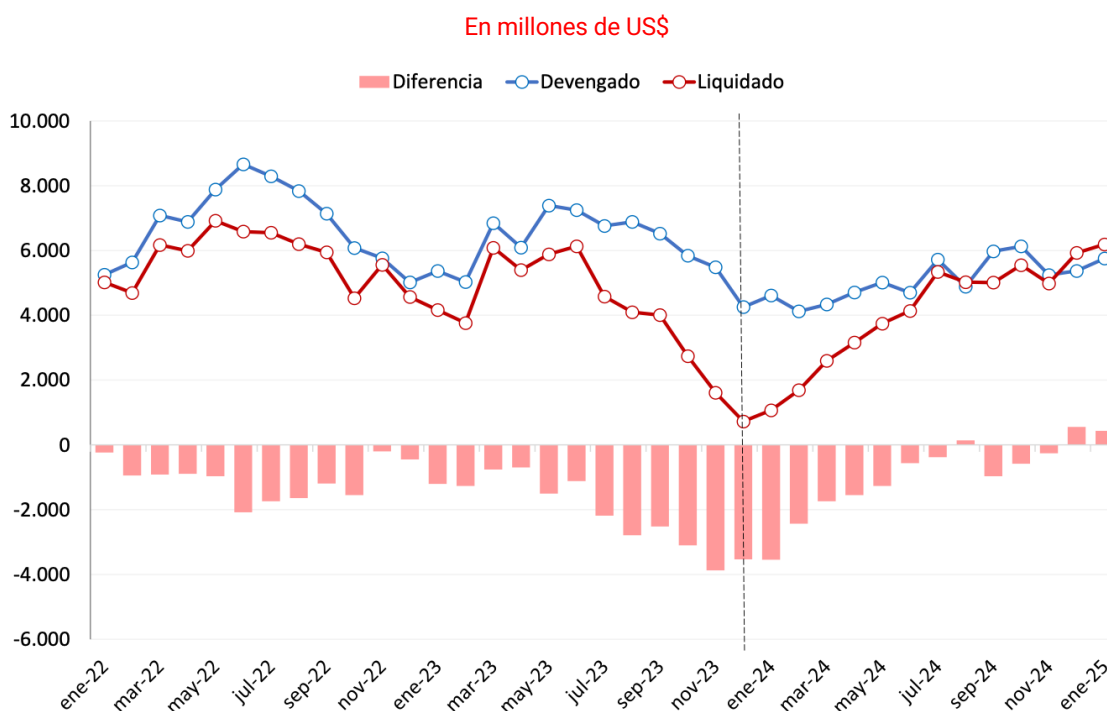
El BCRA desde que asumió el gobierno de Milei compró US\$ 24.242 millones. Gran parte de esos dólares se utilizaron para pagar vencimientos de deuda, por lo que las reservas netas pasaron de -US\$ 11.500 millones a - US\$ 4.500 millones hoy en día (sin contar vencimiento de BOPREAL de los próximos 12 meses).

La estrategia de acumulación de reservas consistió en dos puentes que permitieron está dinámica. Por un lado, el diferimiento del pago de importaciones y, por otro, el blanqueo de capitales.

El diferimiento de las importaciones consistió en obligar a los importadores a pagar las compras del exterior en cuotas. Al principio, gran cantidad de las importaciones debía pagar en cuatro cuotas, es decir, 25% a 30 días, 25% a 60 días, 25% a 90 días y 25% a 120 días. De esta manera, cuando asumió Milei, no había muchas importaciones para pagar ya que todo lo que se importaba, una parte de ello se iba a empezar a pagar recién en febrero. El problema de este esquema es que iba a llegar el día en que mayo se iba a juntar la cuota de enero a abril y se iba a perder el efecto que permitía acumular reservas.

Es más, el gobierno fue normalizando los pagos a importaciones (lo cual es muy bueno) y actualmente se pagan a 30 días. De esta manera, de enero a mayo del 2024 el BCRA compró US\$ 14.388 millones.

## GRÁFICO II: IMPORTACIONES DEVENGADAS Y LIQUIDADAS



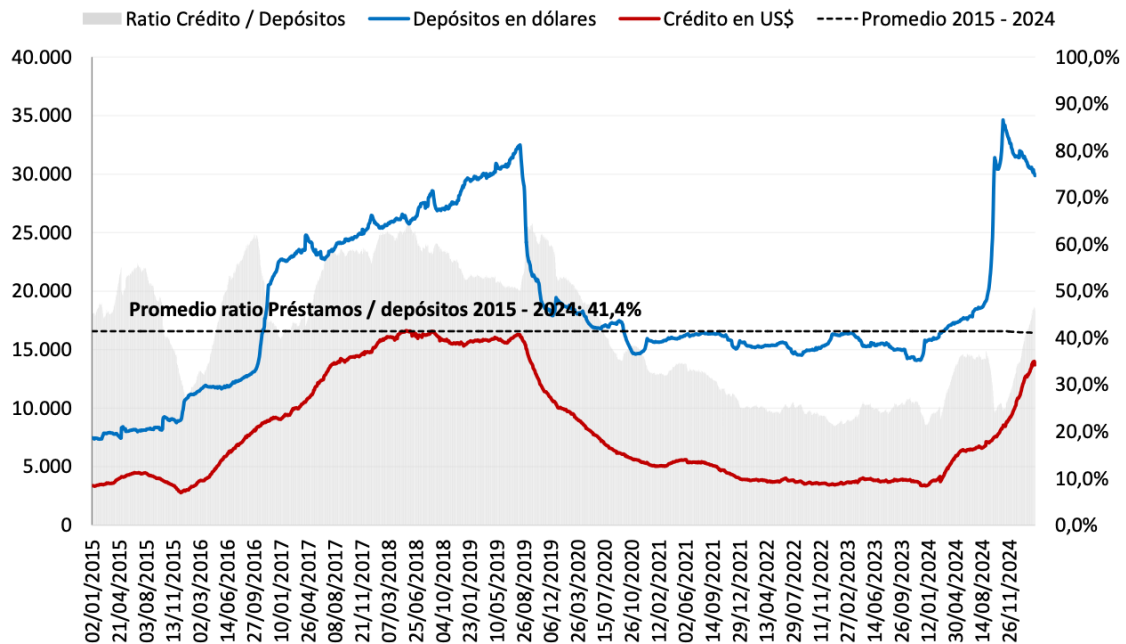
Fuente: En base a BCRA

El segundo puente llegó recién en octubre/noviembre de la mano del blanqueo de capitales. En el medio hubo un tramo de junio a septiembre en donde se compraron solamente US\$ 368 millones. Con la llegada del blanqueo, los depósitos crecieron alrededor de US\$ 15.000 millones y los préstamos en US\$ 7.000 millones. Como es obligatorio para los tomadores de crédito en dólares liquidarlos en el MULC, generó una oferta de dólares extraordinaria que permitió acumular dólares por US\$ 7.500 millones de octubre a febrero. Hay que tener en cuenta que también parte de los depósitos en dólares se canalizaron en las obligaciones negociables emitidas por empresas argentinas.

La pregunta que surge es ¿y ahora qué? La posibilidad es que el gobierno haya usado el puente del blanqueo para unirlo con un tercer puente: FMI + cosecha. El FMI para aumentar el stock de reservas con un acuerdo que Caputo confirmó que va a ser de US\$ 20.000 millones, y la cosecha para mejorar el flujo de dólares. El problema es que la unión de estos dos puentes quedó trunca y estamos atravesando ese vacío en donde no hay flujo de dólares y los incentivos para los privados se redireccionaron hacia la compra de dólares.

## GRÁFICO III: DEPÓSITOS Y PRÉSTAMOS EN DÓLARES DEL SECTOR PRIVADO

En millones de US\$



Fuente: En base a BCRA

### Apuntes del Anuncio de Caputo

El ministro de Economía, Luis Caputo, anunció que el monto del programa con el FMI va a ser de US\$ 20.000 millones. Si bien falta que el *Board* del organismo lo apruebe, descontamos que lo harán. Este monto se sumaría a un monto que aportarían otros organismos internacionales como el BID y Banco Mundial que harían que las reservas brutas lleguen a los US\$ 50.000 millones. Se anunció también que el Tesoro con esos dólares cancelará Letras Intransferibles a valor de mercado, mejorando considerablemente el balance del BCRA, cambiando un activo de baja calidad por divisas.

Si bien todavía queda pendiente la letra chica del acuerdo (¿qué pasa con el *Crawling?*), es una buena noticia el hecho de que los desembolsos se den inmediatamente aprobado el acuerdo. Tenemos dudas todavía sobre si el acuerdo serán US\$ 20.000 millones + US\$ 14.000 millones equivalentes a los vencimientos de los próximos cuatro años o si los vencimientos de los próximos cuatro años se cubren con los US\$ 20.000 millones. Si bien esta duda no altera la liquidez de corto plazo, es relevante para el mediano plazo.

## CUADRO I: RESERVAS CON EL ACUERDO CON EL FMI

En millones de US\$

	19-mar	Con FMI	FMI + OO.II
<b>Reservas brutas</b>	<b>27.046</b>	<b>47.046</b>	<b>50.000</b>
Depósitos en US\$	12.050	12.050	12.050
Swap Chino	17.937	17.937	17.937
Otros	1.879	1.879	1.879
<b>Reservas netas</b>	<b>-4.820</b>	<b>15.180</b>	<b>18.134</b>

Fuente: En base a BCRA

**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*