

CLAVES DEL INFORME

- El superávit fiscal y la falta de pesos para alimentar una corrida son el caballo de batalla del discurso oficial, para diferenciarse del fracaso de programas económicos similares de anteriores gobiernos liberales.
- Sin embargo, el incremento del crédito privado y la capitalización de las tenencias de títulos, expanden las cantidades de dinero dolarizable. Los depósitos del sector privado en pesos bordean los USD 75MM, a lo que se suma un potencial retiro de depósitos en dólares del sistema que ya alcanzan los USD 33MM.
- Es por ello que, al igual que en la gestión de Mauricio Macri en 2018, se debió recurrir a un salvataje del FMI para evitar que el déficit de cuenta corriente junto a la fuga de capitales derrumbe el actual programa de estabilización.
- A diferencia de aquella experiencia, el crédito del fondo permitió reducir la incertidumbre y estabilizar el dólar (a costa de un cambio de régimen cambiario).
- El éxito del actual salvataje del FMI respecto a la experiencia de 2018 parece basarse en dos cuestiones. El escaso ingreso de grandes fondos especulativos internacionales logrado por Milei en relación a los que se habían posicionado en activos argentinos en los primeros años de gestión Macri.
- Una política cambiaria más discrecional, con intervenciones indirectas para guiar al mercado, en contraste con la libre flotación con licitaciones sin efectividad para guiar la trayectoria del tipo de cambio de aquel entonces.
- Aún así, la apreciación cambiaria, el rojo de la cuenta corriente y el sobreendeudamiento heredado de la anterior gestión Caputo, mantienen la incertidumbre cambiaria hacia adelante y explican porque pese al financiamiento de USD 12 MM otorgado por el FMI, el riesgo país permanece en niveles considerables que dificultan el refinanciamiento de los pasivos externos..
- De no reabrir los mercados de crédito voluntario para el 2026, la imposibilidad de tomar nueva deuda pondrá en jaque la sostenibilidad del modelo económico..



¿ESTA VEZ SERÁ DISTINTO?

La gestión Milei-Caputo parece haber salido airosa de la corrida cambiaria que puso en jaque su programa económico en marzo pasado. El crédito del FMI, con su aporte de USD 12.000M cash (y USD 8.000 a la espera) junto a una más flexible política cambiaria, parecen haber sido suficientes para ahuyentar la incertidumbre, frenando la fuga de capitales y favoreciendo la liquidación de la cosecha. Tres meses después del salvataje del Fondo y pese a la implementación de un esquema de amplias bandas cambiarias junto a la eliminación de las restricciones a la compra de divisas por personas físicas, el dólar se mantiene relativamente estable, la inflación muestra un sendero descendente y la actividad mantiene su recuperación.

El reciente éxito en sostener un programa económico jaqueado por la fuga de capitales con un crédito del fondo, muestra una enorme diferencia con aquel fallido salvataje del FMI a Macri y Caputo en 2018. En aquel entonces, un crédito muy superior (USD 45.000M desembolsados) no permitió ahuyentar la incertidumbre cambiaria, aceleró la inflación y mantuvo la economía en recesión. Esa larga agonía derivó en una derrota política del oficialismo, el *reperfilamiento* de las deudas en pesos y la imposición del CEPO cambiario.

El discurso oficial señala que la diferencia entre el actual programa y el de la anterior gestión liberal, es el superávit de las cuentas públicas y la consecuente falta de liquidez en pesos. Esa restricción al financiamiento interno generaría que el sector privado deba proveerse de dólares para expandir la actividad, evitando caer en una crisis externa. Pero esa narrativa choca con la evidencia de que tres meses atrás, con superávit fiscal y baja liquidez en pesos, una corrida cambiaria motorizada por el sector privado estuvo a punto de voltear el programa y se debió recurrir al fondo.

En este informe analizamos las verdaderas diferencias entre el último acuerdo con el FMI y el 2018, que explican su dispar resultados. También se señalan que los fundamentos que llevaron a la corrida de marzo se mantienen hacia adelante, generando dudas sobre la sostenibilidad del programa en el mediano plazo.



Carácter contracíclico del endeudamiento externo público

Históricamente, los procesos de crecimiento de las economías periféricas han estado limitados por lo que una parte de la literatura económica denomina restricción externa: un desequilibrio entre ingresos y egresos en moneda extranjera que limita la expansión de la actividad. A diferencia de lo ocurrido a mediados del siglo pasado donde el eje de las cuentas externas estaba en el balance comercial (*stop and go*), en las últimas décadas muchos países periféricos han transitado distintos auges seguidos de repentinas crisis externas ligadas fundamentalmente a la dinámica de la cuenta financiera del balance de pagos.

El acceso a crédito externo e ingreso de capitales especulativos brinda financiamiento externo que permite apreciar la moneda local y generar una expansión de la actividad, hasta que una repentina reversión de los flujos de capitales (*fly to quality*) termina provocando una brusca devaluación de la moneda nacional conduciendo la economía a una crisis (*sudden stop*). Bajo este régimen periférico de (des)acumulación de capital, el ciclo económico doméstico ya no está determinado principalmente por factores internos, sino por la dinámica de los flujos de divisas que emanan los centros financieros globales, haciendo del endeudamiento externo una política contracíclica. Cuando estos flujos se interrumpen o revierten, se desencadenan crisis cambiarias, contracciones del producto, y eventualmente la necesidad de acudir al FMI como prestamista de última instancia para “estirar” la fase expansiva del ciclo, hecho que ha ocurrido en 2018, y se repite en 2025.

De esa manera, el endeudamiento externo público deja de vincularse con la necesidad de financiar excesos de gasto (aún cuando pueda también hacerlo), para convertirse en una fuente de divisas con que hacer frente al déficit externo del sector privado que amenaza con poner fin a un ciclo de expansión. Ese uso “contracíclico” del endeudamiento externo del Estado queda en evidencia en los últimos dos grandes créditos del FMI (nuestro prestamista de última instancia, cuando se cierran los mercados voluntarios de deuda), tanto en 2018 como en 2025 –el de 2022 fue un refinanciamiento que sólo permitió cubrir los compromisos con el propio organismo–.

En 2018, al contraerse el crédito con el fondo, las necesidades de financiamiento del déficit público ya estaban prácticamente cubiertas, tal como anunciaba insistentemente el ministro



de Finanzas de Macri, Luis Caputo¹. Aún así, al desatarse una corrida cambiaria y salir masivamente capitales al exterior, se recurrió al organismo internacional para sostener el nivel de reservas e intentar –fallidamente– eliminar la incertidumbre cambiaria. El uso del endeudamiento externo del Estado como fuente contracíclica de divisas es aún más evidente en el reciente crédito del FMI, ya que tras el fuerte ajuste del gasto público provocado por la motosierra de Milei, se alcanzó el tan ansiado superávit fiscal. Aún así, ante la incipiente corrida cambiaria se recurrió a un nuevo crédito con el FMI, justificado absurdamente en la “necesidad” de rescatar una letra intransferible del tesoro en manos del BCRA.

A pesar de las similitudes de ambas experiencias, el resultado en términos de estabilización cambiaria ha sido muy diferente. En 2018, el endeudamiento externo del Estado con el FMI no logró eliminar la incertidumbre cambiaria y sirvió sólo para financiar una masiva fuga de capitales por parte del sector privado, en un contexto de permanentes presiones cambiarias, inflación en ascenso y crisis productiva. Como corolario de aquella fallida experiencia, el Estado quedó fuertemente endeudado en moneda dura y el sector privado incrementó sus tenencias de capitales en el exterior.

En contraste, el reciente rescate del FMI permitió estabilizar las expectativas cambiarias, incentivando la liquidación de la cosecha. Esa estabilización logró sostener el descenso de las tasas de inflación y la recuperación de la actividad económica. Ese momentáneo éxito de la política de endeudamiento externo parece reforzar el argumento oficial de que “esta vez será distinto”. Pero, ¿lo será realmente?

FMI-Caputo versión 2018 vs 2025

Las similitudes entre los programas económicos que derivaron en los acuerdos celebrados con el FMI en 2018 y en 2025, no son pocas. En la experiencia de 2018, el mercado cambiario se encontraba desregulado desde los inicios de la gestión Macri, mientras que en la gestión Milei se desreguló en el momento del acuerdo (aunque se mantienen restricciones a la compra de divisas de personas jurídicas). En términos fiscales la dinámica es inversa, el actual acuerdo se firmó en un contexto de superávit fiscal obtenido mediante un fuerte ajuste

¹ “No tenemos desde el punto de vista del financiamiento ningún problema”, remarcó el ministro Caputo y sostuvo que para evitar este tipo de convulsiones, el Gobierno decidió cubrir en el primer trimestre el 75% del financiamiento para todo el año (4/5/18, [El Tribuno](#)).

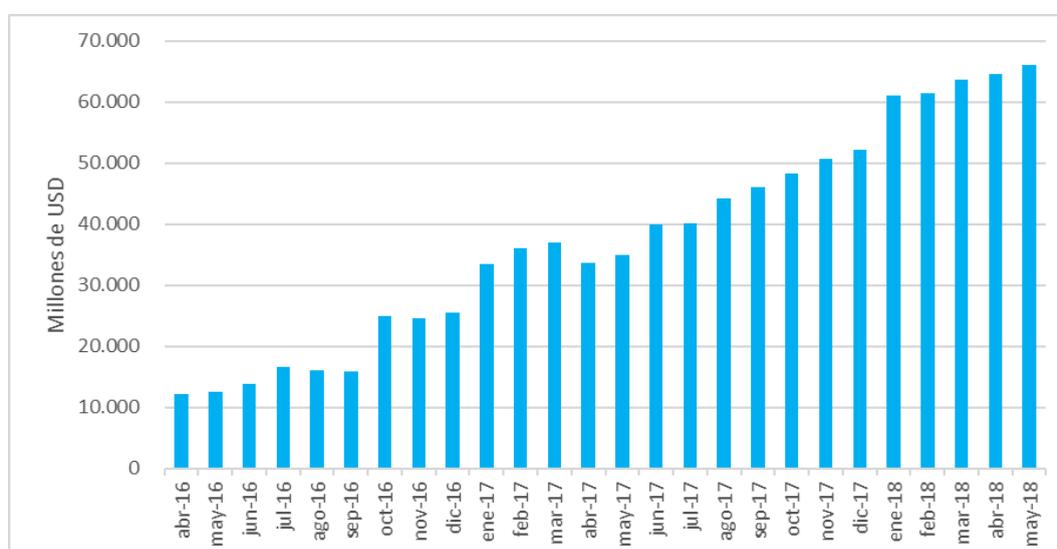


del gasto a inicios del mandato libertario, mientras que el ajuste fiscal fue parte del acuerdo con el fondo en 2018 ante un gobierno que había optado por el gradualismo.

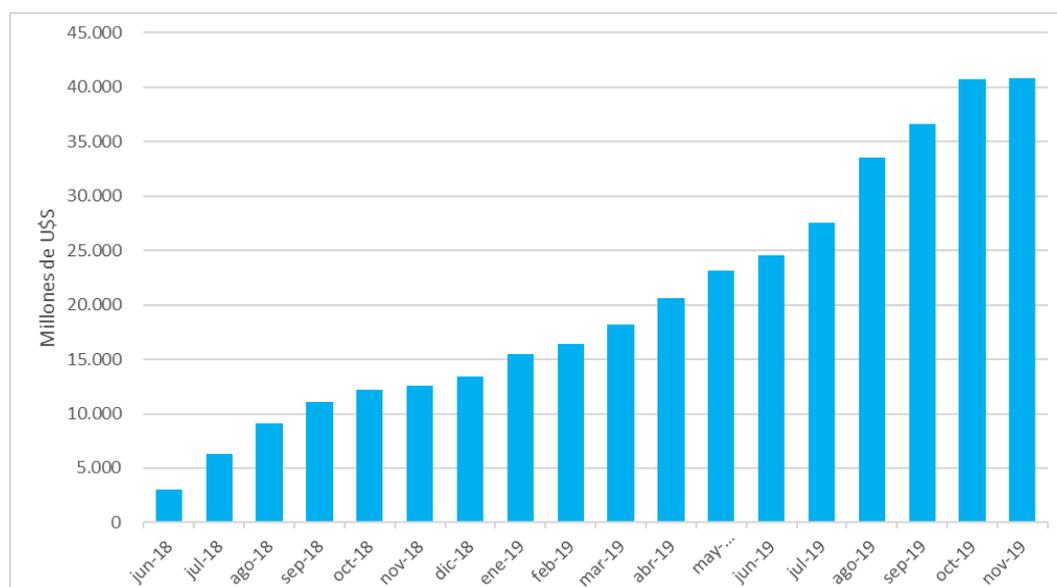
Ambas experiencias comenzaron con una fuerte devaluación inicial para luego dar certezas de que el tipo de cambio se movería por debajo de la tasa de interés local, intentando dar garantías de elevadas ganancias en dólares a los fondos financieros que vinieran a invertir a Argentina. En diciembre de 2015, de la mano de Prat Gay, la misma fue del 40,4% y significó además la eliminación completa del cepo cambiario. En la actualidad, atento que no se contaba con los dólares necesarios para eliminar las restricciones cambiarias, la devaluación fue sustancialmente mayor: 118%. Recién 1 año y 4 meses después, el cepo cambiario tuvo una flexibilización significativa, aunque aún no completa. Se flexibilizó la demanda de dólares para el comercio exterior, y para las personas físicas, pero las empresas aún no pueden girar libremente fondos al exterior.

Este hecho no es trivial. La eliminación completa del cepo cambiario en 2016 –y el bajo nivel de deuda heredado por el gobierno de Cristina Kirchner– significó la posibilidad de emitir deuda externa y la entrada de cuantiosos fondos de inversión que engordaron las reservas en más de U\$S 25 MM (ver gráfico 1), relajando la “restricción externa” en el corto plazo, y permitieron casi dos años de estabilidad cambiaria. Por el mismo motivo, cuando se cerraron los mercados voluntarios de deuda y comenzaron las presiones devaluatorias, se desató la estampida de los fondos especulativos de la economía local que culminó con el pedido de salvataje al FMI en 2018.

Gráfico 1. Ingreso acumulado de divisas por colocaciones de deuda del sector público.



Fuente: BCRA.

**Gráfico 2. Formación de Activos Externos del SPNF acumulada.**

Fuente: BCRA.

En la experiencia actual, no haber eliminado inmediatamente el cepo cambiario –y continuar con restricciones a las firmas– y la herencia de una economía sobreendeudada, significó que el ingreso de fondos de inversión externos fueran de muy baja magnitud, y por tanto, el riesgo de una salida masiva fuese menor. El pedido de auxilio al FMI se vincula más a la necesidad de hacer frente a los vencimientos derivados de la deuda externa generada por el propio Caputo en 2016-2018 –y sin solución durante el gobierno de Alberto Fernández–, y a la intención de continuar con el [ancla cambiaria](#) para sostener el sendero decreciente de la inflación, pese al creciente déficit de cuenta corriente.

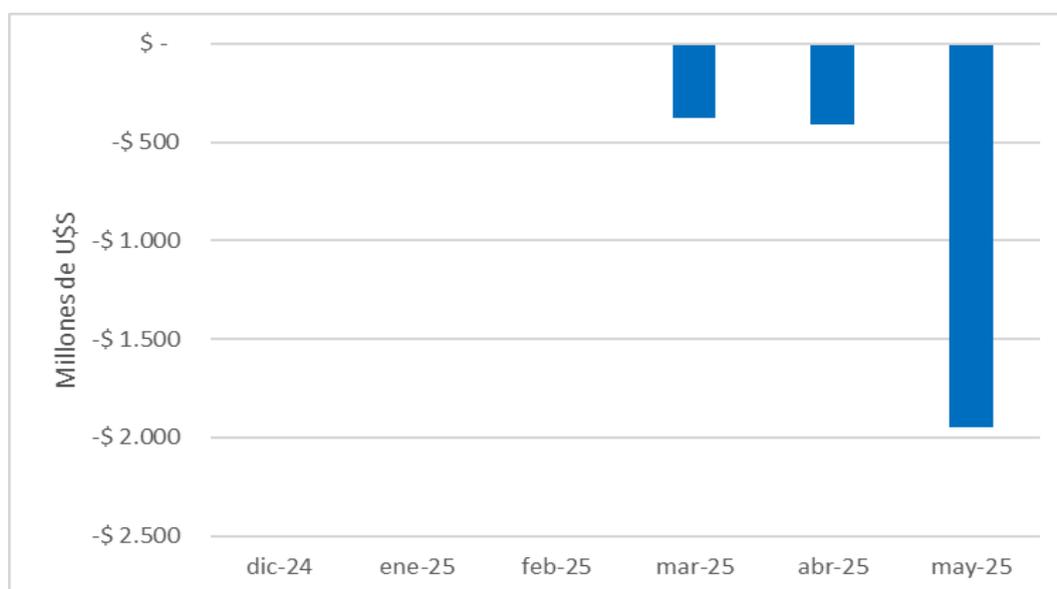
El dólar barato con apertura importadora en un contexto de reactivación comercial, derivó en una reducción del superávit comercial, que fue superado por el déficit de turismo y la necesidad de pagar los intereses de la deuda. El consecuente déficit de cuenta corriente ya desde mediados del año pasado fue generando incertidumbre sobre la sostenibilidad del esquema cambiario, llevando a los exportadores a retacear la liquidación de la cosecha, junto a una incipiente demanda de dólares por parte del sector privado local que derivó en la corrida de marzo de este año. En ese contexto, los fondos frescos del Fondo fueron suficientes para alejar el fantasma de una fuerte devaluación, propiciando la liquidación de la cosecha (estimulada también por una política de baja temporal de las retenciones).



Ya con ambos acuerdos celebrados, la política cambiaria también es un diferencial importante en las dos últimas experiencias con el FMI. En 2018, el esquema cambiario impuesto por el Fondo se basó en una fuerte devaluación en el marco de una política de libre flotación con un esquema de subastas de divisas por parte el Tesoro que financió la salida de fondos sin capacidad de guiar las expectativas cambiarias. Esa política fue desafiada momentáneamente por el entonces ministro Caputo que quería usar los fondos del FMI para sostener la estabilidad cambiaria, derivando en su renuncia por pedido del organismo internacional. Como resultado de aquella experiencia, entre junio de 2018 y noviembre de 2019 se fueron más de U\$S 40 MM en concepto de Formación de Activos Externos y el tipo de cambio se devaluó en más de 125%, provocando la duplicación de las tasas de inflación.

La incidencia del FMI en el nuevo esquema cambiario, en cambio, parece ser más laxa. A partir del acuerdo celebrado en marzo de este año, el esquema cambiario pasó de una estrategia de *crawling peg* a un esquema flotación entre –amplias– bandas cambiarias, y no es 100% taxativo respecto a la posibilidad de intervención dentro de la banda. Además, políticas como la intervención en futuros, que no son aprobadas por el FMI, vienen siendo utilizadas con fuerza por el BCRA.

Gráfico 3. Posición neta del BCRA en Derivados Financieros (Futuros).



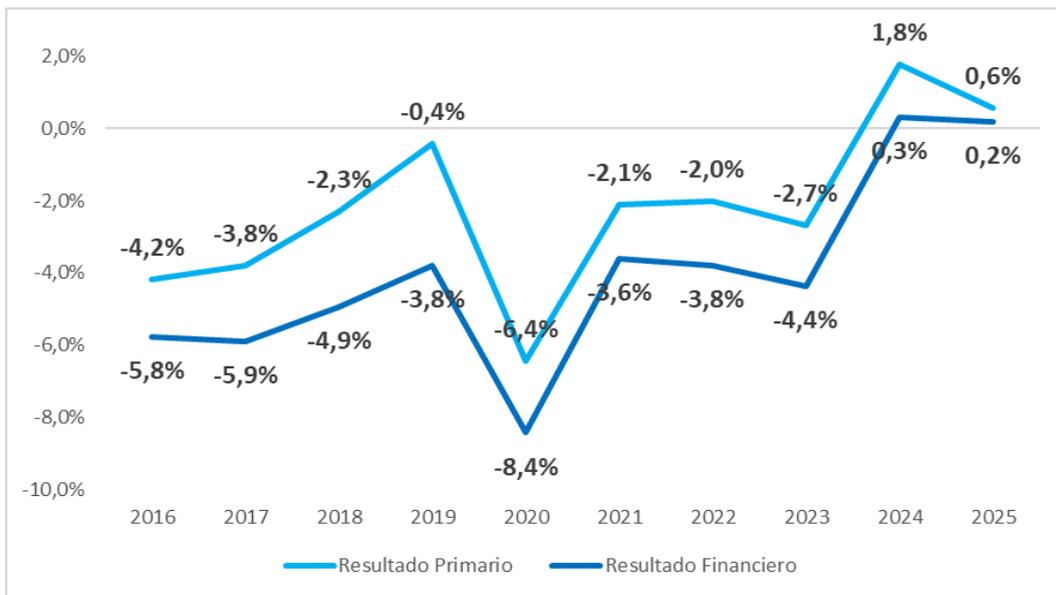
Fuente: BCRA.

El caballo de batalla del discurso oficial para señalar que “esta vez será distinto” a la fallida experiencia de Macri, es que el superávit fiscal reduce la cantidad de pesos potenciales para demandar dólares. Si bien Macri también mantenía un discurso pro ajuste del gasto público,



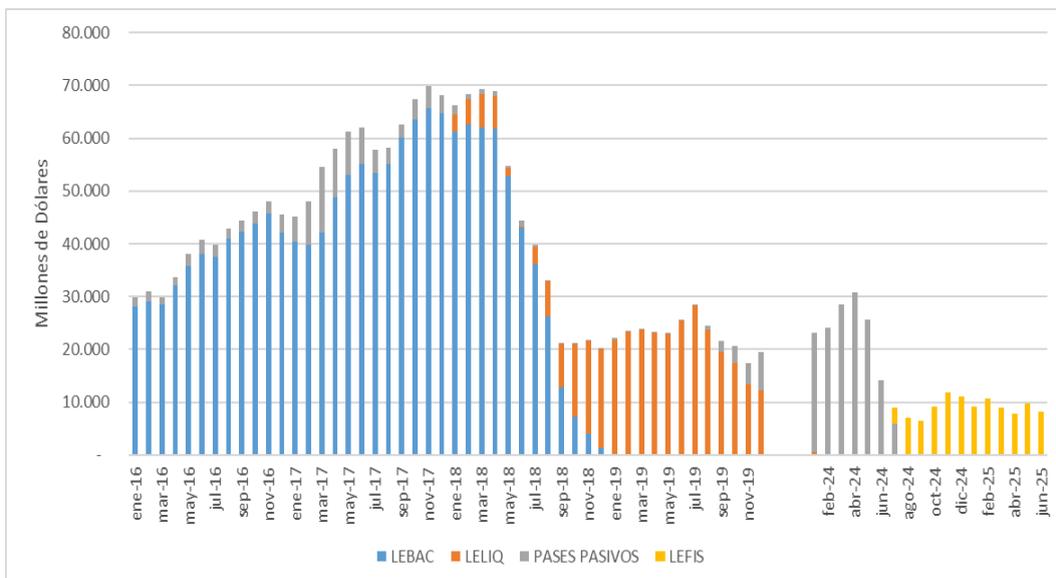
lo cierto es que el macrismo no logró alcanzar el superávit primario ni siquiera en 2019, año en donde la política económica era dirigida desde el FMI. El gobierno actual, en cambio, alcanzó un superávit fiscal de 1,8% del PBI en el primer año y se propuso como meta un 1,3% para 2025. En parte a raíz de esto es que pudieron reducir considerablemente los pasivos remunerados del BCRA y tener menos pesos que potencialmente podrían demandar dólares .

Gráfico 4. Resultado Primario y Resultado Financiero en % del PBI.



Fuente: Ministerio de Economía

Gráfico 5. Pasivos remunerados del BCRA y LEFIS medidos en dólares oficiales o CCL según corresponda.



Fuente: BCRA.



Pero como señalamos en detalle en el [Informe de Coyuntura de abril 2025](#), la estabilidad de la base monetaria no implica la estabilidad de la cantidad de dinero potencialmente dolarizable. La expansión del crédito al sector privado junto a la capitalización de las tenencias de títulos del tesoro, incrementa las tenencias de pesos de los agentes. Los depósitos del sector privado en pesos bordean los USD 75 MM, a lo que se suma un potencial retiro de depósitos en dólares del sistema que ya alcanzan los USD 33 MM.

Gráfico 6. M3 medido en dólares oficiales o CCL según corresponda.



Fuente: BCRA.

*Para el período julio-2024/mar-2025 se considera el dólar CCL.

¿Es sostenible el actual programa?

Más allá de las diferencias con la experiencia de 2018, el panorama económico actual no luce alentador en el mediano plazo. El discurso oficial se centra en las diferencias que obedecen a los PESOS de la economía (superávit fiscal, pasivos remunerados, stock de pesos), pero poco dice de la dinámica de las cuentas externas, es decir los DÓLARES de la economía.

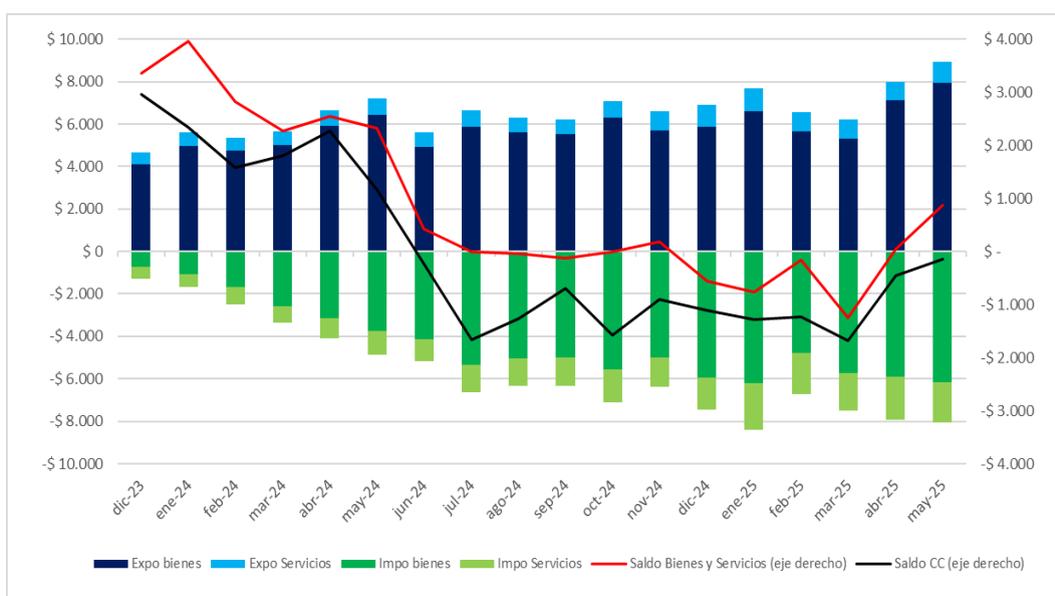
El saldo de la cuenta corriente es deficitario desde junio-2024, y el saldo de bienes y servicios es muy inferior al del primer semestre de 2024 (Gráfico 7), explicado en gran parte por el déficit generado por Viajes y Turismo (Gráfico 8). El superávit de mayo se explica por el



antipico de liquidaciones de las exportaciones del sector oleaginoso, producto del fin de la disminución de las retenciones –30 de junio–. Con una baja considerable de esas exportaciones en el segundo semestre, es altamente probable que vuelva el déficit (Gráfico 9).

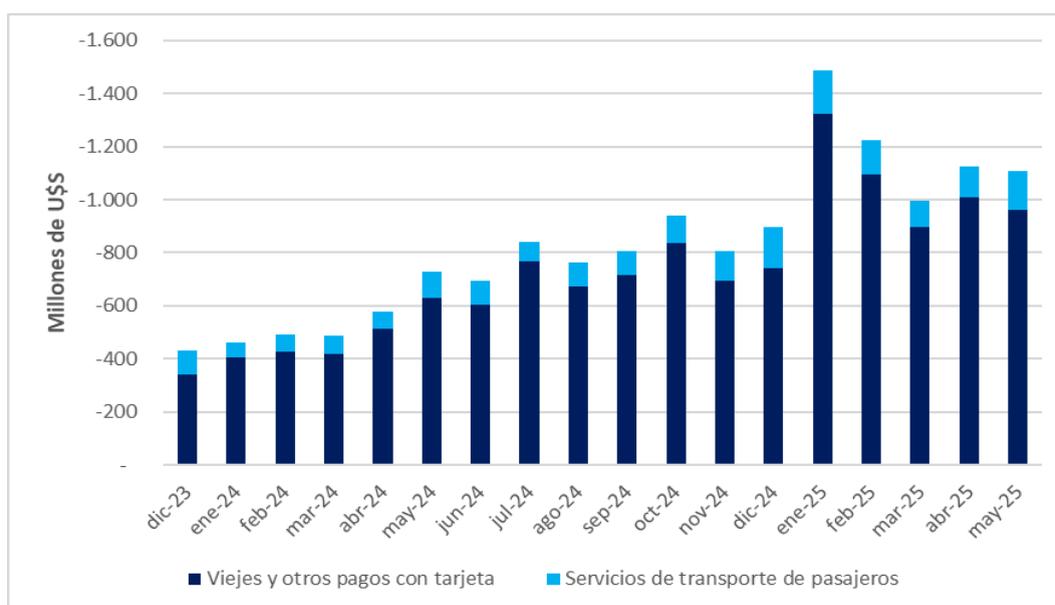
Además, por el lado de la cuenta financiera, desde la salida del CEPO la Formación de Activos Externos para personas humanas dejó un saldo negativo de más de U\$S 5.500 (gráfico 10).

Gráfico 7. Balanza comercial y Saldo de la Cuenta Corriente.



Fuente: BCRA

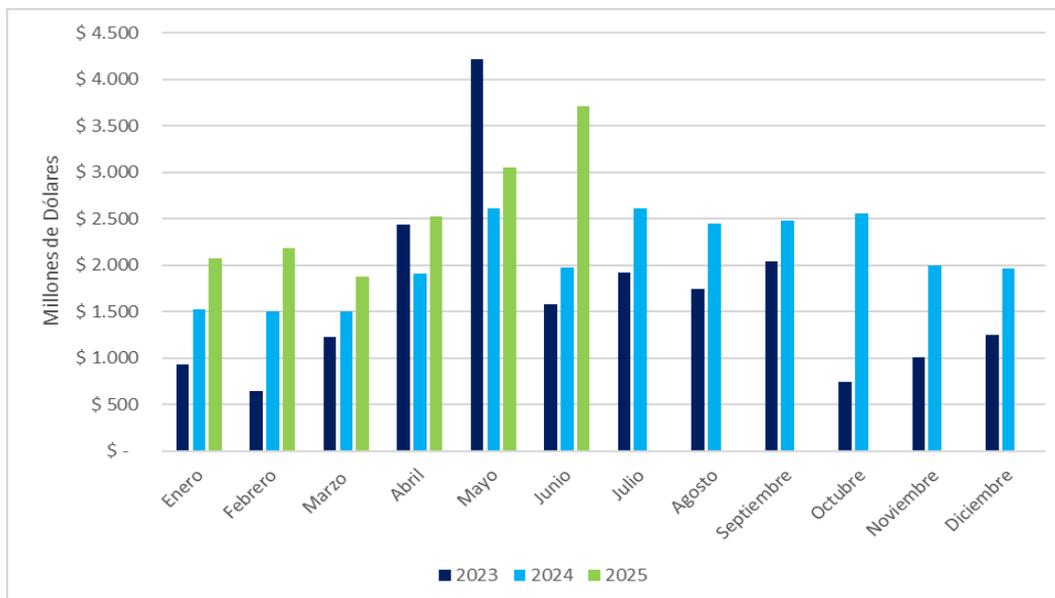
Gráfico 8. Turismo y Tarjetas de Crédito.



Fuente: BCRA

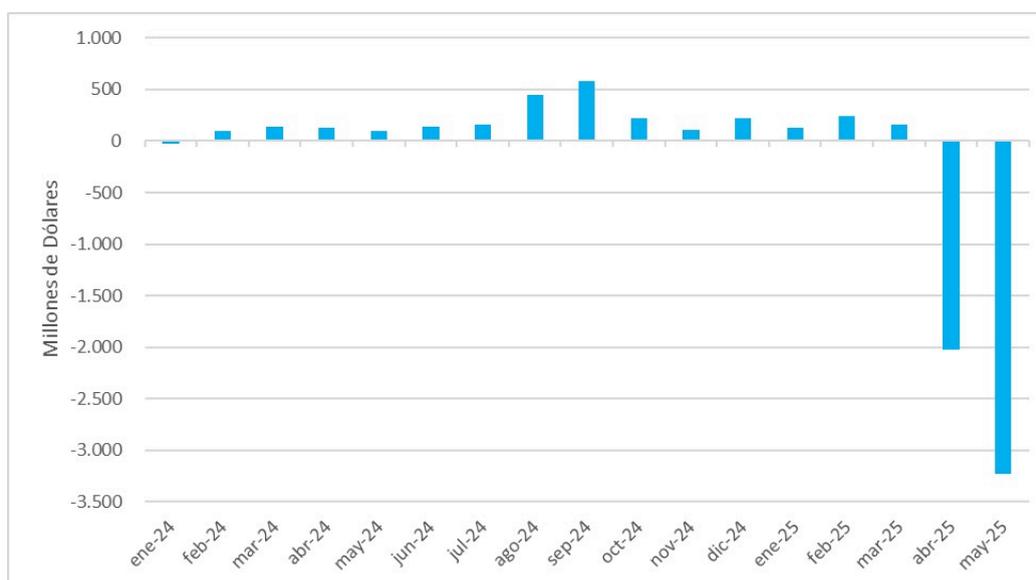


Gráfico 9. Liquidación de Divisas del Sector agropecuario.



Fuente: Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca

Gráfico 10. Formación de Activos Externos del SPNF.



Fuente: BCRA

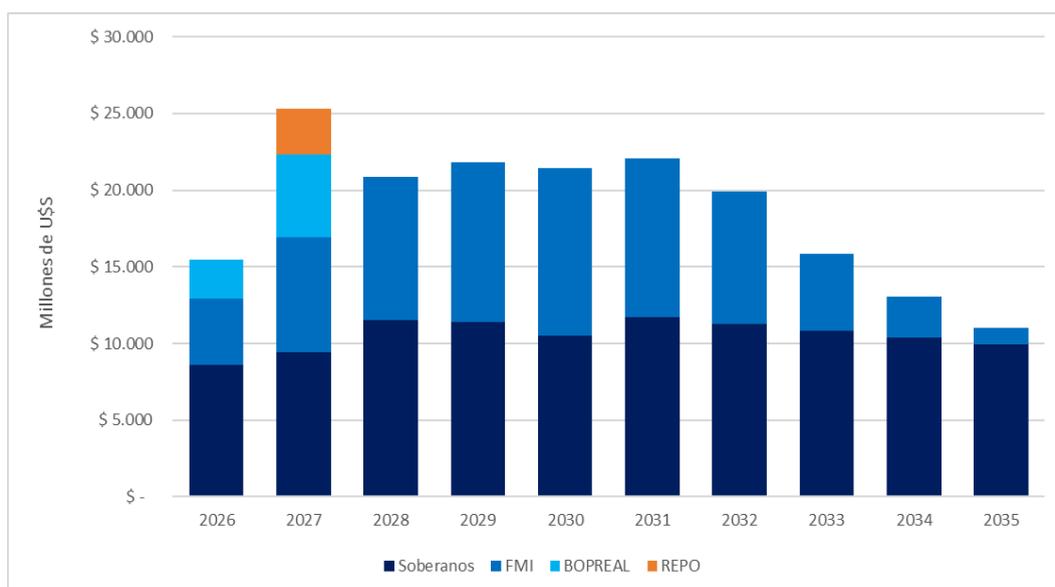
A mediano plazo, los vencimientos de deuda externa ponen una necesidad de financiamiento adicional. La estrategia oficial parece ser apostar a un posicionamiento geopolítico cercano a Estados Unidos que ayude a reabrir los mercados de deuda para en 2026, comenzar a pagarle al FMI y renovar los abultados vencimientos de deuda externa (gráfico 11). Al momento, esto les permitió obtener financiamiento por USD 12 MM del fondo, dos REPO's por USD 3 MM con bancos privados, y un monto similar de otros OOII. A ello se sumó un incipiente ingreso de



USD 1,5 MM de grandes fondos especulativos para realizar la bicicleta financiera (*carry trade*) montados sobre los BONTEs2030, que permitieron llevar las reservas internacionales cerca de los USD 40 MM.

Pero la apreciación cambiaria y el rojo de cuenta corriente parecen mantener la alerta de los fondos internacionales, tal como plantea el JPMorgan en un reciente informe a sus inversores llamando a abstenerse de invertir en Argentina. Sostener el actual esquema económico a pura deuda no parece alentador para una economía que se encuentra sobre-endeudada desde la última aventura especulativa de Caputo en tiempos de Macri. Esos fundamentos parecen pesar en la resistencia a la baja en el riesgo país, manteniendo cerrados los mercados voluntarios de deuda desde aquella última colocación de febrero de 2018. De no reabrirse el financiamiento para 2026, la imposibilidad de rollear la deuda forzará una reestructuración, poniendo fin a esta nueva aventura especulativa.

Gráfico 11. Deuda Externa.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía, BCRA y FMI.