



Centro de
Investigación de
Economía
Nacional

 @cien.centro

 @cien_centro

Otra vez al Fondo

¿Por qué Milei va a utilizar al FMI como salvavidas de su plan?

1. Introducción

Este informe tiene por objetivo encuadrar el nuevo esquema cambiario y el acuerdo con el FMI en el marco de un entendimiento más general de la política económica del gobierno de Javier Milei, el cual hasta ahora había contado con dos etapas claramente diferenciadas. La primera basada en un ajuste ortodoxo con devaluación, caracterizada por la acumulación de reservas y la reducción de la inflación a través de la recesión, la apreciación y el ancla fiscal. La segunda comenzó con el blanqueo y la profundización del *carry trade*, cuando el nivel de apreciación se volvió inconsistente con una cuenta corriente positiva.

A partir de enero de este año, pero con más fuerza marzo, el esquema cambiario se volvió insostenible ante las crecientes expectativas de devaluación y la merma de reservas del Banco Central. A pesar de la reducción transitoria de las retenciones a las principales exportaciones agropecuarias, el sector no respondió con un aumento de la liquidación y se profundizó la caída de reservas. En ese marco, la reducción del *crawling peg* al 1% mensual no tuvo impacto en la baja de la inflación, que volvió a saltar al 3,7% mensual, impulsada por el aumento en el rubro de alimentos.

En este marco, la firma de un nuevo acuerdo con el FMI por USD 20.000 millones, con el desembolso de USD 12.000 millones iniciales, a lo que se le suma un nuevo

endeudamiento con el Banco Mundial y el BID por USD 2.000 millones, así como el REPO por USD 2.000 millones, inauguran la tercera etapa de la política económica de Javier Milei: ante la imposibilidad de que los dólares necesarios para sostener la apreciación cambiaria y la desinflación sean provistos por la cuenta corriente positiva o por inversiones financieras del sector privado, es el sector público, a través del endeudamiento con organismos multilaterales de crédito, el que provee los dólares para que el sector externo y el esquema macroeconómico cierren.

Si bien estos anuncios fueron recibidos por el mercado con bombos y platillos, la situación está atravesada por tensiones que pasan desde el riesgo de incumplimiento de la meta de acumulación de reservas estipulada por el FMI para el desembolso de los USD 3.000 millones restantes durante el resto del año hasta las dificultades en los años venideros, los cuales acumulan vencimientos crecientes tanto con acreedores privados como con el propio FMI.

Sin embargo, hasta ahora el gobierno de Milei ha logrado sortear restricciones eminentemente materiales (la falta de dólares) gracias a soluciones políticas, de las cuales el préstamo con el Fondo es la muestra más cabal. El tiempo dirá si las tensiones que se avecinan en el corto plazo nuevamente serán resueltas por una nueva demostración de apoyo por parte del gobierno de los Estados Unidos y los organismos internacionales que controla.

2. ¿Cómo llegamos hasta acá? Del ajuste ortodoxo al atraso cambiario

Primera etapa: ajuste ortodoxo

El principal objetivo (¿y único?) objetivo económico del gobierno de Javier Milei desde que asumió ha sido bajar la inflación. Su gestión empezó con la implementación de [un fuerte ajuste ortodoxo](#) y una gran devaluación, con el objetivo de ordenar algunas de las principales variables macroeconómicas y acumular reservas en el Banco Central, como elementos constitutivos del posterior proceso desinflacionario.

La decisión de devaluar el tipo de cambio un 118% en diciembre de 2023, en conjunto con la desregulación de varios sectores de la economía y el incremento de las tarifas de servicios públicos (transporte, luz, agua), tuvieron en un primer momento un considerable impacto inflacionario.

Sin ningún tipo de acuerdo de precios ni compensación de ingresos para la mayor parte de la sociedad, la aceleración inflacionaria implicó una reducción importante de los ingresos en términos reales.

Sumada al ajuste, la caída generalizada del poder adquisitivo desencadenó una fuerte recesión económica, caída del consumo, del empleo, de salarios y

jubilaciones, de la producción industrial y de la construcción, y un deterioro rotundo de los indicadores sociales.

Al mismo tiempo que se instrumentó la devaluación, el gobierno anunció que el tipo de cambio nominal aumentaría a un ritmo del 2% mensual, por debajo de las tasas de inflación esperadas para los meses siguientes. Además, para que no aumentara la brecha porcentual con los dólares paralelos (a los que se liquidan las operaciones financieras) se anunció un esquema mixto de liquidación de exportaciones, conocido como *dólar blend* (se habilitaba a los exportadores liquidar un 20% de los dólares en el mercado paralelo).

Con el pasar de los meses, el esquema impulsó un proceso de desinflación a través de dos canales: la recesión y la estabilidad cambiaria. La propia recesión desencadenada por las medidas mencionadas desincentivó los aumentos de precios. Dicho de otra manera, es más difícil convalidar aumentos de precios en una economía en caída en la que se realizan menos transacciones. Además, la recesión, junto con mayores controles y restricciones al ingreso y pago de importaciones redujo la demanda de dólares, favoreciendo la acumulación de reservas y la estabilidad del tipo de cambio.

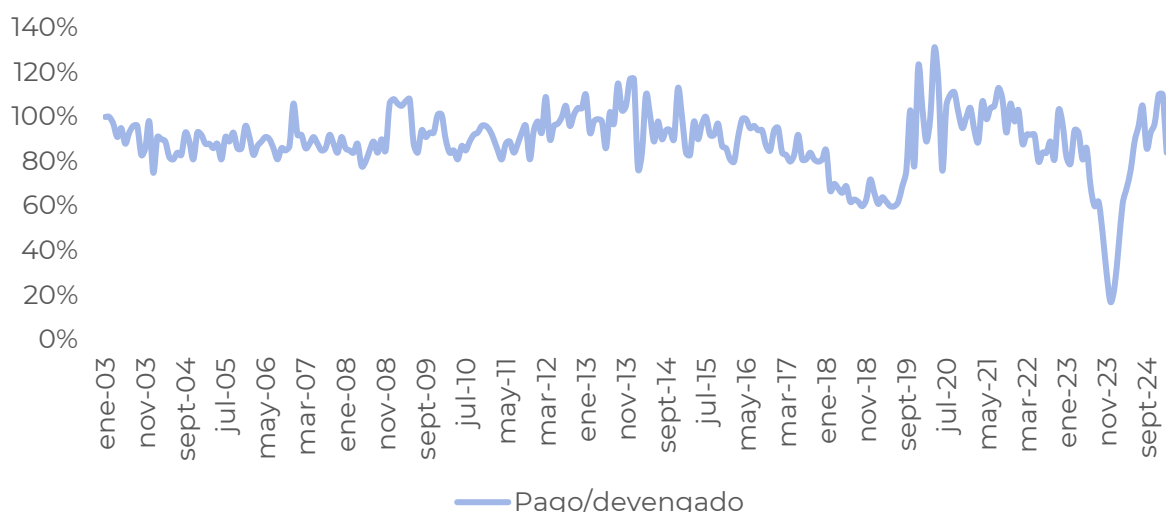
La devaluación mensual preanunciada (el *crawling peg*) junto con el control de la brecha cambiaria en un contexto inicial de aceleación inflacionaria llevó a una fuerte apreciación del dólar, quizás el precio más relevante de la economía, empujando la inflación hacia abajo.

Para cimentar la apreciación, también jugó un rol clave el superávit fiscal conseguido a través del enorme ajuste, y la [licuación de los pasivos del Banco Central y su transferencia al Tesoro](#): al limitar y reducir hasta la posibilidad de emitir pesos, se reduce el riesgo de un salto de la cotización de los dólares paralelos.

Este esquema requería acumulación de reservas que permitiera defender un tipo de cambio real atrasado sin que aumentara la brecha. En el primer semestre, el gobierno compró USD 17.0000 millones, lo que se tradujo parcialmente en acumulación de reservas. Desde su asunción y hasta finales de mayo, se acumularon USD 7.500 millones. La acumulación se explicó por un saldo positivo en la cuenta corriente¹, no tanto por un aumento en las exportaciones, sino más bien por la importante caída de las importaciones. Como mencionamos, esta baja se debió no solo a una reducción en las cantidades (por la recesión), sino también a un aumento de impuestos, de controles y a la postergación de los pagos, que fue remediada en parte mediante el uso del BOPREAL.

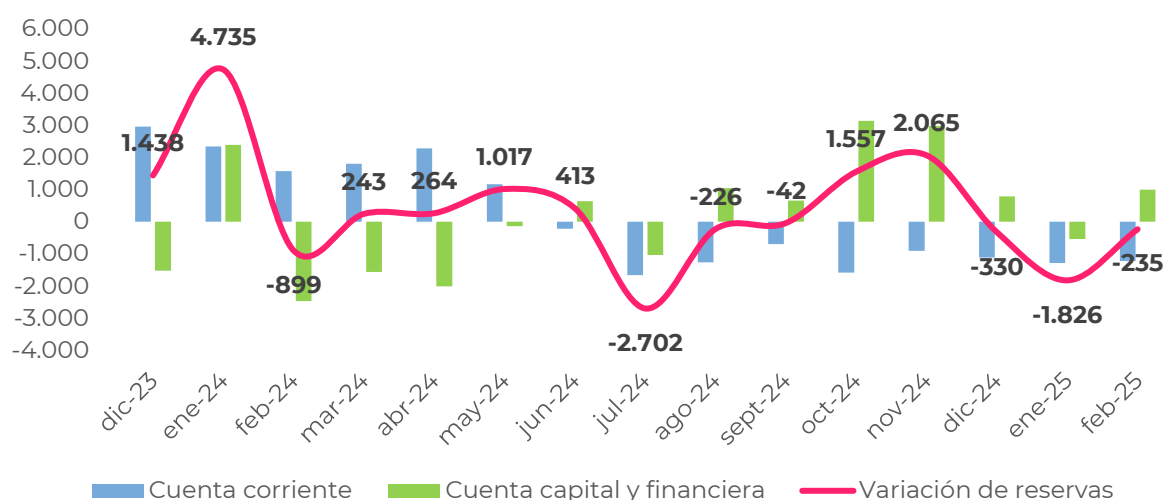
¹ **Cuenta corriente:** mide el resultado neto de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, las rentas de inversión y las transferencias corrientes entre un país y el resto del mundo. Si es negativa, el país necesita financiamiento externo positivo para no perder reservas.

Gráfico 1: Importaciones pagadas sobre devengadas. ene-03-feb-25.



Fuente: BCRA e INDEC.

Gráfico 2: Cuenta corriente y Cuenta capital y financiera. dic-23-feb-25.



Fuente: BCRA.

Segunda etapa: blanqueo fiscal y carry trade

La baja de la inflación y la caída del tipo de cambio real impulsaron una incipiente recuperación de la actividad económica: mejoraron los ingresos reales y se abarataron las importaciones, cuyos controles y pagos se fueron normalizando.

Con la finalización de la cosecha y la consecuencia caída en la liquidación de exportaciones, a partir de junio de 2024 la Cuenta Corriente exhibió, como mostramos en el gráfico 2, un comportamiento deficitario sostenido, atentando contra las capacidades de acumular reservas por parte del Banco Central y, por lo tanto, contra la estabilidad cambiaria.

En parte por esto, el 17 de julio de 2024, el gobierno anunció un nuevo Régimen de Regularización de Activos, lo que popularmente es denominado *blanqueo* de

capitales. Estos regímenes permiten, con alícuotas excepcionalmente bajas y sin penalización a la evasión realizada previamente, formalizar capitales no declarados, la mayoría denominados en dólares.

Durante octubre y noviembre de 2024 se produjo un importante ingreso de capitales producto del blanqueo, estimado en hasta 32.000 millones de dólares por algunos analistas, lo que constituyó la operación de esas características de mayor magnitud en la historia argentina. Parte de esos dólares se retiraron rápidamente, pero el régimen promocionado, con la posibilidad de invertir directamente en operaciones financieras locales desde las CERA (*Cuentas Especiales de Regularización de Activos*), explicó parcialmente la acumulación de reservas y el “veranito financiero” del fin del año pasado.

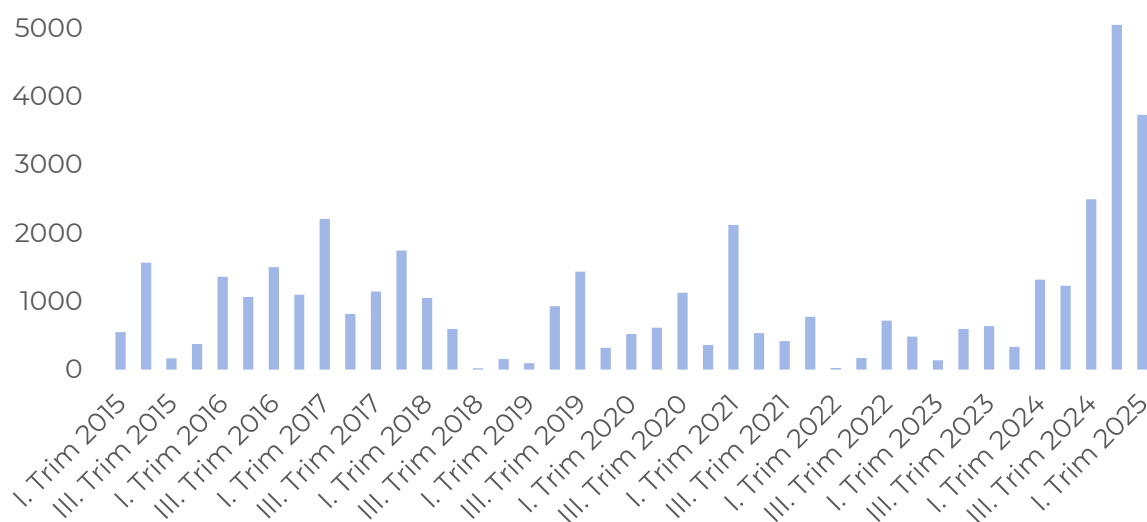
¿Cómo fue posible garantizar un destino de inversión rentable para estos dólares que ingresaron en tan poco tiempo al sistema? A través de un proceso de bicicleta financiera, o *carry trade*.

Por un lado, los dólares del blanqueo se colocaron en instrumentos locales que rendían una tasa en dólares: Obligaciones Negociables (“ONs”) y préstamos bancarios.

Por otro lado, la tasa de interés en pesos que corre muy por encima (inclusive a pesar de su reducción) de la tasa de devaluación mensual (el *crawling peg*), incentiva a las empresas locales a invertir en activos financieros denominados en pesos, esperando obtener una considerable ganancia positiva en dólares gracias a la estabilidad cambiaria.

Para obtener pesos con los que demandar aquellos activos, las firmas emiten las “Ons”, títulos de deuda en dólares a tasa fija, que liquidan en el Banco Central al tipo de cambio oficial. Esto genera una consecuente acumulación de reservas genera expectativas de estabilidad del tipo de cambio, consolidando a su vez la tasa de interés positiva. La estabilidad de los dólares paralelos es clave, dado que estas empresas no pueden demandar dólares al MULC para salir de los activos en pesos y dolarizarse en caso de que haya un aumento repentino de las expectativas de devaluación (por restricción del Banco Central). El gráfico 3 expone la emisión de ONs, las cuales alcanzaron USD 7.500 millones entre el tercer y cuarto trimestre de 2024.

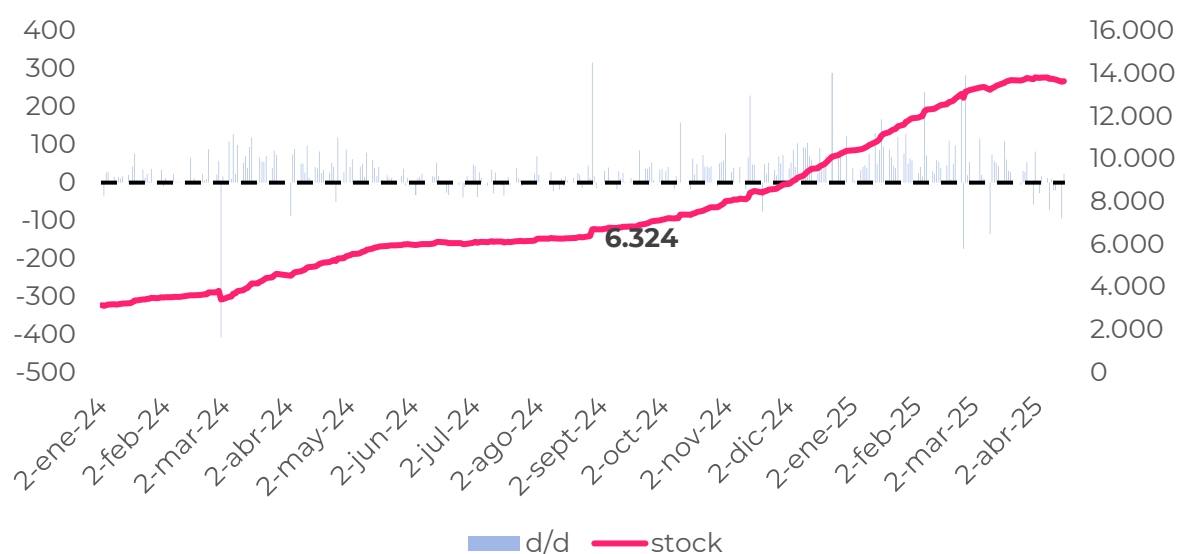
Gráfico 3: Colocación de ONs por trimestre. 2015-2025.



Fuente: MAE

A esto se le suma el *carry trade* realizado por exportadores e importadores al tipo de cambio oficial. Si el dólar oficial aumenta por debajo de la tasa de interés, el incentivo para los exportadores es el de liquidar para hacerse de pesos con los que obtener una tasa positiva, mientras que para los importadores es esperar para demandar divisas. Además, el gráfico 4 muestra que durante 2024 hubo una expansión de USD 7.000 millones del crédito bancario en dólares, destinado únicamente a sectores exportadores por regulación macroprudencial del BCRA, cuyo destino fue similar al de las ONs, inversión en activos en pesos.

Gráfico 4: Stock de préstamos en millones de USD (excluyendo tarjetas de crédito). enero 2024-abril 2025.

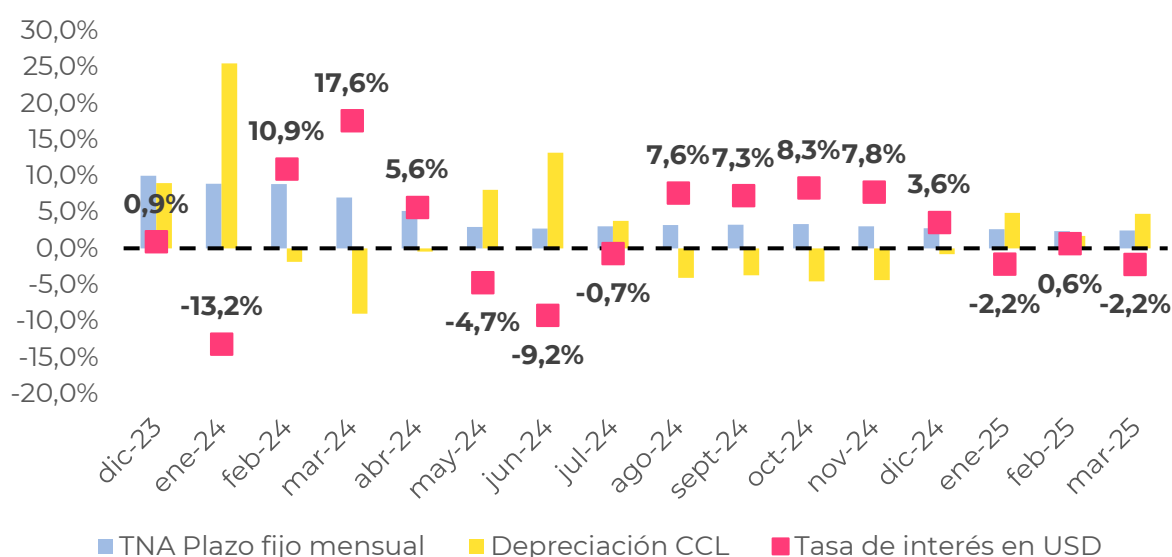


Fuente: Banco Central

Este esquema hubiera sido inviable sin la operatoria del gobierno destinada a favorecer el carry trade: la estabilidad del tipo de cambio financiero, el CCL, estuvo garantizada en todo momento por el *dólar blend*, a través del cual el BCRA renunció a acumular un 20% de las liquidaciones de exportaciones, y fundamentalmente por la “esterilización de los pesos utilizados en compra de reservas” anunciada por el BCRA el 23 de julio, a través de la venta de dólares en el mercado del CCL.

Los gráficos 5 y 6 resumen la dinámica del segundo semestre. Entre agosto y diciembre se consolidó una tasa de interés positiva en USD para los activos en pesos, lo que permitió seguir con la acumulación de reservas, sostener el tipo de cambio y, en consecuencia, la desinflación. La contracara del proceso fue la profundización de la apreciación del tipo de cambio, que ya en julio era consistente con una cuenta corriente negativa.

Gráfico 5: tasa mensual en USD de un plazo fijo a 30-44 días



Fuente: BCRA y Ámbito Financiero

Gráfico 6: Tipo de Cambio Real Multilateral (13/12/2015=100)



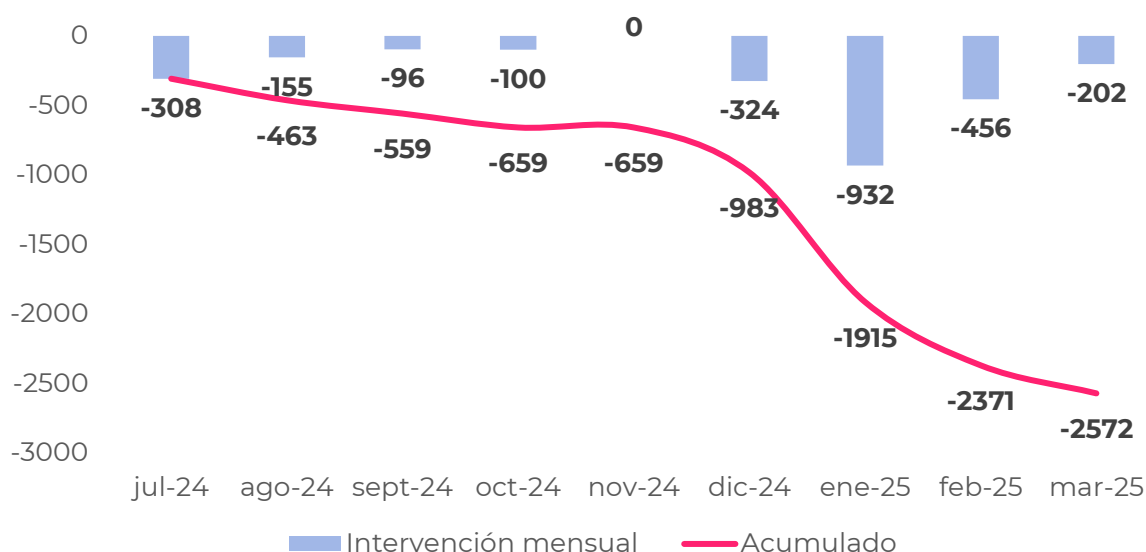
Fuente: BCRA

No obstante, a partir de enero las expectativas sobre el tipo de cambio cambiaron: la devaluación del Real ocurrida en Brasil entre octubre y diciembre de 2024 representó un aumento de la presión sobre el sector externo argentino. A esta dinámica y a la cuenta corriente crecientemente deficitaria se le sumó el gran déficit asociado al turismo.

Después de mantener durante doce meses consecutivos la tasa de devaluación mensual del 2%, frente a algunos signos de desinflación y para mantener el incentivo al *carry trade*, el gobierno anunció el 15 de enero que desaceleraría la tasa de devaluación mensual: el *crawling peg* se redujo al 1% mensual. En paralelo, se mantuvo el esquema del *dólar blend* y se anunció una baja transitoria de las retenciones al campo. El gobierno apostaba así a mantener el sendero de desinflación utilizando el dólar como ancla nominal, y también a acelerar las liquidaciones de los exportadores ante la perspectiva del sostenimiento de la apreciación. No obstante, esto no tuvo los efectos deseados.

Por un lado, a partir de diciembre el abaratamiento del tipo de cambio dejó de encontrar respuestas en los precios: la inflación se incrementó a partir de febrero, y alcanzó el 3,7% en marzo. Por otro lado, las reservas empezaron a caer fuertemente. Enero arrojó un déficit de Cuenta Corriente por USD 1.285 millones, tensionando aún más al sector externo. El pago de deuda durante el mes de enero (USD 4.500 millones) significó también que el saldo de la Cuenta Financiera reportara un egreso de capitales por USD 546 millones. La intervención en los mercados paralelos, que había llegado a valores de USD 400 millones en diciembre, superó los USD 900 millones (entre jul-24 y mar-25 se perdieron alrededor de USD 2.600 millones por esta vía).

Gráfico 7: Pérdida de reservas por intervención en paralelos. Desde julio 2024.



Fuente: BCRA

El 11 de marzo, el gobierno firmó un DNU preanunciando un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, reconociendo implícitamente la necesidad de financiamiento para sostener la cotización del dólar.

Los cimbronazos de la guerra comercial a finales de abril representaron un golpe más a los planes del gobierno. La expectativa de devaluación de los países emergentes, consecuente con una devaluación por parte de China, además de las barreras arancelarias que representan un empeoramiento de la competitividad para las exportaciones argentinas, son un costo difícil de asumir para un régimen de dólar atrasado.

La caída en el precio del barril de petróleo de alrededor de un 20% en lo que va del año amenaza la rentabilidad de las inversiones en Vaca Muerta y, con ello, los posibles aportes a las exportaciones del sector energético.

La expectativa de recesión mundial también afectó los precios de otras commodities fundamentales para el sector externo. Así, el precio de la soja en el mercado de Chicago enfrentó durante febrero y marzo mayor volatilidad y fluctuaciones a la baja, lo que deteriora las perspectivas del sector agropecuario argentino.

El preanuncio del acuerdo con el Fondo repercutió negativamente en las expectativas sobre el mercado cambiario dada la presunción de que el organismo internacional pidiera un ajuste del tipo de cambio oficial para realizar los desembolsos. Así, se produjo un desarme de inversiones en pesos que fueron al dólar financiero (CCL), presionándolo al alza.

Este contexto de alta volatilidad generó que durante todo marzo el Banco Central sufriera una fuerte sangría de reservas: ante la expectativa de devaluación, los exportadores no liquidaban, los importadores comenzaron a adelantar sus compras, y la demanda de dólares al paralelo se aceleró. Entre mediados de marzo y hasta la firma del acuerdo con el FMI, la posición vendedora del Central en el MULC ascendió a USD 2.500 millones.

Comenzado abril la situación asomaba insostenible, con una caída en el stock de Reservas Internacionales Brutas de USD 4.000 millones (sumando las ventas del Central más la intervención en paralelos, pagos a Organismos Internacionales y otros factores), y con un nivel de reservas netas negativas estimado en USD 11.000 millones.

De este modo, la segunda etapa del programa económico de Milei iniciada con el blanqueo llegaba a su final por la dificultad del BCRA para sostener el valor de los dólares paralelos y su posición de reservas. El dato de inflación de marzo del 3,7% terminó por confirmar que el ancla nominal del dólar no estaba teniendo efecto en los precios locales, ante la fuerte expectativa de devaluación y la quita de retenciones.

En el momento de mayor inestabilidad del gobierno, en esta coyuntura de volatilidad internacional con fuerte caída de reservas y lo que parecía una devaluación inevitable que golpearía fuertemente sobre el objetivo de desinflación, se anunció una supuesta salida del cepo y se confirmó el acuerdo con el FMI.

3. Anuncios de la tercera etapa

El viernes 11 de abril, en simultáneo, el Banco Central anunció la apertura de parte de las regulaciones cambiarias y, entre tanto, el Ministro de Economía anunció un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional por USD 20.000 millones. La desregulación del mercado de cambios, según sugiere el propio *Staff Report* (informe de los técnicos FMI), era una condición impuesta por el Fondo al gobierno para conformar el acuerdo.

La desregulación del mercado de cambios es parcial. En el caso de las personas físicas, individuos particulares, la apertura sí es total: nuevamente se podrá optar por comprar dólar oficial a través de *home banking* o casas de cambio con fines de ahorro, viajes u operaciones en esa moneda sin ninguna restricción. De esa forma, además, el gobierno consolida su discurso a favor de una “competencia de monedas”, en la que el dólar y el peso circulen libremente en paralelo.

Por otro lado, se eliminó la percepción a cuenta de ganancias que pesaba sobre el dólar ahorro, aunque se mantiene un impuesto del 30% sobre las transacciones con tarjeta de crédito, aduciendo la necesidad de mantener la competitividad del turismo.

En el caso del comercio exterior, se flexibilizaron los plazos de acceso al Mercado Libre de Cambios para importaciones: para el caso de empresas grandes, las importaciones se podrán pagar cuando la mercadería ingrese al país; en el caso de las PyMES, cuando se despache en el puerto de origen. La importación de servicios podrá pagarse al momento de su prestación. En estos tres casos, los plazos previos eran de 30 días, lo que en la práctica desincentivaba la importación u obligaba a las empresas a recurrir al CCL para su pago.

Además de flexibilizar el acceso a las importaciones, el gobierno redirigió la totalidad de las exportaciones al Mercado Libre de Cambios, eliminando el denominado *dólar blend*. Junto con la reducción parcial de las retenciones, que termina en junio, el gobierno intentará canalizar un flujo de liquidación de exportaciones que estabilice el valor del dólar oficial y compense el aumento de la demanda que propicia con la flexibilización a los importadores.

El otro flujo que libera el gobierno es el de acceso automático al dólar oficial para giro de dividendos, pero solo lo hace a partir del ejercicio 2025 fiscal (es decir, el giro de dividendos se libera en 2026). Esto implica que los dividendos trabados por las restricciones previas no podrán recurrir a este mercado, pero el gobierno anunció

ya que habilitará un nuevo BOPREAL para estas empresas. A este bono también podrán recurrir las personas jurídicas que tengan deuda intraempresa.

El gobierno también avanzó el 15 de abril con una medida clave para comprender lo que puede sobrevenir en materia financiera: desreguló parcialmente el flujo de ingreso de capitales. Se permitirá que los inversores no residentes liquiden las operaciones financieras en el mercado oficial, con una cotización garantizada por el gobierno, aunque para evitar un flujo muy volátil se exigirá una permanencia en el país de 6 meses. Esta medida tiene una similitud muy fuerte con las desregulaciones de la cuenta capital del principio de la gestión de Macri, que fueron precisamente las que terminaron en un stock elevado de LEBACs en la operatoria de *carry trade* que devino en el default de la deuda y en el acuerdo (anterior) con el FMI.

¿Y la demanda de los dólares paralelos? Como las empresas no pueden acceder todavía al mercado oficial, el CCL podría tener una demanda especulativa para cobertura frente a una potencial devaluación. De todas formas, la libre flotación y el acceso más amplio al dólar oficial podría ayudar a equipar su cotización con el dólar oficial.

Junto con la flexibilización del acceso al Mercado Libre de Cambios, claro está, existe una reconfiguración de la fijación del precio del dólar. Hasta ahora, como mencionamos, el dólar se devaluó y se preanunció una tasa de devaluación mensual posterior. El Fondo Monetario dice limitar la capacidad del gobierno de utilizar el préstamo para sostener el tipo de cambio. Por tal motivo, se estableció un esquema de libre flotación entre 1.000 y 1.400 pesos.

El Banco Central solo intervendría vendiendo reservas para bajar el tipo de cambio si supera los 1.400 pesos, o comprando dólares para elevarlo (si cae por debajo de 1.000). Estas cotas variarán a un ritmo del 1% mensual.

El acuerdo, sin embargo, permite que el gobierno intervenga discrecionalmente entre las bandas de 1.000 y 1.400 pesos para “acumular reservas”, por lo que la libre flotación entre las bandas no es tan libre después todo.

En los primeros seis días del nuevo esquema, el dólar sí ha flotado libremente en torno a valores cercanos a los \$1.200, aunque ha comenzado a acomodarse cerca de los valores previos a los anuncios, alrededor de \$1.100, por la aceleración de la liquidación de la soja.

¿El gobierno estará entonces postergando nuevamente el problema de la apreciación del tipo de cambio real? La inestabilidad cambiaria de marzo y principios de abril seguramente potencie la aceleración de la inflación del mes pasado. Esto a su vez abaratará aún más el precio del dólar, generando aún más tensión en el frente cambiario.

Al no intervenir decididamente para depreciar el tipo de cambio, se convalida un dólar barato. Este esquema acentúa futuros déficits de cuenta corriente y presiona sobre el nivel de reservas del Banco Central, pero también sigue demostrando la importancia del ancla nominal del dólar para controlar la inflación.

El gobierno parece decidido a recurrir a los dólares del Fondo Monetario para controlar al tipo cambio, cuya estabilidad (y expectativas de estabilidad) es la principal garantía de la baja de la inflación, lo que a su vez es el pilar sobre el que se sostiene la gestión de Javier Milei.

4. ¿Qué se arregló con el FMI?

Las medidas tomadas desde el lunes 14 de abril —que después del mal dato de inflación mensual de marzo del 3,7% lograron disipar expectativas de devaluación en el corto plazo—, tales como la flexibilización del cepo, son viables económicamente únicamente en el marco de la firma del nuevo acuerdo con el FMI por USD 20.000 millones, lo cual equivale al 479% de su cuota. Este monto se suma, y va a utilizarse en parte, para pagar el acuerdo firmado en 2022 por USD 44.500 millones, cuyos vencimientos comenzaban en 2026, y con mayor fuerza a partir de 2028.

De estos USD 20.000 millones, USD 12.000 millones ya ingresaron el martes 15 de abril. Por el resto del año se realizarán desembolsos por USD 2.000 millones en junio y USD 1.000 millones adicionales en diciembre, después de una revisión de metas. Entre 2026 y 2029 habrá siete revisiones semestrales acompañadas por desembolsos de USD 700 millones cada una. A este acuerdo se le sumarán USD 2.000 millones adicionales por parte del Banco Mundial y el BID.

4.1 Revisiones

Para los desembolsos a realizarse a partir de junio, el gobierno debe cumplir con ciertas metas de carácter fiscal, monetario y de acumulación de reservas. Los mayores problemas pueden aparecer en relación a las reservas. En relación a la meta monetaria, se cambió de agregado a auditar: previamente, las metas eran sobre la “Base monetaria ampliada” (que incluía, además de la base monetaria clásica, los depósitos del Tesoro en el BCRA y los pasivos remunerados del BCRA luego reconvertidos en LEFIs), mientras que ahora ese rol lo tendrá el M2 privado. El manejo de este último servirá como “ancla nominal” y control de las condiciones de liquidez de la economía. Si bien todavía no están claras las metas para este agregado, serán únicamente indicativas, dando mayor versatilidad al gobierno en la política económica.

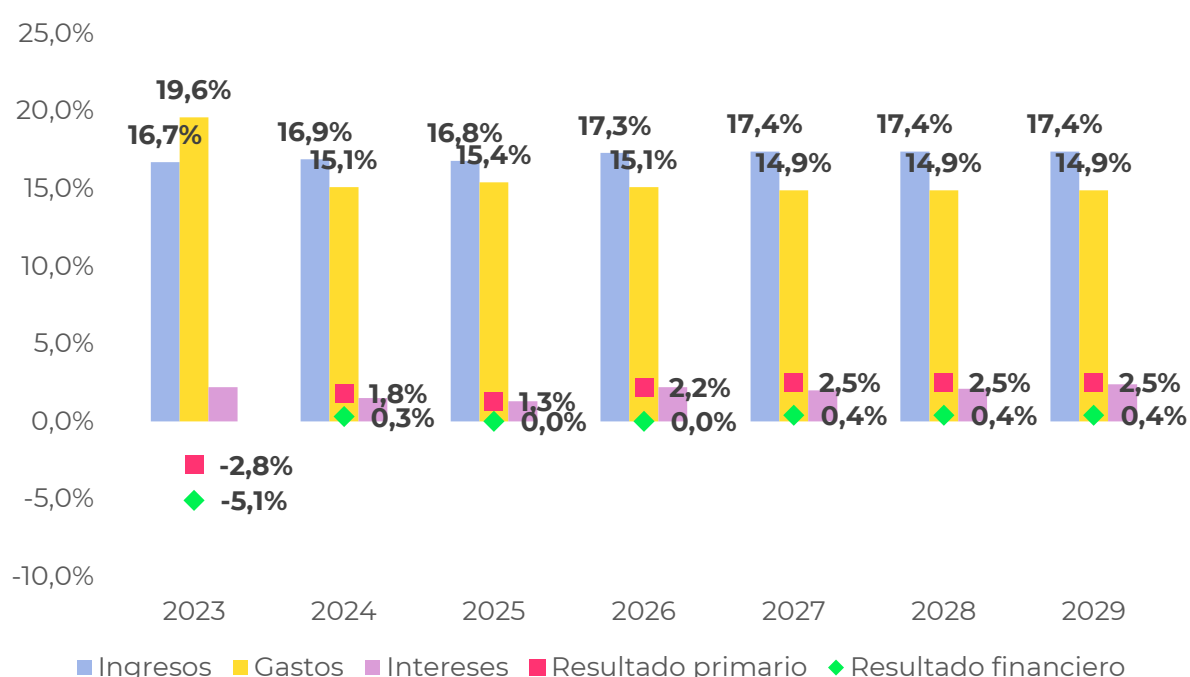
Disciplina fiscal

El Fondo Monetario exige al gobierno un aumento del resultado fiscal a partir de 2026. Si en 2024 se registró un superávit primario equivalente al 1,8%, de 2027 en

adelante deberá ser equivalente a por lo menos el 2,5% del PBI. De esa forma podrá enfrentar también mayores pagos de intereses por los compromisos de deuda acumulados para los próximos seis años. Es decir, el ajuste, que ha demostrado una regresividad sorprendente, se profundizará y se utilizará para pagar la deuda.

En 2026, por caso, el resultado fiscal debería mejorar en 0,9% del PBI, para de esta manera poder enfrentar también pagos de interés que aumentan en esa misma cuantía. El FMI espera que esta mejoría se dé a través de un aumento en los ingresos tributarios, en consonancia con una posible reforma tributaria que el programa pretende para diciembre de 2025, después de las elecciones legislativas de este año.

Gráfico 8: resultado fiscal del sector público nacional (a partir de 2025 proyección)



Fuente: FMI

En definitiva, pareciera que el gobierno libertario deberá abandonar su pretensión de eliminar y bajar impuestos para cumplir con lo establecido por el programa. Queda el interrogante de cómo se compondrán los ingresos tributarios que el Fondo pretende que aumenten: ni en el *Staff Report* del FMI ni en los anuncios del gobierno hay alusión alguna al contenido de la reforma, ni mucho menos a su impacto sobre la progresividad del sistema.

De la misma forma, a partir de 2025 el programa establece una reducción gradual del gasto por 0,5% del PBI. El Fondo establece también la necesidad de un cambio en la composición del gasto, con una reducción del 80% de los subsidios a la electricidad. El acuerdo establece la eliminación de los subsidios para todos los hogares de clase media, quedando los subsidios vigentes únicamente para hogares pobres.

En las jubilaciones, el acuerdo no prevé mayores recortes a los ya realizados en 2024, pero sí establece, en consonancia con el fin de la moratoria, una reforma previsional que pase a un sistema más regresivo, con menor cobertura y mayor componente contributivo en los haberes. Se deslizó, incluso, de forma informal, la posibilidad de elevar la edad de jubilación para hombres y mujeres. El programa establece como meta que esta reforma entre en vigencia a partir de 2026.

Como parte de la misma reforma, el Fondo pretende que el gobierno impulse una flexibilización del mercado laboral. No está claro el contenido, aunque todo apunta a que el objetivo de máxima es lograr, a través de una reducción de la carga de aportes a la seguridad social, un aumento en el grado de formalización en el mercado laboral, un problema estructural del país que difícilmente pueda solucionarse únicamente de esta manera, sin considerar políticas concretas orientadas a la creación de empleo de calidad.

En el mismo sentido, el Staff Report elogia la política de asistencia social del gobierno, aunque enfatiza la necesidad de un registro centralizado para la distribución de estas ayudas, en línea también con la tendencia de la gestión de Pettovello hacia una mayor centralización de la distribución de ayuda social. Planea, para fines de 2025, la unificación de los sistemas de información en torno al SIS, Sistema de Indicadores Sociales.

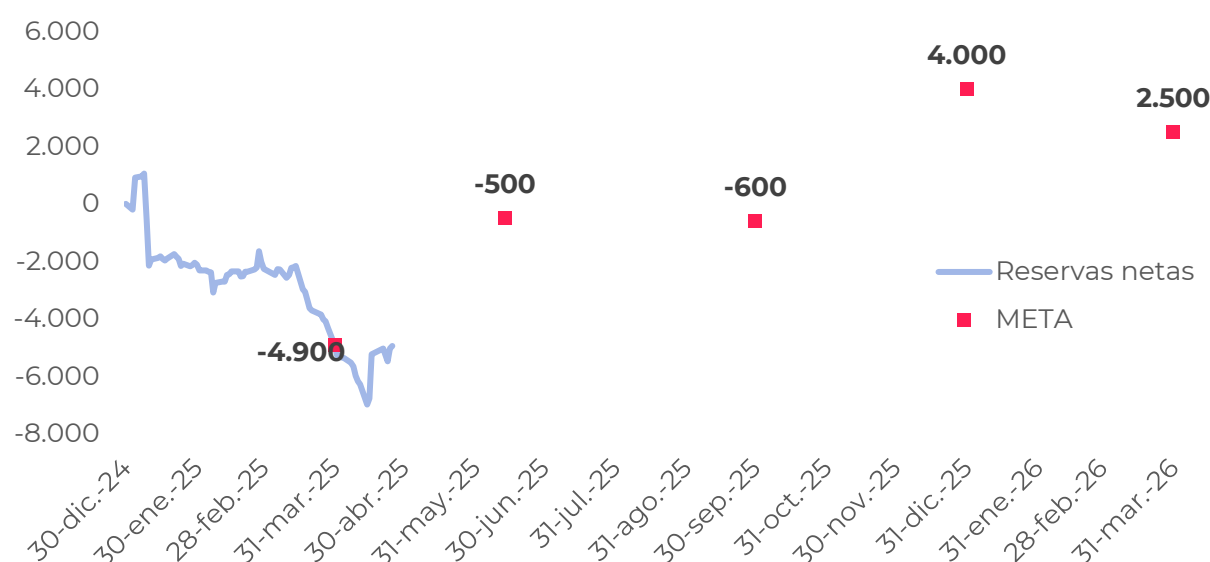
El acuerdo lleva a que se perpetúe y profundice la ausencia del Estado en la economía: no habrá aumentos significativos en los gastos para la educación pública, tampoco financiamiento para la construcción de infraestructura clave o recomposición de las debilitadas jubilaciones. La eliminación de los subsidios asoma también como una medida regresiva en términos de distribución de la riqueza.

Reservas

La mayor duda respecto al acuerdo, de forma similar a lo que pasó en 2022, cae sobre la meta de acumulación de reservas netas, las cuales tienen que ser para el 13 de junio, el día de la primera revisión, negativas por USD 500 millones menos que el stock al 31/12/2024 (USD -2.555 millones).

Actualmente, las reservas (medidas con este método) se encuentran USD 5.000 millones por debajo del stock de finales de diciembre (USD -7.000 millones). Esto significa una brecha de USD 4.500 millones respecto a la meta de acumulación.

Gráfico 9: Reservas netas según el FMI y metas vs. stock al 31-dic-24.



Fuente: FMI y BCRA.

Sobre cómo se obtendrán los USD 4.500 millones necesarios, los desembolsos del FMI (por ahora USD 12.000 millones) no se contabilizan para la meta. Tampoco se contará la totalidad de las reservas obtenidas vía préstamos de otros Organismos Internacionales de crédito si estas superan los desembolsos previstos por el acuerdo (USD 3.061 millones entre el inicio del año y junio, de los cuales ya se recibieron USD 1.765 millones, incluyendo el reciente aporte de USD 1.500 millones del Banco Mundial). Este monto funciona como un “tope”: si se supera, la meta de reservas se ajustará al alza (y viceversa).

Aunque este número parece relevante para alcanzar la meta de junio, hay que considerar que el BCRA y el Tesoro deben enfrentar pagos a Organismos Internacionales (incluido el FMI) por aproximadamente USD 1.200 millones, además de pagos de BOPREAL por USD 450 millones, compensando en su totalidad los desembolsos dados por Organismos Internacionales hasta el momento (sin FMI).

¿La salida es tomar deuda con privados? No del todo. El *staff report* establece que los primeros USD 1.500 millones obtenidos con privados no se tienen en cuenta. Esto quiere decir que del esperado REPO con bancos internacionales por USD 2.000 millones solo contarán USD 500 millones como parte de reservas netas.

Todos estos factores llevan a la cuestión central en el corto plazo: parte de las reservas necesarias para alcanzar la meta de junio deberán obtenerse mediante compras del BCRA en el MULC (por lo menos USD 4.000 millones, en caso de no haber más desembolsos de organismos internacionales, sin contar el FMI), o compras del tesoro (luego depositadas en las cuentas del tesoro en el BCRA). Muy difícilmente se dé el nivel de acumulación necesario si la estrategia es que el BCRA

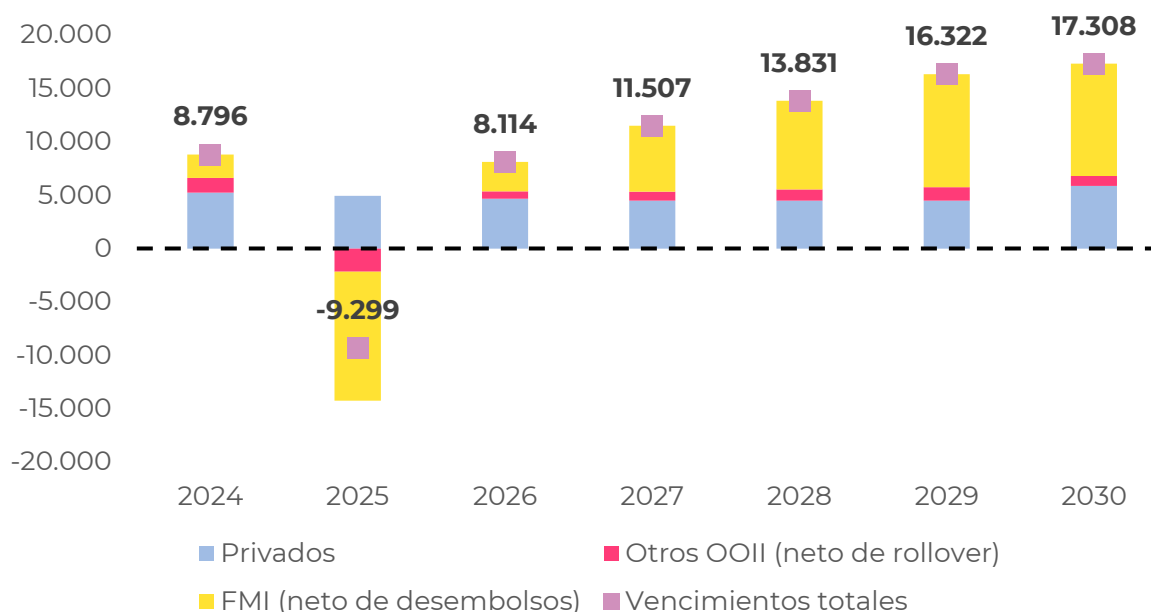
sólo compre en el caso de que el tipo de cambio oficial ronde la banda inferior de \$1.000.

Nótese que la meta de stock del acuerdo para fin de año es de USD 2.500 millones por encima del 31 de diciembre de 2024, esto significa una brecha en la acumulación hasta el día de hoy de USD 7.500 millones.

4.2 ¿Cuánto y cómo se paga la deuda?

Independientemente de las revisiones y la continuidad del programa, muchas veces perdonados por el FMI a través de los *waivers*, los mayores riesgos llegan al momento de devolver el préstamo. El nuevo cronograma anual de vencimientos de deuda pública externa neta de desembolsos del FMI y de la refinanciación prevista con organismos internacionales está conformado por los pagos al FMI, a Organismos Internacionales y también de la deuda a privados reestructurada por Guzmán. Como se ve en el gráfico 10, este año queda saldado en el marco de los USD 15.000 millones que el FMI adelanta, y de ahí en adelante la curva es creciente y llega hasta los USD 17.308 millones en 2030.

Gráfico 10: vencimientos de capital e intereses de deuda pública externa netos de desembolsos y refinanciación de otros organismos internacionales



Fuente: FMI

A los vencimientos del sector público nacional se les suman los vencimientos de la deuda de las provincias: USD 1.200 millones en 2025 y un promedio de USD 700 millones por año entre 2026 y 2030. Más significativos aún son los vencimientos de deuda privada externa por USD 12.400 millones en 2025 y USD 17.600 millones anuales promedio entre 2026 y 2030.

En suma, si consideramos los desembolsos del FMI y suponemos el roll over de los vencimientos a Organismos Internacionales, el sector privado y el sector público

necesitan una suma importante de divisas para hacer frente al pago de la deuda, lo cual puede sortearse de dos maneras: 1) con una cuenta corriente altamente superavitaria, lo cual parece poco probable; o 2) con ingresos de divisas por la cuenta financiera, a través de la profundización del endeudamiento neto del sector privado y la recuperación del acceso al crédito internacional por parte del sector público.

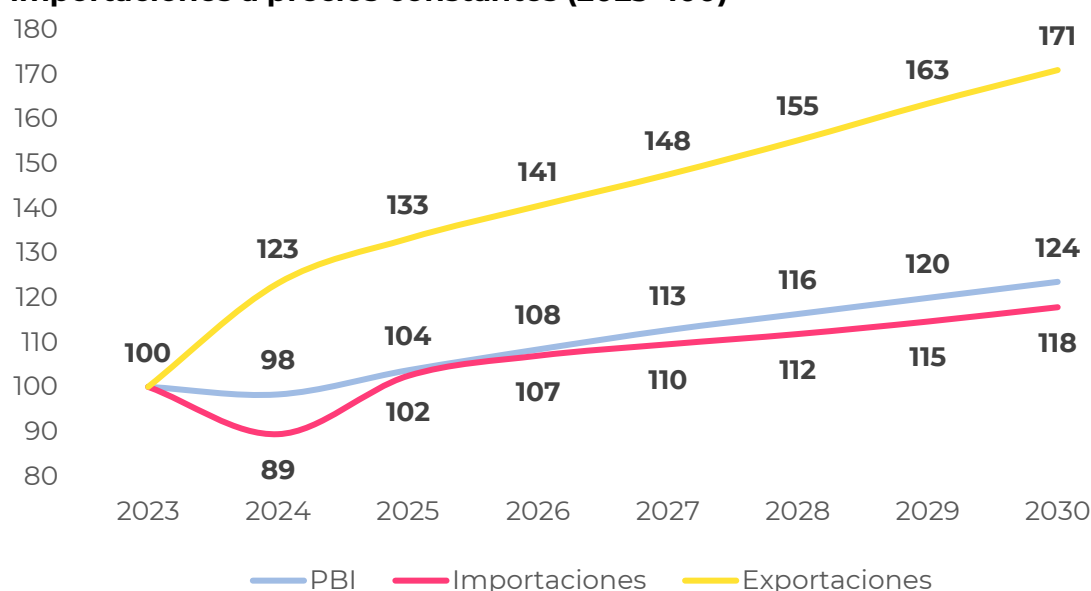
¿Qué tanto se le puede pedir a la cuenta corriente?

La cuenta corriente no es, ni para el gobierno ni para el FMI, en el marco de este acuerdo, el saldo de mayor relevancia para garantizar el pago de la deuda, ya que el principal canal de sostenibilidad externa va a ser la cuenta financiera. Sin embargo, un empeoramiento de la cuenta corriente implicaría una mayor tensión sobre la cuenta financiera, y viceversa.

En ese sentido, el FMI realiza proyecciones sobre la cuenta corriente excesivamente optimistas. En primer lugar, a partir de 2025 las exportaciones crecerían a un ritmo promedio del 5,6% anual, siendo que el periodo 2016-2024 lo hicieron al 2,8%. Independientemente del despegue del sector minero o el dinamismo de los hidrocarburos, que en un contexto de precio del petróleo a la baja podría verse perjudicado, el cumplimiento de esta estimación parece improbable.

Por otro lado, el PBI crece al 3,9% y las importaciones al 4,7% anual, un 20% más rápido. Esta estimación parecería inconsistente con la amplia bibliografía empírica sobre las elasticidades del comercio exterior, las cuales suelen estimar que las importaciones suelen crecer entre un 150% y un 200% más rápido que el PBI.

Gráfico 11 : Proyección realizada por el FMI del PBI, exportaciones e importaciones a precios constantes (2023=100)



Fuente: FMI

Con estas proyecciones, el FMI asegura que Argentina va a poder sostener un saldo exportador positivo nunca inferior a USD 18.000 millones, nivel que solamente fue posible alcanzar en 2024 producto de la recesión de los primeros meses que hundió las importaciones. De ahí en adelante, la apreciación y la recuperación impulsaron al alza las importaciones, de modo tal que el último saldo comercial publicado en marzo de 2025 arrojó un superávit por USD 323 millones, lo que anualizado equivaldría a USD 3.876 millones, un valor casi un 80% más bajo que lo que el FMI proyecta para los próximos años.

Dado el cambio de expectativas, el tipo de cambio parece estar estabilizándose, por ahora, más cerca de la banda baja de \$1.000 que de la banda alta de \$1.400. Es decir, el nuevo esquema, a pesar de la flexibilización de los controles de cambio, parece no implicar un salto devaluatorio de la magnitud suficiente para mejorar el desempeño actual de la cuenta corriente.

Además, al igual que el préstamos Stand By que firmó el gobierno de Mauricio Macri en 2018, el endeudamiento no se va a utilizar para aumentar los gastos en capital -obras de infraestructura o inversiones que puedan servir para favorecer al sector exportador o sustituir importaciones. Al contrario, el acuerdo incluye que los gastos de infraestructura realizados directamente desde el gobierno nacional representen durante los próximos años entre el 0,4% y el 0,5% del PBI, 0,7.p.p. por debajo del 1,2% invertido durante el año 2023.

La apuesta de una cuenta financiera positiva

Si el programa no puede garantizar una cuenta corriente lo suficientemente superavitaria para el pago de la deuda, el sector externo solo puede equilibrarse, sin sobresaltos cambiarios, con una mejora en la cuenta financiera. Dado que dentro de esta cuenta están incluidos los vencimientos de capital tanto del sector público como del sector privado, el programa requiere que aumenten los flujos financieros asociados a inversiones o a nuevo endeudamiento de sectores de la economía doméstica.

La primera opción está descartada. El acuerdo no asume un salto en la inversión extranjera directa, quedando a niveles marcadamente inferiores a los de 2023 a pesar del RIGI. Por lo tanto, la apuesta está sobre los flujos asociados a nuevo endeudamiento.

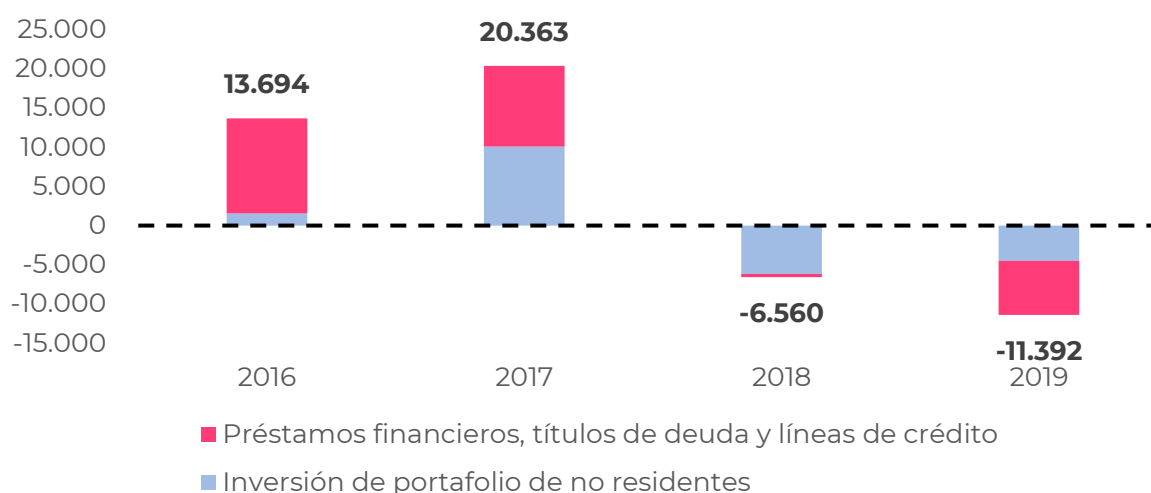
En primer lugar, el FMI supone que el Estado Nacional va a recuperar el acceso a los mercados internacionales de crédito, apuesta que parece optimista considerando que Argentina no logra endeudarse en montos significativos con acreedores privados desde 2018. No obstante, el Fondo estima que el gobierno nacional va a poder colocar montos crecientes de deuda que ascienden desde USD 4.710 millones en 2026 hasta USD 7.567 millones en 2030. La continuidad y profundización de la disciplina fiscal aparece como un factor fundamental en el esquema que comparten el gobierno y el Fondo.

En segundo lugar, el sector privado va a aportar entre 2025 y 2027 USD 8.065 millones, USD 12.208 millones y USD 11.508 millones respectivamente. Estos flujos estarían explicados por la emisión de ONs de las empresas argentinas, pero también por el ingreso de flujos financieros internacionales que busquen aprovechar las tasas de interés positivas en USD que ofrece la política monetaria.

La experiencia argentina reciente (2016-2018) permite por lo menos alertar sobre la posible insostenibilidad de un diferencial alto de tasas en dólares, ya que tiende a aumentar el nivel de depósitos de la economía y la demanda potencial de dólares ante un aumento repentino de las expectativas de depreciación y caída abrupta del diferencial de tasas. El gráfico 12 expone cómo el cambio de expectativas detuvo los flujos por préstamos financieros y la inversión de portafolio de no residentes a partir de 2018, lo que llevó al default de la deuda externa y la toma de un crédito con el Fondo Monetario Internacional.

Para este segundo punto, el oficialismo asegura que la dinámica va a ser diferente a la del gobierno de Macri porque la inversión de portafolio no se va a realizar sobre pasivos remunerados del Banco Central, sino sobre activos de la economía no respaldados por emisión monetaria.

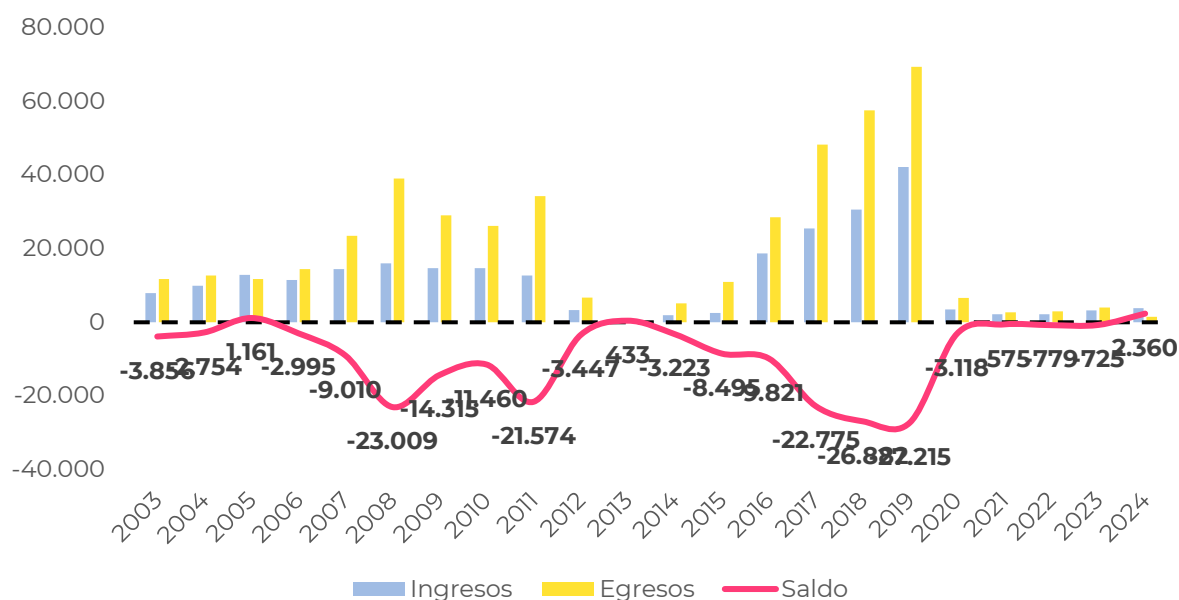
Gráfico 12: préstamos financieros e inversión de portafolio de no residentes



Fuente: Banco Central

Por último, la suma de formación de activos externos y la demanda de dólares para turismo debe necesariamente bajar a partir de 2028. Este supuesto también parece dudoso considerando que la FAE es un hecho estructural en la Argentina. El gráfico 13 muestra que solo pudo moderarse durante los periodos con controles cambiarios y que, incluso en épocas con superávit fiscal y comercial, aquella implicó una fuente de demanda de dólares considerable para la economía, especialmente a partir de 2007. Durante el gobierno de Mauricio Macri, a pesar de la tasa de interés positiva en dólares de 2016 y 2017, esta no se moderó, lo cual indica que se trata de un fenómeno estructural y persistente que no obedece exclusivamente a determinaciones macroeconómicas de corto plazo.

Gráfico 13: FAE del sector privado no financiero



Fuente: Balance cambiario

5. Conclusión

El acuerdo con el FMI dio inicio a la tercera etapa del programa económico de Milei: por primera vez desde 2018, es el sector público con nuevo endeudamiento el que provee los dólares para sostener el precio del dólar y evitar un aumento drástico de la inflación. Dada la magnitud del desembolso inicial, todo apuntaría a que el gobierno tiene margen para aguantar la situación en el corto plazo.

Sin embargo, en el mediano y largo plazo, las dudas y fragilidades del modelo son más grandes. El gobierno no solo debe cumplir con una meta de acumulación de reservas a partir de junio para empezar a recibir los USD 8.000 millones restantes del acuerdo, sino que, a partir de 2026, debe enfrentar una curva de vencimientos creciente, la cual implica una demanda de divisas que difícilmente la cuenta corriente pueda proveer.

Hay dos riesgos claros: el primero, que el gobierno no recupere el acceso a los mercados internacionales de crédito, imposibilitando el pago de la deuda externa, tanto privada como pública, sin una devaluación. El segundo, que incluso con la consolidación del ancla cambiaria, la inflación no baje rápidamente, dando lugar a una apreciación del tipo de cambio y a un empeoramiento del saldo de la cuenta corriente. De materializarse estos riesgos, la devaluación daría lugar a un nuevo aumento de la inflación, dando inicio a un nuevo ciclo recesivo y de aumento de la pobreza.

Por ello, bajo los propios términos del gobierno, el éxito de este programa pasa por una baja rápida del riesgo país que le permita al Estado Nacional recuperar el acceso al crédito externo privado, vetado desde 2018. Mientras tanto, la continuidad del ancla cambiaria debería consolidar la desinflación, porque lo

contrario implicaría un desequilibrio de cuenta corriente todavía mayor. Dada la persistencia tanto del fenómeno inflacionario como de la FAE, así como la experiencia reciente en relación a la volatilidad de los flujos de capital privados, este escenario dista de estar garantizado, incluso si el gobierno cumpliera a rajatabla la meta fiscal.

Incluso en un contexto tan optimista como el que acabamos de describir, cabe preguntarse cuánto margen de mejora tienen los indicadores sociales, así como los sectores exportadores no ligados a los recursos naturales. Incluso con desinflación y solvencia externa, el gobierno está convalidando con el FMI un aumento del superávit fiscal respecto a 2024, lo cual implica un bajo nivel de obra pública, la continuación del desfinanciamiento universitario y científico, así como escaso margen para realizar política social.

Además, ese escenario está atravesado por una elevada fragilidad externa. Cualquier mala noticia económica, externa o interna, desde la profundización de la guerra comercial hasta un mal desempeño electoral oficialista, pueden generar ruido en el mercado que, en caso de detener los flujos de capitales hacia bonos privados o públicos, volverían a este programa automáticamente inviable.

Esto no quiere decir que el gobierno de Javier Milei y su esquema macroeconómico constituido por parches y políticas contradictorias se caigan por su propio peso. Si bien el escenario es altamente exigente y su éxito depende de condiciones excepcionales, en estos meses la gestión libertaria se ha enfrentado a escenarios de estas características y ha salido airoso -en sus propios términos-, no necesariamente por sus grandes capacidades, sino fundamentalmente por el decidido apoyo que han demostrado actores clave como el gobierno de los Estados Unidos y la planta política del Fondo Monetario Internacional.

En el mejor de los casos, bajo el escenario de “éxito” de estas políticas, la estabilidad macroeconómica se conseguirá a través de la profundización de la dependencia del endeudamiento externo y consolidando una economía altamente primarizada, con una distribución del ingreso más regresiva, e indicadores sociales empeorados estructuralmente anclados en un retraimiento del Estado de la inversión en áreas clave como infraestructura y servicios públicos.