



COPEC

Programa de
**Producción
y Trabajo**

Nota técnica de coyuntura económica | Mayo 2025

NUEVO ESQUEMA CAMBIARIO, VIEJOS DESAFÍOS

Autoridades COPEC

Presidente:

José Emilio Graglia

Comité Ejecutivo:

Carla Tassile

Gabriel Ratner

Equipo Técnico

César Murúa

Estefanía Becerra

Lisandro Levstein

Nota técnica del monitor socioproductivo | Mayo

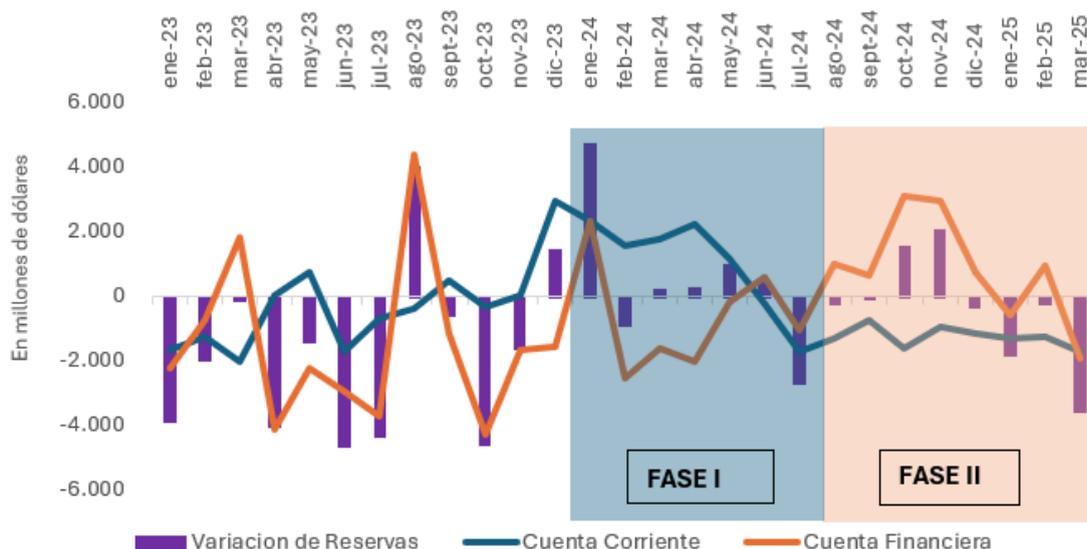
NUEVO ESQUEMA CAMBIARIO, VIEJOS DESAFÍOS

El agotamiento de los stocks de la fase I y II

La denominada fase II del programa económico llegó a su final tras el acuerdo con el FMI y la consecuente liberación parcial del cepo cambiario. El cambio de etapa ocurre en un contexto de agotamiento del esquema de acumulación de reservas que exigió una respuesta contundente del ejecutivo nacional.

Desde marzo de este año hasta la firma del acuerdo con el FMI, el 11 de abril, el BCRA vendió 2.144 millones de dólares en el mercado oficial, profundizando su posición neta negativa y despertando alarmas con relación a su solvencia externa. Al mismo tiempo, y vinculado a lo anterior, el precio del dólar paralelo marcó un salto del 12%, impulsando al alza la variación general de precios que en marzo registró una suba del 3,7%, la más alta en los últimos 7 meses.

Gráfico 1: Evolución de la cuenta corriente y cuenta financiera desde enero-23 hasta marzo-25



Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina

La dinámica del frente externo acusa un agotamiento del esquema de acumulación de reservas. Por el momento, el gobierno pudo contar durante su gestión con dos fuentes de



divisas que fueron marcando las llamadas fases del plan económico: i. la recesión que redujo las importaciones durante el primer semestre (Fase I) y creó un saldo positivo de 10.742 millones de dólares, el más alto de la historia nacional. ii. el blanqueo, que durante la Fase II permitió al gobierno contar con una serie de dólares que, en conjunto con tasas de interés reales positivas, crearon las condiciones adecuadas para el carry trade criollo o bicicleta financiera. El circuito del carry trade para financiar al BCRA es el siguiente: los dólares blanqueados son depositados en una entidad financiera que presta parte de lo depositado; el que recibe el préstamo lo liquida en el BCRA y obtiene pesos. De esta manera el BCRA logra un ingreso de divisas netas, al menos hasta que el prestatario requiera las divisas para devolver el préstamo.

Ambas dinámicas se agotaron. Las importaciones se normalizaron a la par de la recuperación de la actividad económica y el carry trade dejó de aportar divisas dada la desconfianza del mercado financiero sobre la sostenibilidad del esquema y la amenaza de una devaluación del tipo de cambio.

Fase III

El inicio de la Fase III es una necesidad impostergable del gobierno nacional, así como el préstamo del FMI para dar paso al cambio de esquema cambiario. El organismo otorgó un préstamo de 20.000 millones de dólares para fortalecer las reservas del BCRA, de modo tal que permita al gobierno nacional flexibilizar las restricciones cambiarias con capacidad de intervenir en caso de ser necesario.

La Fase III está compuesta por múltiples aristas e implica cambios en todos los frentes de la gestión económica, el cambiario, el monetario, el fiscal y el financiero. Repasamos aquí las principales novedades:

- **Cambiario:**
 - Flotación libre entre bandas (\$1.000 y \$1.400) con una tasa de ampliación de las bandas de 1% mensual.
 - Eliminación del dólar blend.
 - Acceso al mercado de cambios para empresas y personas físicas.
 - Acceso al mercado de cambios para extranjeros que exige 6 meses de permanencia.
- **Monetario:**
 - Incorpora objetivos de control de agregados monetarios.
 - Meta de acumulación de reservas de USD 9.000 millones para 2025.

- **Fiscal:**
 - Incrementa la meta de superávit fiscal para 2025 y 2026: 1,6% y 2,5% del PBI, respectivamente.
 - Reforma impositiva y previsional.
 - Eliminación de subsidios a los servicios públicos.
 - No permite el incremento de la deuda externa.
- **Financiero:**
 - Tasa de interés libre.
 - Crédito a empresas en dólares solo a exportadoras.
 - Acceso al mercado externo sólo para cancelar deudas preexistentes.
 - Emisión de un nuevo bono BOPREAL para dividendos de empresas.

La Fase III, plasmada en gran medida en el acuerdo con el FMI, crea un marco propicio con garantías para rearmar un esquema de acumulación de reservas vía carry trade que se hará, ya no sólo con dólares locales, sino que también con dólares externos. Para atraer estos capitales el gobierno nacional se compromete a incrementar el superávit fiscal, limitar el uso de reservas para controlar movimientos por fuera de la banda y otorgar flexibilidad a la tasa de interés.

A su vez, en los últimos días, el gobierno insistió en la competencia de monedas. La promoción de la competencia de monedas consistiría en medidas que fomenten el uso de dólares para operaciones dentro del país. Esta estrategia tiene por objetivo poner en circulación parte de los 246.000 millones de dólares que el INDEC informa que existen fuera del sistema financiero.

Respecto a esto, **el caso peruano** en la década de los 90' es usado como referencia recurrente por el gobierno nacional. Tras la unificación cambiaria en 1990 el poder ejecutivo instauró medidas que liberalizaron el mercado financiero y de capitales permitiendo el libre atesoramiento de moneda extranjera para personas físicas y empresas, eliminando además para estas últimas la exigencia de liquidar exportaciones. **El resultado fue exitoso desde el punto de vista financiero: los residentes comenzaron a ingresar divisas que atesoraban por fuera del sistema financiero y los créditos en moneda extranjera se multiplicaron por diez hacia finales de la década.**

La necesidad hace la oportunidad

El momento elegido para la desregulación cambiaria es la antesala de la liquidación de la cosecha gruesa del sector agropecuario que ocurre entre abril y junio de cada año. Este es el período del año con mayor oferta de divisas en el mercado de cambios,



durante el cual, generalmente, el BCRA acumula divisas. **Este marco le permite al gobierno lanzar la nueva fase del programa económico con un flujo de divisas a su favor que permita crear confianza en operadores, empresas y público en general, sobre la viabilidad del programa.**

Sin embargo, el riesgo es elevado, lo que hace dudar si se trata de un momento oportuno, o bien el gobierno hubiera preferido someterse a esta compleja prueba pasadas las elecciones de medio término.

La banda establecida del 40% es amplia, por lo que puede aportar mucha volatilidad a una economía que será “plebiscitada” en el mes de octubre en esas elecciones. De momento, el gobierno apuesta a que la entrada de dólares estacionales y el ingreso de capitales financieros acerquen la cotización del tipo de cambio a la banda inferior. Esto permitiría retomar el proceso de desinflación, principal activo político del gobierno nacional.

Por otro lado, **el esquema comprometido implica mayor presión sobre la actividad económica.** El gobierno se compromete a profundizar un ajuste fiscal que ya es elevado y tiene como variables de ajuste partidas sensibles como los subsidios a las tarifas de servicios públicos y las jubilaciones y pensiones del sistema previsional. El ajuste puede ser parcialmente compensado con mayor apreciación de la moneda, como pretende el gobierno nacional, en detrimento del entramado productivo que verá afectada la competitividad de sus exportaciones y localmente deberá competir con productos extranjeros cada vez más accesibles.

Como vemos, la liberación del cepo aún es parcial y responde a una actitud cautelosa por parte del gobierno. La propuesta es un esquema flexible, pero limitado para evitar que shocks transitorios desajusten las expectativas y alteren la sostenibilidad del programa. De igual manera, se trata de una apuesta que tiene por objetivo sentar las bases de una economía con mayor flexibilidad sin que esta se traduzca en volatilidad.

Una nueva fase de acumulación financiera

Hacia la etapa final del cepo, las expectativas de devaluación se incrementaron notablemente, lo que se reflejó en un aumento de la brecha cambiaria. El diagnóstico subyacente argumentaba que la apreciación cambiaria había llegado a un límite y era necesaria una devaluación del tipo de cambio para equilibrar el saldo entre exportaciones e importaciones. A su vez, la devaluación de la moneda permitiría recomponer los márgenes del sector agropecuario que sería incentivo y condición para que el sector liquide su producción. Sin embargo, tras la desregulación cambiaria la cotización del dólar llegó a estar muy cercano a la cotización con regulaciones para



luego acomodarse en la zona de los \$1.200, por debajo de la operada en los mercados financieros previa a la salida del cepo.

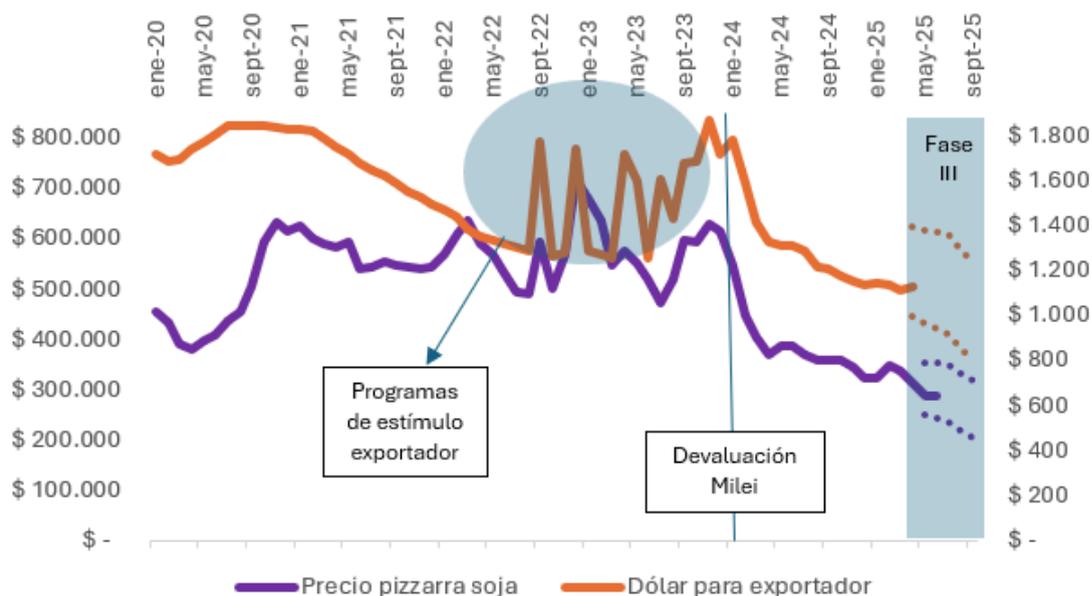
Esto se explica por al menos tres factores fundamentales. En primer lugar, el esquema en sí mismo aumenta el flujo de divisas en el mercado de cambios al eliminar el dólar blend que se llevaba 20% de las exportaciones hacia el mercado financiero. En segunda instancia, opera el efecto estacional que mencionamos anteriormente, durante la liquidación de la cosecha gruesa la oferta de dólares es positiva lo que permite al BCRA acumular reservas; en ausencia de la intervención del BCRA el exceso de divisas empuja la cotización hacia abajo, al menos de manera temporal. Por último, las medidas complementarias, y el mensaje del gobierno dan indicios sobre la dirección pretendida del esquema cambiario. **Este se devela como un esquema con ingreso de divisas provenientes de la cuenta financiera que permitan equilibrar los desbalances de la cuenta corriente y no como un modelo de acumulación de divisas proveniente del comercio exterior, que requiere un nivel más elevado de tipo de cambio.**

El atraso cambiario expresado a través de dólar exportador afecta tanto a la empresa exportadora como a la que participa solo del mercado local (ver gráfico 2). Para el exportador la apreciación cambiaria disminuye la rentabilidad llegando incluso a hacer inviable la colocación de la producción en el exterior, y para la empresa local significa competir con productos abarataados del exterior.

En el sector agropecuario la problemática es particular. A la apreciación cambiaria se le suma la caída de los precios internacionales de los commodities. Como resultado, el precio actual de la soja medido en pesos es el peor de la década en curso. Adicionalmente, el gobierno insiste con que la baja de retenciones que realizó en febrero corresponde a una medida temporaria que terminará el 30 de junio, por lo cual los derechos de exportación subirán nuevamente al 33%, sensiblemente por encima del 26% actual.

Hacia delante la tendencia del tipo de cambio sigue siendo decreciente. Con bandas ampliándose al 1%, previsiblemente por debajo de la inflación esperada, el techo tiende a contraerse en términos reales mientras el piso se hace más profundo. En el sector agropecuario la perspectiva empeora producto de la restitución de la alícuota para el mes de julio, donde ya se advierte que, de caer la cotización de la divisa hacia la banda inferior, y producirse el incremento de los derechos de exportación, la tonelada de soja podría alcanzar los \$250.000 pesos. Para tener como referencia, es similar al precio nominal de pizarra al que se comerciaba durante las últimas semanas de gestión del gobierno de Alberto Fernandez que, si equiparamos el poder adquisitivo, equivaldrían hoy a \$630.000 aproximadamente.

Gráfico 2: Evolución del tipo de cambio exportador y precios de pizarra por tonelada de soja en pesos constantes de 2025 desde enero-20 hasta septiembre-25*



Elaboración propia en base a datos de BCR y BCRA

En definitiva, el gobierno nacional estableció un esquema cambiario flexible con incentivos al sector financiero. El esquema no tiene por objetivo apuntalar la balanza comercial a través de una devaluación de la moneda para alcanzar aumento de exportaciones o encarecer el ingreso de importaciones. Sino que **esta etapa ofrece un marco donde se pueda refundar el carry trade, ya no sólo con las divisas ingresadas por el blanqueo de capitales, sino también habilitando la posibilidad de que ingresen capitales extranjeros**. Para que esto ocurra es necesario que el tipo de cambio tienda a acercarse a la banda inferior a la vez que se consolide una reducción de la tasa de inflación que permita recobrar las tasas de interés positivas.

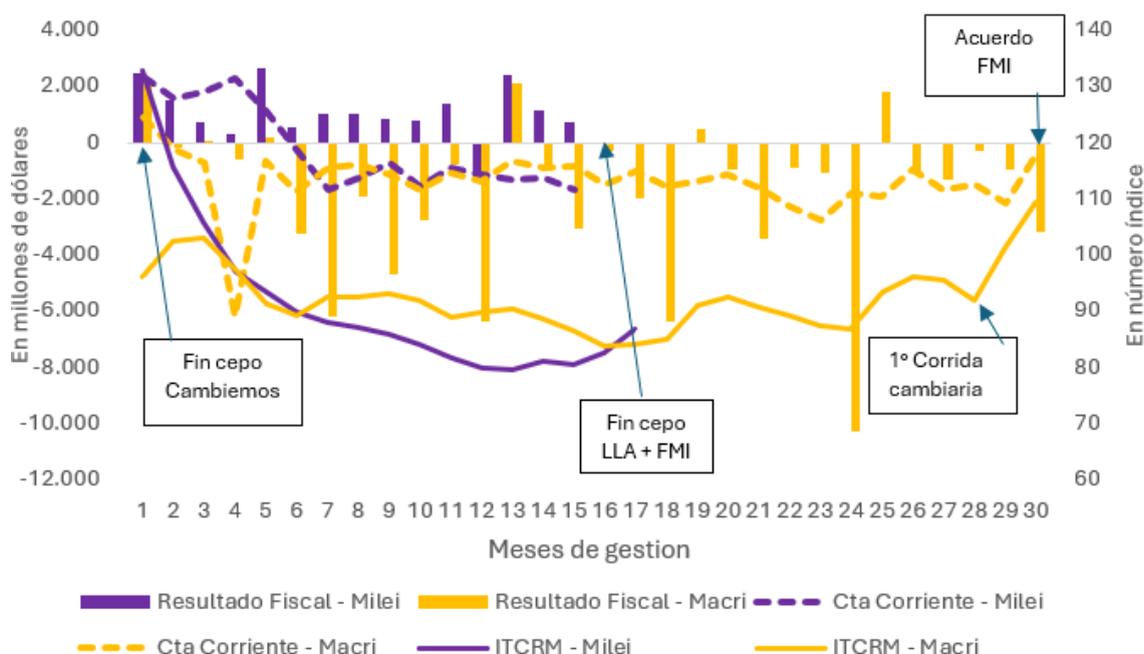
Flotación cambiaria y FMI

Se podría comparar el proceso recientemente inaugurado con la experiencia de Mauricio Macri durante su gestión frente al ejecutivo nacional entre diciembre de 2015 y diciembre de 2019. El 10 de diciembre de 2015, tras el cambio de gobierno, el nuevo ejecutivo puso fin a las restricciones cambiarias erigidas durante el gobierno de Cristina Kirchner y se dio paso a un esquema de flotación administrada del tipo de cambio. El esquema permitió el ingreso de capitales extranjeros que aprovecharon las altas tasas en pesos y la



apreciación del tipo de cambio para el carry trade. A través de este mecanismo se financió una cuenta corriente que fue sostenidamente negativa en todo el período, junto a un déficit fiscal permanente. Tras 2 años y medio de gestión el programa entró en crisis, el contexto internacional y las debilitadas cuentas públicas aceleraron la salida de los capitales, lo que llevó al gobierno de Macri a negociar el respaldo del FMI, quien respondió con un préstamo récord para la historia del país y del organismo de \$45.000 millones de dólares.

Gráfico 3: Evolución de las principales variables macroeconómicas de las gestiones de Javier Milei y Mauricio Macri



Elaboración propia en base a datos del BCRA y Ministerio de Hacienda

Existen evidentes similitudes, como se observa en el gráfico anterior. Ambos esquemas apuestan a financiar el déficit de cuenta corriente a través de la cuenta financiera. En el caso de la administración macrista el freno lo puso la crisis, en la administración actual no está aún claro cuál es el límite de esta herramienta. Otro aspecto para resaltar es que, en ambos casos, persiste un tipo de cambio bajo (ITCRM), una característica que suele estar presente en este tipo de programas donde el precio de la divisa se desvincula del aparato productivo y tiende a apreciarse a medida que ingresan los capitales.



Sin embargo, también es preciso remarcar algunas diferencias respecto a dicha experiencia reciente. En primer lugar, el gobierno nacional se dispone a desregular el mercado de cambios de manera parcial. Existen aún restricciones cruzadas que evitan que las empresas accedan al mercado de cambios y al mercado financiero, restricciones a los giros de utilidades originados en períodos anteriores a 2024 y un esquema de bandas que marca con claridad los límites de la flotación cambiaria. En segunda instancia, durante el gobierno de Mauricio Macri, el desequilibrio fiscal fue persistente en toda la gestión, creando un gran stock de pasivos en pesos que durante la reversión de capitales fueron al dólar, acelerando el deterioro. En contraste, la administración actual mantiene un superávit primario limitando en gran medida la creación de pasivos en pesos por parte del Estado. Por último, existe una diferencia no menor respecto a la sucesión de los hechos: el gobierno actual llega al FMI para construir un programa que le permita desregular el mercado de cambios, en tanto la administración macrista llegó al organismo con un programa en crisis y obtuvo un préstamo que fue utilizado para dar salida a los capitales.

De igual forma, son otros los condicionantes que tiene el gobierno actual. Mauricio Macri gestionó una economía relativamente desendeudada que, a medida que avanzaba el programa, incrementó el nivel de deuda. Lo contrario sucede en el caso actual donde uno de los principales problemas es el alto endeudamiento de corto plazo, lo que añade fuertes presiones al frente externo y plantea dudas respecto a la posibilidad de incrementar los niveles de deuda existentes.