

Del Cepo al Semi Cepo

Informe de Mandrillus Sphinx del 16/04/25

Argentina contará con US\$ 23.000 millones de libre disponibilidad a lo largo de 2025: 12 mil millones llegarán esta semana y otros 2.000 se cobrarán en junio. A esto se sumarán 3.600 millones provenientes de organismos internacionales y 2.000 millones del repo del BCRA. Mientras que se agregarán desembolsos adicionales por 3.500 millones que se partirán entre 1.000 millones del FMI y 2.500 millones de organismos sin especificar. Así, **el total de desembolsos de libre disponibilidad será de 23.000 millones**¹.

El comunicado del FMI parece no tener dudas respecto del programa económico local ya que el país seguirá, “las prioridades de un ancla fiscal fuerte, hacer la transición a un régimen monetario y cambiario más robusto, con mayor flexibilidad cambiaria, e impulsar reformas”. **Impresionante el vocabulario**. Estos comunicados los debe redactar siempre la misma persona porque el palabrerío es muy similar en todos los casos.

Sin embargo, la profundización del programa ya implementado en 2024 difícilmente genere otros resultados que los obtenidos al momento: desde que comenzó el “ahorro” (por un total de 50 billones de pesos) los principales componentes afectados fueron: obra pública (-12,6 billones), jubilaciones (-11,8 billones), programas sociales (-6,9 billones), salarios (-4,3 billones), transferencias a provincias (-3,7 billones) y subsidios a energía (-3,6 billones)².

Lo cierto es que, tras un enorme recorte fiscal y recesión económica en 2024, persisten problemas de magnitud para la acumulación de reservas y el sostenimiento de la política cambiaria actual, con una aceleración de la inflación (+3,7% en marzo) que proseguirá en ascenso en los próximos meses.

Así, en lo que va del año se perdieron US\$ 5.000 millones de las reservas, ubicándose en US\$ 24.773 millones el 10 de abril, **un nivel apenas superior al comienzo de la gestión de Milei**. Una de las exigencias del Fondo es que el BCRA compre en el MULC US\$ 4.900 millones en los próximos 2 meses para acumular reservas netas y US\$ 9.400 hasta fines de diciembre (sin contar aportes del Fondo ni de otros organismos). Eso se logra adquiriendo divisas en el MULC, o sea en el mercado (dentro de la banda fijada), o en última instancia emitiendo deuda (si puede)³.

Esta es la gran incógnita de los especialistas, como hará el BCRA para acumular reservas si hasta ahora las fue perdiendo. Únicamente si el dólar va al piso de la banda el BCRA podrá cumplir con esas metas, sino deberá intervenir en la flotación entre bandas. Puede ser también intentar sostener el “carry trade”⁴ mediante las intervenciones del BCRA para aminorar la suba de los dólares financieros.

Ahora poner el dólar en el piso de la banda significa seguir con la política de apreciación del tipo de cambio con todos los problemas sociales y económicos que pueden aparecer. Sostener el atraso cambiario implica que la apertura comercial agrave el déficit de cuenta corriente por el lado del turismo (US\$-2.600 millones diciembre y febrero) y por la reducción del superávit comercial de bienes con aumento de las importaciones⁵. Hay que tener en cuenta que a pesar de los amplios beneficios fiscales, aduaneros y cambiarios a las nuevas inversiones establecidas por la ley RIGI, 2024 fue el año de menor inversión extranjera en 20 años para los que se tienen estadísticas comparables.

¹ El martes 15 el BCRA recibió US\$ 12.494 con lo cual las reservas aumentaron a US\$ 36.799 millones.

² <https://www.ceso.com.ar/tercera-fase-cambio-regimen-o-fin-ciclo>

³ El Fondo exige captar inversores no residentes que apuesten al nuevo carry trade que cuenten con un plazo de permanencia mínimo de seis meses para retirar los capitales que ingresen al país. El diputado Luciano Laspina dijo: "Es 'extraño' liberar el MLC para firmas no residentes mientras se le prohíbe salir a las firmas residentes. Si queremos que ingresen dólares para apreciar el dólar contra el piso de la empezaría por derogar la ley penal cambiaria y liberar todo".

⁴ El 'carry trade' es una estrategia de inversión en la que un inversor toma prestado dinero en una moneda con una tasa de interés baja y lo invierte en una moneda con una tasa de interés más alta. El objetivo es beneficiarse de la diferencia entre las tasas de interés, conocida como el 'carry'

⁵ <https://economia4punto0.wordpress.com/2025/04/04/balance-cambiario-del-bcra-marzo-2025/>

En esta coyuntura se hace evidente el punto crítico que enfrenta el gobierno nacional, que tiene por delante además los vencimientos del sector público, los vencimientos del BCRA (BOPREAL) y los abultados vencimientos de las obligaciones negociables que emitieron las grandes empresas (**en lo que resta del año se deberán afrontar compromisos en moneda extranjera por casi US\$ 19.000 millones**) por lo que el aporte del Fondo podrá aliviar coyunturalmente la insolvencia pero no resolverla, máxime en el actual contexto internacional.

En otra parte del documento publicado por el FMI se subrayó la necesidad de “avanzar en una amplia gama de reformas estructurales para fomentar una economía más dinámica y orientada al mercado” a partir de “una disciplina continua del gasto, medidas de eficiencia y **reformas bien secuenciadas de los sistemas tributario, de coparticipación de ingresos y de pensiones**”.

Sobre estas medidas de corte estructural, el Fondo debe tener en agenda desde hace tiempo lo vinculado a la reforma del sistema previsional y alguna reforma laboral, a la vez que es esperable que también se insista con privatizaciones incluso de empresas superavitarias, mucho de lo cual puede ir apareciendo más en detalle las revisiones trimestrales. Es decir, **además de la devaluación y modificaciones cambiarias, el FMI impone un combo de reforma de jubilaciones -fijada para 2026 en el Staff report-, mayor flexibilidad laboral, menos recursos a las provincias y mayor apertura económica.**

En síntesis, el programa focalizado estrictamente en políticas de ajuste tiende a **reducir la demanda interna**, especialmente el consumo de los sectores mayoritarios, para frenar el crecimiento y dejar más divisas para afrontar los pagos de dólares al Fondo, a la vez que, por otro lado, también reduce el tamaño del sector público. De hecho, el Fondo plantea **una mayor reducción de los subsidios tarifarios**, pese a que el gasto de servicios cuadruplicó en 2024 su peso en los ingresos familiares⁶.

En relación con esto “se generan condiciones de acceso a derechos básicos muy diferenciales entre quienes pueden acceder al sector privado y quienes no, entre quienes pueden tener ciertos niveles de calidad de vida y quienes, por el contrario más dependen de los servicios del Estado. Sin dudas, las políticas del nuevo acuerdo con el FMI van a seguir profundizando la pérdida de calidad y dignidad de vida, poniendo en tensión la garantía de derechos humanos por parte del Estado”.

Sobre la política cambiaria, el Gobierno anunció que llega a su fin el “cepo” cambiario ya que se implementará un nuevo régimen de flotación dentro de bandas entre \$ 1.000 y \$ 1.400, con una actualización mensual del 1%, hacia arriba y abajo. La última cotización oficial fue de \$1.233, y con los impuestos el turista cerró a \$1.599⁷.

En ese marco, se anunció también en materia de exportaciones la eliminación del Programa de Incremento Exportador para la liquidación de exportaciones (“dólar blend”) por el que los exportadores podían liquidar a un precio al 80% dólar oficial y 20% en el contado con liquidación (CCL); a la vez que para las importaciones se eliminó el plazo de 30 días de espera para que pudieran acceder al mercado oficial de cambios, mientras que se habilitó el giro de utilidades al exterior a **partir de balances iniciados en 2025** (lo cual significa que sería operativo a partir de 2026) y se levantó la mayor parte de las restricciones para la compra de divisas por parte de personas humanas (no tanto).

Por primera vez desde 2019, las personas podrán comprar dólares en el banco sin tope, a través de home banking y sin restricciones extra. El cepo cambiario, que comenzó durante el gobierno de Mauricio Macri y se profundizó con la gestión de Alberto Fernández, se levanta para las personas físicas, según anunció el Banco Central.

El dinero podrá luego retirarse en una sucursal o cajero automático, o mantenerse en la cuenta para hacer pagos electrónicos o transferencias. **Solo quienes vayan con efectivo a la ventanilla tendrán un límite: podrán comprar hasta US\$ 100 por mes.** En cambio, si se opera desde una cuenta, no hay tope fijado.

⁶ <https://economia4punto0.wordpress.com/2025/04/14/precios-de-alimentos-y-bebidas-y-servicios-en-el-marco-de-la-inflacion-2/>

⁷ <https://cenital.com/ya-no-hay-tiempo-de-lamentos-ya-no-hay-mas/>

Hasta ahora regía un límite de US\$ 200 para la compra en el mercado oficial, pero en la práctica pocas personas podían acceder por una serie de restricciones vigentes. Sin embargo, con la nueva medida, este límite desaparece para las compras realizadas a través de cuentas bancarias.

La única restricción que se mantendrá vigente es la compra de dólar en efectivo por ventanilla. Bajo esa modalidad únicamente se podrán adquirir 100 dólares por mes. Esta medida responde al control financiero que se hace para evitar el lavado de dinero (según el BCRA).

Si bien en un momento se había generado una confusión con esta disposición, y se pensaba que era un límite para poder sacar los dólares del banco, desde Nación aclararon que el límite de 100 dólares es únicamente para la compra en efectivo, pero que no habrá límites a la hora de retirar los billetes.

Caputo aclaró que el cepo se levanta para las personas: “Esto es sólo para personas humanas. Las empresas seguirán con restricciones”. Por eso cualquiera con cuenta bancaria podrá comprar los dólares que quiera, siempre que tenga fondos. Se podrá hacer de manera simple, desde la web del banco o desde la app, sin tener que hacer declaraciones juradas ni cumplir condiciones previas.

Desde junio del año pasado el gobierno nacional está mostrando una cuenta corriente del balance cambiario negativa⁸, es decir, con saldos de salida permanente, y desde hace unos meses incluso déficit comercial **producto de la propia apreciación del tipo de cambio**. A esto se puede sumar el impacto de la guerra comercial en curso entre China y Estados Unidos, que hace que haya sobrante de mercadería china que puede presionar para ingresar, por ejemplo, a Argentina, como viene ocurriendo. Naturalmente, todo induce a una mayor desindustrialización en el país y pérdida de puestos de trabajo, sobre todo entre las pymes, algo que estamos observando.

¿Qué pasa con el pago de las tarjetas en dólares? Por el momento se mantendrá el recargo del 30% para los consumos en el exterior con tarjeta o para servicios locales en dólares que se paguen en pesos. En tanto que, quienes decidan cubrir el gasto en moneda extranjera directamente con dólares no tendrán ningún recargo.

Conclusiones

Un nuevo acuerdo con el FMI parece ser la última carta del Gobierno para llegar a las elecciones sin una crisis externa. Esta gestión logró terminar 2024 pudiendo hacer frente a los vencimientos de deuda sin tener acceso al mercado a través de dos mecanismos: la acumulación de reservas (gracias a una recesión que bajó el nivel de importaciones, a la postergación del pago de una parte de las mismas y a la emisión de BOPREALES), y el blanqueo de capitales.

Pero en 2025 hay vencimientos por más de US\$ 15 mil millones, una cifra que podría incrementarse si, por ejemplo, se comienza a cancelar el swap con China o si el BCRA continúa utilizando dólares para contener la brecha cambiaria. De esta manera, una inyección de divisas provenientes del FMI parece ser la única salida para sostener este modelo, aunque tampoco está exenta de contradicciones.

El nivel de reservas internacionales seguirá siendo un termómetro clave para medir la sostenibilidad del ajuste, mientras que el nuevo sistema de bandas móviles será puesto a prueba por un incremento en la demanda de divisas en el medio local⁹. Por eso "el éxito final de las medidas dependerá de que el país atraiga capitales de inversión de largo plazo para no depender de capitales financieros de corto plazo".

Históricamente, las políticas del Fondo se opusieron a los esquemas de apreciación cambiaria, al cepo cambiario, y a la utilización de reservas para contener el precio del dólar. Desarmar este andamiaje y/o devaluar para acceder a dólares significaría un recalentamiento de los precios, caídas más pronunciadas de los ingresos, y un impacto electoral negativo.-----

⁸ <https://economia4punto0.wordpress.com/2025/04/04/balance-cambiario-del-bcra-marzo-2025/>

⁹ <https://eleconomista.com.ar/economia/tras-salida-cepo-moodys-revelo-dato-seguira-siendo-termometro-clave-n83925>