

El fracaso del plan económico de la motosierra

Informe¹ del Eternauta del 08/05/25

¿Cómo es el acuerdo reciente con el FMI?²

El pasado 11 de abril, el Gobierno argentino cerró un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), se trata de un Programa de Facilidades Extendidas, que viene a adicionarse al anterior programa ya vigente. Se recibirán recursos hasta 2029, pero un 75% se lograran en 2025 (algo excepcional). A partir de 2030 y hasta 2039, la Argentina deberá abonar el saldo adeudado (ver gráfico abajo).

Nuestro país muestra una larga, y poco aleccionadora, trayectoria en materia de acuerdos con el FMI; ***el presente Programa es el número 23***. De hecho, la Argentina es el país de desarrollo medio con más tiempo de vigencia de este tipo de programas. Desde que adhirió en 1956, el período más largo sin compromisos con el FMI fue de 12 años, a partir de la cancelación de las acreencias en 2006 hasta 2018.

En 2018, se firmó un acuerdo stand-by, del que resultó un endeudamiento de US\$ 44.500 millones, éste fue seguido por un Programa de Facilidades Extendidas en 2022 (Martín Guzmán). Esta vez, ***lo firmado representa un incremento de nada menos que US\$ 20.705 millones*** (con 48 meses de gracia y a una tasa de 5,63%) aproximadamente por encima de un ya abultado monto existente.

En términos prácticos, este nuevo préstamo cubre con precisión quirúrgica los vencimientos del programa anterior con el FMI, firmado en 2018 y refinanciado en 2022. ***La Argentina es hoy día el principal deudor del Fondo***, habiendo recibido casi el 40% del total de créditos otorgados.

El presente programa se trata de un endeudamiento sin precedentes en la historia de las relaciones entre Argentina y el FMI, su valor supera varias veces la cuota de financiamiento que por norma corresponde a nuestro país. Este régimen no es la fase 3 de un plan que ha fracasado, sino ***“un nuevo plan”*** de ordenamiento de la política cambiaria, en este caso dictado por el FMI. Existe el consenso entre financistas y dirigentes, no explicitado, de que se trata de un esquema cambiario de transición hasta las elecciones de medio término, en octubre próximo.

¿Cuánto recibirá el país?

En esta oportunidad, además, se prevé desembolsar gran parte del mismo este año: US\$ 12.000 millones ahora, y US\$ 2.000 millones en junio con la primera revisión. Así como lo contamos es algo inédito en este tipo de operaciones. Por ejemplo, veamos:

- El gobierno de Javier Milei afrontará sin problemas estos vencimientos, ya que cuenta con los US\$ 12.000 millones que ya recibió del organismo.
- Además, en lo que resta del año el Tesoro recibirá un refuerzo de US\$ 2.000 millones en junio (1era revisión del Banco) y otros US\$ 1.000 millones a fin de año para completar esta parte del programa del US\$ 15.000 millones. Además, el cronograma incluirá tres desembolsos anuales (en 2026, 2027 y 2028) de US\$ 1.400 millones cada uno, y otros US\$ 700 millones en 2029³.
- Antes de junio se sumarán otros US\$ 3.600 millones en base a préstamos de otros organismos de crédito internacionales, que aportarán US\$ 2.500 millones más antes de fin de año. También se espera que el Banco Central complete una operación “repo” con bancos internacionales por otros US\$ 2.000 millones. Gracias a esos fondos extra de de

¹ Basado en <https://www.cadenaoh.com.ar/web/zaiat-el-acuerdo-con-el-fmi-es-la-prueba-del-fracaso-del-plan-economico-de-milei/> y <https://www.ambito.com/finanzas/fmi-gobierno-despejo-la-carga-la-deuda-2025-pero-inquietan-los-vencimientos-partir-del-proximo-ano-n6135039>

² <https://www.pagina12.com.ar/822240-una-vez-mas-un-acuerdo-de-deuda-incumplible>

³ <https://www.perfil.com/noticias/economia/el-calendario-de-vencimientos-con-el-fmi-avanza-este-viernes-el-gobierno-debe-pagar-us-620-millones.phtml>

otros organismos, como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), y un nuevo repo (deuda privada).

- Así la Argentina recibirá USD\$ 23.100 millones de libre disponibilidad a lo largo de este año. La disponibilidad implica que ese dinero podrá utilizarse para canjear las Letras Intransferibles en poder del BCRA para capitalizar a la entidad monetaria y darle solidez para responder frente a presiones cambiarias.

¿A cuánto ascenderá la deuda de argentina?

Según lo informado por el organismo, habrá que pagar los vencimientos de capital de la deuda contraída en 2018 más los intereses sobre la deuda total, **que llega a casi US\$ 57.000 millones**. De ese total, US\$ 41.700 millones del préstamo de 2018/19 que aún se adeuda más los US\$ 15.000 millones de los primeros desembolsos del nuevo crédito.

¿Qué es la Base Monetaria Amplia?

Javier Milei repite el eslogan de que no habrá pesos suficientes por el límite autoimpuesto de expansión de la Base Monetaria Amplia⁴, que puedan provocar una fuerte suba del tipo de cambio. No se requiere de muchos elementos para demostrar que **el factor perturbador de la estabilidad cambiaria no es la cantidad de pesos primaria, definida por el Banco Central, sino la disponibilidad de dólares en las reservas de la entidad monetaria**.

Por ejemplo, la Base Monetaria Amplia se mantiene constante en alrededor de los 48 billones de pesos desde hace casi un año. Pese a la evolución de esta variable, que el equipo económico considera clave para neutralizar las presiones cambiarias, la corrida igual se precipitó. Un reciente informe de la Gerencia de Estudios Económicos del BPBA explica que **la cantidad de “pesos que pueden ir al dólar” depende más de los billetes y monedas, cajas de ahorro, cuenta corriente y plazos fijos en manos del sector privado que de la Base Monetaria Amplia**.

Detalla que, en el último año, el M2 privado creció 84% en términos nominales. En contraste, las reservas brutas aumentaron 6%, y la relación de agregados monetarios amplios y reservas obviamente se amplió. Apostar a la restricción monetaria como la herramienta más potente de neutralización de la demanda de dólares sólo limita la potencialidad del crecimiento económico. Un horizonte acotado de recuperación del nivel de actividad desalienta las inversiones en el sector productivo, fundamentalmente de la extranjera proveedora de dólares de mediano y largo plazo.

De todas formas el reciente **giro de utilidades del Banco Central al Tesoro** puso en primer plano una zona gris en la política monetaria del gobierno. Esos \$ 11,7 billones que se giraron al BCRA quedarán guardados en una cuenta especial, por lo que no incrementarán la oferta de dinero, pero podrían ser utilizados si en las próximas licitaciones de deuda de la Secretaría de Finanzas si no se renuevan todos los vencimientos.

La remesa fue puesta a disposición del gobierno en cumplimiento del artículo 38 de la carta orgánica del BCRA, establece que las utilidades no capitalizadas o aplicadas en los fondos de reserva “deberán ser transferidas libremente a la cuenta del Gobierno nacional”. La entidad, favorecida por el traspaso de su deuda con bancos al Tesoro y la revalorización de sus bonos en cartera, destinó \$ 7,7 billones a compensar las pérdidas sufridas en 2023 y transfirió el resto⁵.

La decisión también parece contraponerse al objetivo declarado de la solicitud de asistencia al FMI, que era recapitalizar el Banco Central. En teoría, **los fondos aportados por el organismo multilateral iban a ser para recomprar letras intransferibles del Tesoro** que

⁴ Es el agregado monetario que incluye, además de la base monetaria (el dinero en circulación más los depósitos de las entidades financieras en el Banco Central), instrumentos de deuda -Leliq, pases y Lefi- y pesos depositados en la cuenta única del Tesoro en el Banco Central.

⁵ “El giro de utilidades del BCRA al Tesoro termina con la estabilidad en la base monetaria amplia, una de las tres anclas del programa que se sostenía desde hace casi un año. El 25 de abril (fecha de la operación) la base monetaria amplia creció un 26 %”, observó el analista Christian Buteler.

el Banco había sido obligado a aceptar. **Las ganancias giradas al gobierno representan la mitad de los US\$ 20.000 millones del préstamo, monto que podría haberse evitado de agregar a la deuda pública.**

¿El crédito otorgado detuvo la corrida cambiaria de abril?

La restricción principal son los escasos dólares disponibles; no la cantidad de pesos de la BMA. **La inmensa masa de dólares ingresada al Banco Central detuvo la corrida cambiaria; no la restricción monetaria de la base amplia.** El sendero óptimo para aliviar las presiones cambiarias no se encuentra en limitar los pesos existentes, sino en **ampliar la oferta de dólares** (quizás a eso apunten las próximas medidas para generalizar los pagos en dólares).

Ni el fuerte ajuste fiscal ni la restricción monetaria en 16 meses de gestión económica de Milei impidieron la corrida cambiaria hasta que apareció el salvataje del Fondo⁶. El largo brazo financiero del FMI-Estados Unidos rescató en el momento que se estaba cayendo en el vacío del abismo, al gobierno de Milei, para ubicarlo nuevamente en el borde.

La avalancha de US\$ 13.500 millones del FMI-BM en apenas dos días detuvo, en forma provisoria, el proceso de acelerado deterioro del stock de reservas de libre disponibilidad del Banco Central.

Para conseguir los dólares, Milei tuvo que abandonar el régimen cambiario de ajuste mensual (crawling peg) y reemplazarlo por el de bandas cambiarias. Este esquema tiene un piso de 1.000 pesos y un techo de 1.400 pesos por dólar, con actualización mensual de -1% y +1%, respectivamente. Así, los extremos de la banda se ampliarán en lugar de achicarse.

En los límites, el Banco Central está obligado a comprar o vender, según el caso, mientras que en el medio habrá flotación, **aunque con la opción de intervención**, porque la entidad monetaria podrá comprar o vender cuando lo considere pertinente. De todas formas, el "macho" **Milei adelantó, en forma temeraria, que no comprará hasta que la paridad llegue al piso de la banda** para mostrar una supuesta fortaleza política que hoy parecería está en dudas.

El saldo inicial, en los primeros días del nuevo esquema cambiario, muestra que las reservas brutas del Banco Central subieron. La disponibilidad aumentó considerablemente desde el mínimo de US\$ 24.305 millones (lunes 14 de abril) a US\$ 37.997 millones (8 de mayo), y cayendo, luego de los **dos veranitos financieros del 2024**: los dólares del comercio exterior en la primera mitad, los del blanqueo de capitales en la segunda, y los financieros del carry trade en ambos, se precipitó la corrida.

Habrà que ver cuánto tiempo dura esta nueva bicicleta especulativa, porque el riesgo es mayor que en las dos oportunidades anteriores: **la cuestión electoral** que, dependiendo de las perspectivas del resultado de las elecciones, en especial la de octubre próximo, definirá la mayor o menor propensión al riesgo de los financistas.

¿Podrá el BCRA defender el techo de la nueva banda cambiaria y acumular reservas "genuinas"?

Cabe recordar que la letra chica del acuerdo con el FMI plantea un objetivo de acumulación de reservas netas en US\$ 5.100 millones, como la cantidad de dólares que el BCRA deberá comprar para cumplir la primera meta de reservas netas con el FMI, que vence el 15 de junio. Luego son US\$ 10.000 millones lo que deberá conseguir para la meta de fin de año. Como dijimos no contempla los desembolsos de organismos.

En ese sentido, la consultora 1816 remarcó que si el BCRA no logra comprar divisas, dichas obligaciones deberán ser cumplidas con los abultados recursos provenientes del organismo (ya se hizo una vez porque no hacerlo de nuevo). "En nuestro escenario base, en el que el tipo de cambio no llega al piso de la banda y no hay acceso inmediato al mercado voluntario

⁶ <https://economia4punto0.wordpress.com/2025/04/28/seguimiento-de-indicadores-economicos-claves/>

de deuda, el BCRA (o, en su defecto, el Tesoro), comprará dólares adentro de la banda para acumular reservas". Una nueva mentira de Milei.

¿Alcanzan los dólares del acuerdo para cancelar las deudas?

Los dólares del FMI quedan entonces disponibles para cancelar deuda con bonistas y pago de intereses y capital de créditos de organismos financieros internacionales, entre ellos el del propio Fondo Monetario.

Milei está cayendo una y otra vez en esta trampa: convocar la entrada de dólares financieros para, en un escenario de estabilidad cambiaria temporaria, conseguir dólares del carry-trade o de inversiones productivas (con el RIGI) y del comercio exterior.

El elemento que desmoronó y seguirá desmoronando esta estrategia es **el empecinamiento en reprimir la tasa de inflación con atraso cambiario**. En 2025, la balanza comercial (diferencia entre exportaciones e importaciones) disminuirá, por lo menos, en 10.000 millones de dólares. La cuenta Servicios (el saldo de turismo al exterior y el receptivo) será negativa. Y, en lo que resta del año, los pagos de deuda pública en moneda extranjera suman US\$ 13.500 millones.

Según la Oficina de Presupuesto del Congreso vencen:

-En mayo, US\$ 620 millones para pagos al FMI y otros organismos.
-En junio, otros US\$ 300 M, mayormente con multilaterales.
-En julio llegará el grueso de la cuenta, con pagos a bonistas privados, más algo más a organismos, total: US\$ 4.800 M.
-En agosto se suman otros US\$ 1.100 M al FMI (861) más organismos.
-En septiembre, ya en la previa a las elecciones legislativas nacionales, otros US\$ 900 M a multilaterales. Hasta ahí, un total de US\$ 7.700 M. Quizás más con las de otros organismos.
-La cuenta se extiende hasta fin de año: en octubre, otros US\$ 300 M.
-En noviembre se suman US\$ 1.300 M, con el FMI como protagonista con 833.
-Y en diciembre otros US\$ 300 M. Casi un total de US\$10.000 M.

El auxilio del Fondo se agotará en pagar estos compromisos. Los dólares del FMI son muchos, pero no alcanzan

El Fondo entregó un crédito excepcional (que varios directores se negaron a firmar) pero el panorama de disponibilidad de dólares muestra una situación muy estrecha. Esto mismo lo observa la burocracia del FMI para definir **la exigencia de acumulación de reservas netas del Banco Central**: el objetivo en este punto definido en el acuerdo es ambicioso: **las reservas netas deberían crecer unos 10.000 millones de dólares en lo que resta de 2025**.

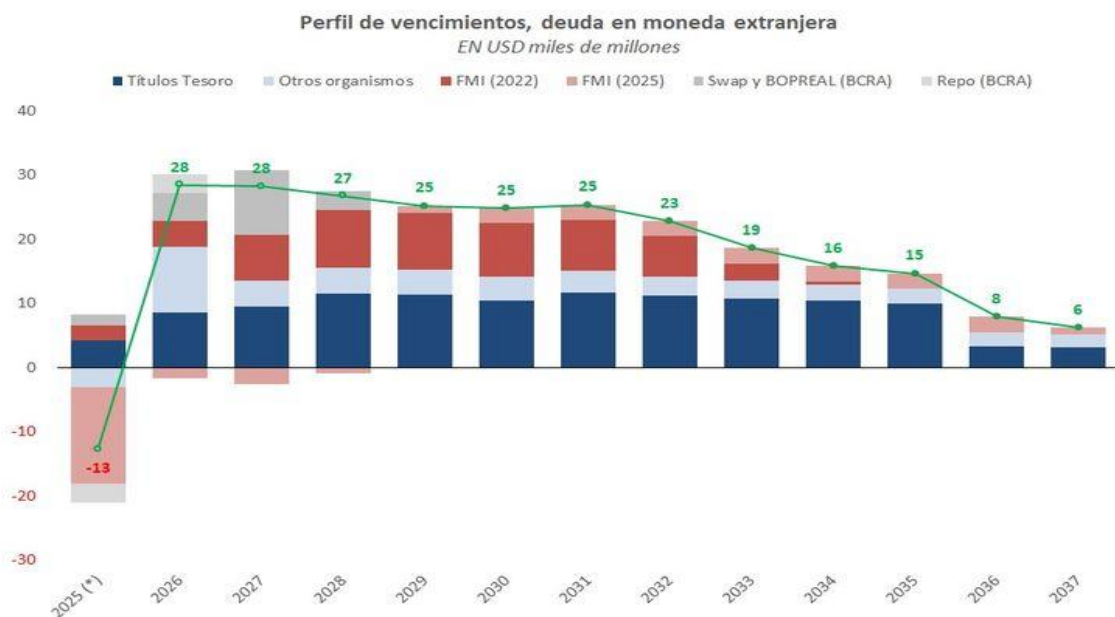
Entre 2026 y 2028 los vencimientos netos en moneda extranjera, sumando aquellas obligaciones con organismos, bonistas privados y por el Swap, dan un promedio anual de US\$ 28.000 millones (ver gráfico). Para cumplirla con superávit de cuenta corriente (es decir, con compras de dólares en el mercado), **el Banco Central debería adquirir 130 millones de dólares promedio por día en los próximos dos meses**. Todavía ni empezó esta tarea.

La referencia para identificar la complicada misión que enfrenta el titular de la entidad monetaria, Santiago Bausili, en enero y febrero compró 75 millones de dólares diarios.

A partir del año que viene, los vencimientos de la deuda se tornan muy abultados, lo cual obligará al Banco Central (BCRA) a acumular reservas de forma sostenida, y a la Argentina a retornar al mercado internacional para "rollear" los pasivos. Las perspectivas hacia adelante son mucho más desafiantes.

El nuevo acuerdo con el FMI incluye 4 años y medio de gracia, en los cuales no se deberán realizar pagos. Sin embargo, hasta entonces sí correrán obligaciones correspondientes al calendario fijado en la renegociación del 2022, encabezada por el ministro de Economía de AF, Martín Guzmán. Asimismo, a partir de 2029 comienzan a solaparse los pagos de los últimos dos acuerdos con el FMI. En consecuencia, para dicho año las obligaciones ascienden

a US\$ 25.000 millones, y se mantienen por encima de los US\$ 20.000 millones anuales hasta 2032.



Fuente: Gerencia de Estudios Económicos del Banco Provincia

Como se mencionó, el acuerdo con el Fondo alivia el problema de stocks de dólares de este año (pagos de deuda pública en moneda extranjera por 10.000 millones de dólares netos del swap con China). **El horizonte es más exigente: en 2026-2027 estas obligaciones suman unos 28.000 millones de dólares por año.**

¿Ante este panorama que opciones tiene el gobierno?

El pleno está jugado en conseguir abrir el mercado voluntario de crédito internacional. Frente a la expectativa de una balanza de bienes presionada por el aumento de las importaciones y un déficit de servicios que difícilmente se revierta en el corto plazo, la expectativa de financiamiento está posada en la cuenta capital. En particular, en el acceso al financiamiento con el sector privado, debido a que los organismos internacionales ya aportaron lo suyo.

La opción que le queda al gobierno de Milei es conseguir nuevo endeudamiento externo del mercado de capitales, puesto que las otras fuentes de financiamiento están agotadas. Para abrir esas puertas se requiere de una caída del riesgo país a niveles de 400 puntos (hoy se ubica en los 730 y en el mejor momento del gobierno de Milei bajó a 550), objetivo difícil de lograr en las actuales condiciones, como dijimos: incertidumbre electoral, veloz deterioro de la balanza comercial y acelerado déficit de la cuenta Servicios (turismo). La complicación máxima aparecerá en que, en esta instancia, luego de las elecciones de medio término, **el debate del atraso cambiario estará otra vez en máxima tensión e irrumpirá la expectativa de otro salto devaluatorio.**

Otro elemento, por el momento no evaluado por la mayoría de los analistas, es **el carácter de acreedor privilegiado del FMI**, que además concentra el 20% de la deuda externa argentina, lo cual desalentaría a inversores privados a participar de la compra de deuda nueva emitida por el gobierno de Milei.

Luego del desarme de los controles cambiarios (denominados “cepo”), **los países tardan hasta seis meses en colocar deuda.** En el gobierno de Macri los controles se relajaron en diciembre 2015 y la primera colocación de deuda -con otros fundamentos, un mundo menos tenso y con 4 puntos porcentuales menos de tasa de interés internacional- fue en abril de 2016.

De cara a fin de la década, sólo las exportaciones de Vaca Muerta emergen por el momento como el único caballito de batalla capaz de proveer los dólares necesarios a la cuenta corriente. La semana pasada los representantes de YPF pronosticaron que sus exportaciones

energéticas podrían alcanzar los US\$ 40.000 millones anuales hacia 2030, cuando en 2024 representaron unos US\$ 10.000 millones.

¿Cuáles son las condicionalidades?

El acuerdo incluye condicionalidades para los desembolsos, que se traducen en metas concretas en cuanto a reservas y financiamiento del BCRA al gobierno.

La acumulación de reservas es uno de los principales desafíos que tiene por delante el Banco Central tras la eliminación parcial del cepo, luego recibir el primer desembolso fuerte del FMI, y a eso se le agregan las exigencias del organismo y las intervenciones en el nuevo sistema de bandas.

Vale recordar que una de las metas impuestas por el Fondo Monetario Internacional exige acumular USD 4.000 millones de reservas netas para mediados de año, lo que en general se lee en el mercado como "una meta desafiante".

Y, si bien el riesgo país se encuentra a la baja, la posibilidad de acumular reservas depende en gran medida del acceso al mercado de capitales (ver ítem anterior), algo para lo que trabaja pero que todavía está en movimiento.

Como siempre se exige una aplicación continua del ancla de equilibrio fiscal general de las autoridades, en consonancia con el aumento del superávit primario de alrededor del 1,25% del PIB este año a alrededor del 2,50% del PIB a mediano plazo.

También se mencionan además un conjunto de acciones que el gobierno se compromete a encarar. Ellas se refieren a la eliminación de los fondos fiduciarios (excepto el referido al consumo de gas natural) y a la elaboración de proyectos referidos al sistema tributario, a la coparticipación federal de impuestos, al sistema previsional, a la reforma laboral, a la privatización de empresas públicas, entre otros. Se destacan también en el acuerdo sectores considerados estratégicos; ellos son energía, minería, agro-industria y economía del conocimiento.

Conclusión

A esta altura no se necesita ser un experto para tener una visión aproximada del futuro del país. Con un nivel de vencimiento de deudas de US\$ 20.000 millones hasta 2033, con un tipo de cambio sumamente apreciado y con escasas alternativas para mejorar nuestro nivel de exportaciones (más allá del RIGI que vemos pasar por la vereda de enfrente), son escasas las posibilidades para salir adelante. Es decir nuestro futuro sería agachar la cabeza y seguir pedaleando. Pero como los pueblos no suelen suicidarse es posible que aparezcan en el horizonte alternativas que hagan de este país un lugar más o menos viable.
