

**ARTÍCULOS** - *UNA VERSIÓN REDUCIDA DE ESTE INFORME SE PUBLICÓ EN LA VOZ EL 18/5/25*

# TODO SUBORDINADO A LLEVAR LA INFLACIÓN POR DEBAJO DEL 2% MENSUAL

POR JORGE VASCONCELOS



**IERAL**

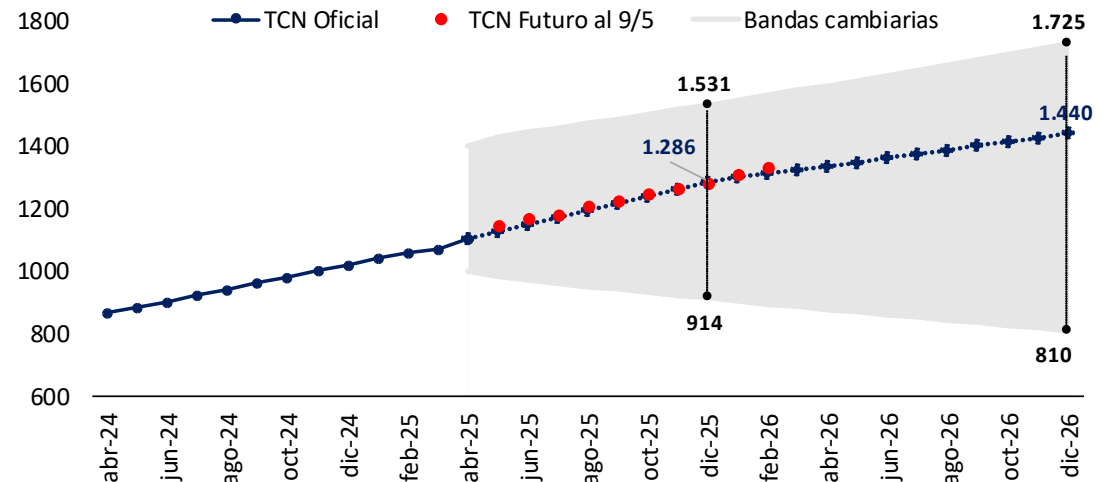
Fundación  
Mediterránea

Las decisiones del gobierno en el primer mes del programa lanzado el 11 de abril resultan más fáciles de leer cuando se las vincula con las elecciones legislativas, las de setiembre en la Provincia de Buenos Aires y las de octubre a nivel nacional. La inflación de abril fue de 2,8 %, pero la nucleó anotó un 3,2 % y, aunque mayo apunta a un 2,3 %, el gobierno no puede sentirse conforme. La prioridad es perforar el piso de inflación del 2,0 % mensual lo antes posible. Aunque en algunas variables se empiecen a registrar desvíos respecto de la “letra chica” del acuerdo con el FMI, posiblemente el gobierno considere que, con resultados contundentes en estas elecciones, el riesgo país podría bajar varios peldaños de un tirón.

En un hipotético escenario de riesgo país en torno a 450 puntos, podrían refinanciarse sin apremios los vencimientos de capital de la deuda externa, con el propio FMI, con el resto de organismos y con privados, que promedian los 15,5 mil millones de dólares por año en 2026 y 2027. En ese contexto, extender el levantamiento del cepo a personas jurídicas después de las elecciones tampoco sería un acontecimiento traumático. ¿Es factible llegar a ese escenario hacia fin de año?. Las preguntas no son de respuesta fácil: ¿Cuántos puntos de riesgo país podrían bajar por factores políticos?; ¿En cuánto debería achicarse el voto a favor de políticos embanderados con los cepos?

Lo cierto, por el momento, es que el gobierno ha enfocado los instrumentos de política a perforar el piso del 2,0 % de inflación mensual y, dada la trayectoria de las últimas semanas, seguramente tiene expectativas de lograrlo hacia junio o julio.

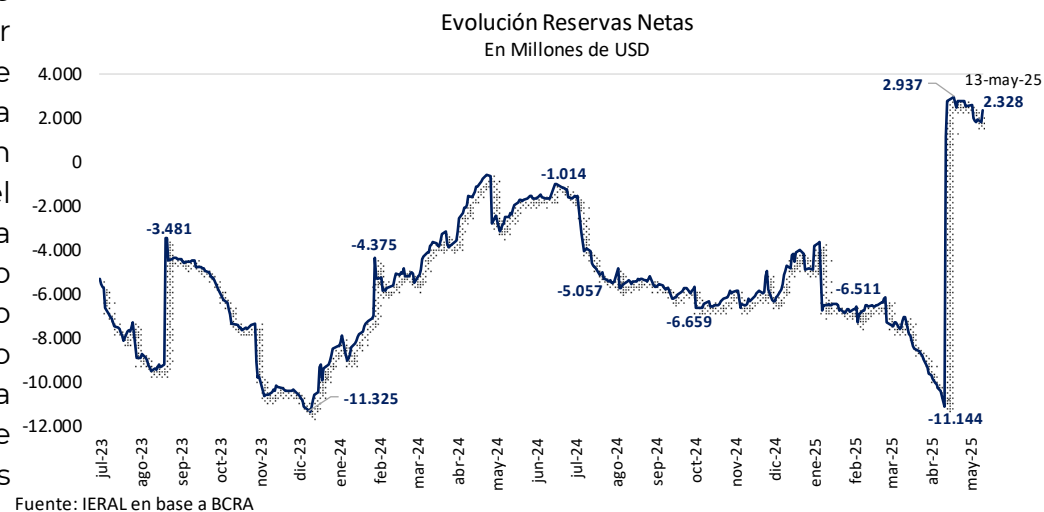
**Espacio de libre flotación entre las bandas de intervención**  
 Tipo de cambio oficial (\$/USD) ajustado por la evolución de la inflación interna neta de la inflación internacional



Nota: En términos reales, el tipo de cambio de \$ 1.531 de fin de 2025 (techo de la banda), se ubica 2,4% por encima del primer semestre de 2019 y 45,6% por encima del segundo semestre de 2017

Fuente: IERAL en base a A3 Mercados y BCRA

Es por esto que se resiste a comprar dólares **dentro** de la banda de intervención cambiaria, por considerar que implicaría emisión de pesos sin seguridad que exista suficiente demanda de dinero para absorberla sin efectos inflacionarios. Al mismo tiempo, se reducen los costos de importar productos electrónicos y, por el lado de la política monetaria, se evita que suba la tasa de interés, para no enfriar la economía. Es un combo que hace difícil el objetivo de llevar el tipo de cambio al piso de la banda por un tiempo suficiente como para que el Central pueda comprar dólares en forma abundante. De allí que el esquema se complementa con los intentos de conseguir fondos frescos a través de nuevo endeudamiento.



Con los préstamos ingresados tras el acuerdo con el FMI, las reservas netas del Banco Central han pasado a ser positivas en 2,3 mil millones de dólares, pero con los vencimientos externos de aquí a fin de año podrían volver a terreno negativo si no hay reposición a través de compras del BCRA, del Tesoro o nuevos créditos. El tema está en que, partiendo del desmonte parcial del cepo del 11 de abril, para ampliar el horizonte de la economía es clave poder bosquejar un 2026 en el que, simultáneamente, se levanten las restricciones cambiarias a personas jurídicas y se logren refinanciar en el mercado vencimientos de capital de la deuda externa, por una cifra de 15,0 mil millones de dólares. Ambos objetivos serían más accesibles contando con un stock razonable de reservas en el Banco Central y habiendo bajado sustancialmente el riesgo país.

El levantamiento de las restricciones cambiarias para particulares fue clave para que, por medio de la posibilidad de arbitrajes, la brecha cambiaria se desplomara. Y los riesgos en los que se incurrió desde la macro fueron manejables: a un tipo de cambio de 1100 pesos por dólar, en el sistema financiero hay un total de plazos fijos en pesos equivalente a casi 37,0 mil millones de dólares, pero los que están en manos de personas físicas, que son los que podrían “dolarizarse” accediendo al mercado oficial, esos depósitos son el 33,0%, y equivalen a 12,2 mil millones de dólares. En cambio, el desafío se triplica cuando además de los plazos fijos en pesos de particulares se incluyen los depósitos en cabeza de personas jurídicas (equivalente a 24,7 mil millones de dólares)

## Depósitos en pesos del Sector Privado

En Millones de USD\*

	Cuenta Corriente	Caja de Ahorro	Plazo Fijo	Total Depósitos
Personas Físicas	1.496	16.938	12.194	29.538
Personas Jurídicas	15.505	6.748	24.685	49.289
<b>Total</b>	<b>17.001</b>	<b>23.686</b>	<b>36.879</b>	<b>78.827</b>

\* Se toma un tipo de cambio de \$ 1.100 para la conversión

Fuente: IERAL en base a BCRA

La magnitud de las cifras en juego cuando se apunta a incorporar a las empresas a la economía “sin cepos” hace que deba pensarse bien la transición hasta ese momento, para evitar riesgos de exagerada volatilidad en las variables financieras (dólar y tasas). Por las prioridades electorales, seguramente habrá desvíos respecto de la “letra chica” del acuerdo con el FMI, pero éstos no deberían de ser de tal magnitud como para complicar el empalme del programa del 11 de abril con las necesarias etapas subsiguientes.

El régimen de bandas cambiarias lleva cinco semanas de instrumentación, y se advierte un esquema más “administrado” que de “flotación”. Días atrás hubo una intervención masiva en el mercado de futuros (ex ROFEX), por el que quedó configurada una especie de pauta de aquí hasta fin de año, con contratos para diciembre en torno a los 1290 pesos por dólares. No por casualidad, en caso que en el segundo semestre de 2025 se logre alinear la evolución del precio del dólar con los mojones que marcan los contratos del (ex) ROFEX, el tipo de cambio real promedio se estará ubicando en igual nivel que en diciembre de 2024. En la era de la “flotación administrada” el precio del dólar (en términos reales) estará en los niveles propios de la época del “ancla cambiaria”.

Volver a recurrir(temporalmente) a la pauta cambiaria es una forma de apuntalar los objetivos de desinflación, pagando menos costos en términos de nivel de actividad (versus la opción de endurecer la política monetaria y subir las tasas de interés).

Pese a esas ventajas, esta política tiene efectos colaterales. Dada la existencia del “techo” en las bandas y, además, el poder de fuego de instituciones públicas vendiendo dólares en el mercado de futuros, podría ocurrir que, en esta etapa, el tipo de cambio se desvíe de la trayectoria que hubiera descripto en un escenario sin interferencias (más cuando están excluidas las personas jurídicas de la potencial demanda de divisas). Si ese fuera el caso, se podría complicar el desemboque a la fase siguiente, basada en la eliminación del cepo también para empresas, que podría implicar un tipo de cambio más elevado. Además, el tiempo no pasa en vano: la cuenta corriente del balance de pagos arrojó un superávit de 6,3 mil millones de dólares en 2024 y este año está pasando a un déficit estimado en 8,0 mil millones, que podría ampliarse por lo comentado

más arriba. Eso significa que, para mantenerse en ritmo, la economía estará necesitando de crecientes influjos de capitales, adicionales a los que requiere el Banco Central para recomponer reservas.

En un régimen bimonetario puramente transaccional, el Banco Central no necesita reservas. Pero cuando el funcionamiento de la economía es mucho más complejo que “comprar y vender”, contar con activos externos líquidos abundantes es muy valioso. Contribuye a bajar el riesgo país, por lo que refinanciar vencimientos de capital (15 mil millones de dólares por año) es menos costoso. Permite al Banco Central ofrecer un “paraguas” de credibilidad al funcionamiento del sistema financiero, generando condiciones para la expansión de depósitos y créditos en pesos y en dólares y, además, hace más robusto el plan de estabilización, influyendo sobre las expectativas. Este último punto podría ser considerado paradójico, ya que hay que emitir pesos para comprar reservas. Pero no es éste el caso, considerando la historia de la Argentina.