

EDICIÓN N°15 - 23 DE JUNIO DE 2025

ARTÍCULOS - *UNA VERSIÓN REDUCIDA DE ESTE INFORME SE PUBLICÓ EN LA VOZ EL 22/6/25*

¿A QUIÉN LE IMPORTAN LAS RESERVAS A LA HORA DE VOTAR?

POR JORGE VASCONCELOS



IERAL

Fundación
Mediterránea

La marcha de la coyuntura también ha sido alcanzada por una “grieta” de interpretación, dependiendo del énfasis que se coloque en la inflación por un lado, y en el empleo, el riesgo país y las reservas, por el otro. El gobierno ha elegido darle prioridad a la consolidación de la estabilidad. Con el lanzamiento del programa del 11 de abril se puso en evidencia la resistencia oficial a emitir pesos, aun con contrapartida de dólares, pese a efectos colaterales como el endurecimiento de las condiciones crediticias y, por esa vía, algún freno adicional en el nivel de actividad. De ese modo, recuperar reservas propias del BCRA y lograr bajas adicionales de riesgo país pasó a ser un flanco débil del programa y ahora se evalúa el alcance que pueda tener la captura de divisas a través de la emisión de deuda en pesos. Con el riesgo país en torno a los 680 puntos, los contornos de la economía de cara a 2026 y 2027 seguirán planteando interrogantes pero, desde el punto de vista oficial, lo que vale es que la inflación de mayo haya marcado el 1,5 % mensual y en junio pueda ubicarse en torno al 2,0 %, pensando en el resultado de las elecciones. En función del mediano plazo, se necesita llevar la prima de riesgo país por debajo de los 500 puntos y, si con los resultados electorales de setiembre y octubre no alcanza, habrá que pensar en un “Plan B”.

La “grieta” en la lectura de los indicadores económicos no es tan amplia como para destruir puentes que la atraviesen. Por un lado, el incumplimiento parcial de metas comprometidas con el FMI no está haciendo descarrilar el programa; por otro lado, cuando algunos supuestos no se cumplen, aparece cierto pragmatismo en la gestión oficial. Se corrige sobre la marcha, aunque cueste reconocerlo.

Desde la firma del acuerdo con el FMI, la trayectoria de las reservas brutas y netas del Central ha sido divergente. Las primeras ya superaron los 40,0 mil millones de dólares, pero las netas registran todavía un rojo de 7,3 mil millones. Esa asimetría fue un nuevo llamado al pragmatismo, con medidas que se anunciaron en la segunda semana de junio. Ya no se espera llegar al piso de la banda para comprar dólares, y el manejo de la liquidez ya no será una función de operaciones cambiarias a ambos extremos de las bandas. Se hizo explícito que el manejo de la liquidez pasará por operaciones de mercado abierto realizadas por el Tesoro, lo cual ya se expresa en mayor volatilidad para la

Reservas internacionales del Banco Central y nivel de Encajes de los depósitos S. Priv en dólares

En Miles de Millones de USD

	11-abr-25	17-jun-25
Reservas Brutas	24,7	40,4
Encajes	12,3	12,5
Reservas Netas Metodología IMF	-8,5	-7,3

Fuente: IERAL en base a BCRA y IMF

tasa de interés. Se profundizó en el “modelo Bontes” para acumular reservas emitiendo bonos de deuda en pesos a ser suscriptos con dólares, con el propósito de colocar el equivalente a 1000 millones por mes, una dinámica que será monitoreada por el mercado, tanto en montos como en el nivel de la tasa de interés en pesos (26,65 % anual, último dato).

Entre esos anuncios, se confirmó la firma de un crédito con garantía de títulos del BCRA (REPO) por 2,0 mil millones de dólares y se abrió una ventanilla de “operaciones especiales” en el mercado cambiario, destinada a ingresar dólares que formen parte de créditos y/o inversiones por números que superen un determinado piso.

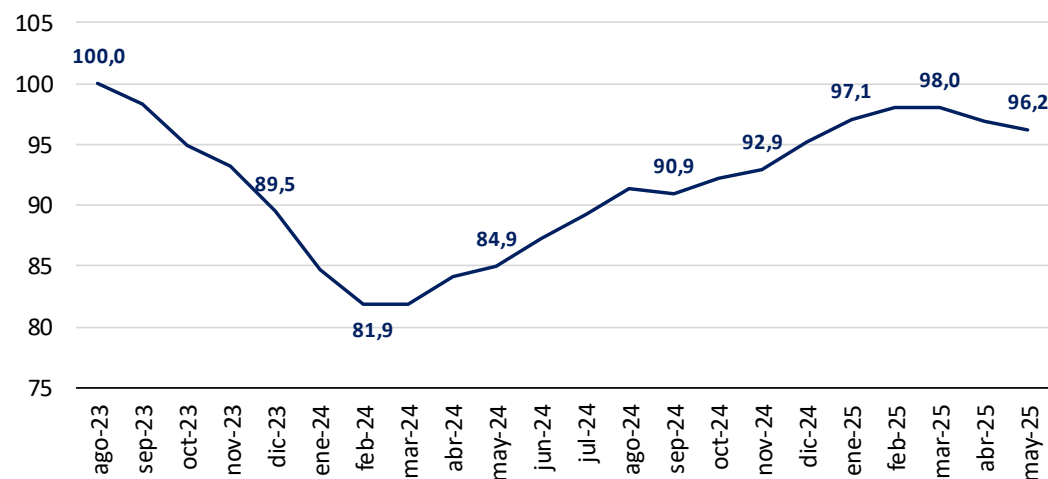
Pasando en limpio los poco más de dos meses transcurridos desde la salida del cepo para personas físicas, se tiene que el gobierno recuperó el “centro del ring”: de la inflación de 3,7 % de marzo se pasó al 1,5 % en mayo, y de operaciones concertadas a 1475 pesos por dólar en el mercado de futuros para fin de año, en el presente esos contratos se pactan a 1334 pesos por dólar.

Sin embargo, pese al cambio de régimen y las “bandas de flotación”, subsisten indicios de la preferencia oficial por el “ancla cambiaria”: para una inflación que en el primer semestre de 2025 habrá acumulado 15,5 %, se corresponde una variación del tipo de cambio de exportación del orden del 11,0 % (partiendo del “blend” de fin de 2024). Las operaciones en los mercados de futuros y la astringencia de pesos son los instrumentos para este combo de políticas.

Si la “agenda política” puede llegar a ser “monotemática”, concentrando el gobierno energías en la baja de la inflación, la “agenda económica” necesita más horizonte temporal. El resultado de las elecciones legislativas importa, pero también el evitar que se acumulen desequilibrios y que, si éstos aparecen, las correcciones sean lo menos traumáticas posibles.

Recaudación de Impuestos ligados a la actividad *

Base 100 = Ago-23 (variables desest. Prom 3 meses)



* Incluye recaudación de IVA DGI, Impuesto al cheque y Seg Social

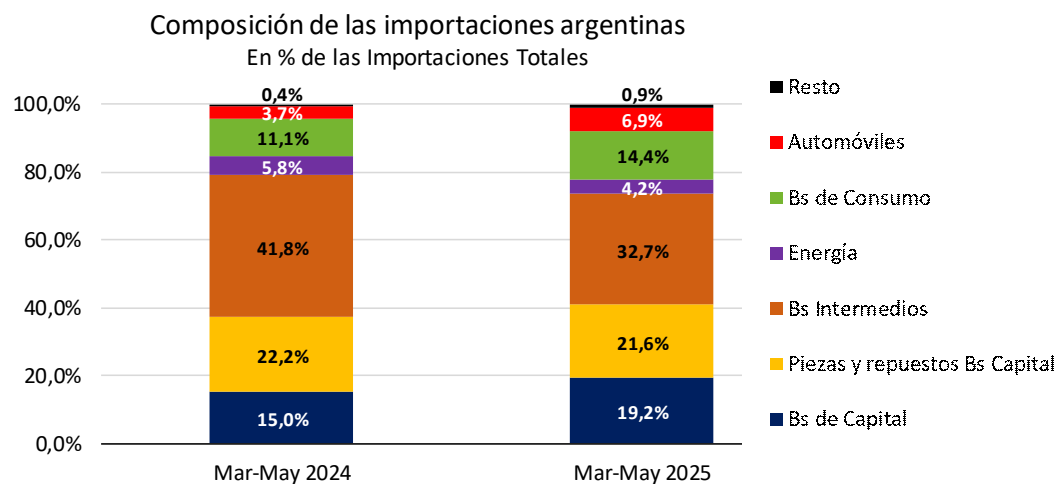
Fuente: IERAL en base a Subsecretaría de Ingresos Públicos

¿Amesetamiento del nivel de actividad? Ya se advirtió que la pérdida de productividad de la economía, cercana al 15 % en la medición PIB/empleo desde que se inaugurara la era de los cepos, allá por 2011, estaría imponiendo un “techo de cristal” a la dinámica de la rentabilidad empresarial y del salario real, y hay muchos indicios de que este fenómeno ha pasado a ser operativo en este segundo trimestre de 2025. En términos más coyunturales, luego del pico de la recuperación pos-recesión alcanzado en el primer trimestre de este año, se advierte una especie de “serrucho” en indicadores de actividad, y un amesetamiento en el promedio móvil de tres meses. Refuerza esta dinámica el endurecimiento de condiciones crediticias, con una tasa de interés que, por ejemplo, para préstamos personales, pasó a promediar el 4,0 % mensual por encima de la inflación en el transcurso de este segundo trimestre.



La pérdida de fuerza en la evolución del nivel de actividad es consistente con la menor tasa de inflación, pero recién empezó a frenar al aumento de las importaciones entre abril y mayo, de acuerdo a la serie desestacionalizada del INDEC. La inercia era muy fuerte, al punto que las importaciones no energéticas en el último trimestre habían registrado un aumento interanual de 37%, una variación de 6 puntos porcentuales por cada punto de variación del PIB en igual período. Y si bien en el desagregado de las importaciones se advierte una mayor participación de bienes de capital, que pasaron de 15,0 a 19,2 % del total, los ítems de bienes de consumo más automóviles se incrementaron en 6,5 puntos porcentuales en la ponderación del total de importaciones, desde un share de 14,8 % el año pasado al 21,3 % en los últimos datos.

Aun con un segundo semestre de moderación en las importaciones de bienes, en servicios la inercia ascendente puede extenderse. El mensaje de los flujos asociados al comercio exterior sigue siendo claro: para sostenerse en equilibrio, la economía habrá de necesitar de crecientes ingresos de capital. Con un superávit comercial que este año apunta a achicarse a



Fuente: IERAL en base INDEC

octubre.

Y la mochila debe ser cargada en un contexto global en las antípodas de la distensión. Producto de las idas y venidas de la política arancelaria de Trump, se espera una marcada desaceleración del ritmo de crecimiento mundial en este segundo semestre, una tendencia que podía ser parcialmente compensada por la caída del precio del petróleo...hasta que se desató el conflicto de medio oriente. Dado el rol de Irán como exportador de hidrocarburos, habrá una prima de riesgo en la cotización del barril hasta un desenlace cierto del conflicto; mientras, en el plano financiero, la tasa de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, en el andarivel del 4,4 % anual, le sigue poniendo un piso altísimo al financiamiento de países como la Argentina,

8,6 mil millones de dólares, la cuenta corriente del balance de pagos, que incluye servicios reales (turismo incluido) y financieros, estaría pasando de un superávit de 1,0 % del PIB el año pasado a un rojo de 2,0 % del PIB en 2025. Y en el plano de la deuda, aunque los compromisos de 2025 están cubiertos, hay que contemplar una necesidad de financiamiento del orden de los 12,5 mil millones de dólares/año para 2026 y 2027, sólo por vencimientos de capital.

De allí que el objetivo de acumular reservar y bajar riesgo país puede ser temporalmente resignado, pero será tema central de la agenda después de