

ARTÍCULOS - UNA VERSIÓN DE ESTA NOTA SE PUBLICÓ EN LA VOZ 21 DE SEPTIEMBRE

POLÍTICA Y ECONOMÍA, CONJUGADAS PARA UN NUEVO ESCENARIO

POR JORGE VASCONCELOS



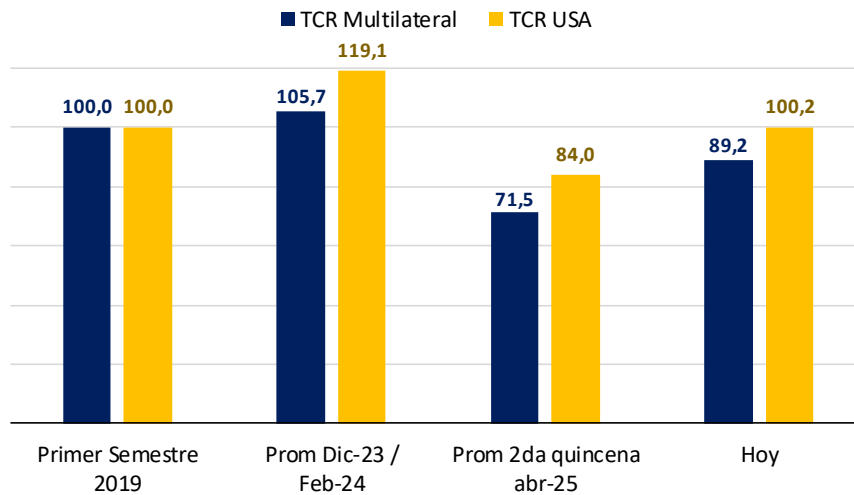
Atado al mástil de la banda cambiaria, el gobierno espera que la esterilización de pesos que produce la venta de dólares por parte del Banco Central termine apaciguando la demanda de divisas antes que el nivel de las reservas externas llegue a un punto crítico. En un escenario de “manta corta”, por las limitadas reservas con las que se llegó a esta crisis, riesgo país e incentivos a demandar dólares se retroalimentan, porque se teme que intentar “apagar el incendio” en el frente cambiario complique el cumplimiento de los compromisos de deuda externa (por eso sube el riesgo país). Seguramente el gobierno está procurando algún financiamiento adicional para poner 3,0 ó 4,0 mil millones de dólares en una “vitrina”, asegurando el pago de bonos que vencen a principios de 2026. Y esperando también el efecto de las encuestas que dicen que no es extrapolable a todo el país el resultado de Buenos Aires. Pero, en el “mientras tanto”, la incertidumbre se ha acentuado por el hecho que en el mercado de cambios la oferta de dólares del sector privado se ha achicado a la mínima expresión, pasando a ser el Banco Central su principal fuente de alimentación.

La venta de más de 700 millones de dólares del viernes pasado, plantea como interrogante el sentido de la pulseada con el mercado. Secar la plaza de pesos a través de este mecanismo en semanas por venir habrá de profundizar la recesión en una dinámica inusitada, pero la pregunta es si, pese a ese costo, habrá servido para desalentar las expectativas de devaluación.

El tipo de cambio oficial, en torno a los 1500 pesos, es semejante en términos reales al de la primera parte de 2019, un período en el que las reservas del Central se mantuvieron estables en torno a 65,0 mil millones de dólares. Las compras de dólares de personas físicas fluctuaban en el primer semestre de 2019 en torno a los 1,5 mil millones de dólares/mes (lejos de imaginar el resultado de las PASO de agosto).

Evolución del Tipo de Cambio Real

Base 100 = Primer Semestre 2019



Fuente: IERAL en base a BCRA

Ahora, una demanda de dólares para atesoramiento y turismo que triplica aquellos guarismos (no es un pronóstico para las próximas semanas), sirve para demostrar que el “precio de equilibrio” del tipo de cambio no es una constante, sino una variable en la que las expectativas y el nivel del riesgo país son extremadamente relevantes. Pese a que subsiste el cepo para personas jurídicas, hay múltiples mecanismos por los cuales la oferta de divisas en el mercado oficial de cambios se puede posponer, al mismo tiempo que la demanda se aglomera. Y es una pulseada en la que la tasa de interés puede no tener la efectividad de momentos “normales”.

Evolución de las Importaciones no energéticas

En Miles de Millones de USD



Fuente: IERAL en base INDEC

En términos macro, justo cuando el déficit de cuenta corriente del balance de pagos empieza a encontrar un límite, por el amesetamiento de las importaciones (derivado de las tendencias recesivas), el problema aparece por el lado de la cuenta capital, abastecida hasta hace unos meses por desembolsos del FMI y

Organismos, pero sin ingresos netos computables de Inversión Extranjera Directa, junto con un “esperar y ver” notable del resto de las potenciales fuentes de suministro en este costado del Balance de Pagos. Y para recuperar reservas y financiar inversiones productivas, no se puede prescindir de ese flujo externo de capitales. No es sólo una cuestión cuantitativa (un tipo de cambio atractivo para “entrar”), sino también cualitativa (haber erradicado el riesgo de retorno de los cepos).

Así, las variables financieras han emprendido un camino “como si” el escenario fuera comparable al de agosto de 2019 en adelante. En relación a los datos de principios de año, el precio de las acciones medido en dólares se ha achicado a menos de la mitad, y el riesgo país se ha más que duplicado.

**Vencimientos en dólares Tesoro y BCRA
durante el mandato de Milei**
En Millones de USD (Incluye capital e intereses)

| Acceptor | Sep-Dic 2025 | 2026 | 2027 | Total |
|---------------------------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|
| Bonos en manos privadas | 0,0 | 7,4 | 8,2 | 15,6 |
| FMI (Neto de desembolsos) | 0,9 | 2,6 | 6,0 | 9,5 |
| Club de París (CP) | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,8 |
| Otros Org Int (ex FMI y CP) | 1,7 | 4,1 | 4,1 | 9,9 |
| Bopreales | 1,1 | 2,2 | 1,5 | 4,8 |
| Repos BCRA | 0,1 | 0,2 | 3,1 | 3,5 |
| TOTAL | 4,0 | 16,9 | 23,1 | 44,1 |
| TOTAL ex "Otros Org Int" | 2,3 | 12,8 | 19,0 | 34,2 |

Fuente: 1816

Se percibe una situación de “manta corta” por el cual, cada dólar que utiliza el Banco Central para abastecer la demanda en el techo de la banda cambiaria se resta del monto disponible para hacer frente a los vencimientos de deuda externa. Y de aquí hasta fin de 2026 se necesitan 15,1 millones de dólares, bajo el supuesto de que los compromisos con los organismos internacionales se refinancian.

Existe un escenario superador al de “manta corta”, pero esto probablemente requiera modificar el esquema de “bandas cambiarias”, una decisión que hoy luce muy condicionada por la cercanía de las elecciones de medio término.

El resultado de las legislativas del 26 de octubre permitirá saber si la nueva correlación de fuerzas en el Congreso habrá de ser funcional a la imperiosa necesidad de empalmar estabilidad con crecimiento.

Es cierto que iniciativas parlamentarias de la oposición embanderada con los cepos y las políticas fiscales desaprensivas constituyen un elemento explicativo

de primer orden de la zona de turbulencias en la que se ingresó. Pero también influyeron factores que han dejado flancos expuestos de la economía. El diseño de instrumentos y objetivos para el “día después” de las legislativas no los puede ignorar.

Es el caso, por ejemplo, del concepto de “dolarización endógena”; también de haberse minimizado la importancia de la gestión en el cumplimiento de las pautas presupuestarias; las frecuentes interferencias en el mercado de cambios después del lanzamiento del programa del 11 de abril; de las idas y venidas alrededor del rescate de las LEFIs y del abandono de la sintonía fina de la política monetaria, entre otros.

El proyecto de Presupuesto 2026 presentado por el Ejecutivo insinúa algunos cambios en dirección a priorizar gestión a “motosierra”. Pero en los supuestos utilizados para inflación, PIB y tipo de cambio se asume que después de las legislativas la economía seguirá por los mismos rieles por los que ha transitado hasta aquí. Y esto es lo que está en discusión, aún con un resultado no tan negativo al oficialismo en octubre.

Componentes de la Oferta y la Demanda Global

Var % Trimestral desestacionalizada

| Variable | IV-24 | I-25 | II-25 |
|-----------------|-------|-------|-------|
| Consumo privado | 3,5% | 2,7% | -1,1% |
| Consumo público | 0,3% | -0,7% | 1,1% |
| Inversión | 11,1% | 8,9% | -0,5% |
| Exportaciones | 6,1% | -2,5% | -2,2% |
| Importaciones | 13,8% | 16,0% | -3,3% |
| PIB | 2,2% | 0,9% | -0,1% |

Fuente: IERAL en base a INDEC

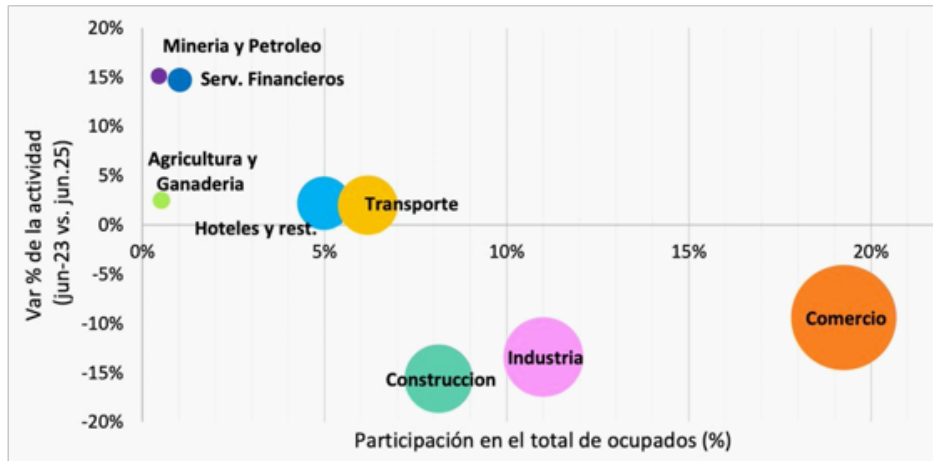
En realidad, el deterioro en la dinámica de actividad y empleos había empezado antes de las turbulencias de julio, como lo muestran los datos de cuentas nacionales: en el segundo trimestre pasaron a terreno negativo, respecto del primero, las variaciones del PIB (- 0,1), del consumo privado (- 1,1 %) y de la inversión (-0,5 %). Estas tendencias, que se habrán de profundizar en el tercer trimestre, tienen que ver con una combinación de variables ya analizadas en anteriores artículos.

-habiéndose agotado el rebote pos-recesión del segundo trimestre de 2024, el nivel de actividad pasaba a depender de dosis crecientes de productividad e inversión, un sendero plagado de obstáculos;

-la preferencia por una moneda apreciada (dólar relativamente barato) ayudó inicialmente a dinamizar el consumo, pero complicó el empalme hacia una economía con la demanda alimentada por crecimiento del empleo;

-es el riesgo que se corre cuando se intenta agujionar, con la apreciación del peso, avances sostenidos de productividad. Esto ha ocurrido, pero en segmentos focalizados. Distinto es el “modelo asiático”, que hace un recorrido inverso, yendo desde la productividad hacia la revalorización de la moneda;

Variación del nivel de actividad por sectores y ponderación en el empleo



Nota: el tamaño de las burbujas corresponde a la cantidad de ocupados por sector. Los datos de ocupados por sector corresponden al primer trimestre de 2025.

Fuente: IERAL en base a INDEC y EPH-INDEC

-así, los sectores más rezagados en el rebote pos recesión, resultaron ser los que más ponderan en términos de empleos, caso de construcción, industria y comercio;

-tampoco se cumplió el supuesto de la “dolarización endógena”, por el cual, cuando comenzaran a escasear los pesos (ya en la etapa abierta el 11 de abril, bajo el esquema de bandas) aparecerían los “dólares del colchón”, como forma de sostener la evolución de la demanda agregada. En cambio, la demanda de divisas por atesoramiento y viajes trepó a un andarivel igual o superior a los 4,0 mil millones de dólares/mes siendo que, de esa cifra, sólo $\frac{1}{4}$ se depositaba en el sistema bancario;

Evolución del Índice Merval en dólares
En USD constantes del 18-Sep-25



Fuente: IERAL en base a FED, Investing y Ámbito

-al mismo tiempo, la rentabilidad de las empresas se debilitaba, afectando los incentivos a invertir. Vale subrayar que el Merval (el precio de las acciones) inició su plano inclinado varios meses antes que comenzara a subir el riesgo país. Este es un dato muy relevante, junto con el hecho que la Inversión Extranjera Directa no mostró signos de vitalidad ;

-frente a estas idas y venidas, el mensaje fue que los puntos flojos del programa económico se arreglarían con....los resultados de las legislativas.

En el ranking mundial de PIB por habitante,
la Argentina descendió 16 puestos desde 2011

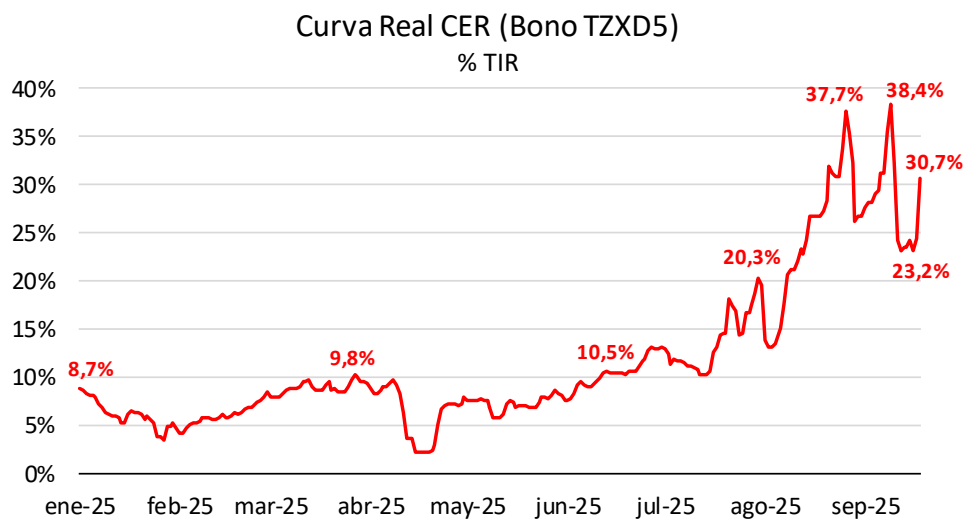
Bajó del puesto 59 al 75, cuando Uruguay
subió del 68 al 64

| País | 2011 | 2024 |
|-----------|------|------|
| Argentina | 59 | 75 |
| Uruguay | 68 | 64 |

Fuente: IERAL en base a IMF

Aunque el país se ha empobrecido en los últimos quince años, el discurso triunfalista del propio gobierno puede haber alimentado, hasta hace pocas semanas, las demandas de la sociedad. Pero la verdad es que la Argentina ocupa el puesto 75 en el ranking que compara el PIB por habitante (a paridad de poder de compra) de 200 países, habiendo retrocedido 16 puestos desde 2011 (cuando arrancaron los cepos). Ahora nuestro país está 11 lugares detrás de Uruguay, cuando antes lo superaba. Otra forma de asumir esta realidad es constatar que la

Argentina exporta bienes y servicios por sólo 2300 dólares per cápita, cuando Uruguay lo hace por 6000 dólares/habitante.



Fuente: IERAL en base a precios de mercado

El mensaje de esas cifras es contundente. Para salir de esta involución, la peor receta sería “volver” a las políticas de 2011. Pero, para dejar atrás ese escenario, se requiere un combo apropiado de sustento parlamentario a las reformas estructurales más relevantes y de un reseteo de la política macro. Todo indica que el “modelo” más apropiado a seguir es el del bimonetarismo practicado por países como Perú y Uruguay. No se trata de manipular el funcionamiento del mercado cambiario, se trata de lograr el equilibrio más apropiado para que las tasas reales de interés pasen a ser de un dígito. Sólo así se pueden conciliar estabilidad y crecimiento.