

EL SHOCK PETROLERO, ¿ALEJA O ACERCA LA RESOLUCIÓN DEL TRILEMA?

POR JORGE VASCONCELOS



Las dificultades del gobierno para armonizar el trilema de incrementar reservas, bajar la inflación y relanzar el nivel de actividad, todo al mismo tiempo, fueron descritas en artículo publicado cinco semanas atrás. Desde entonces, pese a que el Central compra dólares a buen ritmo, el riesgo país no ha bajado, la inflación se mantiene en el andarivel del 2,9 % mensual y tampoco se observan señales de reanimación del nivel de actividad. El diagnóstico y las políticas oficiales no se han modificado, de todos modos, confiando en que, la perseverancia del “ancla fiscal” hará que la inflación termine por ceder, el Central podrá seguir comprando dólares, el poder adquisitivo de la población comenzará a recuperarse y el nivel de actividad responderá positivamente. Este enfoque requiere que las expectativas de los agentes económicos converjan a la narrativa oficial, pero esto no ocurre y, en algunos aspectos, hay mayor divergencia entre objetivos y logros.

La irrupción del conflicto de Medio Oriente seguramente explica parte del piso elevado para el riesgo país pero, justamente, esto confirma que la Argentina debería haber avanzado más en despejar su programa financiero, dado el escenario global tan volátil. El gobierno se negó a seguir el camino de Ecuador, una administración de pasivos que permitió estirar los vencimientos, y la brecha entre el riesgo país de Argentina y Ecuador se amplió, de 70 puntos a fin de año, a 100 puntos en el presente. Mientras esto ocurría, renunciaba el secretario de Finanzas, Alejandro Lew.

Es cierto que, en un escenario de precios elevados, el impacto es positivo para la Argentina, que registra un superávit energético equivalente a 1,5% del PIB, en contraste con el déficit de 4,2% del PIB de Chile, y los números rojos también de Perú (-1,6%) y México (-0,8%). Pero no deberían crearse falsas expectativas, ya que las exportaciones energéticas de la Argentina se aproximan a los 300 dólares por habitante por año, apenas una fracción de los guarismos de Australia, que llegan a los 4500 dólares per cápita. La predominancia del mercado interno para las ventas de combustible hace que las acciones de YPF hayan subido 6 % desde fin de año, período en el que la cotización de Chevron subió un 29%.

No sólo se ha ampliado la brecha de riesgo país con Ecuador; la recaudación del IVA DGI, que muestra la evolución del mercado interno, se mantiene plana en el promedio móvil de los últimos dos trimestres; mientras que, según la última encuesta del Centro de Investigación en Finanzas (CIF) de la Universidad Torcuato Di Tella, la inflación esperada por la población para los próximos 12 meses pasó al 35,7% anual, viniendo del 31,5%.

Frente al umbral todavía elevado de expectativas de inflación/riesgo país, junto con el estancamiento de la demanda interna, la decisión del gobierno fue redoblar la apuesta:

- restringir la oferta de pesos para abatir la inflación;
- anunciar que no habrá de emitir deuda ley extranjera, para “hacer cada vez más escasa” la circulación de bonos soberanos en el mercado internacional, de modo de revalorizar sus paridades;

El tema es que, para que este plan funcione, tendría que haber eco positivo del “otro lado del mostrador”. La gente debería mantener más tiempo los pesos en su bolsillo (para que afloje la inflación) y la demanda de bonos argentinos en el mercado global tendría que escalar.

La idea de no poner en circulación nuevos bonos de deuda, desechando un canje al estilo ecuatoriano, para que prime el principio de “escasez”, choca con el hecho que la Argentina enfrenta vencimientos de deuda externa del orden de los 31,0 mil millones de dólares hasta fin de 2027, sin contar compromisos con organismos internacionales.

Justamente, por no poder refinanciar vencimientos, en lo que va del año las **reservas netas** del Banco Central han caído 2,0 mil millones de dólares, pese a compras en el mercado por algo más de 3,0 mil millones. En este sentido, la colocación exitosa de los Bonar 27 en el mercado doméstico, que podrían aportar unos 2,0 mil millones de dólares hasta mediados de año, debería verse como un complemento, no un sustituto de otras emisiones.

Algo análogo ocurre con la inflación. Apuntando a domesticarla, la política monetaria es contractiva en lo que va del año (el Central retira pesos del mercado), receta contraindicada en función del relanzamiento del crédito. Pero, nuevamente, para que esta política tenga éxito se requiere que, simultáneamente, **aumente la demanda de dinero**. El tema es que ésta depende de las expectativas de inflación, que ahora llegan al 35,7% anual.

El conflicto de Medio Oriente confirma dos cuestiones estratégicas para el crecimiento de nuestro país: a) el gas como factor de competitividad para las industrias intensivas en insumos energéticos; b) el rol de proveedor confiable de energía y minería para la demanda global.

Pero estamos en etapa de “siembra”, con diversos proyectos en marcha, con “cosecha” todavía modesta. La guerra, que hizo escalar el precio del barril de petróleo a niveles de 2022 (invasión de Ucrania por Rusia), puede dejar secuelas

temporarias o duraderas. Trump, por motivos de política interna, aspira a un pronto cese de hostilidades. La suba del precio del galón perjudica su imagen, con legislativas en noviembre en las que el gobierno corre el riesgo de quedar en minoría en la Cámara de Representantes. Por razones distintas, los países árabes también apuestan al alto el fuego, pero esa no parece ser la posición de Israel e Irán. China, por su parte, fuerte importadora de energía, confía en el abastecimiento de Rusia e Irán.

En cuestión de días, el “racionamiento” por precio se hará sentir en segmentos como el diésel, las garrafas y el combustible de aviación. En caso que el conflicto se prolongue, la economía mundial corre el riesgo de entrar en un ciclo de estanflación, con un mercado de capitales global cada vez más adverso al riesgo, problema para la Argentina, por sus vencimientos de deuda. Y ya comienza a haber señales inquietantes, caso del “corralito” impuesto a retiros de inversores en varios fondos de crédito privado estadounidenses.

Por eso, en la resolución favorable del “trilema”, es cada vez más importante bajar la prima de riesgo país, factor que podría evitar “arena” en los engranajes de la economía.

Despejar todo lo posible el horizonte del financiamiento externo es fundamental para que la variación del PIB en 2026, estimada en torno al 3,0 %, pueda materializarse, y que se comience a cerrar la divergencia entre los sectores “ganadores” y los “perdedores”, extremadamente relevante en término de empleos.

En 2025, el PIB creció 4,4 % y la inflación se derrumbó 86,0 puntos porcentuales, hasta el 31,5% interanual de diciembre de 2025. De cara a 2026, mejoras adicionales en la reducción de la inflación serían imperceptibles, por lo que, para inclinar la balanza, la variable clave es el empleo.

Sólo una baja sostenida del riesgo país podría alimentar entrada de capitales genuina, suficiente para “banca” el déficit de cuenta corriente (nada exagerado, en torno a 1,5 puntos del PIB), sin necesidad de cambiar demasiado los precios relativos (tipo de cambio real). Pero si el riesgo país demora en bajar y la confianza se erosiona, la variable de ajuste pasaría a ser el tipo de cambio, pudiendo afectar la dinámica del consumo, por la suba de precios.

El riesgo país por encima de 500 puntos, más la tasa de los bonos del Tesoro de USA superior al 4,0 % anual, actúan como un piso para la tasa de interés local, que se hace más compacto por la persistencia inflacionaria. Y si reaparecieran expectativas de devaluación, las tasas lo reflejarían, pésima noticia para una economía en la que la mora crediticia de familias ya supera el 10,0 %. De allí que, para desatar el nudo gordiano, habría que reconsiderar la opción del canje de deuda a la ecuatoriana, aunque haya que reconocer cupones de interés cercanos al 9,0 % anual por los nuevos bonos.