



# Informe Quincenal de Coyuntura

## El oxígeno del FMI

### El liderazgo para fijar la agenda

Desde el día uno, Milei dejó en claro lo que se proponía hacer con la economía: implementar una ambiciosa reforma estructural orientada a dar más espacio a la inversión privada desregulando mercados y reduciendo el tamaño y las funciones del sector público.

La propuesta era ambiciosa no sólo por su radicalidad sino, también, por las condiciones políticas y económicas que reinaban cuando se planteó. Se trataba de un gobierno con escasa cantidad de parlamentarios, sin gobernadores y que heredaba una macroeconomía inestable.

Para tener chances de avanzar con las reformas, dos requisitos parecían indispensables. El primero era estar en condiciones de fijar agenda. Esto es asentar un liderazgo que permitiera definir el contenido y las prioridades de la agenda de políticas públicas y conseguir el apoyo de la opinión pública y del Congreso para aprobar las leyes necesarias.

El segundo requisito era avanzar en la estabilización de la economía, una condición sine-qua-non para blindar la credibilidad del programa de reformas y alinear las expectativas privadas con los objetivos buscados.

Durante 2024 el gobierno logró que la política y las iniciativas para estabilizar interactuaran de forma virtuosa. Los rápidos avances en el control del déficit fiscal y, sobre todo, en la reducción acelerada de la inflación -que permitió una incipiente recuperación de los salarios-, contribuyeron a cimentar y extender los consensos políticos, lo que le dotó a la administración Milei del liderazgo requerido para fijar agenda.

2025 comenzó con los mercados reflejando esos avances: a comienzos de enero, el riesgo país tocó un mínimo de 560 puntos. El escenario abrió la puerta a los dos premios mayores. El primero era cerrar un acuerdo con el FMI que permitiera consolidar el proceso de estabilización y abrir el camino para definir un régimen cambiario sostenible y liberado del cepo.

El segundo consistía en incentivar el crecimiento de la productividad a partir de la recuperación de la inversión privada en un clima de negocios favorecido por las desregulaciones y la ayuda del RIGI para los grandes proyectos.

### Cambio de clima

Un par de meses después, el riesgo país pasó a moverse en el entorno de los 730 puntos, con picos de 780, persiste el goteo de depósitos en dólares que absorbe parte de lo aportado por el blanqueo y, simultáneamente, los dólares libres salieron de su letargo, obligando a sensibles intervenciones del Central para evitar una ampliación de la brecha, lo que jugó en contra del objetivo de acumular reservas para sacar las netas de terreno negativo.

*¿Qué factores pueden justificar un incremento de alrededor de 200 puntos básicos en el riesgo país, cuando variables clave para la macro como el superávit fiscal y la desinflación no han cambiado?*

A la hora de buscar los motivos del cambio en los indicadores financieros y el clima de negocios, hay tres factores determinantes:

- Las mutaciones en el escenario internacional
- La dificultad del gobierno para fijar agenda
- El “ruido” en la política cambiaria en el marco de las negociaciones con el FMI

### Los cambios en el ámbito internacional

Las medidas de Trump y también sus declaraciones son una causa principal de los fuertes cambios en el escenario económico global y local. Las iniciativas de Trump representan mucho más que un mero cambio de orientación en la forma de gestión de la coyuntura. Parecen tener por objetivo inducir un quiebre en la lógica de funcionamiento de la economía globalizada. Indudablemente, los dos factores más disruptivos son las mudanzas en la visión geopolítica y la agresiva política comercial.

Hasta ahora, el resultado más nítido de la estrategia de Trump fue la de inducir un salto en los niveles de incertidumbre, lo que se reflejó en un fuerte ajuste bajista en los mercados, con pérdidas cercanas a los dos dígitos respecto de los máximos en algunos índices de Estados Unidos y depreciación del dólar. La mayor incertidumbre cobró su peaje en la Argentina bajo la forma de un deterioro del riesgo país y mayor volatilidad del tipo de cambio libre.

La tasa de inflación en Estados Unidos se ubicó en 2,8% que las proyecciones de la OECD sobre crecimiento para este año (2,2%) y los indicadores de más corto plazo no hablan todavía de una recesión. Pero el futuro aparece incierto frente a la agresividad con que Trump está manejando los aranceles del aluminio y el acero con socios históricos como Canadá o México y ante la amenaza de incorporar los aranceles como un instrumento permanente de política, lo que podría disparar una guerra comercial y deteriorar la tasa global de crecimiento. Esto sería un escenario negativo para la Argentina en la medida que no sólo podría deprimir el precio de las commodities sino también, deteriorar los incentivos para grandes proyectos de inversión en energía y minería al debilitarse la demanda mundial.

### El mundo que se viene con Trump

Dado que Trump está apuntando al corazón del status quo global, vale la pena tomar algo de perspectiva para evaluar lo que podría ocurrir a futuro.

➤ A diferencia de lo ocurrido en otros episodios de aumento de la incertidumbre, ahora el dólar se depreció y, además, la venta de papeles de renta variable no tuvo como contrapartida un aumento significativo en la demanda de bonos del tesoro de renta fija. Esto sugiere que no se espera que la FED vaya a corregir las tasas a la baja (lo que haría subir el precio de los bonos con mayor duración) ante una eventual recesión. Si se respalda la capacidad de los bonos y del dólar para actuar como refugio para eventos de flight to quality disparados por la incertidumbre, ello podría tener consecuencias para el manejo de la deuda. Específicamente, presionaría al alza las tasas de interés, en un contexto en que, al igual que en numerosos países, el peso de la deuda pública norteamericana con relación al PBI se incrementó luego del COVID.

Otro factor que jugaría a favor de un mundo con tasas de interés más elevadas es el aumento del gasto militar en Europa que va a presionar sobre el gasto público y el déficit. **Cualquier factor que juegue a favor de las tasas es mala noticia para la Argentina porque juega en contra de los flujos de capital a emergentes.**

➤ Estados Unidos ha generado déficit de cuenta corriente de forma sistemática en lo que va del siglo y estuvo en condiciones de financiarlo a costos bajos gracias a que el dólar actuó no sólo como medio de cambio internacional sino, también, como instrumento privilegiado para cubrirse de saltos en la incertidumbre. **Una combinación de aumentos en el costo del financiamiento por erosión de la confianza, unido a incrementos de precios empujados por los aranceles y las restricciones a la inmigración que podría subir salarios, podrían configurar a futuro un escenario de estanflación.** En este sentido, a diferencia de lo que se venía anticipando, las presiones inflacionarias de los aranceles no se darían en el marco de un dólar apreciado. **Esto jugaría coyunturalmente a favor de la competitividad argentina, que sigue un crawling pegado al dólar. Un dólar depreciado, además, suele no ejercer una presión bajista sobre el precio de las commodities.**

➤ El extraordinario dinamismo del comercio internacional sostenido durante décadas es el pilar básico de la globalización. Un retroceso del comercio internacional podría tener un efecto contrario. **Difícilmente algún beneficio marginal por desvío de comercio que nos favoreciera en el marco de una guerra comercial podría balancear el peso muerto de una economía global con sesgo recesivo.**

### Las tareas pendientes para consolidar la estabilización y las restricciones políticas

El gobierno tuvo el mérito de haber sabido aprovechar las debilidades de la oposición para asentar su liderazgo en la fijación de la agenda pública. Sin embargo, a pesar de que la oposición sigue navegando los mares del desconcierto, la habilidad para fijar agenda de la administración Milei se ha debilitado desde febrero. Entre los errores no forzados se destacan el Libra-Gate, el rechazo a la licencia del juez Lijo y eventos varios que tuvieron como ámbito al Congreso.

El momento es delicado: las tareas que tiene el gobierno por delante para consolidar la estabilidad y recuperar el crecimiento son intensivas en demandas de coordinación. **Se necesita coordinación para alinear las expectativas de corto plazo y se la necesita, también, para ordenar el proceso de destrucción creativa que acompaña a todo proceso de reforma.**

Aun no se conoce la letra chica del acuerdo con el FMI, pero más allá de los detalles, hay dos problemas en busca de solución.

### Terminar de quebrar la inercia inflacionaria

La tasa de inflación de febrero se ubicó levemente por encima de la de enero, pero lo más relevante es que van varios meses en que se ubica por encima del 2%.

*¿Por qué la desaceleración del ritmo del crawling peg al 1% no está teniendo más impacto?* La respuesta corta: porque la parte de la inercia inflacionaria que depende del tipo de cambio ya desapareció. Hoy, el motor de la inflación son las correcciones en los precios de los bienes no transables -servicios y tarifas- que están recuperando terreno. La inercia no transable residual depende de factores domésticos, básicamente salarios.

Y hoy los salarios también se están recuperando. Para quebrar la inercia residual de los no transables se necesita un Banco Central con un grado de independencia suficiente como para implementar una política monetaria capaz de coordinar expectativas en función de un objetivo de inflación. Y se sabe que no hay free lunch: en el proceso de disciplinar a los no transables pueden aparecer fuerzas recesivas. La recesión es un costo que los gobiernos suelen ser reacios a pagar, especialmente en períodos electorales.

### Ir por el premio mayor

El proceso que lleva a recomponer la productividad es también intensivo en demandas de coordinación. Requiere, antes que nada, vigorizar la tasa de inversión. El gobierno ha reducido fuertemente la inversión pública. **El desafío, entonces, es para el sector privado. Y no es menor: hay que llevar la tasa de inversión, como mínimo, a 22 o 23% del PBI para generar empleo en función del crecimiento vegetativo de la oferta de trabajadores.** Según las últimas cifras del INDEC, la tasa de inversión está en 17% del PBI. No se trata de una tarea imposible, pero la iniciativa privada que alimenta la inversión no opera en el vacío.

### El aire fresco que viene del Fondo

Un acuerdo de facilidades extendidas con el FMI estira los plazos de pago a ese organismo y recompone reservas, ello representaría una bocanada de aire fresco para la capacidad de coordinar políticas.

La ayuda del FMI podría ser funcional en varios frentes. Para empezar, un aporte razonable de dinero fresco podría acercar las reservas netas a terreno positivo y se podría avanzar en reforzar el balance del Central, si la Tesorería rescata letras intransferibles a cambio de dólares.

**Sobre esta base, se ganaría espacio para definir un régimen cambiario que dote de suficiente flexibilidad al tipo de cambio; la flexibilidad es clave en el marco de una economía global incierta.**

Al mismo tiempo, el saneamiento del Banco Central reforzaría potencialmente su autonomía, que podría usarse para implementar una política monetaria que fuera instrumental para terminar de quebrar la inercia inflacionaria. Por estos días, la indefinición sobre el futuro régimen cambiario y, por ende, del tipo de cambio, están jugando en contra de las liquidaciones de exportación, lo que potencia la presión cambiaria.

**Pero lo más importantes es que un nuevo acuerdo con el FMI dará oxígeno al gobierno en un plano fundamental: consolidar la confianza. Ya Milei se anotó un gol ayer cuando la Cámara de Diputados aprobó el DNU del Gobierno y logró blindar el acuerdo. Un gran paso en el plano político ya que tuvo 129 votos, en un contexto de Congreso rodeado de manifestantes, con ruido interno y una oposición envalentonada luego de la marcha del miércoles pasado.**

