

Semana Económica

Acuerdo con el FMI, meta de Reservas y perfil de pagos

Resumen del informe

- ✓ Los desembolsos del acuerdo con el FMI están sujetos a tres metas: fiscal, monetaria y de acumulación de Reservas. En tanto que las dos primeras podrían alcanzarse sin mayores contratiempos, la última parece más exigente: las Reservas netas deberían crecer USD 5.000 en los próximos dos meses y USD 10.000 millones hasta el cierre del año.
- ✓ En la primera semana pos flexibilización del mercado de cambios, el dólar subió poco más de 5%, en tanto que el dólar exportador avanzó menos de 2%, pasando de 1.135 ARS/USD el viernes pasado a 1.150 ARS/USD el 16 de abril. Más allá de estos movimientos, [el presidente sostuvo este viernes](#) que el Banco Central no comprará Reservas hasta tanto el tipo de cambio llegue a 1.000 ARS/USD.
- ✓ Para cumplir la meta de Reservas con superávit de cuenta corriente (es decir, compras en el mercado), el BCRA debería sumar USD 130 millones promedio por día en los próximos dos meses. Para dimensionar, en enero y febrero promedió compras por USD 75 millones.
- ✓ Por la normativa del acuerdo (página 99), los primeros USD 1.500 millones que se obtengan en el mercado ajustarán hacia arriba el objetivo de Reservas -por caso, si el repo fuera por USD 2.000 millones, solo contarían USD 500 millones-, al igual que los primeros USD 3.000 millones de Organismos multilaterales extra FMI que lleguen antes del 13 de junio. Por su parte, ningún financiamiento del FMI se incluye en el objetivo. La respuesta inicial del mercado no les dio relevancia a estos desafíos, pero podrían volverse significativos en las próximas semanas.
- ✓ El acuerdo con el Fondo atenuaría los problemas de stocks de este año (pagos de deuda pública en moneda extranjera). Sin embargo, en 2026-2027 hay obligaciones por más de USD 25.000 millones de deuda por año (entre títulos, FMI, BOPREAL, repo y swap), que deberían cancelarse con nuevo endeudamiento externo de mercado, dado que las demás fuentes parecen agotadas. Sin una caída adicional de 300 puntos del riesgo país, será difícil lograr este objetivo.

Novedades de la semana

- ✓ Esta semana llegaron USD 13.500 millones entre el FMI y el BIRF y las Reservas brutas pasaron de la zona de USD 25.000 millones a la de USD 38.500 millones. Por su parte, el Banco Central no intervino en el mercado, a la vez que las liquidaciones del agro crecieron más allá del impulso que le dio eliminación del blend. En respuesta, el tipo de cambio oficial subió 6% en la semana.
- ✓ En marzo, el superávit comercial alcanzó USD 320 millones, achicándose respecto de los USD 2.150 millones del tercer mes del año pasado. La contracción de 2,3% i.a. de las exportaciones y el salto de 38,5% i.a de las importaciones explicaron este resultado. Asimismo, neto de energía, el saldo fue deficitario en USD 200 millones (vs. un superávit no energético de USD 1.400 millones en marzo 2024).
- ✓ El superávit financiero alcanzó ARS 0,4 billones en marzo, contrayéndose 7% i.a. respecto de igual mes del año pasado. El aumento del gasto público (+2% i.a.) y la caída de ingresos (-1% i.a.) explicaron esta dinámica, en un contexto de moderación del pago de intereses (-36% i.a.).

Acuerdo con el FMI, meta de Reservas y perfil de pagos

1. Esquema cambiario

El acuerdo con el FMI se puso en marcha esta semana, con el nuevo **esquema cambiario** como primera novedad. La flexibilización del cepo para personas humanas (dólar ahorro) y para importar bienes y servicios sumaron demanda en el mercado oficial. Asimismo, el Banco Central eliminó el dólar blend, y todas las exportaciones se liquidarán en el mismo mercado. Así, se concentró el volumen en el oficial y la brecha, el MEP y el Contado con liquidación perdieron relevancia.

A nivel empresas, la restricción para remitir utilidades al exterior se mantuvo, aunque con algunas modificaciones. Las ganancias retenidas (stock) podrán comprar BOPREAL serie 4 -tope a colocar USD 3.000 millones-, un bono emitido por el Banco Central que se suscribe en pesos y paga en dólares. Este título devengará una tasa de interés que se comunicará el día de la licitación, mientras que el capital se pagará íntegramente al vencimiento (en 2028). Por su parte, las ganancias que surjan desde los balances de este año (flujo) sí podrán remitirse al exterior.

Por último, en lo que a cantidades refiere, la autoridad monetaria relajó el acceso al mercado para la repatriación inversiones reales y financieras de no residentes, estableciendo un plazo mínimo de permanencia de 180 días (hasta enero de 2017 era de 120 días y se redujo a cero entre 2017 y 2019) en la búsqueda por alentar el carry trade de extranjeros: que vendan sus dólares para comprar activos en pesos y luego de un semestre puedan salir. En este sentido, corresponde notar que los plazos implementados se asemejan a los existentes en Brasil o Chile, de modo que estaríamos pasando de una cuenta de capital con fuertes barreras a la entrada y la salida a otra administrada: a riesgo de sonar repetitivos: como es la norma en los países emergentes.

En materia de precios, se puso en marcha un esquema de bandas: un piso de 1.000 ARS/USD y un techo de 1.400 ARS/USD, con actualización mensual de -1% y +1%, de modo que estas se ampliarán en lugar de achicarse. En los límites, el Banco Central estaría obligado a comprar o vender según el caso, mientras que en el medio se flota.

Además, se estableció una meta de acumulación de Reservas netas, que obligaría a sumar poco más de USD 4.000 millones hasta el 13 de junio, perder no más de USD 100 millones hasta el 30 de septiembre (considerando que el 9 de julio se pagarán cupones y amortización de Globales y Bonares por USD 4.500 millones implicará recomprar USD 4.500 millones) y sumar otros USD 4.500 millones hasta el cierre del año. Así, las Reservas netas deberían crecer USD 10.000 millones en lo que resta de 2025, que suben a USD 15.000 millones si incluimos los pagos de deuda.

En este punto, vale destacar que los desembolsos del FMI no se incluyen en los cálculos, al igual que los primeros USD 4.000 millones que giren otros organismos multilaterales y USD 1.500 millones de financiamiento de mercado (página 99 del Acuerdo) que eventualmente se consigan. De este modo, la meta debería cumplirse principalmente con compras del Banco Central en el mercado oficial.

Y acá empiezan los desencuentros. El staff report del acuerdo sostiene en su página dos:

Políticas cambiarias y monetarias. El programa prevé una transición inmediata hacia marcos más robustos de políticas monetarias y cambiarias para mejorar la capacidad de Argentina de ajustarse a choques, mientras reconstruye las reservas y apoya la desinflación. Bajo el nuevo marco cambiario, el tipo de cambio inicialmente flotará dentro de un rango suficientemente amplio para permitir el

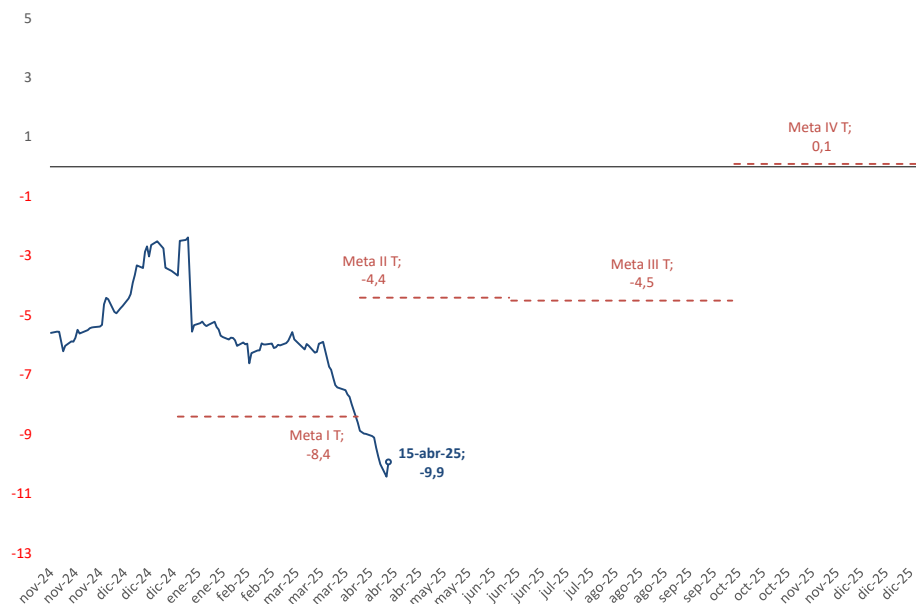
descubrimiento de precios, **con compras de divisas dentro del rango que sean consistentes con los objetivos de acumulación de reservas.**

En contraste, el presidente afirmó en [este tweet](#) que el Banco Central solo compraría en el piso de la banda. En esta línea, la autoridad monetaria cerró una semana sin intervenciones en el mercado oficial. Para acumular Reservas por esta vía, el Banco Central debería comprar dólares en el mercado, sumando un factor adicional de demanda y poniéndole un piso al tipo de cambio. Por ahora no lo hizo, y la meta de Reservas sigue lejos.

Para alcanzar el objetivo, el BCRA debería comprar USD 130 millones promedio por día entre la semana que viene y mediados de junio (para dimensionar, en enero y febrero promedió compras por USD +75 millones por día), un monto exigente. Aunque desde las autoridades se le restó importancia al objetivo que destrabaría el próximo desembolso, por USD 2.000 millones en junio, además que el repo podría aportar USD 500 millones (ya que los primeros USD 1.500 millones quedarían dentro del ajustador de la meta), y reducir las necesidades a USD 120 millones diarios, el interrogante permanece abierto.

Antes de cerrar con este tema, podemos recordar que en 2022 y 2023 estos objetivos se alcanzaron de manera “exógena”: cerrando la venta de dólares para importar bienes en la última semana de junio de 2022, con el dólar soja y dólar trigo en septiembre y diciembre de ese año o relajando los objetivos por la sequía en marzo y junio de 2023.

Gráfico I – Reservas netas metodología FMI. Fuente: elaboración propia en base a BCRA y FMI. En USD miles de millones.



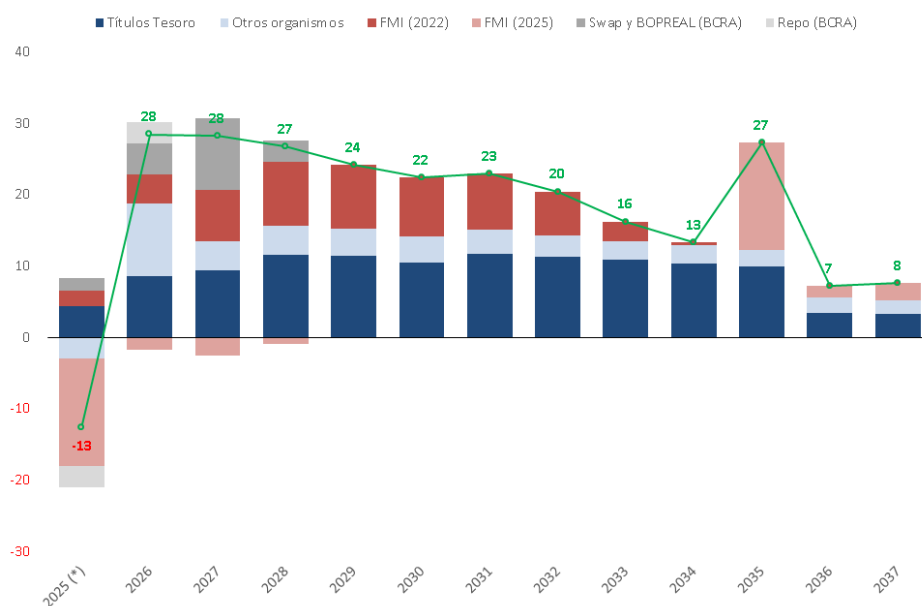
Por lo tanto, aunque no podemos descartar que las metas terminen siendo secundarias o que se cumplan de manera exógena, lo cierto es que si no hay cambios relevantes en lo que al crédito externo hace antes del cierre del primer semestre, la demanda de divisas debería aumentar en las próximas semanas, más no sea por las compras del propio Banco Central -es decir, incluso en un escenario donde el sector privado no presionara sobre el tipo de cambio-.

2. Esquema de desembolsos y perfil de vencimientos de deuda

El FMI giró USD 12.000 millones este martes, a los que corresponde sumar los mencionados USD 2.000 millones pre-acordados para mediados de junio y USD 1.000 millones para noviembre. Asimismo, en cada mayo y noviembre de 2026-2028 desembolsaría USD 700 millones, y en mayo de 2029 USD 700 millones. Así se alcanzarían los USD 20.000 millones. Además, entre el BID, el BIRF y la CAF sumarían USD 3.600 millones este año, a la vez que se está negociando un nuevo repo (deuda de no más de un año de plazo) con bancos comerciales por USD 2.000 millones -en enero 2025 se firmó uno a un año por USD 1.000 millones-.

Como resultado, la cuenta de capital -incluidos intereses- del Sector Público Nacional pasó de un déficit esperado de USD 11.500 millones para abril-diciembre de este año por los pagos de deuda a un superávit de USD 12.600 millones por los giros del FMI, otros organismos y la ampliación del repo. En sentido contrario, los vencimientos de 2026 saltaron de USD 21.100 millones a USD 28.500 millones, asumiendo que el repo y el crédito adicional de organismos internacionales extra FMI se cancela a doce meses.

Gráfico II – Perfil de vencimientos deuda pública en dólares. Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de finanzas. () Abril-diciembre. En USD miles de millones.*



Como se observa en el gráfico, el Estado Nacional (Tesoro y BCRA) partirá 2026-2027 con vencimientos de deuda netos de desembolsos por USD 28.000 millones: el equivalente al stock de Reservas -pos primer giro del FMI- menos los encajes por los depósitos privados en moneda extranjera. Por lo tanto, habrá que acumular Reservas por la cuenta corriente o la cuenta capital para repagar estos créditos.

En distintas oportunidades mostramos que para este nivel de actividad, precios internacionales y tipo de cambio real la cuenta corriente era deficitaria. Si bien la relajación de los controles incrementó en el margen la última variable -por ahora-, lo cierto es que no alcanza para revertir el saldo de bienes y turismo. En consecuencia, de no mediar un salto cambiario o un boom exportador, sería difícil repagar estos pasivos con la cuenta corriente. Pasemos entonces a la cuenta capital.

De este lado, los organismos multilaterales no son una opción, ya que un tercer préstamo con el Fondo es muy poco probable, a la vez que el resto de las entidades tampoco podrían aportar sumas relevantes

más allá de lo previsto al momento. Por ende, habrá que recurrir a los privados: reales o financieros. Y esto se conecta con la resolución del Banco Central publicada el 15 de abril y comentada más arriba.

La idea, entonces, es que el sector externo no cierra 2026-2027 sin financiamiento de mercado, y en este marco se entiende la relajación del cepo: en promedio, luego de un desarme de controles, los países tardan hasta seis meses en colocar deuda. En este sentido, Argentina 2015-2016 no fue la excepción: los controles se relajaron en diciembre 2015 y la primera colocación de deuda -con otros fundamentos y un mundo menos tenso y 4 p.p. menos de tasa de la Fed- fueron en abril de 2016.

Nuevamente, la segunda página (sic) el staff report del Fondo es explícita en este sentido:

Financiamiento. La estrategia de financiamiento continuará enfocándose en reducir los riesgos de renovación de deuda en pesos, extendiendo los plazos de vencimiento y reemplazando gradualmente los valores vinculados a divisas e inflación con instrumentos a tasa fija a medida que avance la desinflación. **En el ámbito externo, se espera que la implementación decidida del programa y una acumulación temprana de reservas conduzcan a una mayor reducción de los diferenciales de títulos soberanos y faciliten un acceso oportuno a los mercados internacionales de capital en condiciones más favorables (y sostenibles) a principios de 2026.** El personal evalúa que existen garantías firmes de financiamiento por parte de los acreedores multilaterales y bilaterales, quienes también están apoyando los planes de estabilización y crecimiento de las autoridades.

Antes de cerrar, cabe notar que una vuelta significativa a los mercados antes de junio 2025 permitiría cumplir la meta de Reservas sin necesidad de comprar las divisas en el mercado cambiario, y por tanto ponerle un piso al tipo de cambio. La experiencia marca que este escenario es difícil de lograr, pero no está de más mencionarlo. Además, y no menor, el acuerdo con el Fondo soluciona los problemas de stocks de este año -el saldo de la cuenta capital del sector público pasa de negativo a positivo-, pero no resuelve las cuestiones de flujos, ni los pagos de deuda del año que viene -que podrían cancelarse con crédito de mercado, pero no está asegurado-.

En el frente cambiario, la primera semana sin cepo fue más tranquila que lo esperado: el dólar oficial cerró poco más de 6% por encima de los niveles del viernes pasado (había llegado a estar +10% entre lunes y martes), ubicándose en niveles muy similares a los que estaba el blend (+1,5%). Así, se moderaría el traslado inicial a precios de la flexibilización cambiaria, especialmente en el tramo de alimentos, donde los movimientos obedecen más al tipo de cambio exportador que importador.

Si cumplir de forma “no-exógena” la meta de Reservas es condición necesaria para destrabar el giro del FMI pautado para junio (USD 2.000 millones), será difícil que el Banco Central no compre divisas en el medio de la zona de flotación. Asimismo, si el Banco Central compra divisas en el medio de la zona de flotación, será difícil que no le ponga un piso al tipo de cambio. Esta semana, el mercado pareció priorizar la euforia pos apertura del cepo que las preocupaciones por estas inconsistencias macro, vale decir, desestimadas por las autoridades.

En tanto, de cara al mediano plazo, será fundamental destrabar el financiamiento de mercado en moneda extranjera, léase, comprimir el riesgo país, al menos hasta la media de la región (llevarlo de los 750 puntos básicos actuales a la zona de los 450 p.b., número que no perfora desde junio de 2018).

Las inconsistencias son relevantes, pero al momento los aspectos positivos fueron más relevantes para determinar el corto plazo. Veremos si también llegan a los aspectos estructurales.

Principales variables

Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. i.a. % o Diferencia
Actividad					
PIB precios constantes	%	s.e. y v%a	IV-24	1,4%	2,1%
EMAE	%	s.e. y v%a	ene-25	0,6%	6,5%
Salarios Privados					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v%a	ene-25	2,3%	111,0%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v%a	ene-25	0,1%	14,4%
Fiscal					
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	mar-25	3,3%	0,2 p.p.
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	mar-25	-2,8%	-0,4 p.p.
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	mar-25	0,5%	-0,2 p.p.
Intereses	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	mar-25	-0,3%	0,1 p.p.
Resultado financiero	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	mar-25	0,1%	-0,1 p.p.
Precios					
IPC Nivel General, Nacional	%	v% m y v% a	mar-25	3,7%	55,9%
IPC Núcleo, Nacional	%	v% m y v% a	mar-25	3,2%	51,3%
Comercio exterior					
Exportaciones (INDEC)	USD M.	Mes y 12m	mar-25	6.329	80.625
Importaciones (INDEC)	USD M.	Mes y 12m	mar-25	6.006	65.371
Balanza comercial (INDEC)	USD M.	Mes y 12m	mar-25	323	15.254
Balance cambiario					
Bienes (BCRA)	USD M.	Mes y 12m	feb-25	869	13.033
Servicios y rentas (BCRA)	USD M.	Mes y 12m	feb-25	-2.100	-17.773
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M.	Mes y 12m	feb-25	995	4.936
Tipo de cambio					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diario	16-abr-25	1.172,8	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	Diario	15-abr-25	1,3	
CCL	ARS/USD	Diario	16-abr-25	1.199,4	
CCL real multilateral	Dic 01=1	Diario	16-abr-25	1,3	
Reservas					
Reservas brutas	USD M.	Diario	16-abr-25	38.612	
Compra neta de divisas semanal	USD M.	Diario	16-abr-25	0	
Liquidación CIARA semanal	USD M.	Diario	16-abr-25	351	
Títulos públicos					
AL30	USD	Diario	16-abr-25	66,0	
GD30	USD	Diario	16-abr-25	67,6	
Riesgo País	USD	Diario	16-abr-25	745	
Monetario					
Tasa de política monetaria	% TEM	Diario	30-abr-25	2,4%	
TAMAR	% TEM	Diario	30-abr-25	3,3%	
Pases activos	% TEM	Diario	30-abr-25		
Internacional					
Real Brasil	BRL/USD	Diario	16-abr-25	5,9	14,3%
Yuan China	CNH/USD	Diario	16-abr-25	7,3	0,9%
Soja (tn.)	USD	Diario	16-abr-25	386,0	-11,3%
WTI (Petróleo)	USD	Diario	16-abr-25	62,6	-19,0%

El presente informe no podrá interpretarse o considerarse como un asesoramiento profesional para la realización de operaciones financieras. El Banco de la Provincia de Buenos Aires, sus directores, agentes o empleados no serán responsables por cualquier pérdida o daño, ya sea personal o patrimonial, que pudieran derivarse directa o indirectamente del uso y aplicación del contenido del presente informe. Para su reproducción total o parcial, agradecemos citar la fuente.