

¿Salvataje para cambiar o para mantener un programa agotado?

Por Arnaldo Bocco

→ Octubre 2025



Overview

- El programa económico como está, luce agotado. La economía camina hacia una recesión y el frente financiero se encuentra al borde de una nueva crisis.
- De no ser por el salvataje de EEUU y el adelanto de exportaciones agrícolas, hubiéramos afrontado una pérdida masiva de reservas o una devaluación de una magnitud considerable, la cual el gobierno quería evitar por su impacto inflacionario.
- A pesar de que el dólar bajó del techo de la banda las tensiones se mantienen. El esquema cambiario no es creíble para la sociedad y el mercado descuenta su fin tras las elecciones del 26O.
- La salida de dólares por cuenta corriente, por formación de activos externos y por pagos de deuda colocan a la economía en una situación de extrema dependencia del ingreso de capitales financieros. La situación se agrava hoy porque la reimposición de la restricción cruzada cada vez más intensa, hizo reaparecer la brecha cambiaria y los USD del agro que entraron por adelantado no van a entrar los próximos meses.
- ¿El salvataje será para hacer frente a los desembolsos o para financiar un esquema macroeconómico en lenta agonía? ¿Qué esperar para la economía real? Son las preguntas centrales que se abren.

El régimen de bandas en agonía

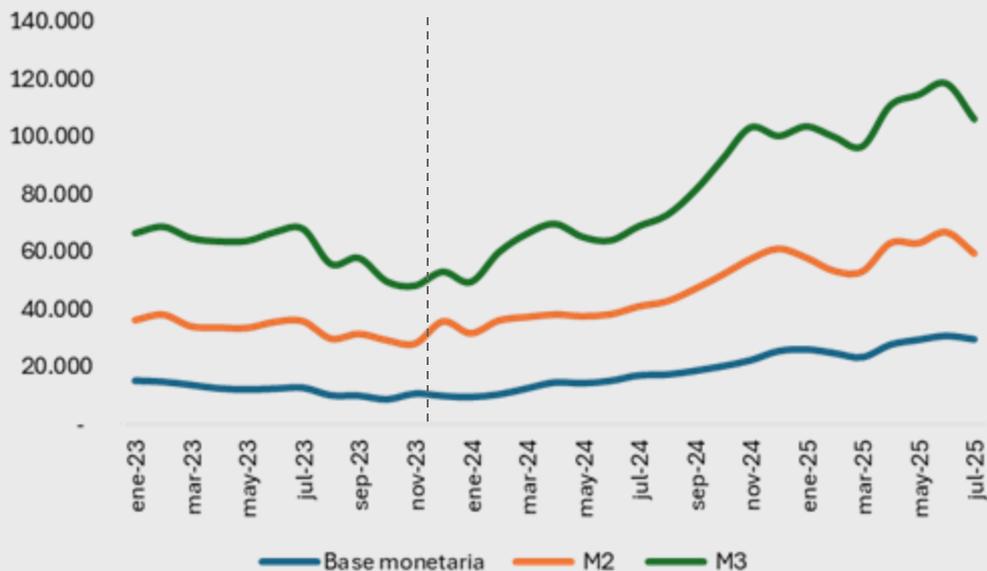


Fuente: elaboración propia en base a BCRA

- Tras el anuncio de Bessent y el adelanto de exportaciones agrícolas por USD 7.000 M (90% a liquidar a los 3 días), el dólar se despegó del techo de la banda para ubicarse por debajo de \$1.400
- Desde ese momento el tesoro habría comprado USD 2.200 M, en línea con lo que le exige el mercado. Monto que luce insuficiente dada las ventas realizadas previamente para defender el techo de la banda (USD 1.100 M el BCRA y más de USD 500 M el tesoro) y la menor oferta de divisas que habrá en los próximos meses.
- Ahora bien, la reimposición de la restricción cruzada a personas humanas (no se puede comprar oficial y vender MEP/CCL) disparó la brecha cambiaria al 10%, por lo que los paralelos ya operan de nuevo por encima de la banda.

Un golpe al corazón del discurso económico

Agregados monetarios en millones de dólares MEP



Fuente: elaboración propia en base a BCRA y Rava

- La suba del dólar implicó un golpe de gracia para el discurso del gobierno ya que el equipo económico sostenía la premisa que gracias al equilibrio fiscal y la eliminación del financiamiento del déficit, junto a otras medidas para cerrar canillas de emisión, no existían los pesos suficientes para que el dólar llegue al techo de la banda.
- Sin embargo, al observar los principales agregados monetarios valuados al valor del dólar MEP, se observa que los pesos disponibles permiten adquirir más del doble de dólares que antes de asumir Milei.
- Esto se debe fundamentalmente a la apreciación cambiaria del periodo, pero no exclusivamente. La base monetaria en pesos se expandió de 8 a 44 billones y con ello también los agregados más amplios como M2 y M3, donde opera la creación secundaria de dinero.

El anuncio de Bessent: ¿salvataje para qué?

→ El anuncio de Bessent fue crucial para calmar las expectativas de un mercado que encontró los pesos suficientes para correr al dólar. Su apoyo, aún no materializado, incluye las siguientes opciones:

- ◆ Swap por USD 20.000 millones
- ◆ Stand-by a través del Fondo de Estabilización Cambiaria
- ◆ Compra de bonos argentinos
- ◆ IED de empresas privadas sujeta a resultado electoral



→ Si bien el anuncio per sé sirvió inicialmente para mejorar expectativas, aún debe materializarse y persisten diversas dudas:

- ◆ **Plazo de implementación de la ayuda.** En particular si será antes o después de las elecciones. Por otro lado, el ruido político el anuncio al interior de EEUU también plantean dudas sobre la contundencia final del apoyo.
- ◆ **Incertidumbre frente al resultado electoral:** ¿se materializará el resultado si a Milei le va mal en las elecciones?
- ◆ **Condicionalidades** de EEUU y destino de los fondos.

→ **La pregunta central es si el gobierno de Estados Unidos está dispuesto a financiar la política cambiaria que lleva adelante el Ministro Caputo o exigirá una corrección cambiaria antes de realizar algún desembolso.** Cabe mencionar que el año que viene el país afronta vencimientos por USD 16.000 M, de los cuales USD 7.400 M corresponden a bonos soberanos con acreedores privados.

→ Por el momento, **el mercado sigue dando por descontado el fin de las bandas cambiarias post-elecciones** y se mantiene la volatilidad de los activos argentinos.

El problema de fondo es la insustentabilidad del sector externo

Balance cambiario post-cepo. En USD millones.

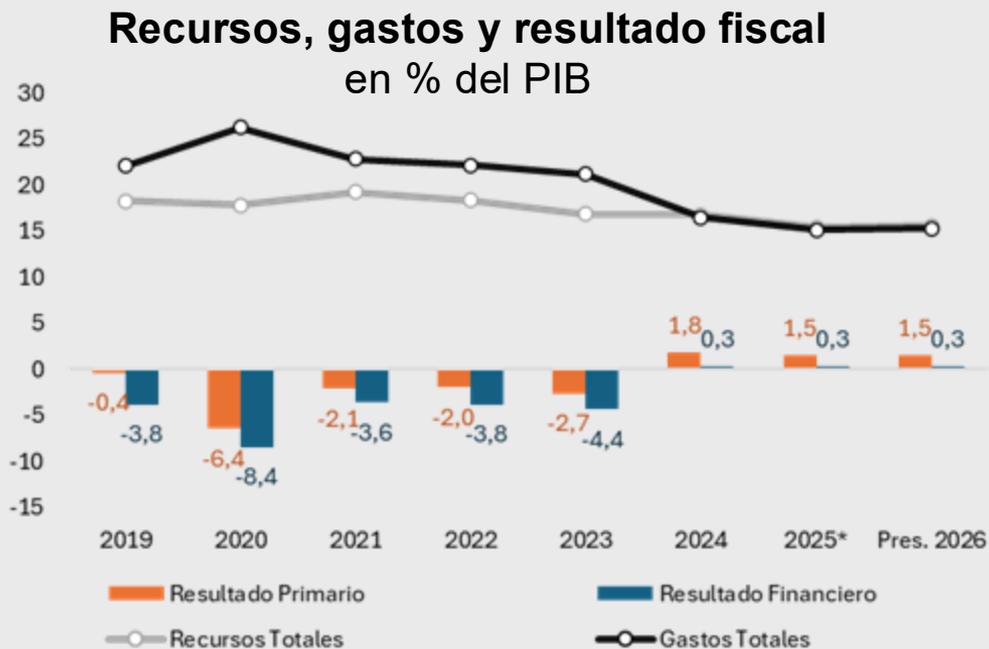
Concepto	abr-25	may-25	jun-25	jul-25	ago-25	Total
Bienes	1.214	1.811	3.376	3.887	845	11.133
Servicios	- 1.161	- 939	- 744	- 928	- 840	- 4.612
Intereses	- 520	- 1.011	- 458	- 1.563	- 1.150	- 4.701
UyD	- 8	- 18	- 7	- 32	- 14	- 80
Ingreso secundario	16	7	9	9	26	50
Cuenta corriente	- 459	- 149	2.158	1.374	- 1.133	1.790
Cuenta capital	7	7	13	29	75	131
IED	- 659	109	154	155	183	57
Portafolio	- 23	- 2	- 205	- 60	- 58	- 348
Préstamos en dólares	622	1.330	1.360	1.658	1.708	6.678
FMI	12.396	-	-	-	2.073	14.469
Otros OOI	1.303	480	2.210	1.152	43	5.188
FAE	- 2.021	- 3.226	- 4.051	- 5.432	- 3.188	- 17.918
Operaciones de canje	- 403	336	690	443	912	1.979
FAE sector financiero	2.861	- 567	- 1.274	408	576	2.004
FAE sector público	149	- 2	- 32	594	70	778
Titulos valores	- 710	74	43	79	5	594
Deuda soberana	- 154	- 36	1.161	- 2.711	- 2	- 1.742
Otros movimientos netos	641	- 551	776	1.280	- 620	1.526
Cuenta Capital y financiera	14.010	- 2.046	758	- 2.405	1.777	12.093
Variación RRII	13.551	- 2.196	2.916	- 1.031	644	13.884

→ En agosto la cuenta corriente del balance cambiario se ubicó en terreno negativo (USD -1.733 M). Al bajar estacionalmente las exportaciones agrícolas el resultado comercial de bienes no alcanzó para compensar la salida de divisas por servicios (turismo) e intereses.

→ La cuenta capital y financiera fue positiva gracias al desembolso del FMI (USD 2.073 M) y al crecimiento de los préstamos en dólares (USD 1.708 M). De esta manera compensa otro pésimo dato de Formación de Activos Externos - FAE- (USD -3.188 M).

→ Al mirar la película completa del balance cambiario tras la salida del cepo para personas humanas, se observa que el sector externo se sostuvo gracias a la estacionalidad de las exportaciones agrícolas y diversos tipos de préstamos en dólares. Mientras tanto, la compra de dólares sin fines predeterminados (FAE) acumuló USD 17.918 M, reflejando la enorme presión demandante sobre el mercado de cambios.

Se complica el frente fiscal



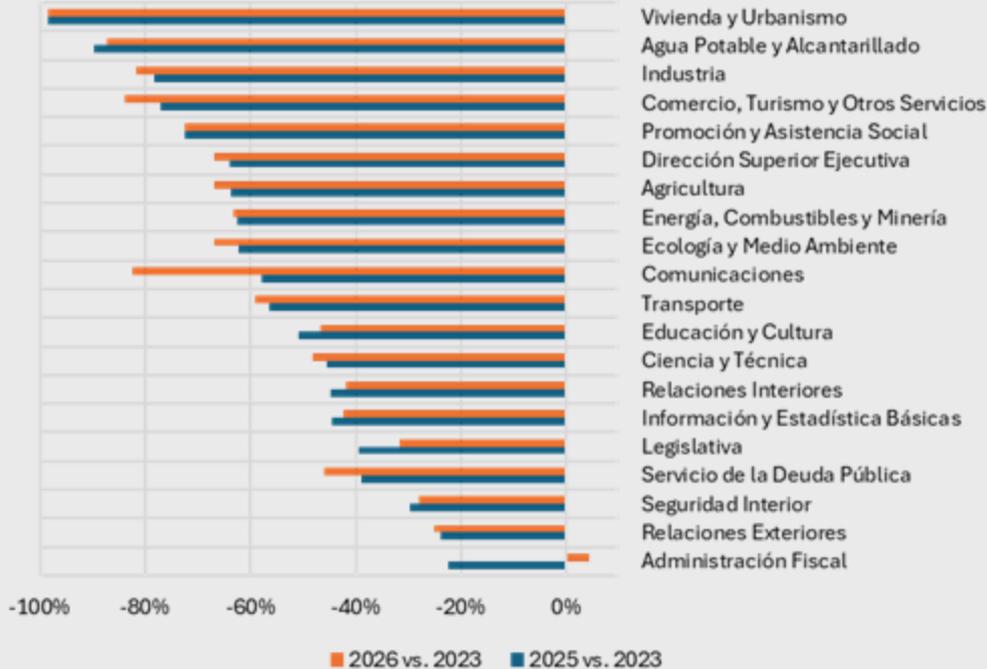
*Proyección del Proyecto de Presupuesto 2026

Fuente: elaboración propia en base a Presupuesto Abierto y Proyecto de Presupuesto 2026

- Desde que asumió, Milei consiguió mejorar las cuentas fiscales gracias a un profundo ajuste del gasto primario (5,6 p.p. del PIB). Esta política no está exenta de costos sociales y políticos. En particular se destacan las implicancias de recortar gastos de capital en un 82% entre 2025 y 2023.
- Ahora bien, el equilibrio fiscal es relativo, porque la utilización de letras capitalizables por parte del tesoro esconde la contabilización de los intereses en el gasto. Los intereses capitalizados actualmente representan el 3,3% del PIB.
- El Proyecto de Presupuesto 2026 estima un resultado fiscal primario para 2025 de 1,5% y financiero de 0,3% (sin contar los intereses capitalizados). Proyecta los mismos guarismos para 2026. Sin embargo...
 - ◆ Si deducimos el costo fiscal de la reducción a 0 de retenciones (0,25% del PIB) el resultado financiero se acerca a 0.
 - ◆ La proyección de recaudación es optimista, ya que se hace sobre una proyección de crecimiento del PIB de 5,4% y 5%, contra 4,4% y 3,2% que proyecta el mercado (REM).

¿Es sostenible el ajuste?

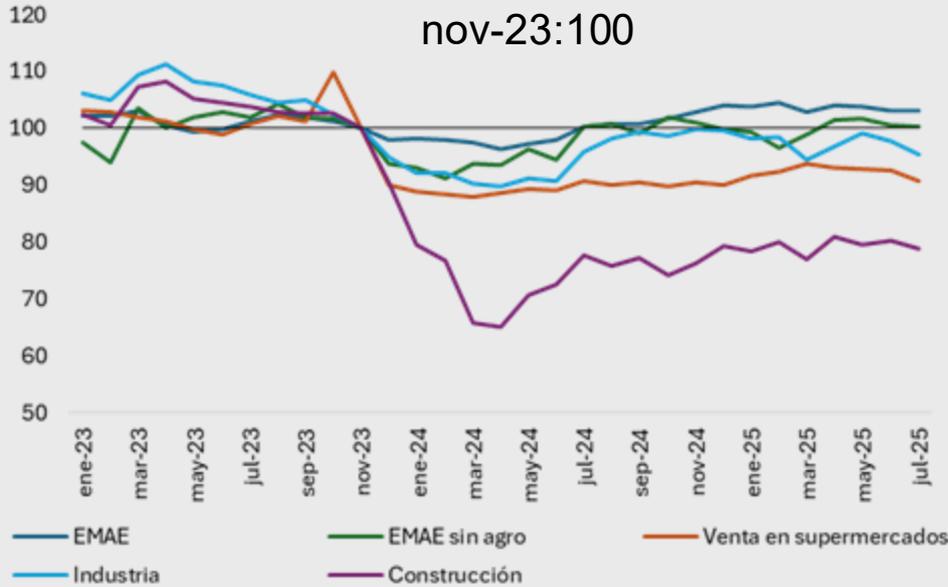
Funciones más ajustadas desde 2023 variación real



- La sostenibilidad del equilibrio fiscal tuvo como contracara un recorte muy fuerte en diversas partidas, al comparar con 2023
- Gastos sociales como vivienda y urbanismo (-98,4%) o agua potable y alcantarillado (-89,6%) fueron prácticamente paralizados.
- Gastos muy sensibles como Educación y Cultura o Ciencia y Técnica sufrieron recortes de 50,7% y 45,6% respectivamente.
- Se destaca también el recorte en subsidios, con caídas en Energía y Transporte del 62,5% y el 56,4%, respectivamente.
- El presupuesto 2026 apunta a sostener el recorte de gasto ya realizado.
- Cabe señalar que la ley de presupuesto establece que de no alcanzarse el equilibrio financiero el jefe de gabinete tiene la potestad de recortar gastos primarios. Esto luce particularmente preocupante en un contexto donde el crecimiento del PIB probablemente sea menor al utilizado para proyectar la recaudación del año próximo.

La economía real

Indicadores de actividad económica
nov-23:100



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Periodo	EMAE	EMAE sin agro	Supermercados	Industria	Construcción
Gestión Milei	3,0%	0,4%	-9,3%	-4,6%	-21,2%
2025	-0,9%	0,6%	0,6%	-4,3%	-0,5%
Julio	-0,1%	-0,3%	-2,1%	-2,3%	-1,8%

- La actividad económica se encuentra a las vísperas de una nueva recesión. El EMAE acumula tres caídas mensuales consecutivas y no se augura una recuperación.
- Los motores de la recuperación económica de fines de 2024 hoy ya no operan. El salario cae en lo que va del año, el crédito se paralizó por la suba de la tasa de interés y el ajuste fiscal se profundizó.
- Desde que asumió Milei la actividad económica se expandió 3%, pero si descontamos el efecto extraordinario del agro (compara contra un año de sequía), el crecimiento es de apenas 0,4%. Mientras tanto, la construcción, la industria y las ventas en supermercados presentan caídas.
- En este proceso se perdieron 171.191 puestos asalariados registrados, de los cuales $\frac{2}{3}$ partes corresponden al sector privado.

Escenarios frente al 26 de Octubre

Escenarios según resultado del gobierno nacional

Variable	Resultado favorable	Resultado intermedio	Mal resultado
Resultado oficialismo	40%	35%	30%
Situación política	Facilidad para gobernar por decreto e imponer vetos	Necesidad de hacer acuerdos con oposición blanda y gobernadores	Dificultad para gobernar sin diálogo con la oposición más dura
Tipo de cambio real	Se sostiene	Se incrementa	Se incrementa
Riesgo país	Por debajo de 1.000	En torno a 1.000	Por encima de 1.000
Actividad económica	Estancamiento en el corto, incertidumbre en el mediano plazo	Caída en el corto y rebote sin crecimiento en el mediano plazo	Caída en el corto, incertidumbre en el mediano plazo
Riesgos	El gobierno puede intentar sostener su estrategia de apreciación cambiaria, profundizando los riesgos en el sector externo y la pérdida de competitividad de la producción	El gobierno necesitaría realizar una corrección de las bandas cambiarias para intentar mejorar los fundamentales macroeconómicos en pos de captar inversiones financieras y productivas.	El mercado daría por descontado que el gobierno no puede afrontar los vencimientos de la deuda lo que induciría a una fuerte devaluación o un desembolso equivalente por parte de EEUU. La dificultad para lograr ingresos de capitales financieros en este contexto impondrían una corrección del tipo de cambio real.

Reflexiones finales

- Las dudas sobre el programa económico del gobierno no cesan y eso se manifiesta en que la presión cambiaria se sostiene y una parte relevante de los agentes económicos ve un futuro de crisis mayor.
- A estos niveles de tipo de cambio la demanda de dólares no encuentra su equilibrio en la oferta. En los próximos días se agotará la oferta adicional del agro y se sentirá una escasez por la liquidación adelantada. Mientras tanto, la dolarización de carteras se mantendrá elevada de cara a las elecciones, a menos que Estados Unidos materialice un *apoyo contundente* que brinde certeza sobre la sostenibilidad del esquema cambiario post-elecciones.
- Un mal resultado electoral del gobierno podría deteriorar la condición financiera, pero un buen resultado está lejos de asegurar la solución de los problemas estructurales del modelo y la macro argentina.
- En el corto plazo Argentina necesita resolver cómo cerrar la brecha del sector externo, afrontar los problemas de su deuda, pero también cómo llevar la Formación de Activos Externos y el turismo a niveles más razonables. Esto requiere un esquema cambiario creíble, empezando por un tipo de cambio real más elevado.
- En el frente real, la actividad económica, salvo por algunos sectores exportadores, no encuentra drivers de crecimiento y la apertura importadora impone presiones adicionales. El gobierno deberá convivir con una recesión si no introduce cambios en la actual política fiscal, monetaria, salarial y comercial.