

## Riesgos en el horizonte de la estabilización

### La estabilización necesita dólares

Hacia el final del año 2024 el plan de estabilización de Milei ha comenzado a mostrar sus primeros resultados, con una reducción de la inflación al 2,4% mensual en noviembre y en particular del 0,9% en Alimentos y Bebidas. Sin embargo, **la receta involucra grandes riesgos y las debilidades del modelo se exacerbarán como resultado del contexto internacional.**

En resumidas cuentas, la actual política económica consiste en un plan de estabilización clásico dentro de los planes aplicados en América Latina durante la década de 1990: una devaluación inicial que reduce las importaciones y provoca superávit comercial, un programa de ajuste fiscal que lleva al superávit y un ancla cambiaria que conduce a una prolongada apreciación real. Los hechos estilizados de los planes de estabilización exitosos muestran que **en los planes que alcanzaron su objetivo, el dólar se abarató el tiempo necesario para disciplinar el nivel de precios local** (Palazzo, Rapetti y Waldman, 2022). En los planes que fracasaron, el ancla cambiaria no logró sostenerse y sucesivas devaluaciones volvieron a empujar la inflación.

Si bien el superávit fiscal se asocia a los planes exitosos porque contribuye a que el tipo de cambio resista más presiones, la contracción fiscal por sí misma no es garantía de éxito<sup>1</sup>. El tiempo requerido para que el ancla cambiaria surta efectos definitivos suele ser mayor a los dos años. En ese plazo las economías que comienzan a estabilizarse recuperan el crecimiento, pero la cuenta corriente pasa a ser estructuralmente deficitaria, el crecimiento a mediano plazo se ve comprometido y el proceso resulta dependiente de que la cuenta capital y financiera aporte el relevo de dólares que la cuenta corriente comienza a consumir (Calvo y Vegh, 1998). A mayor grado de éxito en la estabilización y expansión iniciales, mayor es el crecimiento del déficit de cuenta corriente y la brecha de dólares a financiar.

**La mayoría de las estabilizaciones exitosas han contado con aportes sustanciales de dólares por la cuenta capital y financiera**, un aspecto cuya

---

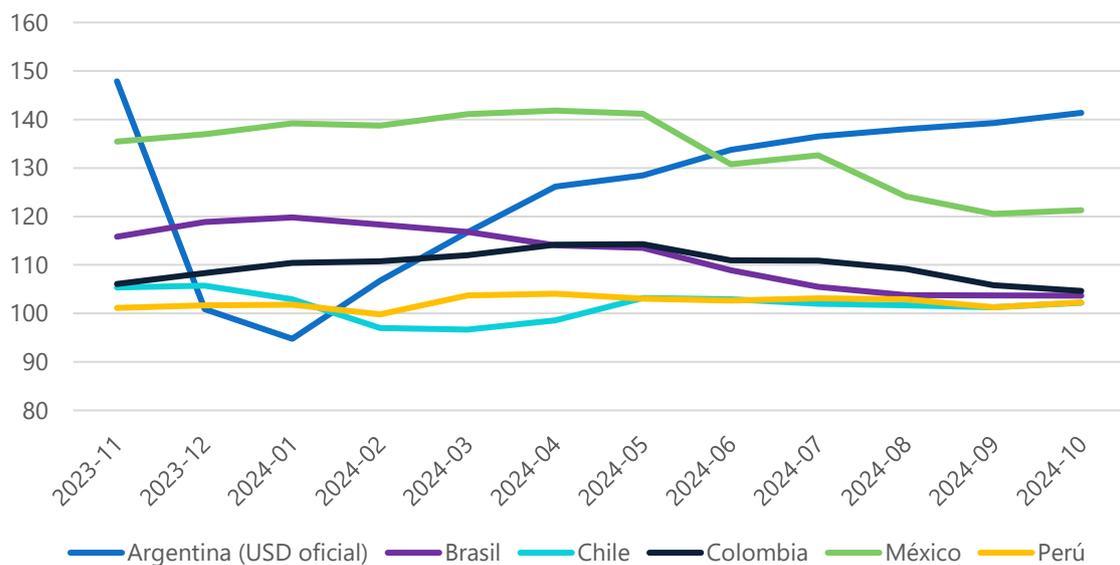
<sup>1</sup> La suerte que corrió el ancla cambiaria chilena en 1982, análoga al modelo argentino de la “tablita cambiaria”, muestra que el superávit fiscal no es un blindaje a la inestabilidad del sector externo: [https://www.clarin.com/economia/enfoque-monetario-convertido-cuestion-fe-religion-creer-reventar\\_0\\_gCBoWzjJuq.html?srsId=AfmBOorwSHmjGBZR2ezVoslyBnJDLpRd9YYSfhBf8qRoko6rVmGEvLKU](https://www.clarin.com/economia/enfoque-monetario-convertido-cuestion-fe-religion-creer-reventar_0_gCBoWzjJuq.html?srsId=AfmBOorwSHmjGBZR2ezVoslyBnJDLpRd9YYSfhBf8qRoko6rVmGEvLKU)

importancia suele ser minimizada por la literatura económica. El caso de Israel en 1985/1990, frecuentemente citado como ejemplo de coordinación política y distributiva, también contó con 10% de PBI anual de ayuda externa unilateral. Los planes latinoamericanos exitosos lograron mantener déficit de cuenta corriente de -4% del PBI durante al menos tres años, gracias a una combinación de privatizaciones, extranjerización de empresas y reestructuraciones concesivas (Plan Brady, FMI) que habilitaron un nuevo ciclo de endeudamiento externo.

## Un plan a contramano del contexto global

**¿Cómo podría lograrlo el programa de Milei? A casi un año de su inicio de mandato, el tipo de cambio real ya se apreció significativamente y volvió al nivel que tenía previo a la devaluación de diciembre de 2023.** El movimiento es inverso al de las monedas de la región, que durante el año se debilitaron frente al dólar, mientras el peso argentino seguía anclado en el crawling peg del 2% mensual.

### Índices de tipo de cambio real



Fuente: en base a BIS Data.

**Luego el triunfo de Trump, la discrepancia se ha profundizado.** Ante la expectativa de fortalecimiento del dólar se prevén tasas de interés más altas en los EEUU, peores términos de intercambio para los exportadores de *commodities* (en especial alimentos) y menor flujo de capitales hacia los países emergentes. **A contramano de la región, Milei afirmó que planea profundizar la estrategia**

**del ancla**, con una reducción del ritmo devaluatorio al 1% mensual a partir de 2025.

**Con un dólar cada vez más barato en términos del peso, el superávit comercial extraordinario de 2024 menguará en 2025.** La balanza energética, aunque muestra resultados positivos gracias a la maduración de Vaca Muerta, por el momento sólo alcanza para satisfacer la demanda de dólares del turismo y consumo con tarjetas al exterior<sup>2</sup>. Por otra parte, la inversión extranjera directa en 2024 se encuentra en niveles mínimos y los proyectos presentados bajo el RIGI hasta al momento no representan una proyección de ingresos de capital que resulte significativa en término macroeconómicos. En cuanto a los organismos internacionales, a pesar de los habituales anuncios de desembolsos masivos, el flujo de este año ha sido negativo (hecho inédito desde 2016) y con el FMI queda apenas un desembolso de alrededor de USD 1000 millones, por lo cual los recursos adicionales que puedan requerirse para afrontar vencimientos dependerán de la negociación de un nuevo acuerdo.

## Un puente de confianza

**Ninguno de estos aspectos genera preocupación en una coyuntura local embriagada por el influjo de dólares del blanqueo de capitales**, que ascendió a los USD 20.000 millones “blanqueados”, con incremento de depósitos en el período por alrededor de USD 15.000 millones.

Sobre la base de un blanqueo especialmente concesivo en materia fiscal<sup>3</sup>, que tuvo como objetivo maximizar el ingreso de dólares, los bancos se encontraron con más depósitos en moneda extranjera para prestar y el crédito en dólares continuó una expansión que ya se había iniciado a principios del año, estimulada por la apreciación cambiaria real. Junto con la emisión de deuda corporativa en dólares, que encuentra en el blanqueo y en el control de capitales una fuente de demanda, **las operaciones financieras han aportado calma al balance cambiario cambios cuando la cuenta corriente pasó a ser deficitaria.**

<b>Balance cambiario 2024</b>	<b>Cuenta corriente</b>	<b>Cuenta capital y financiera</b>	<b>Variación Reservas Internacionales</b>
enero a junio	+1490	-3165	+5772
julio a octubre	-5217	+3804	-1413

<sup>2</sup> Entre enero y octubre de 2024, la balanza energética tuvo un superávit de 4302 M USD y el déficit de Viajes y otros, - 4.630 M USD.

<sup>3</sup> Exención tributaria del 100% para importes de hasta 100.000 USD en una primera etapa.

Fuente: en base a BCRA

**Hacia 2025, el gobierno espera que este déficit de cuenta corriente en expansión pueda sostenerse en una expansión aún mayor del crédito local en dólares.** Dado que actualmente los depósitos en dólares del sector privado ascienden a los USD 32.000 millones y que el stock de préstamos en dólares es de aproximadamente USD 9.000, **los bancos contarían con un importante potencial de expansión del crédito, que puede rondar los USD 12.000 millones** siempre que no haya retiros de depósitos y que las empresas asociadas a alguna cadena de valor exportadora lo demanden<sup>4</sup>. Este mecanismo será especialmente relevante durante los primeros meses del año 2025, cuando el sector externo requiera un puente hasta la cosecha gruesa que a partir de los meses de abril y mayo genera mayor oferta estacional de dólares.

La confianza en el programa es determinante para su éxito. **En la medida en que el gobierno puede ser convincente en su sendero cambiario y de desinflación, los incentivos a la oferta de divisas crecen en un círculo virtuoso:** el crédito en dólares se incrementa, los importadores pagan sus compras a plazo para hacer rendir sus ventas en pesos, la acumulación de inventarios deja de ser redituable e incluso puede aparecer algo de venta de dólares atesorados, ante la evidencia de que “bajo el colchón” no rinden.

---

<sup>4</sup> Actualmente el BCRA mantiene la limitación macroprudencial que autoriza a las entidades a otorgar crédito en dólares solamente a exportadores o empresas asociadas a cadenas de valor exportadoras, lo cual reduce el riesgo de descalce de moneda que el sistema financiero gestó durante la década de 1990 hasta su estallido en la crisis de 2001.

## El ciclo a favor de la apreciación cambiaria.

Comparación de comportamientos económicos seleccionados.

	Acumulado 2023	Acumulado 2024	Diferencia
Otorgamiento de crédito en dólares (ene-oct)	\$ 256	\$ 5.303	\$ 5.047
Ingreso de importados stockeables <sup>5</sup> (ene-oct)	-\$ 43.336	-\$ 35.297	\$ 8.039
Meses de deuda de importaciones (sep23 y jun24) <sup>6</sup>	6,1	8,6	
Renta money market vs. USD CCL (ene-oct) <sup>7</sup>	-39%	29%	

Fuente: elaboración propia en base a BCRA, INDEC, CAFCI y BYMA

En cambio, si surgiesen dudas sobre la capacidad del gobierno para sostener el ancla cambiaria, la misma amplificación del ciclo podría volverse en contra de la estabilización. El retiro de depósitos en moneda extranjera, la cancelación anticipada de deudas en dólares y el incremento de su demanda para atesoramiento son fuerzas poderosas que, una vez desatadas por un cambio de expectativas, pueden exponer las vulnerabilidades que el modelo ha generado.

**Los riesgos del programa económico adoptado se advierten en el contraste entre el M3 privado medido en dólares, que ronda los USD 100.000 millones, y el nivel de reservas internacionales netas, que se encuentran en terreno negativo por casi USD 7.000 millones.** Mientras que las reservas netas han profundizado su estancamiento en el segundo semestre de 2024 y se encontrarán presionadas por el déficit de cuenta corriente, la cantidad de dinero medida en dólares ha tenido una continua expansión como resultado de la expansión del crédito y de la apreciación cambiaria, recuperando el nivel que tenía (medido al dólar oficial) previamente a la devaluación de 2023.

---

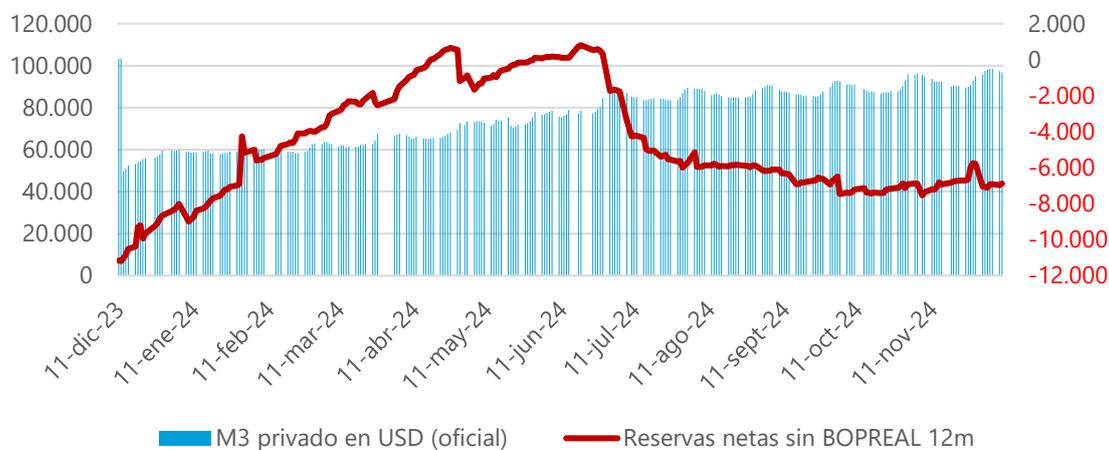
<sup>5</sup> Importación de Bienes de capital, piezas y accesorios, equipo de transporte y bienes de consumo durables, en base devengado.

<sup>6</sup> Por disponibilidad de datos se compara sep 23 vs. jun 24. Se considera Meses de deuda = Deuda de importaciones de bienes / Importaciones devengadas últ. 12 meses \* 12

<sup>7</sup> Rendimiento acumulado del Money market Mercado Fondo A medido en dólar CCL.

## M3 Privado en dólares y Reservas Internacionales Netas

(en USD millones)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Por el momento, el gobierno y los operadores financieros locales se encuentran alineados en una misma narrativa: que el superávit fiscal es la piedra de base de la estabilización y que el dólar barato podrá sostenerse sobre una serie de puentes de confianza, hasta que los recursos naturales y el apetito internacional por la Argentina provean las divisas necesarias para un equilibrio estructural del mercado de cambios. **Sin embargo, bajo un contexto mundial más desfavorable, caracterizado por una mayor fortaleza del dólar y peores términos de intercambio, la situación no ofrece “viento de cola” para los mecanismos de estabilización que el gobierno buscará profundizar en 2025.**