



# Informe Quincenal de Coyuntura

El FMI le da una  
mano a la estabilidad

08/08/2025

# El escenario de volatilidad crece de la mano de la política

Si hubiese que elegir dos palabras para describir este momento deberían ser: **“volatilidad” y “FMI”**.

## Volatilidad

Por los fuertes aumentos del tipo de cambio y la amplitud de las fluctuaciones en las tasas de interés que durante julio interrumpieron el período de calma que se había afirmado desde abril, a partir de la implementación del régimen de flotación con bandas. Un resultado particularmente negativo que dejó el incremento de la volatilidad financiera –asociado con las dificultades en el proceso de eliminación de las LEFI y con el rollover de la deuda de la Tesorería– **es un riesgo país que pasó a moverse sobre los 700 puntos básicos**.

Un riesgo de ese nivel implica que la puerta de entrada a los mercados internacionales de crédito permanecerá por ahora cerrada, como lo remarcó por estos días el Financial Times. La falta de acceso a los mercados globales de capital es un obstáculo doble.

Por un lado, impide la llegada a fuentes de crédito que permitirían estirar la duración y bajar el costo de la deuda pública; hay que considerar que las últimas licitaciones convalidaron tasas de interés que harían insostenible la deuda pública si se mantuvieran.

Por el otro, un riesgo país elevado sigue siendo un freno para la recuperación de la inversión extranjera en la magnitud que Argentina necesita, no sólo para apuntalar la productividad, sino también para cubrir el déficit de cuenta corriente, que este año podría ubicarse en torno al 1,7% del PBI, muy por encima del 0,4% previsto en el acuerdo original con el FMI. Aun así, el RIGI ya asegura un piso de USD 4.500 millones en los próximos dos años, dado los proyectos aprobados hasta ahora.

## FMI

La otra palabra es FMI y **aparece porque fue decisivamente positivo**. Como en abril –al autorizar un primer desembolso del acuerdo de facilidades con más dólares de lo esperado–, **la entidad multilateral volvió a jugar a favor de la estabilidad: concedió el waiver por la meta de reservas no cumplida, desembolsó US\$ 2.000 millones, flexibilizó las metas de acumulación –aunque mantuvo la meta a más largo plazo– y pausó los turnos de las revisiones, haciéndolos semestrales**.

Esta ayuda no impidió que el Staff Report que acompañó la revisión señalara algunas debilidades del programa. En particular sigue calificando la deuda pública como “sostenible, pero con baja probabilidad” y destaca la importancia de acumular reservas, ya que las mismas están muy por debajo de los estándares que el Fondo considera razonables para un país emergente como la Argentina.

De aquí que, si bien suavizó el ritmo de acumulación a corto plazo por el mayor déficit de cuenta corriente esperado, no cambió la meta final para el stock de reservas a alcanzar en 2027. El Fondo también comentó que, si la economía se estabiliza, el gobierno podría evaluar el pasaje de un régimen de tipo de cambio flotante con objetivos de moneda como el actual (se toma como parámetro M2 transaccional), a un régimen de objetivos de inflación con manejo de tasas de interés en vez de la oferta de dinero, como en otros países latinoamericanos que lograron estabilizar su macroeconomía.

# La pregunta que se hacen en las empresas



Es la que más se escucha: **¿pesará más la volatilidad y el ruido político, o el respiro que aportó el FMI?**

**En relación con esta pregunta, el frente más importante a monitorear a corto plazo, seguramente, es el de la dinámica de la inflación y el tipo de cambio.**

**El tipo de cambio** nominal aumentó por encima de la inflación y, como consecuencia, el tipo de cambio real multilateral se incrementó en el año alrededor de 20%, con la ayuda del régimen de flotación con bandas y por la depreciación global del dólar. Es una muy buena noticia para la competitividad, que se suma a la reducción permanente de retenciones que Milei anunció en la rural y posteriormente a la minería. Aunque se monitorea de cerca el impacto que pueda tener en la inflación, por el impulso de la suba de costos de insumos importados y alimentos.

**Por su importancia para la opinión pública y la cercanía de las elecciones, el gobierno sin dudas, va a recurrir a todos los instrumentos que tiene a mano para evitar un quiebre del proceso de desinflación, más allá de aceptar que tendrá que convivir con uno o dos meses (agosto y eventualmente septiembre) con índices mensuales de inflación que empiecen con dos.**

La evidencia más clara en favor de la hipótesis de que la prioridad sigue siendo la inflación es la fuerte contracción monetaria: M2 transaccional cayó y M3 subió sólo levemente y, además, el gobierno intervino fuertemente en el mercado de futuros, por alrededor de US\$ 5.000 millones hasta fines de julio. **Una contracción monetaria tan fuerte en un contexto en que las tasas de interés se dispararon no va a ser gratis.** Esto es así, en lo relativo a la expansión del crédito que tuvo un rol protagónico en la fuerte expansión económica, superior al 5% de este año.

# La política hace su aporte a la volatilidad

Más allá de las variables económicas, debido al clima electoral, la otra palabra clave es la política y acá, por ejemplo, nos referimos a la última sesión del Congreso en la que se aprobó el aumento del financiamiento universitario, la declaración de la emergencia en pediatría y el emplazamiento de las comisiones para tratar proyectos que buscan reforzar los fondos para las provincias. Además, la mayoría opositora rechazó cinco decretos delegados firmados por el presidente de la Nación, Javier Milei. “Perdimos todas”, admitió el jefe de gabinete, Guillermo Francos.

En esa línea, el resultado de las negociaciones entre el Ejecutivo y los gobernadores tiene todo el potencial para erigirse en un game changer por dos razones. La primera es que los legisladores sobre los que ellos tienen influencia son clave para que el veto que Milei ejerció por estos días sobre las normas aprobadas por el Congreso sobre jubilaciones y discapacidad no sea rechazado. El oficialismo necesita llegar al número mágico de 86 diputados o, en su defecto, 25 senadores. **El superávit primario –que llegó casi al 1% del PBI en el primer semestre– es el ancla más firme del programa y fue crucial para que el FMI colaborara como lo hizo al otorgar el waiver –perdón– por no haber cumplido con la meta de acumulación de reservas.**

La otra razón es que, en un clima electoral, un grupo de gobernadores de provincias importantes están explorando alternativas para generar un espacio alternativo, lo que podría tener consecuencias para las reformas que se proyectan para después de octubre, desde la tributaria a la previsional y laboral. **El avance en las reformas podría ayudar a reforzar los incentivos a la inversión extranjera directa, pero para que esas reformas avancen se va a necesitar al Congreso.**

**El ancla más firme del programa de estabilización sigue siendo la fiscal, por eso cualquier evento que la afecte incrementa la incertidumbre. Las leyes aprobadas por el Congreso podrían poner en riesgo la meta de alcanzar un superávit de 1.6% del PBI. La causa por la que el ancla fiscal y la estabilidad están tan visiblemente vinculadas no es difícil de conjeturar: para que el pass-through de la flotación cambiaria resulte acotado, la política monetaria tiene que ser particularmente restrictiva y para que sea posible controlar la cantidad de dinero, una condición clave es que el déficit fiscal esté bajo control.**

Hay que tener presente que el déficit no es la única variable fiscal que importa para el control de la inflación y la volatilidad: la dominancia fiscal se puede expresar, también, a través de dificultades para hacer el rollover de la deuda pública con plazos y tasas de interés razonables.

Justamente este problema está manifestándose ya que en los próximos días hay vencimientos de deuda que, si no pueden rolearse en su totalidad, obligarán a la Tesorería a utilizar sus depósitos en el Central para repagar su deuda, como ya lo ha hecho previamente.

# La estrategia oficial y la microeconomía empresarial

El gobierno está haciendo importantes esfuerzos para convencer a los mercados de que el passthrough del tipo de cambio a los precios va a ser mucho menor que en experiencias previas. El argumento es que, a diferencia del pasado, el gobierno no va a convalidar incrementos de precios aumentando la oferta monetaria. Esta posición está en línea, por otra parte, con lo firmado con el FMI, que pone pautas estrictas para la evolución de M2 transaccional.

La estrategia del gobierno es consistente, pero como es sabido, el diablo está en los detalles; en factores específicos de implementación que, justamente, están llamados a ser clave para el mundo de los negocios y la microeconomía de los hogares.

- El director del Banco Central, Federico Furiase explicó que el control de la oferta monetaria impide que la demanda agregada aumente al restar liquidez al mercado. Por lo tanto, si una empresa aumentara sus precios porque subieron sus costos por la suba del dólar, no encontraría compradores suficientes para sus productos. Según él “si no hay emisión monetaria y hay un ambiente más competitivo, si subís los precios, quedás afuera del mercado”. Probablemente, con “ambiente más competitivo” Furiase se refirió a la creciente competencia de las importaciones y los cambios de la mano del e-commerce. **Esta es una primera consecuencia para la micro: las firmas deben asumir lo que está pasando con la competencia de los importados como un rasgo que va a persistir e, incluso, acentuarse de aquí en más.**
- Dos causas del aumento de la demanda agregada hasta ahora fueron la caída de la tasa de inflación –que aumentó el ingreso disponible de los consumidores al reducirse el impuesto inflacionario y favoreció la recuperación del salario– y la expansión del crédito. Como la inflación ya bajó, lo que puede aportar a la demanda de aquí en más es poco. Pero las tasas de interés van a jugar en contra de la expansión del consumo y el capital de trabajo. **Por lo tanto, la expansión de la demanda probablemente se debilite.**
- Algo que el mismo gobierno repitió muchas veces, es que el efecto de la restricción monetaria se refleja del lado real de forma gradual. Entre el momento en que se produce la restricción monetaria y son afectados los precios pueden pasar meses, con efectos concretos en la microeconomía. **Durante el proceso de ajuste, por ende, podría haber un cambio en la dinámica de corto plazo, con el trade off entre tasa de interés y tipo de cambio tomando mayor protagonismo, y el nivel de actividad absorbiendo una gran parte de la volatilidad que mostraban los precios.**
- Un rasgo microeconómico que deberá adaptarse y mucho es la gestión de stocks. En otros momentos, cuando el tipo de cambio nominal se esperaba que suba, lo óptimo era acumular stocks para beneficiarse de la posterior inflación en general y del aumento del valor de los stocks de productos importados en particular. Financiarlo era barato porque la tasa de interés solía caer por efecto de la inflación. Hoy, **si el gobierno es consistente en sus convicciones, ese cuadro cambió radicalmente: el gobierno no va a convalidar el traspaso de la depreciación a los precios y para lograrlo está dispuesto a subir la tasa lo que haga falta, aún si se debilitan la demanda y la actividad. Acumular stock ante la incertidumbre en este escenario es un mal negocio porque hay que afrontar el costo en intereses del valor de los stocks y la tasa de inflación no va a ser alta.**

Este nuevo entorno redefine las reglas operativas: trasladar aumentos de costos al precio final será cada vez más difícil en un mercado más abierto y con demanda contenida por tasas altas. El foco deberá pasar de la defensa de precios a la gestión fina de costos, la eficiencia logística y la diferenciación de producto.

La administración de capital de trabajo se vuelve crítica: financiar stocks especulativos deja de ser rentable y el uso del crédito debe orientarse a rotación rápida, mejoras de productividad e inversiones que generen ventajas competitivas sostenibles frente a importados y competidores locales.

En este marco, las compañías que logren adaptar sus procesos y modelos de negocio a este mix de alta competencia, restricción monetaria y selectividad de la demanda serán las que capturen cuota de mercado, mientras otras ajustan o salen del juego.

