

NUEVO PRÉSTAMO CON EL FMI

Esquema cambiario y expectativas

14 de abril 2025

www.centrocepa.com.ar



¿De dónde venimos?
Inconsistencias macro financiadas con
“puentes” de dólares

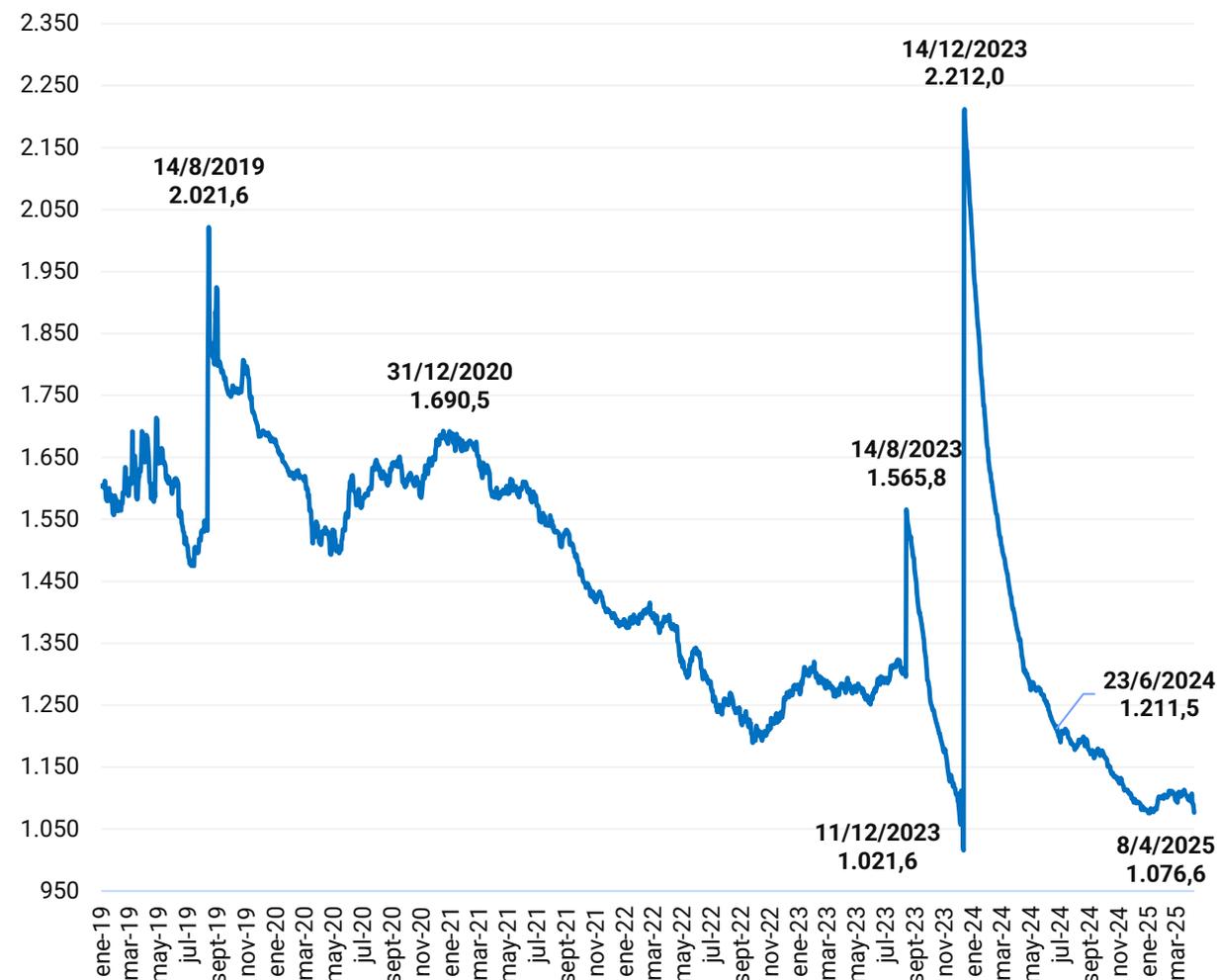
Nuevo préstamo con el FMI

Dólar oficial atrasado: la guerra comercial había apreciado más el peso

- Al 8/4, el TCRM se ubicaba 18,6% más apreciado que el promedio del 2023.
- Durante abril, el TCRM experimentó una apreciación del 1,8%, interrumpiendo la estabilización observada en marzo.
- El comportamiento del TCRM en abril se debió a las devaluaciones de las monedas de Brasil y China, dos de los principales socios comerciales de Argentina, representando el 31,4% y el 18,5% del comercio exterior en 2025, respectivamente.
- Entre el 31/3 y el 8/4, el Real brasileño alcanzó un valor de 6,07 unidades por dólar (alza del 6,8%), mientras que el Yuan chino se situó en 7,35 (aumento del 1,1%). Estos cambios en los tipos de cambio llevaron a una apreciación del TCRB con Brasil del 4,5% y con China del 1,6%. Cabe destacar que en el mismo intervalo, el Euro se apreció 1,5%, lo que resultó en una depreciación del TCRB del 0,8%.

Tipo de cambio real multilateral diario a precios del 08/04/25

Desde el 01/01/19 al 09/04/25



Fuente: CEPA en base a BCRA.

Nuevo préstamo con el FMI

Tipo de Cambio: cuenta corriente negativa

Cavallo señaló los efectos de dicha apreciación (que son en definitiva la enseñanza de los 90).

“Los **efectos** reales de la apreciación exagerada del peso son fáciles de predecir: 1) **aumentarán las importaciones** no solo de insumos y bienes de capital sino también de muchos bienes finales que **sacarán de competencia a la producción nacional** que no logre aumentos rápidos de productividad, 2) **se desalentará la producción de bienes exportables**, tanto del sector agropecuario como de la industria manufacturera y los servicios, 3) el **deterioro de la cuenta corriente** de la balanza de pagos, hará más difícil la adquisición por parte del Tesoro de los dólares para pagar intereses, aun teniendo los pesos necesarios para comprarlos en el MULC gracias al superávit fiscal primario”

Cuenta Corriente de Balanza de Pagos

Período 1990-2002 anual en millones de dólares

Nov-23 a feb-25 mensual en millones de dólares

Año	CC	Mes	CC
1990	4.552,0	nov-23	47
1991	-672,0	dic-23	2.962
1992	-5.488,0	ene-24	2.344
1993	-8.003,0	feb-24	1.575
1994	-10.981,5	mar-24	1.804
1995	-5.104,2	abr-24	2.277
1996	-6.755,4	may-24	1.161
1997	-12.115,5	jun-24	-223
1998	-14.464,6	jul-24	-1.668
1999	-11.909,6	ago-24	-1.269
2000	-8.954,5	sept-24	-700
2001	-3.780,4	oct-24	-1.581
2002	8.701,7	nov-24	-911
		dic-24	-1.114
		ene-25	-1.285
		feb-25	-1.231

Fuente: CEPA en base a FERRERES y BCRA.

Nuevo préstamo con el FMI

El modelo económico de Milei, ¿cómo se financia en dólares?

Inicialmente, con la **devaluación** de diciembre de 2023, que tuvo un impacto recesivo y redujo las importaciones, la balanza comercial mejoró y el Banco Central pudo acumular reservas.

Sin embargo, la rápida **apreciación** llevó a la siguiente fase, de junio a septiembre, marcada por el estancamiento en la acumulación de dólares e incluso en las ventas de reservas.

Con la implementación del **programa de blanqueo** a partir del 1 de octubre, ingresaron USD 22 mil millones, que se canalizaron al mercado local a través de **préstamos bancarios y obligaciones corporativas negociables en dólares**. Esta dinámica se hace evidente al observar el origen de los dólares en la balanza cambiaria: entre diciembre y mayo, el 90% de las fuentes de oferta de dólares se referían a la balanza comercial; entre junio y noviembre, la mayoría, el 70%, provenía de "otros movimientos", refiriéndose al programa de amnistía.

La apuesta es por el FMI/sector privado + Régimen de Promoción de Grandes Inversiones.

Hitos en la entrada de dólares

Periodo: a partir de diciembre de 2023



Nuevo préstamo con el FMI

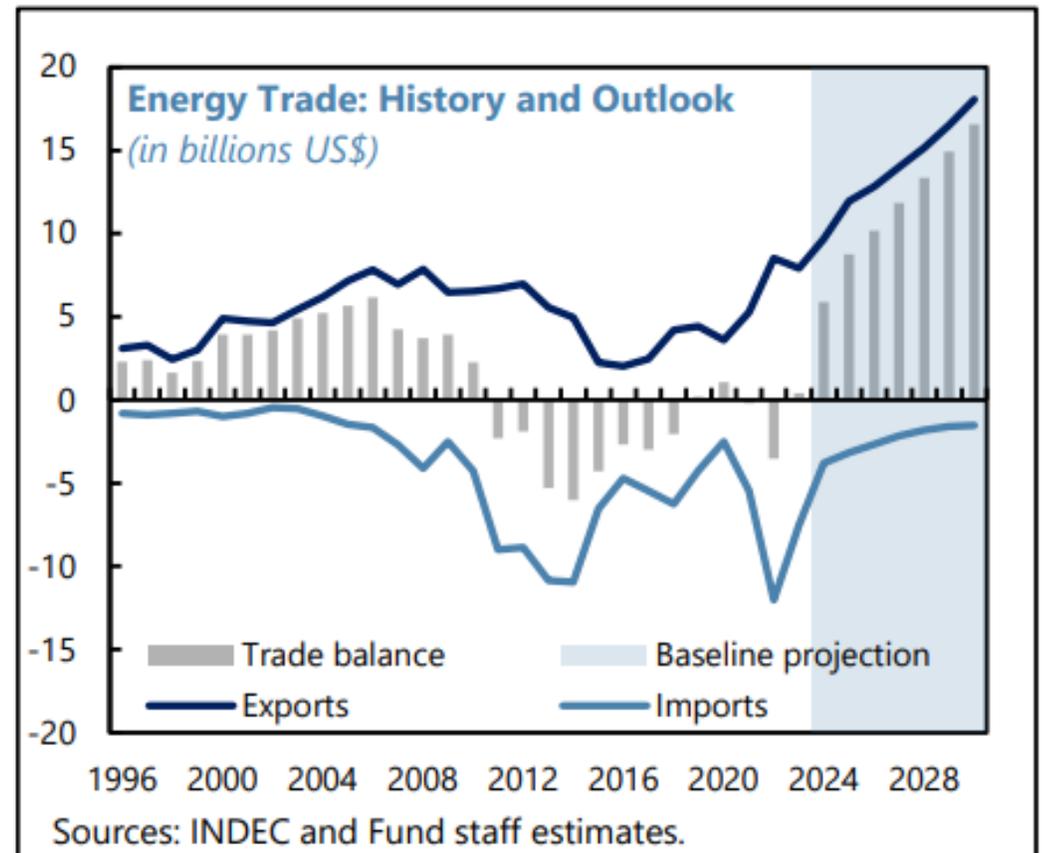
¿Puente al 2030?

En el Reporte del FMI se confirma que la estrategia de financiamiento de la Argentina busca construir un puente con el **incremento exportador de energía y minería que se espera para 2030**.

- **Corto plazo:** sobre el superávit registrado en 2024, de USD 5 mil millones por Vaca Muerta, “se prevé que el balance energético **mejore USD 3 mil millones adicionales en 2025** (estimación con barril a USD 75) a medida que se pongan en marcha importantes proyectos de infraestructura. Estos incluyen la expansión de un oleoducto desde Vaca Muerta a los puertos marítimos (añadiendo 200 mil bpd), la reversión del gasoducto del norte; y la construcción de dos plantas de compresión adicionales. Se espera que estas dos últimas reduzcan las importaciones de gas natural en un 40% adicional.”
- **Mediano plazo:** “Se prevé que el sector energético genere un **superávit comercial de entre USD 15.000 y 18.000 millones para 2030** y aumente en aproximadamente medio punto porcentual el crecimiento anual del PIB real.”

Balanza comercial energética: proyecciones del FMI

1996 - 2030



Fuente: FMI

Nuevo endeudamiento con FMI y otros organismos multilaterales

Nuevo préstamo con el FMI

Diagnóstico base: balanza de pagos deficitaria

- El FMI prevé obligaciones de servicio de deuda del sector público con acreedores privados y oficiales de USD 13.600 millones para 2025.
- Se prevén otras obligaciones como pago de dividendos y deuda comercial de USD 12.400 millones.
- Sumados estos montos a la meta de acumulación de reservas (USD 19.700 millones), se requieren USD 47.000 millones en 2025, con ingresos esperados por USD 31.800 millones. La necesidad financiera es de USD 15.200 millones.
- El FMI otorga un nuevo acuerdo de 48 meses (Facilidades Extendidas) del **479% de la cuota** equivalente a **15.267 millones de DEG o unos USD 20.000 millones**.
- **Esto aumenta la exposición general al final del programa del 976% al 1.115 % de la cuota**, asumiendo repago al FMI por 11.000 millones de DEGS entre septiembre de 2026 y abril de 2029.

Argentina: External Gross Financing Needs (in US\$ billions; accrual basis)		
	2025	Average 2026-30
A. Financing needs (1+2-3) (- = net outflows)	-47.0	-50.0
1. Public sector	-13.6	-21.1
FX bondholders and BOPREAL	-6.0	-6.4
IMF	-3.1	-8.9
Other official	-4.5	-5.7
2. Other 1/	-13.7	-18.4
Provinces	-1.2	-0.7
Private	-12.4	-17.6
3. Gross reserve accumulation	19.7	10.6
B. Financing sources (1+2+3) (+ = net inflows)	31.8	47.9
1. Current account credits 2/	7.3	15.6
2. Private FX flows (incl. FDI) 3/ o/w: to public sector	17.8 0.5	27.4 6.4
3. Other official	6.7	5.0
C. External financing gap (A+B)	-15.2	-2.1

Source: IMF staff estimates.
1/ Includes income balances excluding public interest payments + net private assets formation + FDI assets + portfolio investment assets + errors and omissions.
2/ Current account net of interest payments.
3/ Includes net FDI + commercial and financial debt and private portfolio flows + other residual flows.

Nuevo préstamo con el FMI

Acceso excepcional para superar el 435% cuota

- El acceso excepcional para la aprobación del crédito por parte del FMI incluye 4 criterios que deben cumplirse para que pueda otorgar desembolsos cuando se superan ciertos límites de seguridad relativos a la relación entre los préstamos y las cuotas que cada país mantiene en el organismo.
- **Este Acceso Excepcional se otorga cuando los desembolsos de un programa superan el 145% de la cuota en un año, o superan acumulativamente el 435%.**
- Sorprende que el punto 4 de Acceso Excepcional, que refiere al consenso político e institucional, se considere cubierto, considerando que el instrumento para la aprobación fue un DNU, incumpliendo el art. 75 de la Constitución Nacional (“arreglo de deuda” en cabeza del Congreso) y la ley de 2021 que establecía expresamente que se requería una ley para un acuerdo con FMI.
- En su reporte, el FMI informó que el Procurador del Tesoro envió una nota legal avalando la aprobación del DNU por el Congreso en los términos de la legislación vigente.

Criterios de Acceso Excepcional, FMI

1. El país miembro debe enfrentar una crisis de balanza de pagos que no pueda solventarse mediante el acceso convencional.

2. La deuda pública debe encontrarse en un **sendero de alta probabilidad de repago en el mediano plazo.**

3. El país miembro **debe tener una perspectiva favorable en torno a su regreso a los mercados internacionales de crédito** en un plazo y monto que permita el repago de los fondos obtenidos por el organismo.

4. El programa propuesto por el país miembro debe poseer una perspectiva de éxito lo suficientemente fuerte no sólo en términos técnicos, sino también en términos de **capacidad institucional y política** para llevarlo a cabo.

Nuevos préstamos con el Banco Mundial y el BID

La financiación es de USD 22.000 millones

- **El BM se compromete a un paquete de desembolsos de USD 12.000 millones.** De ese paquete, el BIRD acompaña con USD 1.500 millones de libre disponibilidad.
- “Development Policy Financing” se llama el acceso sin contraparte exigible, y para otorgarlo se supone que hubo ciertas políticas previas favorables al desarrollo que ameritan el mismo.
- Adicionalmente, **el BID financiará otros USD 10.000 millones**, aunque no aclaran cuánto de esos fondos corresponderán a libre disponibilidad.
- La estrategia de pedir recursos a los organismos multilaterales para “libre disponibilidad” ya existió. Caputo pidió en 2018 y 2019 dos desembolsos al BM de USD 500 millones y sólo se efectivizó el primero, mientras que el segundo fue interrumpido por la corrida cambiaria y luego debió ser cancelado por el Frente de Todos en marzo de 2020. Durante la gestión 2019-2023 no hubo este tipo de préstamos.

Comunicado Banco Mundial, 11 de abril 2025

WASHINGTON, D.C., April 11, 2025 — The World Bank Group today announced a US\$12 billion support package for Argentina, signaling a strong vote of confidence in the government’s efforts to stabilize and modernize the economy.

The package is designed to support reforms that continue to attract private investment and further boost the measures being implemented by the national government to promote job creation. It includes three key components:

- **The International Bank for Reconstruction and Development (IBRD)** plans to commit US\$5 billion to public sector initiatives that enable private sector growth and support the job creation that is already taking place in the country. Investments will focus on modernizing tax administration, improving education and skills development, promoting quality jobs, and building critical infrastructure. This includes a US\$1.5 billion Development Policy Financing Operation to be disbursed immediately.
- **The International Finance Corporation (IFC)** will support private sector development, aiming to invest and mobilize up to US\$5.5 billion—US\$2 billion of which could be deployed within the first year. Focus areas include infrastructure, critical minerals, agribusiness, energy generation and transmission, and other high-impact sectors.
- **The Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA)** expects to issue around US\$1.5 billion in guarantees to expand credit access—especially for small and medium-sized enterprises—and to help attract private investment in infrastructure.

Nuevo préstamo con el FMI

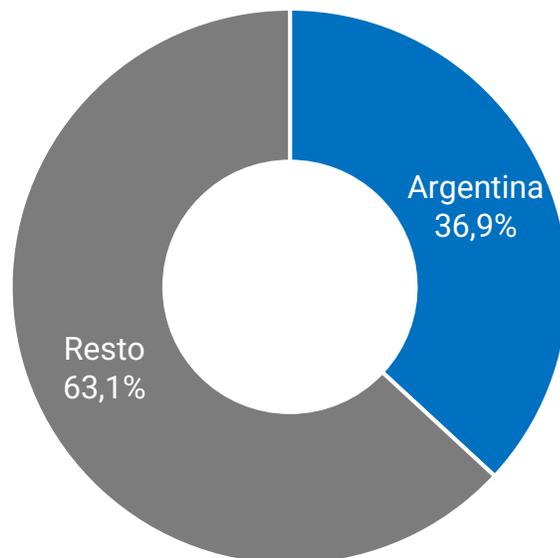
Inédita concentración crediticia

Luego de la aprobación del nuevo programa de EFF con Argentina, el préstamo otorgado a nuestro país pasará de representar el 36,9% del total otorgado con el FMI a 43,1%.

Tener presente que el top 5 de países que contrajeron obligaciones con el organismo representó 73,3% (al 11/4/25) y luego del nuevo programa con Argentina pasará a representar 77,7% del total prestado.

Préstamos otorgados por el FMI según país al 11/4/25

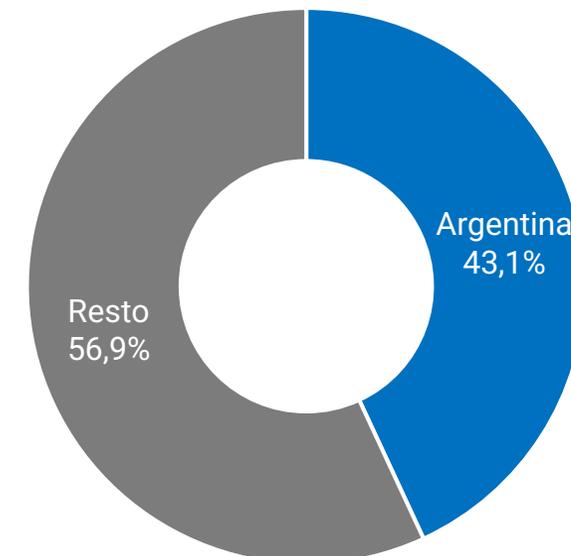
En porcentaje sobre el total



Préstamos otorgados por el FMI según país al 11/4/25

luego el nuevo EFF con Argentina

En porcentaje sobre el total

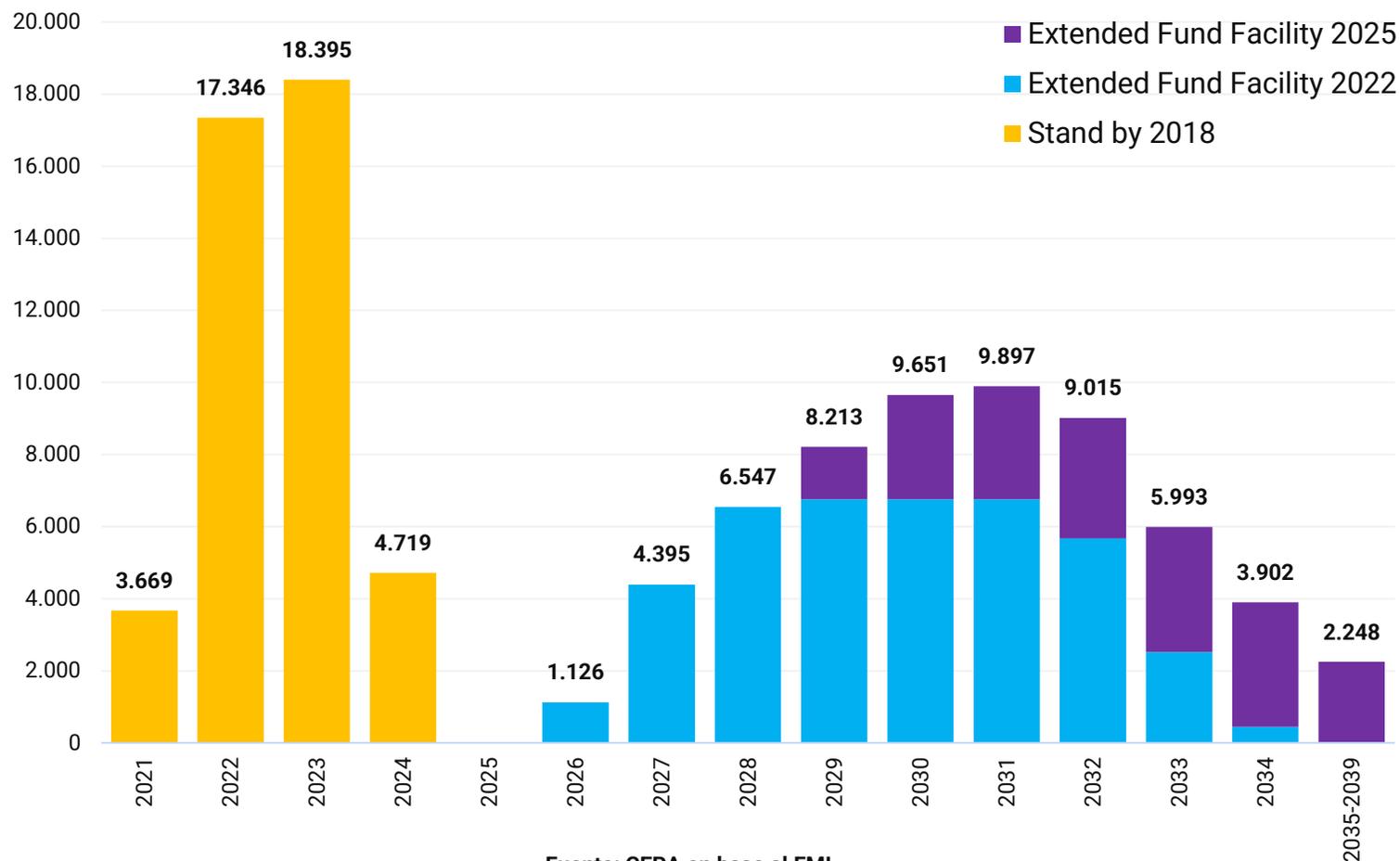


Nuevo préstamo con el FMI

Nueva curva con acuerdo EFF 2025 (sólo capital)

Perfil anual de vencimientos (capital) con el FMI según programa EFF 2025

Período 2021 a 2039. En millones de dólares



Fuente: CEPA en base al FMI.

* 2025 se contemplan vencimientos a partir del mes de abril.

Nuevo esquema cambiario y monetario

Nuevo préstamo con el FMI

Esquema cambiario: oferta de dólares

Unificación cambiaria

- Inyección de dólares al MLC vía fin *dólar blend* (20% exportaciones al MEP/CCL)
- Inyección de dólares vía préstamo de FMI de USD 20.000 millones (USD 12.000 millones abril + USD 2.000 millones junio de libre disponibilidad) + USD 3.600 millones de otros OO.II. + Ampliación REPO (USD 2.000 millones). Resto 2025: USD 1.000 millones FMI + USD 2.500 millones organismos.
- Adicionando USD 5.000 millones de Banco Popular Chino, en 2025 se prevén USD 28.100 millones de financiación.

Recursos líquidos disponibles y nuevas financiaciones

USD MM

	2025
FMI (EFF 2025-29)	15.0
Otros OOII (BIRF, BID, y otros)	6.1
Ampliación repo bancos internacionales	2.0
Subtotal recursos	23.1
Refinanciación swap PBOC	5.0
Total recursos y nuevas financiaciones	28.1

Nuevo préstamo con el FMI

Esquema cambiario: demanda de dólares

Unificación cambiaria

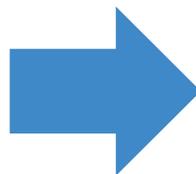
- **Restricciones eliminadas**
 - Eliminación límite de compra de USD 200 mensual para atesoramiento (personas humanas).
 - Eliminación restricciones cruzadas entre mercado de cambios y de bonos (personas humanas). También se elimina el parking para acceso al MEP/CCL (CNV RG 959/2023) y la comunicación A7340. Se elimina la restricción de compra de CCL para personas humanas. En el caso de personas jurídicas, se permite volver al MLC, pero persiste la restricción hacia adelante.
 - Eliminación de plazos para pagos de operaciones en el comercio exterior con despacho aduanero (personas jurídicas). Sigue vigente la restricción de pago anticipado para las que no sean MiPyMes.
 - Eliminación de la restricción a acceso al MLC para cancelación de intereses de deuda, aunque se habilita sólo para deudas de 2025 en adelante (personas jurídicas).
- **Restricciones vigentes**
 - Se mantiene la restricción cruzada hacia adelante para operar entre mercado de cambios y de bonos, luego de permitirles “elegir” mercado el lunes 14/04 (personas jurídicas).
 - Se mantiene la restricción del giro de dividendos para Estados Contables previos a 2025 (personas jurídicas). Se prevé la emisión de BOPREALES para dividendos anteriores a 2025 (personas jurídicas).
 - Se mantiene la percepción de 30% de Ganancias para pagos de tarjeta y turismo (personas humanas).

Nuevo préstamo con el FMI

Esquema de bandas cambiarias

Crawl-like arrangement

- Bandas de flotación: \$1.000 a \$1.400 (40% amplitud).
- Ampliación mensual del 1%: a octubre eso implica 58% de rango de amplitud.
- Se permite la intervención *adentro* de la banda, no solo por fuera de las bandas. Esta habilitación es heterodoxa respecto de los lineamientos tradicionales del FMI.
- Pesos: no hay política de esterilización en caso de compra, ni de inyección en caso de venta.
- **Esquema similar al acuerdo del FMI 2018, con Dujovne en Economía y Sandleris en BCRA:** bandas cambiarias aunque de menor amplitud (entre \$34 y \$44, rango de 29%), expansión 0 de BM y ancla fiscal. Las bandas en este esquema no se ampliaban y había límite para intervenir de USD 150 millones diarios con subastas.



Evolución de la cotización del dólar oficial, CCL y proyección de bandas

Período 2/1/25 al 31/12/25

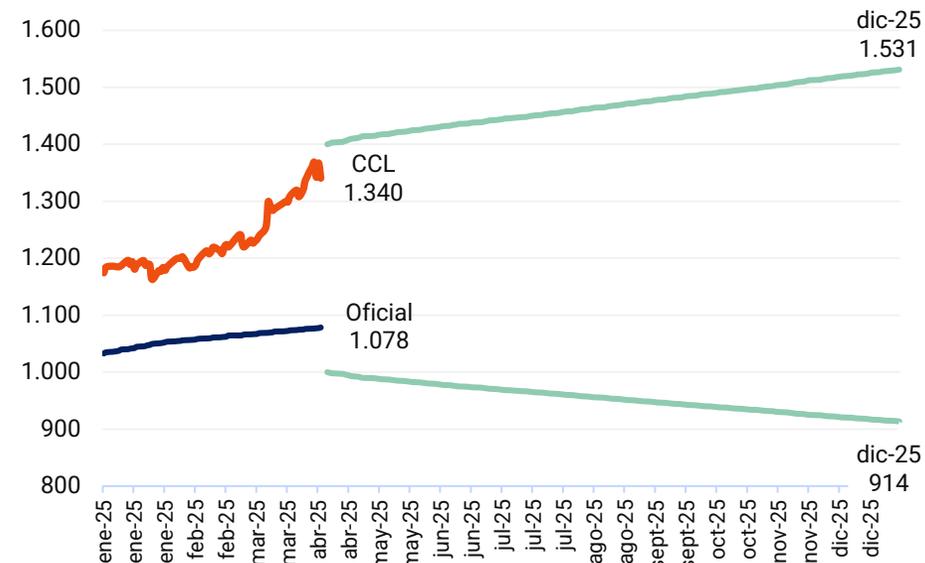
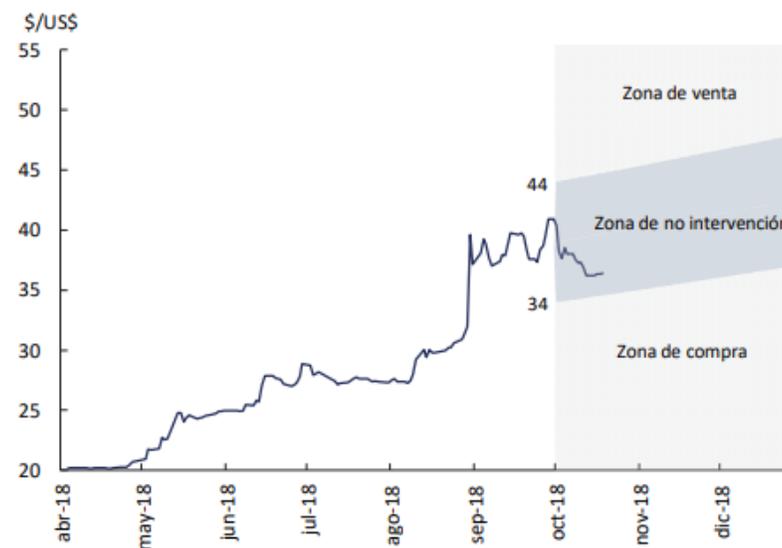


Gráfico 5.7 | Esquema de zonas de no intervención e intervención cambiaria

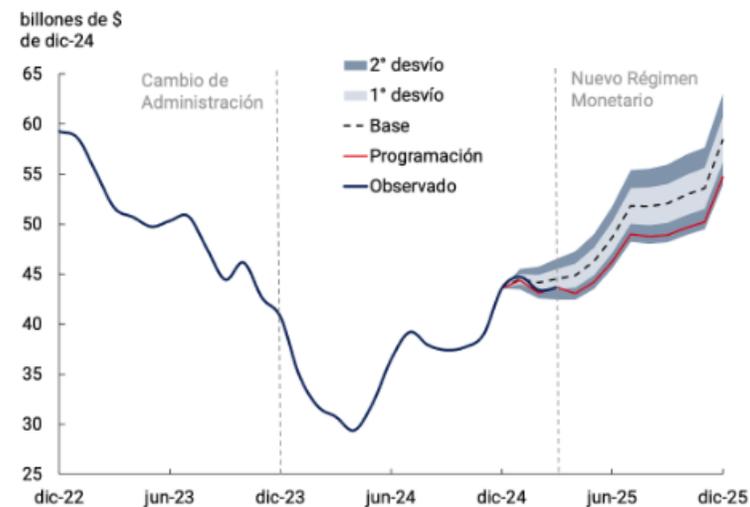


Nuevo préstamo con el FMI

Esquema monetario

- Criterio monetario: se abandona el criterio de BMA (Base Monetaria Amplia) y se adopta M2 privado transaccional. La BMA estaba fija en \$47,7 billones y este valor requería actualización dado el aumento de la demanda de crédito en 2024.
- Herramientas de administración: tasa de interés, encajes y operaciones de mercado secundario.
- Política de intervención de BCRA en banda cambiaria: no hay política de esterilización en caso de compra, ni de inyección en caso de venta.
- Se abren interrogantes sobre el crecimiento de M3 (plazos fijos): demanda potencial que el indicador M2 transaccional no tiene en cuenta.

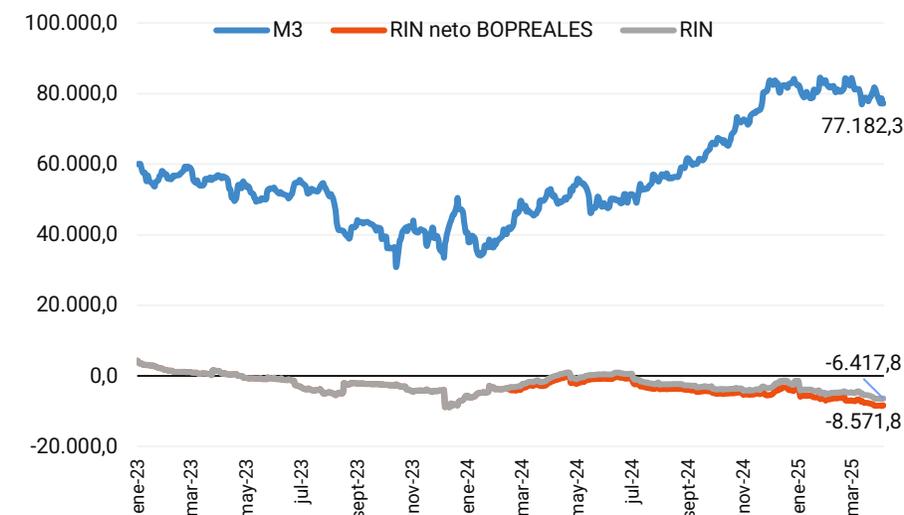
M2 transaccional del sector privado



Fuente | BCRA.

Evolución diaria del stock total privado de pesos (M3) y reservas netas al CCL

Período 01/01/23 al 10/04/25. En millones de dólares del CCL



Fuente: CEPA en base a BCRA.

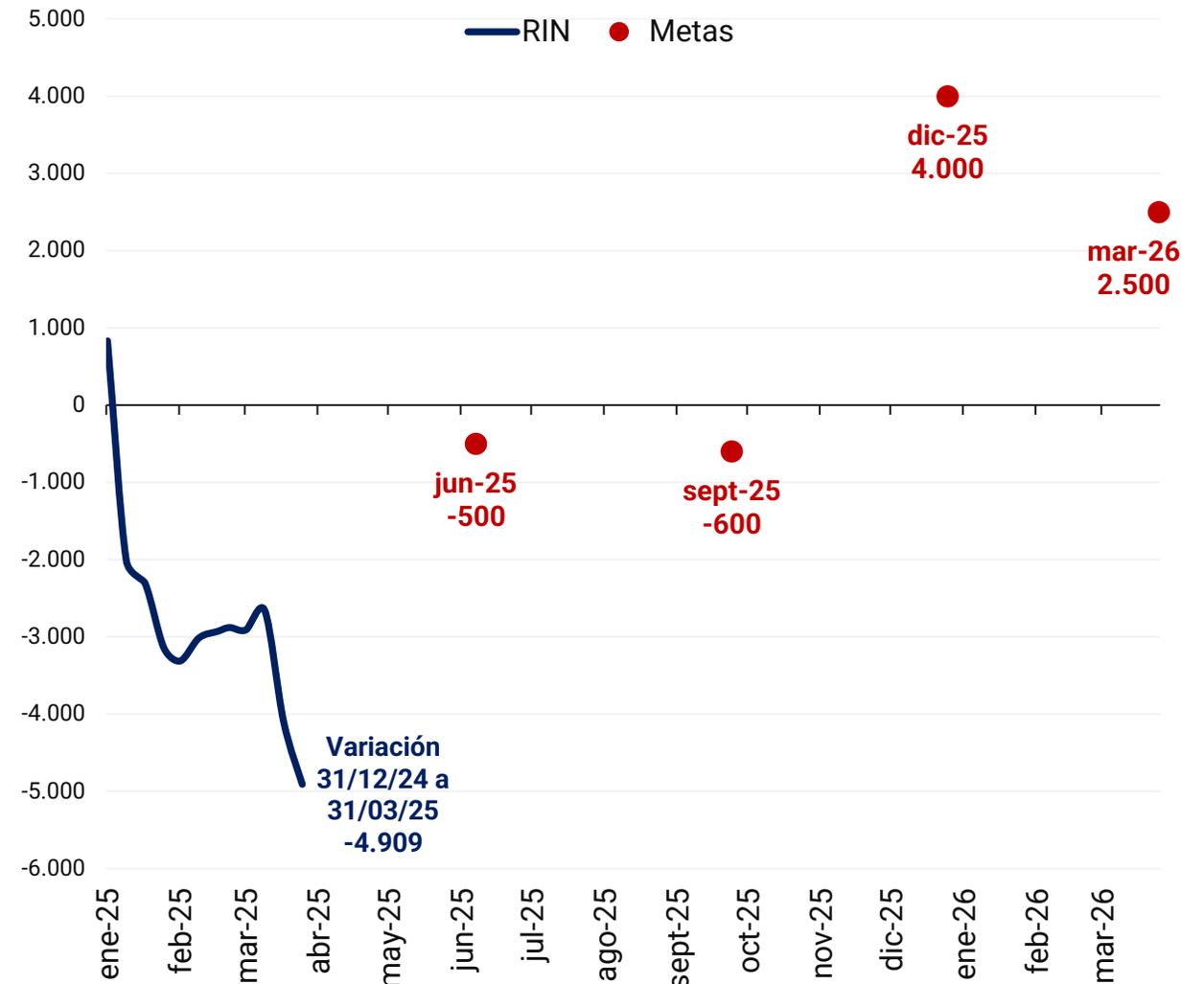
Nuevo préstamo con el FMI

Reservas internacionales de BCRA

- Criterio de reservas netas: FMI coloca una meta a diciembre 2025 de acumulación de RIN de USD 4.000 millones.
- Al 31/12/24 las RIN eran USD -2.437 millones, pero al 31/3/25 se situaron en USD -7.346 millones. Ello arroja una variación negativa de RIN de USD -4.909 millones, que es el punto de partida en abril. Por ende, para alcanzar la meta de junio se deben acumular USD 4.400 millones y para la meta de diciembre 2025, USD 8.900 millones.
- El incumplimiento de las metas está previsto en los programas del FMI y se sortea a partir de “waivers” que otorga el Directorio de la entidad.
- En la última evaluación del organismo del EFF 2022, para los periodos de junio y septiembre de 2024, las metas de reservas se incumplieron, pero igual fueron aprobados los desembolsos.

Variación acumulada de reservas netas y metas del FMI

Período 01/2025 a 03/2026. En millones de dólares



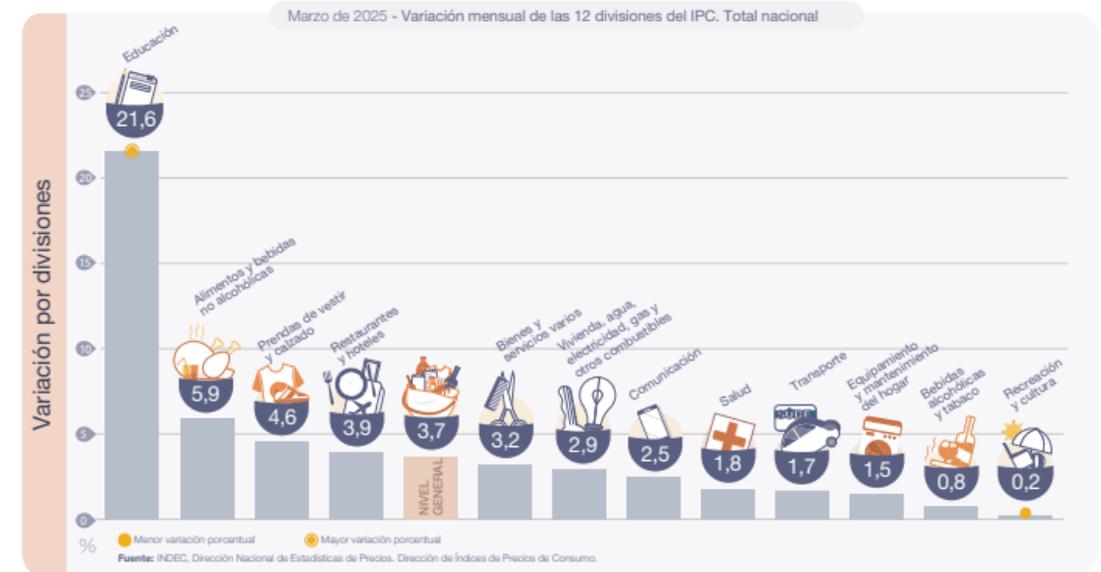
Fuente: CEPA en base al BCRA y FMI.

Nuevo préstamo con el FMI

Perspectivas de la inflación

- El desarme de las principales regulaciones cambiarias impactará en un salto del FX oficial y el esquema de bandas cambiarias supone mayor volatilidad. Esto anticipa un nivel de inflación más alto.
- La interrupción de la desinflación ya se constató previamente con el dato publicado el viernes 11 y eso arrojó 3,7%.
- El salto del tipo de cambio tiene particular impacto en precios regulados, por ejemplo en la energía (dependiendo del escenario global).
- Adicionalmente, el FMI exige desregulaciones en distintos mercados, como por ejemplo salud. ¿Significa desregular prepagas? También exige eliminar a segmentación en precios de tarifas y adoptar un subsidio focalizado.
- El FMI establece en el reporte una meta anual de IPC de 18-23% para 2023, que supone 1,2% mensualizado. Luce poco probable de cumplir.**

Marzo de 2025. Resumen ejecutivo



Fuente: INDEC

Recortes fiscales y reformas estructurales

Nuevo préstamo con el FMI

Proyecciones macroeconómicas

Argentina: Macroeconomic Baseline, 2024-2029

	Proj.					
	2024	2025	2026	2027	2028	2029
GDP growth (avg, %)	-1.7	5.5	4.5	4.0	3.2	3.1
Non-agro GDP	-3.1	5.8	4.7	4.1	3.3	3.2
Inflation (eop, %)	117.8	[18-23]	[10-15]	7.5	7.5	7.5
Primary fiscal balance (% of GDP)	1.8	1.3	2.2	2.5	2.5	2.5
Overall fiscal balance (% GDP) 1/	0.3	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
Current account balance (% GDP)	1.0	-0.4	-0.3	0.2	0.6	1.1
Change in net int'l reserves (US\$bn) 2/	4.9	4.0	8.0	12.5	16.0	19.0
Gross int'l reserves (% of ARA) 3/	22.2	47.7	56.4	67.3	79.3	91.2

Sources: National authorities and Fund staff estimates and projections.

1/ Excludes interest payments of zero-coupon bonds issued prior to 2025, which are recorded below the line.

2/ As defined in the TMU, NIR are gross reserves net of swap lines, deposit insurance, reserve requirements on FX deposits, and other reserves liabilities. NIR exclude changes in net Fund credit starting in 2025. At program rates.

3/ GIR exclude the unactivated share of the PBoC swap (near US\$ 13 bln).

Nuevo préstamo con el FMI

Recortes fiscales 2025

- El organismo establece una meta de 1,3% de superávit, que el Presidente ajustó a 1,6% en su Conferencia de Prensa del viernes 11/04.
- En años sucesivos, el ajuste fiscal en el resultado primario se incrementa de manera significativa: en 2026 asciende a 2,2% y en 2027 a 2,5%.
- Entre 2025 y 2026 se registra un ajuste fiscal de 0,9% en el resultado primario, pero éste no se traduce en mejora del resultado financiero: la diferencia son servicios de deuda.
- Este año se esperan mejoras de ingresos dados fundamentalmente por el Impuesto a las Ganancias (0,2% del PBI) y la suba del Impuesto a los Combustibles (0,3% del PBI).
- Se proyectan recortes concentrados en reducción de subsidios (0,6% del PBI) y ajuste en asistencia social a través de focalización (0,2%). También recortes en seguridad social (0,6%).

Argentina: Fiscal Adjustment, 2025 (percent of GDP, national government)	
1. Unwinding of one-off revenues	-1.3
Elimination of PAIS tax	-1.1
Impact from 2023 devaluation	-0.2
Fiscal Package (tax moratorium, tax amnesty, wealth tax)	-0.2
Export tax (base effect)	0.2
2. Revenue measures	0.4
PIT reform	0.2
Fuel excises	0.3
Temporary reduction in export taxes	-0.1
3. Expenditure measures	0.8
Reduction in subsidies	0.6
Better targeting of social assistance	0.2
4. Higher tax buoyancy and spending indexation	-0.3
Social security contributions	0.6
Non-tax revenues	-0.3
Pension spending	-0.6
4. Other expenditures	-0.1
Total	-0.5
Sources: MECON and IMF staff estimates.	

Nota: este cuadro es el primer esquema de ingresos y gastos que se da a conocer para el corriente año, considerando que el Poder Ejecutivo no quiso que existiera presupuesto en 2025 y optó por prorrogar el del año 2023.

Nuevo préstamo con el FMI

Ley de déficit cero

- “La Legislación de Responsabilidad Fiscal se modificará para consagrar la **norma de déficit fiscal general cero como ley** (finales de diciembre de 2026)” (p. 20)
 - **Fiscal frameworks.** To give even greater predictability to fiscal policy, the authorities will prepare and publish a medium-term fiscal framework to guide budget preparation and execution, as well as a detailed fiscal risk statement that identifies key risks and mitigation strategies (**end-September 2026, SBs**). In addition, the Fiscal Responsibility Legislation will be amended to enshrine the zero-overall fiscal deficit rule into law (**end-December 2026, SBs**), although consideration could be given to adapting the law over time, including to better manage shocks (MEFP ¶16, fifth bullet).

Nuevo préstamo con el FMI

Reforma laboral

- Reforma de mercado laboral y de crédito en una segunda ola de reformas. (p. 39)

and political considerations. It has shown that labor and credit markets reforms would be more effective and less socially disruptive after a first wave of reforms in the areas of governance, business regulation and the external sector removes the most binding barriers to growth. Better communication, inclusive policy design, and strong institutional frameworks are effective strategies to raise awareness, correct misperceptions, and foster trust—critical elements to building social acceptability, hence increasing the likelihood of implementation and sustainability of reforms (Oct 2024 WEO Chapter 3, IMF).

- Se plantea que se incentivará que las empresas adhieran al régimen laboral impuesto en la Ley Bases: “Se seguirán impulsando los esfuerzos para fomentar la adhesión al nuevo marco laboral, al tiempo que se considera una reforma más amplia de los mercados laborales”. (p. 23 – 24)

excessive profit margins of earlier years. On the labor market front, following reforms aimed at allowing greater flexibility to negotiate wage and the severance regime at the sectoral level, efforts will continue to encourage adherence to the new framework, while consideration is given to a broader reform of the labor markets. More generally, these market reforms will need to be

- El organismo espera que “las reformas del mercado laboral ya aplicadas faciliten negociaciones salariales más flexibles y la simplificación de los procesos de despidos” (p. 15)

of administrative processes. Already enacted labor market reforms are expected to facilitate more flexible wage negotiations and simplification of termination processes. Lastly, easing of both tariff and

Nuevo préstamo con el FMI

Reforma tributaria

- Reducir gradualmente Derechos de Exportación
- Reducir Impuesto a los Débitos y Créditos (lo que impacta negativamente en la recaudación de Seguridad Social).
- Trasladar monotributistas al régimen general.
- Disminuir el Impuesto a las Ganancias para sociedades.
- Reducir el gasto tributario.
 - Gradually reduce distortive taxes on exports and financial transactions, replacing these with simpler and better administered direct taxes on households and corporates. This would require harmonizing the rate of *monotributo* and improving the transition of small taxpayers to the general tax system. In addition, the CIT needs substantial simplification, with consideration given to having lower statutory rates but also to streamlining deductions and exemptions, and profit transfer abuses. In particular, tax expenditures (estimated at 3.5 percent of GDP), which only benefit certain groups/regions, need to be curtailed.
- El gobierno se compromete a una Reforma tributaria a fines de 2025: armonización del IVA y racionalización del gasto tributario. (p. 92)

equity, and compliance, while reducing the tax burden on the Argentine people. We will develop and, at an appropriate stage, share with Fund staff a comprehensive revenue-neutral tax reform proposal that simplifies the tax system by drastically reducing the number of taxes (**end-December 2025, SB**). The plan envisages the harmonization of VAT rates and across-the-board rationalization of costly tax expenditures, which will also provide space to gradually phase out distortive trade and financial transactions taxes. In parallel and building on the recent

Nuevo préstamo con el FMI

Reforma previsional

- “Revisión integral del sistema de pensiones para diciembre de 2026” (p. 92)

2025, SB). In addition, we will work on the preparation of a comprehensive revision of the pension system, aimed at improving its equity and sustainability. The initiative being contemplated should simplify a highly fragmented system and improve the relationship between contributions and benefits, and is expected to be presented to Congress next year (*end-December 2026, SB*) given the many challenges that need to be addressed.

Nuevo préstamo con el FMI

Reforma mercado eléctrico mayorista

- “Se adoptará una reforma destinada a mejorar la competencia en el mercado mayorista de electricidad (fin de noviembre 2025)” (p. 19)
- El grueso de la generación se cubre hoy con CAMMESA comprando a un precio fijado por la Secretaría de Energía, y el resto con Contratos de Abastecimiento en dólares pactados previamente. Con la desregulación, CAMMESA pagaría la energía mayorista al costo marginal, lo que se supone que bajaría los precios producto de la competencia. Sin embargo, este escenario sólo se daría en caso de alta oferta que competiría por precio para ingresar en el mercado. Pero, frente a la situación actual, de restricción de oferta, el efecto puede ser a la inversa.
- La desregulación implica la liberalización de los precios de la energía, y por lo tanto, la reducción de subsidios en los segmentos de demanda que aún mantienen tarifas subsidiadas (residentes de ingresos medios y bajos y algunas pymes).
- Además, se alentaría la difusión de contratos de abastecimiento entre privados, achicando la planificación pública en la expansión del sector.

bullet). In addition, to alleviate pressure on the energy market's payment chain, a reform aimed at improving competition in the wholesale electricity market will be adopted (end-November 2025, SB). Importantly, the authorities are preparing a comprehensive reform of the pension system,

Nuevo préstamo con el FMI

Privatizaciones

Sobre la base de los considerables avances logrados hasta el momento, la agenda de las autoridades comprende:

(i) cerrar todos los fondos fiduciarios extrapresupuestarios excepto uno relativo al gas residencial (finales de diciembre de 2025). La agencia de administración de ingresos AFIP fue reemplazada por una nueva entidad llamada ARCA con el objetivo de mejorar la eficiencia de la recaudación, esfuerzos que contaron con el apoyo del Banco Mundial y el BID.

(ii) desarrollar un plan para eliminar las entidades extrapresupuestarias ineficientes, a fin de mejorar también su gobernanza;

(iii) fortalecer la capacidad institucional para **garantizar la privatización transparente de las empresas estatales incluidas en Ley Bases, incluso mediante la publicación de una evaluación de dichas empresas, junto con un plan para su privatización y concesiones;**

(iv) mejorar la focalización y la eficiencia de los programas sociales, armonizando diferentes bases de datos administrativas en un único registro social (Sistema de Indicadores Sociales, SIS) en colaboración con socios en desarrollo;

(v) mejorar la gestión de efectivo ampliando la cobertura del sistema integrado de información financiera (Sistema Integrado de Información Financiera, e-SIDIF) para incluir otros organismos y agencias gubernamentales.

Sostenibilidad de la deuda

Nuevo préstamo con el FMI

El Reporte del FMI anticipa poca sostenibilidad

- “Capacidad de pago. El personal evalúa que la capacidad de Argentina para reembolsar al Fondo sigue **sujeta a riesgos excepcionales**, que dependen críticamente de acciones políticas tempranas y de la implementación sostenida del plan de estabilización para alcanzar las metas de acumulación de reservas y asegurar la reanudación del acceso al mercado para cuando venzan las recompras al Fondo.”
- “**El margen de maniobra sigue siendo limitado**, especialmente en el contexto de bajas reservas, altas obligaciones de servicio de la deuda cambiaria, un historial de volatilidad de los flujos de capital y un entorno externo más propenso a shocks.”
- “**La exposición del Fondo alcanzaría un máximo de DEG 43.1 mil millones en 2026 (la mayor exposición en la historia del Fondo)**, superaría el 100 por ciento de las reservas internacionales brutas hasta fines de 2027 y se mantendría por encima del 1,000 por ciento de la cuota hasta fines de 2029.”
- “Las obligaciones totales del Fondo alcanzarían un máximo de más de DEG 8.9 mil millones en 2030, lo que llevaría a necesidades generales de financiamiento externo bruto ligeramente mayores, que promediarían alrededor del 9 por ciento del PIB (excluyendo el servicio de la deuda intrasectorial) en el período de pronóstico.”

Nuevo préstamo con el FMI

ALTO riesgo de estrés soberano

- En el apartado correspondiente al “Riesgo de estrés soberano” el FMI establece que la deuda tiene riesgo ALTO dada la incertidumbre por inflación aún elevada y niveles de reservas bajos, lo que atrae riesgos para el reingreso a los mercados en 2026 (sin eso, no hay posibilidad de repago al FMI). **Este riesgo tiene un foco en el largo plazo, donde “existen riesgos de un nuevo episodio de tensión soberana”.** Es decir: **default**.

Tabla 1. Argentina: Riesgo de estrés soberano

Horizonte	Mecánico señal	Final evaluación	Comentarios
En general	...	Alto	A pesar de las importantes mejoras recientes en los fundamentos económicos, los riesgos generales de estrés soberano siguen siendo altos dada la incertidumbre económica excepcionalmente alta en medio de una inflación todavía elevada y niveles de reservas bajos, y los riesgos en torno al necesario reingreso eventual a los mercados internacionales.
Cercano plazo 1/	n / A	n / A	No aplicable.
A mediano plazo	Moderado	Moderado	El personal técnico continúa evaluando los riesgos a mediano plazo como moderados, mientras que la señal de riesgo mecánico mejoró de alta a moderada tras la corrección del impacto de la devaluación escalonada de 2023 en el ancho del gráfico de abanico. El ratio deuda/PIB disminuyó rápidamente en 2024 con la corrección del rebasamiento del tipo de cambio real efectivo (TCER) y se espera que continúe disminuyendo a mediano plazo, dado el compromiso de las autoridades con una estricta disciplina fiscal. Si bien existe una incertidumbre considerable en torno a la trayectoria de la deuda base, la implementación de una ambiciosa consolidación fiscal y las recientes prórrogas de vencimiento de una gran parte de la deuda interna deberían contribuir a contener los riesgos de financiamiento.
Cuadro de fans	Moderado	...	
GFN	Moderado	...	
Prueba de estrés	Responsabilidad Cont.	...	
A largo plazo	...	Alto	Dada la susceptibilidad de Argentina a shocks adversos, la necesidad de mantener una política fiscal restrictiva y el reingreso a los mercados internacionales de deuda en 2026, existen riesgos relevantes de un nuevo episodio de tensión soberana a largo plazo. El pleno cumplimiento de los objetivos del programa ayudará a contener estos riesgos.
Sostenibilidad evaluación 2/	...	Sostenible pero no con alto probabilidad	hay buenas perspectivas de estabilización de la deuda y riesgos de refinanciación aceptables. Consistente con la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, la considerable incertidumbre en torno a la línea base indica altos riesgos para esta evaluación.

Conclusiones

Nuevo préstamo con el FMI

Conclusiones

- Tal como mencionamos en distintas oportunidades, el esquema cambiario con 1% de *crawling* mensual era insostenible. Las dificultades para encontrar nuevos “puentes” de dólares para sostener la apreciación (derivada de la propia estrategia anti-inflacionaria con ancla cambiaria y fiscal elegida por el gobierno) implica el fin del *crawling* a costa de un salto en el nivel de precios. El acuerdo con el FMI resultaba incompatible con este atraso cambiario.
- Riesgos cambiarios y de sector externo:
 - **La cuenta corriente negativa luce poco sostenible para ser financiada indefinidamente por la cuenta financiera.**
 - No hay salida completa de cepo, sino parcial. Hay stocks contenidos que no tienen salida. Esto implica una presión adicional sobre la demanda futura de dólares por stocks y dividendos de empresas.
 - Los stocks de vencimientos de deuda en pesos de corto plazo podrían generar incertidumbre en el mercado cambiario. El gobierno deberá estirar *duration*.
 - El plan de mediano plazo, acordado entre el FMI y el gobierno, es encontrar un nuevo “puente” de dólares, pero esta vez hasta 2030. Para ese objetivo, Argentina deberá acumular una buena cantidad de dólares y lograr acceso a los mercados de crédito a partir de 2026.
 - En el largo plazo, Argentina tiene por delante importantes vencimientos que afrontar con un aumento de la exposición del sector público a deuda externa. El contexto internacional luce desafiante. El nivel de riesgo país podría condicionar el *rolleo* de la deuda. Según el propio organismo, el acuerdo es “poco sostenible” para su repago.

Nuevo préstamo con el FMI

Conclusiones

- Riesgo monetario:
 - El control de agregados monetarios como ancla nominal de la economía (metas trimestrales de M2 transaccional) podría llevar a fluctuaciones en la tasa de interés.
 - Es complejo el control de agregados monetarios con el canal de transmisión de tasa de interés, porque no resulta efectivo.
- Riesgo inflacionario:
 - La volatilidad del FX con el esquema de bandas tendrá efectos en *price setting*.
 - Al dato de marzo (3,7%) se coloca un piso más alto y previo al salto del FX oficial.
 - El impacto del salto del FX sobre las tarifas, y las exigencias del FMI sobre quita de subsidios segmentados y desregulación de salud, energía, y transporte, entre otros, también impulsarán al alza los precios.
- Economía real:
 - El documento del FMI no presenta ningún criterio, desafío o política respecto a la producción, salvo la necesidad de desregulación. En lo relacionado al trabajo impulsa una reforma laboral.
 - El ajuste previsto implica, sólo para 2026, un incremento de 0,9 puntos porcentuales sobre PBI de superávit para mantener el déficit financiero en cero.

Nuevo préstamo con el FMI

Conclusiones

- Reformas estructurales:
 - En materia de precios, el acuerdo incluye una serie de propuestas significativas tales como liberación de precios en distintos sectores mencionados previamente (salud, energía y transporte), fin de segmentación de subsidios y liberación del mercado mayorista energético con el abandono de los subsidios de CAMMESA y su rol como intermediario.
 - Reforma laboral
 - Reforma tributaria
 - Agenda de privatizaciones prevista en la Ley Bases
 - Ajuste fiscal para alcanzar más de 2 puntos de PBI de superávit y Ley Déficit cero
 - Reforma previsional



CEPA

Centro de Economía Política Argentina

www.centrocepa.com.ar