

11 de marzo de 2025

Potencial Acuerdo con el FMI

El Gobierno publicó finalmente el DNU. El DNU no da demasiado detalle sobre el acuerdo con el FMI, pero, a nuestro juicio, deja bastante lugar para el optimismo. Vayamos por partes.

En primer lugar, se confirma que el programa será un Extended Fund Facility (EFF). Recordemos que este tipo de acuerdos suele aprobarse por períodos de 3 o 4 años, con el fin de implementar reformas estructurales. Lo más importante es el plazo para los reembolsos, que va desde 4.5 hasta 10 años, con pagos en 12 cuotas semestrales. Nada despreciable el buen período de gracia para las frágiles reservas netas del Banco Central (negativas por cerca de USD 4.000 millones en la actualidad).

Entre los años 2025 y 2028, inclusive, Argentina debe pagar capital por USD 12.000 millones al FMI, el monto a pagar alcanza los USD 14.000 millones hasta marzo de 2029. Sin embargo, al incluir otros organismos internacionales, los desembolsos superan los USD 20.000 millones. El acuerdo con el FMI no solo permite refinanciar sus vencimientos, sino que también facilita la refinanciación con el resto de los organismos (CAF, BM y BID). El DNU no especifica si habrá fondos por adelantado (upfront) o si los desembolsos se recibirán en la medida que vaya venciendo el capital. Creemos que el segundo escenario es el más probable.

La gran pregunta para el mercado es si habrá o no nuevos fondos para Argentina. Pareciera que el DNU da varios indicios de que sí los habrá. Acá entran en juego las letras intransferibles. Recordar que durante muchos años el Tesoro pagó deuda usando reservas internacionales; para ello, colocó varias letras del Tesoro en el Banco Central. El activo del BCRA pasó de tener dólares a tener títulos públicos sin cotización. El año pasado, el BCRA reconoció una pérdida contable y dejó de valorar dichas letras por su valor residual, pasando a valorarlas a valor recuperable. Hasta el momento, esto no tenía importancia más allá de la contabilidad del BCRA. Sin embargo, ahora las letras se metieron en medio de la negociación entre el Gobierno y el FMI, dado que serían una elegante forma de esquivar la Ley Guzmán para refinanciar deuda.

El DNU no es claro en cuanto a los desembolsos de fondos frescos para recapitalizar el BCRA mediante la cancelación de las letras intransferibles. Pero si la intención es bajar la deuda consolidada, como afirmó en varias oportunidades el Gobierno, lo más probable, creemos, es que el FMI desembolse como adelanto el monto de la primera letra a vencer en junio de este año, por USD 10.562 millones (el siguiente vencimiento importante de letras intransferibles es recién en 2029).

De esta manera, baja la deuda del Tesoro por dicho monto y el BCRA se capitaliza en dólares, dado que baja un pasivo valuado a valor recuperable, hoy cerca de un tercio de su valor nominal. En principio, un ajuste contable sin importancia, pero, vía fondos frescos, se transforma en una operación de vital importancia. La segunda opción sería que el FMI solo desembolse el valor recuperable (contable) de dichas letras, un monto cercano a los USD 3.000 millones.

Creemos que el escenario más probable es algún esquema mixto, con un desembolso inicial parcial. Adelantar los USD 14.000 millones de vencimientos con el propio Fondo, más los USD 10.500 millones por las letras intransferibles de este año, nos parece poco probable.

Sin embargo, dado el hincapié que puso el Gobierno en la recapitalización del BCRA y la caída de la deuda consolidada que implicaría la operación (más que nada, la contabilidad creativa para no tener problemas en el Congreso), creemos que los USD 10.500 millones de la primera letra serían el desembolso inicial, un valioso upfront que va directo a fortalecer las reservas netas. Probablemente, el desembolso de los otros USD 14.000 millones todavía se esté negociando.

Nuestra lectura es que la noticia es muy positiva y la reacción del mercado, demasiado tenue. Claramente, la corrección de los mercados globales no ayudó estos días. El desembolso upfront puede ser muy valioso. A contramano de otros reportes que vimos de bancos de inversión, pensamos que condicionar una parte de los futuros desembolsos a un nuevo programa económico también es, en cierto punto, un factor a favor. Al final del día, el Gobierno cumplirá holgadamente la métrica fiscal, dado que fue mucho más agresivo que cualquier programa del propio FMI. Por otro lado, el Fondo pedirá alguna flexibilización del tipo de cambio y, de a poco, ir hacia un esquema que permita absorber con mayor facilidad cualquier shock externo, lo cual, para nosotros, es más que bienvenido.

Como explicamos en otros reportes ([ver acá](#)), nos parece que el esquema cambiario actual (tablita o crawling peg activo) puede generar problemas de balanza de pagos en el futuro si no se sale a tiempo. Con lo cual, si el nuevo programa con el FMI implica flexibilizar el esquema cambiario durante los próximos meses, también nos parece una buena noticia.

Muchas gracias.

Juan José Battaglia
juan@sekoia.com.uy

Manuel Carvalho
manuel@sekoia.com.uy

Ian Weber
ian@sekoia.com.uy

Tomás Mangino
tomasmangino@sekoia.com.uy