

## OPINIÓN

**A las puertas del acuerdo con el Fondo: ¿y el dólar?**

El entendimiento con el organismo podría abrir una hendija para flexibilizar la política cambiaria, analiza Buscaglia **PÁGINA 5**

## ANÁLISIS

**Nadie gana con una guerra comercial**

Todo cataclismo genera oportunidades, pero el resultado "neto" es claramente negativo, dice De Pablo **PÁGINA 7**

## ÁLTERECO

**Disparen contra la inflación de informes**

Los reportes sobre cómo será el futuro están de moda, pero muchos tienen información chatarra, afirma Campanario **PÁGINA 12**

Edición a cargo de Pablo Ortega | [www.comunidaddenegocios.com.ar](http://www.comunidaddenegocios.com.ar)

@lanacion/economia | [facebook.com/lanacion](https://facebook.com/lanacion) | [economia@lanacion.com.ar](mailto:economia@lanacion.com.ar)



# E (d)

LA NACION  
Economía del domingo

**NUEVO ESCENARIO**

## Las automotrices aceleran con más ventas y más competencia

Los patentamientos de 0km alcanzarán este año las 550.000 unidades, un fuerte crecimiento de más del 20% frente a 2024, según prevén los ejecutivos de la industria; los modelos llegados de Brasil y otros países recuperarán su lugar, luego de años de retroceso, y acaparán más de la mitad del mercado local **PÁGINAS 2 Y 3**

# Nuevo escenario sectorial Con más competencia importada, las automotrices prevén un salto del 20%

POR Pablo Ortega

Las ventas de Okm alcanzarán este año las 550.000 unidades, un fuerte crecimiento frente a 2024, según esperan los ejecutivos de la industria; los modelos llegados de Brasil y otros países recuperarán su lugar, tras años de retroceso

Un año atrás, con los efectos todavía persistentes de la devaluación de diciembre de 2023, las automotrices enfrentaban un desplome en las ventas del 30% en el primer bimestre que vislumbraba un preocupante mercado interno por debajo de las 350.000 unidades anuales para 2024. Doce meses después, el panorama es muy diferente: los patentamientos acumulados de enero y febrero proyectan un mercado que alcanzará los 550.000 km este año -casi 100% más que en aquel bimestre fatídico-, más cerca de lo que el sector identifica como un número lógico para la actividad.

De un año para acá, hubo cambios de marcha para las terminales, y no solo por la progresiva recuperación de las ventas a partir del segundo semestre de 2024. El entorno del negocio es otro: tras verse reducidos a la mínima expresión en los últimos años, los modelos importados están recuperando su lugar y la oferta de productos viene creciendo. La mayor competencia coincide con una baja de la inflación y con una reducción de impuestos que permitió una rebaja de precios en algunos segmentos, al desaparecer el impuesto PAIS y la primera categoría del 20% del impuesto al lujo. Es un ambiente competitivo diferente que plantea desafíos crecientes para los fabricantes locales por la amenaza de las marcas asiáticas -chinas, básicamente- que ya están llegando a Brasil y a la región.

"El año arrancó con un muy buen número y estamos viendo un mercado que puede llegar a las 550.000 unidades, siendo conservadores, o hasta las 580.000. Está muy cerca de valores históricos de la Argentina de 2011 en adelante, una industria de unas 600.000 unidades [patentadas]. Es un año muy interesante", señala Martín Galdeano, presidente de Ford Sudamérica. "Cuando se llegó a casi un millón [N. de R.: 955.000 unidades vendidas en 2013] era una industria demasiado empujada por una oferta que el cliente no quería. Entre 600.000 y 700.000 es un número lógico, con niveles de crédito también lógicos", agrega.

"Enero y febrero fueron meses muy positivos y tenemos una industria que está traccionando de buena manera. Al inicio de año proyectábamos 500.000 autos y ahora estamos pensando en 550.000, es un número muy probable", coincide Martín Zuppi, presidente de la filial local de Stellantis (dueña de las

## Los números de la industria automotriz

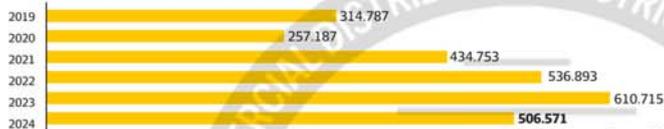
Los patentamientos crecerán a mayor ritmo que la producción en 2025

### Evolución de las ventas de vehículos Okm En unidades



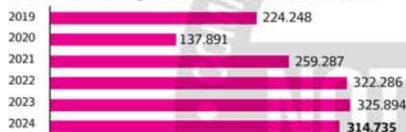
Fuente: Acara

### Evolución de la producción de vehículos En unidades



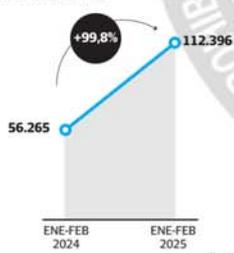
Fuente: Adefa

### Evolución de las exportaciones de vehículos En unidades



Fuente: Adefa

### Las ventas de autos en lo que va del año En unidades



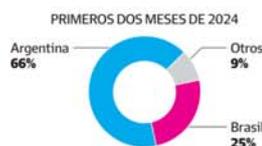
Fuente: Acara

### Los récords históricos del sector En unidades



Fuente: Acara, Adefa

### La recuperación de los importados en las ventas Composición de los patentamientos, por origen



Fuente: Acara

marcas Fiat, Peugeot, Citroën, Jeep, RAM y DS) y de la Asociación de Fábricas de Automotores (Adefa).

Gustavo Salinas, presidente de Toyota Argentina, también prevé que las ventas superarán las 500.000 unidades. "Tenemos un mercado con mayor oferta de vehículos y una demanda que ha crecido, vinculada a la estabilidad económica, una mejora en las expectativas de los clientes y más opciones de financiamiento", responde.

"Somos optimistas respecto al 2025. Proyectamos un mercado interno en torno a las 500.000 unidades, quizás algo más, lo que representaría un incremento del 20% respecto a 2024", se alinea Marcelus Puig, presidente y CEO de Volkswagen Argentina.

La recuperación que viene mostrando el sector se basa en dos factores: la mejora del clima económico que permitió la reducción de la inflación y la reaparición del crédito. Las marcas salieron a ofrecer planes propios de financiación a tasa 0 para plazos de 12 o hasta 24 meses, y en paralelo aumentaron los préstamos prendarios de los bancos. "La financiación crece más del 40% frente al año pasado, con tasas mucho más acomodadas de lo que teníamos. Después de un tiempo, la gente está encontrando la posibilidad de llegar al Okm financiado con cuotas relativamente accesibles", señala al respecto Zuppi.

En 2024, la financiación representó el 43,5% del total de los patentamientos, 10 puntos por encima del nivel de 2023 (entre préstamos prendarios y planes de ahorro previo). En enero de este año, ese número trepó al 48,3%, según los datos que manejan las automotrices.

"La financiación es clave para la industria automotriz y siempre ha sido un motor de crecimiento. Con la normalización de las tasas de interés y un contexto económico más estable, esperamos que vuelva a ser una herramienta fundamental para impulsar las ventas", apunta Puig.

### Más importados

El despliegue del crédito se da en paralelo con un alza de los autos importados. Durante el gobierno de Alberto Fernández, con importaciones trabadas por falta de dólares, los modelos de producción nacional llegaron a acaparar casi un 70% de participación y a quedarse con nueve de los 10 más vendidos. En el primer bimestre de este año, el porcentaje de los vehículos nacionales bajó al 48%, y el de los brasile-

ños (principal fuente de origen de importados) aceleró al 44%.

Si bien el avance de los brasileños no se ve todavía nitidamente en el ranking de los 10 vehículos más vendidos en el primer bimestre, donde se mantiene la relación de 7 a 3 entre locales e importados, sí es palpable en el listado de los 10 más baratos: ahí, reaparecieron modelos ciudadanos que retornaron con la normalización de las importaciones, como el Renault Kwid, y llegaron nuevos, como el Hyundai HB20. Todos ellos, fabricados en Brasil, que provee siete o hasta ocho de los 10 autos más baratos, según el mes (entre los nacionales, figuran el Fiat Cronos, el Peugeot 208 y el Renault Logan).

Los CEO prevén que los importados pueden llegar a superar el 50% del total e impulsar el crecimiento. En ese salto influirá también el cupo de 50.000 unidades electrificadas anuales (híbridos o eléctricos) que el Gobierno permitirá importar sin pagar arancel externo, una facilidad que ya están analizando las automotrices para traer posibles nuevos modelos.

Hay otro cambio esperable de la mano del aumento de los importados: un crecimiento de los SUV (el segmento estrella) en detrimento de las *pick ups* medianas. Al ser fabricadas mayoritariamente en la Argentina, y no estar alcanzadas por el impuesto al lujo, las *pick ups* reinaron en la economía cerrada hasta lograr una cuota superior al 20% sobre los patentamientos totales. El ranking de los 10 más vendidos lo refleja, con las Toyota Hilux, Volkswagen Amarok y Ford Ranger hechas en el país como protagonistas permanentes.

La eliminación del tramo del 20% del impuesto al lujo a partir de enero provocó un reacondicionamiento de precios entre los modelos que van de \$41 millones a \$75 millones, lo que volvió a varios SUV más accesibles. El comprador que se inclinaba por una *pick up* para uso personal podría verse tentado por otro tipo de producto, creen en el sector.

Las terminales locales, que también importan para armar su gama, admiten que el contexto competitivo es más desafiante para los vehículos de producción nacional. "El crecimiento de los importados es bueno para los clientes porque hay mayor oferta, y sin duda representa un desafío, pero todos jugamos con las mismas cartas", resume Pablo Sibilla, presidente y director general de Renault Argentina. Para el número uno de la marca francesa, el porcentaje de importados podría ser de 60/40. "El indicador que hay que mirar ahí es la producción. Si no cae, no es preocupante [el avance importador]", precisa.

"Avanzamos hacia un mercado cada vez más competitivo y esto es positivo para los consumidores y también para nuestro sector, ya que necesitamos modernizar el parque automotor", opina en el mismo sentido Salinas.

#### Menos impuestos

En materia de producción, las expectativas no son tan alentadoras como con los patentamientos, aunque también proyectan un aumento. "Esperamos que la producción de la industria alcance las 545.000 unidades, lo que significaría un crecimiento del 7 al 9%. En cuanto a exportaciones, proyectamos más de 320.000 unidades, con un alza del 8%", prevé Puig.

Como pocas veces, los presidentes de las compañías repiten la palabra competitividad ante la consulta del tema que encabeza su agenda. "Si me preguntaban el año pasado, una *pick up* que sale de la

#### Voces. Los número uno, con el foco en la competitividad y los impuestos



Martín Galdeano  
Ford

"En el exterior nos compran porque somos eficientes [...] En impuestos nacionales se mejoró, pero en municipales no, se retrocedió"



Martín Zuppi  
Stellantis

"La financiación crece más del 40%, con tasas mucho más acomodadas. La gente está encontrando la posibilidad de acceder al Okm"



Pablo Sibilla  
Renault

"El crecimiento de los importados es bueno para los clientes y sin dudas representa un desafío, pero todos jugamos con las mismas cartas"



Gustavo Salinas  
Toyota

"La palabra clave es competitividad: debemos trabajar con toda la cadena y con el sector público para mejorar en infraestructura"



Marcellus Puig  
Volkswagen

"Esperamos que la producción alcance las 545.000 unidades, un crecimiento del 7 al 9%, y las exportaciones, más de 320.000"

línea de producción y se sube a un barco exportaba entre 22 y 25% de impuestos entre nacionales, provinciales y municipales, en función del contenido local que tenga. Hoy, ese número después de la eliminación del impuesto PAIS y de una regulación (la 5339) que exigía un adelanto de IVA y de Ganancias cuando importabas, está entre 15 y 18%. Hay un progreso interesante", describe Galdeano.

A la hora de exportar, las terminales locales trabajaban con una presión fiscal del orden del 11,6% al sumar los impuestos distorsivos (ingresos brutos, tasas municipales e impuesto a los débitos y créditos), frente a un 7% de sus pares brasileños y de un 0% en el caso de los competidores mexicanos, de acuerdo con un estudio que realizó Adefa. Aquel 11,6% más que se duplicó cuando el kirchnerismo impuso el impuesto PAIS y aplicó los adelantos de IVA y Ganancias.

Como las terminales exportan más del 50% de su producción, la industria acumuló un crédito fiscal por esos adelantos de IVA que no pudo recuperar de unos US\$1200 millones, afirma Galdeano.

"En el exterior no nos compran porque somos argentinos, sino porque somos eficientes y competitivos. No lo estábamos siendo, y no lo estamos siendo todavía. Estamos mejor en impuestos nacionales, pero en provinciales y municipales no, hasta se retrocedió", subraya el presidente de Ford.

"Tenemos que ganar competitividad y tener costos más eficientes. Cuanto más competitivos, mayor posibilidad de poner productos en el exterior y hacer más eficiente la producción con economías de escala", refuerza Zuppi y menciona la importancia de ampliar los acuerdos de libre comercio.

Sibilla rescata el trabajo hecho con el Gobierno para reducir la mochila impositiva a la hora de exportar, pero advierte que lo ideal sería vender al exterior con 0 impuestos, como tienen países competidores de la Argentina.

"La palabra clave es competitividad: debemos trabajar con toda la cadena de valor y con el sector público para mejorar en eficiencia operacional, infraestructura, costos logísticos y de estructura impositiva", se suma Salinas.

Las rebajas de impuestos permitieron también que en febrero bajaran los precios de varios modelos. Medidos en dólares, los autos en la Argentina están entre los más caros de la región, con el Okm más económico en marzo -el Renault Kwid- en \$18.530.000 de precio de lista, unos US\$15.000 al *blue*, como piso. Las terminales son conscientes del reclamo de los compradores y hacen hincapié en los impuestos que recargan la cuenta: hasta la desaparición del impuesto PAIS, un auto hecho en la Argentina tenía una carga fiscal de 58,09%, según un estudio de Adefa de 2024.

En la comparación con Chile, un mercado abierto con bajos aranceles y menos impuestos, el mismo auto puede costar un tercio de lo que se vende en la Argentina por ese efecto, remarcan en el sector.

En 2024, los precios de los autos subieron un poco más de 40%, frente a una inflación del 117,8%, deslizan en las terminales. Para este año, la proyección es que continúen con ajustes mensuales que sigan a la inflación, en la medida en que la mayor competencia lo permita. "Si la inflación es muy baja, quizás los autos van a tener que bajar, o no aumentar. La competencia va a ser mucho más alta, nos tenemos que preparar para eso", rematan en una terminal. ●

#### Lanzamientos Los planes de las marcas para este año

Nuevas *pick ups*, *restylings* y novedades industriales en la agenda de las terminales

Con la proyección de un crecimiento de los patentamientos superior al 20% para este año, las automotrices avanzan con sus planes de producción y lanzamientos que incluirán novedades industriales.

Toyota, la terminal que lidera el mercado en producción, exportaciones y ventas según las estadísticas sectoriales, cerró 2024 con más de 170.000 unidades producidas de la *pick up* Hilux y el SUV SW4 en su planta de Zárate, en tres turnos -segundo año consecutivo de esa modalidad-, destaca su presidente, Gustavo Salinas. "Para 2025, nuestro plan es llegar a las 175.000, creciendo además en exportaciones. Actualmente, alrededor del 80% de las Hilux y SW4 se exportan a 22 países de América Latina", señala el ejecutivo. En 2024, la automotriz japonesa sumó el armado del utilitario Hiace en Zárate bajo un régimen de ensamblado de modelos incompletos.

En el caso de Stellantis, la principal novedad será el comienzo de la producción de la Fiat Titano, la primera *pick up* mediana de la marca hecha en el país, en la planta de Ferreyra, Córdoba, donde también se produce el Fiat Cronos -que tendrá un *restyling* este año. El lanzamiento de la Titano, que demandó una inversión de US\$385 millones, está programado para mitad de año, dice Martín Zuppi, presidente de Stellantis.

Otra terminal que avanza con la incorporación de una *pick up* -en este caso, compacta- a su planta es Renault, que en 2026 comenzará a producir en la fábrica de Santa Isabel, Córdoba, el proyecto Niagara luego de una inversión de US\$350 millones anunciada en 2024. Pablo Sibilla, presidente y director general de Renault en el país, define al 2025 como un año de transición para la marca, en el que habrá tres lanzamientos (uno de ellos será el SUV híbrido Arkana). "Para fin de año tendremos el 80% de la gama totalmente renovada, y cuando lancemos la nueva *pick up*, el 100%", dice Sibilla, que acaba de celebrar los 70 años de la fábrica de Santa Isabel.

Ford también ampliará su oferta de SUV con la llegada del Everest, modelo de siete plazas derivado de la *pick up* Ranger que se hace en Pacheco. Acaba de presentar el *restyling* del SUV Bronco Sport fabricado en México y tiene en carpeta para más adelante la renovación de la *pick up* compacta Maverick.

Por el lado de Volkswagen, que en 2024 presentó la nueva Amarok fabricada en Pacheco, tendrá entre sus lanzamientos más importantes la llegada del nuevo Tera, un SUV chico recién presentado en Brasil que ocupará el lugar del exitoso Gol Trend. Los *restylings* del Nivus -ya lanzado- y del mediano Vento GLI son otras de las novedades previstas, señala su CEO Marcellus Puig. "Estamos en permanente diálogo con nuestra casa matriz para definir futuros proyectos", responde el ejecutivo sobre la posible llegada de un nuevo proyecto a Pacheco para desarrollar una *pick up* que reemplazará a la Amarok a partir de 2027, una versión creciente en el sector. ●

# Norberto Sosa “El acuerdo con el FMI es condición necesaria pero no suficiente para abrir el cepo”

POR Pablo Ortega | FOTO Soledad Aznarez

Es Licenciado en Economía (UBA) y se especializó en Money Management en Wharton School, en Finanzas Corporativas en la New York University, y en derivados en el Chicago Mercantile Exchange; trabajó 17 años en Raymond James; es director de Invertir en Bolsa (IEB) y miembro del Advisory Board de Abeceb



Cerrar un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) es una condición necesaria pero no suficiente para abrir el cepo cambiario de inmediato, afirma Norberto Sosa, economista con larga trayectoria analizando los mercados locales e internacionales. En una entrevista con LA NACION, advierte que el escenario mundial entró en zona de turbulencia por la guerra comercial que desató el presidente de Estados Unidos Donald Trump, y que eso podría retrasar el retorno de la Argentina al mercado de crédito para refinanciar la deuda, una vez firmado el entendimiento con el organismo multilateral.

**-Cuando un inversor local o extranjero le pregunta cómo está la Argentina, ¿qué le responde?**  
-La Argentina está en una situación nueva para lo que es su historia, en el sentido de que está funcionando con un ancla fiscal. Por el momento está funcionando bien y empieza a tener su test, porque el superávit fiscal está más del lado del aumento de la recaudación que del recorte del gasto. En la recaudación de febrero, el IVA y el impuesto a los débitos y créditos -un impuesto malo- que están más relacionados con el nivel de actividad, crecen a más de 4% real. Entonces, tenemos una economía que desde el punto de vista del anclaje está funcionando bien, con una situación monetaria también excepcional. El sector

externo es visto como el aspecto vulnerable del programa. El nivel de actividad, finalmente, terminó rebotando en V, pero de una manera muy heterogénea, y el índice de confianza que hace la Universidad Di Tella es sorprendentemente positivo. Esa sería una actualización.

**-Menciona al sector externo como la debilidad, y eso lleva a la discusión sobre si hay o no atraso cambiario. ¿Cuál es su visión?**  
-Hace unas semanas leía la entrevista de LA NACION a Alberto Ades [salíó el domingo 23 de febrero], uno de los economistas que respeto mucho, en la que decía que una economía requiere equilibrio interno, con pleno empleo, y equilibrio externo. Uno define al equilibrio externo como la capacidad de acumular dólares y de hacer crecer las reservas que tiene una economía. En mis conversaciones con empresarios percibo la preocupación de que al modelo le cuesta acumular reservas. Primero hubo una etapa inicial del programa, de cambio de gobierno, aire fresco, donde hubo acumulación. Luego, en la etapa de estacionalidad complicada para las reservas, se logró generar un puente con el blanqueo. Hoy estamos otra vez en una etapa compleja donde no se acumulan reservas, esperando el nuevo puente que será el acuerdo con el Fondo Monetario.

**-El anuncio del acuerdo es inminente, ¿cuál es la lectura que harán los mercados?**

## Tres libros que recomienda



**HÁBITOS ATÓMICOS**  
James Clear



**LOS INGENIEROS DEL CAOS**  
Giuliano da Empoli



**ESCENARIOS DEL CAMBIO**  
José Arocena

-Yo creo que un acuerdo con el Fondo hoy es una condición necesaria para evitar un escenario de inestabilidad. Segundo, un acuerdo con lo que se llama new money, fondos frescos, también es una condición necesaria. Y una lectura ácida es que no es condición suficiente. Cuando uno aprendía a andar en bicicleta, usaba rueditas, y un buen día te sacaban las rueditas. El blanqueo del año pasado y el acuerdo con el fondo son las rueditas que te dan tiempo para que crezcas y ver si el modelo funciona sin rueditas. Esa es mi primera apreciación con respecto al programa. Sin programa con el Fondo, sería un año complicado 2025.

**-¿Funcionar sin rueditas es que la economía acumule reservas?**  
-Hay dos temas. Hoy hay una situación patrimonial del Central muy deteriorada, donde se necesita reforzar la foto del balance. Ese reforzar la foto sería el dinero que vendría del FMI para que el Tesoro rescate las Letras Intransferibles. Con ese aporte, hoy tendrías la foto como para abrir el cepo y tener minimizado el salto discreto del tipo de cambio. Con US\$23.000 millones quedaría una situación patrimonial para darle fortaleza al tipo de cambio oficial, y con unos US\$17.000 millones quedaría una fortaleza para un tipo de cambio más parecido al Contado Con Liquidación (CCL). Si se abre el cepo, no necesariamente

te el tipo de cambio tiene que ir al valor de CCL, va a depender de la situación patrimonial del Central y de la confianza que se genere.

**-¿Cuál es el otro tema?**  
-El otro problema -por el que estoy convencido que el ministro de Economía y el presidente del Banco Central dicen que cerrar el acuerdo no implica abrir el cepo- es la dinámica de la deuda hacia adelante. Del Bopreal habrá unos US\$ 1500 millones, pero después están los dividendos, que representan entre US\$6000 millones y US\$7000 millones. Parte de eso puede estar en bonos globales, pero el resto está en *money market*, en fondos de inversión en pesos. Y luego está el desafío de cómo pagar los US\$4000 millones que vencen en julio. Ahí es donde está el problema. Con un acuerdo con el Fondo se capitaliza el Central y se le da más fortaleza para bajar el riesgo país. Pero para abrir el cepo hacen falta más cosas.

**-Es decir que, si se anuncia un acuerdo, no se abriría el cepo de inmediato al otro día...**

-Exacto. En términos internacionales, lamentablemente, 2025 se está transformando en un año muy parecido a 2022, es decir, un año complicado. No es lo mismo acomodar el barco en un mar calmo que en uno turbulento. A lo que voy es que el acuerdo con el Fondo es una condición necesaria para bajar el riesgo país y aumentar la probabilidad de un *roll over* de la deuda a partir de julio. Pero eso va a depender del mercado internacional. Si el mercado entra en modo *risk off*, de querer sacarse el riesgo, habrá menos apetito por crédito como el argentino y quizás el *roll over* llegue en enero, y no en julio. Abrir el cepo requeriría medidas adicionales. Más emisión de bopreales, o tratar de hacer otros préstamos puentes.

**-Muchos creen que con el stock de utilidades harán algo, no dejarán que las saquen todas juntas.**

-Es una tarea compleja convencer a las empresas que tienen dividendos retenidos que entren en un nuevo Bopreal. Entiendo que el Banco Central está haciendo un estudio, tiene relativamente claro quiénes son las empresas con más dividendos y dónde los tienen invertidos.

**-Volviendo a lo de la vulnerabilidad externa, ¿la competitividad es una preocupación?**

-Si perdurase en el tiempo y la economía no logra competitividad, se puede poner en tela de juicio la sostenibilidad del nivel de actividad, y que eso complique la recaudación, y que eso complique el anclaje fiscal. Con lo cual, sí, es inédito el anclaje fiscal y la ortodoxia monetaria, pero se necesita que el modelo vaya demostrando que la vulnerabilidad del sector externo sea superada.

**-Hay economistas que empezaron a formular advertencias sobre un crecimiento del déficit de cuenta corriente. ¿Hay que prestarle atención a eso?**

-Creo que, para no entrar en el "terreno de los econochantas", este año tenemos que profundizar más en el análisis de la balanza de pagos. Hay una suerte de deterioro de la cuenta corriente y es una preocupación. Si la economía se recupera, es importación dependiente. Por otro lado, hay que ver la balanza energética, para entender cuánto ayuda si se vuelve superavitaria, y qué termina pasando con las lluvias. Parte de los servicios de la cuenta corriente están atados al comercio de bienes, y ahí tienes una lucecita amarilla. En la cuenta financiera, estaría bueno que el riesgo país no hubiera pegado la vuelta, así teníamos más asegurado el *roll over* de la deuda. Y en la cuenta capitales, nos juega

en contra el fantasma del gobierno de Macri.

- ¿En qué sentido?

- Más dinero nuevo que en el gobierno de Macri difícilmente tengamos. Dicen que hay que esperar a la elección de medio término [para la llegada de las inversiones], pero la elección de medio término de Macri fue muy buena. Está el RIGI, pero de los 11 proyectos presentados, hay uno solo aprobado, y de los otros no queda claro cómo será el financiamiento. Viene un *dejá vu* de los PPP (Participación Público Privada). Ahí uno se empieza a preocupar por el *timing* de ese ingreso de capitales. Si es más lento en el tiempo, y hay un deterioro en la cuenta corriente y el riesgo país no permite el *roll over* de la deuda... Por eso es crucial el financiamiento del Fondo.

- Retomando la imagen de las rueditas y la bicicleta, ¿lo que siguen son las reformas estructurales para consolidar un modelo de crecimiento competitivo?

- Hay una lista de temas en los que no voy a descubrir absolutamente nada y son conocidos. Lo empresarios han hecho el reclamo y quedó institucionalizado como "nivelar la cancha". Un impuesto clave [que habría que eliminar] es débitos y créditos. Traería dos beneficios: reducir la presión fiscal y bajar el incentivo a operar en la informalidad. Por un lado, está esa agenda de reformas. Por el otro, el que tiene un desafío enorme es Federico Sturzenegger, a quien aprecio y conozco desde antes de que se fuera a estudiar al MIT. Él tiene que trabajar en esa sinopsis fina en la que, por un lado hay sectores con ganas de invertir que tienen trabas y necesitan que se las levanten, y por el otro hay sectores en los que, si no se maneja un *timing* muy difícil de definir, se le puede hacer un daño a la economía que termine perjudicando al propio gobierno. Está clarísimo que el principal puntero de este Gobierno es convalidar la baja de expectativas inflacionarias. El tema es que esa baja no sea neutralizada por la preocupación por la pérdida de trabajo.

- Dijo que, en materia internacional, el año se está transformando en lo que fue 2022. ¿Qué impacto puede tener la guerra comercial que desató Donald Trump?

- Cuando comenzó el año el consenso sobre la economía de Estados Unidos era de un *soft landing* (aterrizaje suave), aunque buena parte del mercado pensaba incluso en un *no landing*. Hace tres semanas una serie de indicadores relacionados con el nivel de actividad comenzaron a confirmar el escenario de *soft landing*. Adicionalmente, el mercado pensaba que el tema de tarifas era más una amenaza que una realidad, pero comienza a convencerse que no solo es una realidad, sino que los países afectados reaccionan retroalimentando las trabas al comercio. Centros de estudios muy respetados, como el Peterson Institute for International Economics, estiman que la guerra comercial no solo impulsará a la inflación, sino que deteriorará al nivel de actividad. Por lo tanto, el mercado comienza a pensar en un escenario más complejo que un *soft landing*.

El mercado no suele operar en función de lo que ocurre hoy, sino en lo que considera que pasará. Por lo tanto, aunque finalmente la economía no se debilite, es muy probable que el mercado siga en modo *risk off*, reduciendo riesgo. Este escenario no es constructivo para la Argentina y hace más necesario el cierre de un acuerdo con el FMI que incluya fondos frescos. El 2024 fue mucho mejor de lo que nos imaginábamos, y el 2025 probablemente termine siendo un año más complicado de lo que nos imaginamos. •

## A las puertas del acuerdo con el FMI

Marcos Buscaglia  
PARA LA NACION

**E**l nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) es inminente. Aunque no sabemos si los términos están totalmente cerrados, el presidente Javier Milei ya emitió un decreto aprobando las operaciones de crédito público emergentes del acuerdo, el cual será tratado por la Comisión Bicameral del Congreso la semana que viene.

Aunque el decreto contiene pocas precisiones sobre el acuerdo, si nos da unas pistas interesantes. En primer lugar, se trata de un Acuerdo de Facilidades Extendidas (EFF en inglés). Estos acuerdos son más largos que los acuerdos del estilo *stand-by* (SBA en inglés), que es una alternativa que había barajado hace unas semanas el ex director del Departamento del Hemisferio Occidental, Alejandro Werner; los EFF tienen como máximo cuatro años de duración, se enfocan en reformas estructurales y piden acciones previas en caso de ser necesario.

El decreto también permite inferir que el monto del acuerdo sería elevado, ya que habla de dos usos del préstamo. En primer lugar, para cancelar (creemos, una parte) de las Letras Intransferibles que adeuda el gobierno al Banco Central (BCRA). Para recordar, las Letras Intransferibles son esos pagarés con los cuales Néstor Kirchner, Cristina Kirchner y Alberto Fernández saquearon las reservas internacionales del BCRA. Néstor usó US\$9530 millones para pagarle al FMI, y Cristina para el pago de deuda en dólares con distintos acreedores. Al final del mandato de Cristina Kirchner ascendían a US\$64.486 millones. Durante el gobierno de Mauricio Macri, se canjeó US\$16.000 millones de Letras por bonos que se pueden negociar en el mercado. El actual Gobierno cambió la forma de contabilizarlas en el balance del BCRA: en vez de tomar su valor al 100%, las valúa en forma parecida a si operasen en el mercado, es decir a descuento como todos los bonos. Hoy están contabilizadas a aproximadamente US\$24.856 millones en el balance de la autoridad monetaria (un 35,8% de su valor). No sabemos qué monto cubrirá el préstamo del FMI, pero el decreto menciona la Letra que vence el 2 de junio, que tiene un valor de US\$10.563 millones, por lo que entonces debe estar valorizada en más de US\$3781 en el balance del BCRA.

En segundo lugar, el decreto menciona la cancelación de "las operaciones de crédito público celebradas en el marco del Programa de Facilidades Extendidas del 2022 cuyos vencimientos operen dentro de los CUATRO (4) años de la suscripción del acuerdo a celebrarse".

Parecería que no deberemos pagar vencimientos de capital por los próximos cuatro años, lo que suma US\$14.705 o US\$19.135 millones, si incluye los pagos hasta abril o hasta diciembre de 2029. Todo este dinero adicional, y el ya adeudado, deberá devolverse en los seis años siguientes, a partir de 2030, lo que implicará fuertes desembolsos, o una nueva renegociación.

Es decir, lo que nos permite inferir el decreto es que se trata de un acuerdo con amplio financiamiento y con un plazo largo, lo cual viene acompañado de pedidos de reformas, lo que implica a su vez que el cepo seguramente será levantado más temprano que tarde. Estos dos aspectos son muy positivos, y deberían reflejarse en una caída del riesgo país, muy probablemente

**Entre el apremio del Gobierno y la reticencia del FMI, tal vez se haya abierto una rendija para una modificación en la política cambiaria**

poniendo a la Argentina a tiro de emitir deuda en el mercado pasadas las elecciones de octubre.

El tiempo apremia al Gobierno. Desde inicios de 2025, el BCRA compró US\$3804 millones en el mercado, pero las reservas internacionales cayeron en US\$1510 millones. La diferencia ocurre porque, con un riesgo país muy elevado y por lo tanto todavía sin acceso al mercado de deuda, parte de las reservas se usaron para pagos de deuda nacional, provincial y corporativa. En forma creciente, también se utilizaron para intervenir en el mercado de cambios con el objetivo de mantener la brecha entre el Contado con Liqui o el MEP con el oficial a raya. En enero, el último dato disponible, el BCRA usó US\$984 millones para intervenir en febrero, con el \$LIBRA-gate en curso, debe haber usado un monto importante también. Así, a las reservas internacionales brutas les cuesta pasar de US\$28.000 millones, y las netas se mantienen cerca de -US\$7500 millones. La Argentina enfrenta fuertes vencimientos de deuda en el resto del año y, con importaciones crecientes, la cantidad de dólares queda a poder comprar el Banco Central pasada la cosecha gruesa va a ser escasa.

El apremio se ve en otras variables, todas relacionadas. Las tasas de los bonos del gobierno en pesos estuvieron subiendo en las últimas semanas, y el gobierno tuvo que

emitir bonos de vencimiento más corto en las últimas licitaciones de deuda. Es decir, está costando más que los inversores se queden invertidos en pesos. De la misma manera, el precio del dólar a diciembre en los mercados futuros subió de \$1260 a \$1321 desde fin de enero. El crecimiento de los depósitos en pesos en el sistema bancario también se desaceleró, creciendo solamente un 0,5% por mes en términos reales en enero y febrero.

Estos movimientos internos ocurren en un contexto global cada vez más complicado. Las idas y vueltas con la imposición de aranceles de la administración del presidente Donald Trump están sumiendo a la economía global en un manto de incertidumbre que probablemente resulte en una recesión o una fuerte desaceleración económica. En tiempos normales, la Reserva Federal podría bajar las tasas de interés para estimular la economía; esto usualmente es bueno para mercados emergentes como la Argentina. Sin embargo, el impacto en la inflación de los Estados Unidos que muy probablemente traigan los aumentos de aranceles a la importación y las restricciones a la inmigración harán la tarea de la Reserva Federal más difícil. Es decir, quizás haya recesión con inflación. El mercado ya tomó nota, y el S&P500 entró en terreno de corrección, habiendo caído más de un 10%.

Así, el Gobierno debe estar esperando a que se expida la Comisión Bicameral y, en caso necesario, la Cámara de Diputados, donde debería bloquear el rechazo al decreto, para anunciar el acuerdo. Ojalá los legisladores se apiden y tengan todo listo para que el anuncio pueda hacerse el 1 de abril, mismo día del lanzamiento de la Convertibilidad en 1991, en un gobierno que cada vez más se parece a la repetición (esperemos que ni como tragedia ni como farsa) del menemismo.

Haya algunos indicadores, sin embargo, de que el Gobierno podría estar convirtiendo una necesidad o un apremio en una oportunidad. Hasta hace poco tiempo, todo parecía sugerir que no se iba a mover de su postura de no introducir modificaciones a su política monetaria y cambiaria antes de las elecciones. Es decir, que mantendría el cepo, el *blend* para los exportadores y el *crawl* del 1% por mes del tipo de cambio oficial. Pero entre el apremio del gobierno y la reticencia del FMI, quizás se haya abierto una rendija para un pequeño cambio.

Uno se puede imaginar, mismo sin tener información, la discusión entre el gobierno y el FMI. El *staff* del FMI le debe decir al Gobierno que no tiene reservas y que para ganar dólares lo mejor sería tener un tipo de cambio más competitivo. El Gobierno debe retrucar que

el tipo de cambio no está sobrevaluado, y que además ni loco devalúa antes de las elecciones. Debe agregar que hizo un ajuste fiscal muy superior al que el FMI exigía y que por lo tanto merece ser apoyado. Coincidiendo con este último punto, el *staff* muy probablemente responda sin embargo que su duda es cómo asegurarse que el Gobierno no se patinará los dólares de un acuerdo para defender un tipo de cambio inadecuado antes de las elecciones. Al final de cuentas, ya tuvieron una mala experiencia con Luis Caputo por el mismo tema en 2018. Este *loop* es quizás el que haya retrasado tanto el acuerdo.

Declaraciones recientes de funcionarios sugieren, sin embargo, que habría una fórmula intermedia. En su discurso en el Congreso el 1 de marzo, Milei mencionó la palabra "volatilidad", al decir que "tanto significa que no vaya a haber volatilidad. La vida no funciona de esa manera: no es un movimiento rectilíneo uniforme, siempre hay altos y bajos, momentos de tensión y momentos de tranquilidad. Así ha ocurrido con el proceso de desinflación y así ocurrirá con el proceso de crecimiento. Pero lo que importa no es una foto, sino la tendencia". Más recientemente, en una entrevista con Horacio Cabak en LN+, Luis Caputo dijo, cuando le preguntaron por la continuidad del *crawl* del 1% mensual, que "eventualmente pueda haber un poco de volatilidad, acotada, en el tipo de cambio, pero nunca puede haber un cimbronazo", refiriéndose a que la escasez de pesos lo que le da robustez al programa.

Es decir, una posibilidad que se abre, aunque está muy lejos de ser segura, es que el programa apunte a ir introduciendo, de a poco, una mayor flexibilidad cambiaria, de la mano de un levantamiento paulatino de los controles cambiarios. Esto no quiere decir que el Gobierno vaya a dejar que el tipo de cambio fluctúe libremente antes de las elecciones, pero sí quizás que deje que empiece a flotar de manera acotada, manejando los movimientos con la pelota al pie al estilo Riquelme, apoyado en la munición extra que le dará el acuerdo.

Una leve depreciación del peso, digamos a valores cercanos a 1200, tendría un impacto en la inflación de abril (llevándola arriba del 3%) y un par de meses más, pero su efecto se diluiría para las elecciones, permitiendo además al Gobierno llegar mucho más cómodo en su posición de reservas. Utilicé la palabra "depreciación" adrede. Preocupado siempre por la comunicación, seguramente el Gobierno salga raudamente a aclarar que tal movimiento no es una devaluación, que había prometido no implementarla y que técnicamente ocurre cuando es el Banco Central el que cambia la cotización del dólar, sino una depreciación del peso, que es lo que ocurre cuando las monedas flotan, y que es producto de la mayor libertad que el Gobierno prometió. Ya podemos imaginar la reacción oficial y para-oficial en las redes al debilitamiento del peso terminando con un "VLLC" •

\*

**El autor es economista.**  
PhD (Universidad de Pensilvania); fue economista jefe para América Latina de Bank of America Merrill Lynch.  
Autor del libro *Emergiendo*

# Boom de dólares

## Un estudio anticipa cuáles son los sectores que terminarán con el gran problema argentino

La agroindustria, la energía, la minería y los servicios basados en el conocimiento se perfilan como los motores económicos; con inversiones estratégicas, podrían aportar divisas para reducir la restricción externa



La minería podría aportar ingresos por US\$16.000 millones entre el litio y proyectos de cobre

AFP

POB **Sofía Diamante**

En los últimos meses, el crecimiento de la producción de petróleo, gas y litio ilusionó a los agentes económicos por el potencial impacto que pueden tener estos sectores en la generación de divisas. El Gobierno, de hecho, muestra a los acreedores del exterior gráficos en los que se proyectan ingresos de dólares de estos diversos sectores en el futuro y señala que el país solo necesita ahora un "puente financiero", ya que las divisas van a llegar en los próximos años.

Efectivamente, para 2033 se espera un fuerte crecimiento de las exportaciones, que podría implicar ingresos adicionales a los actuales por US\$79.300 millones, según una consultora privada. La falta de dólares, reflejada en que el Banco Central (BCRA) tiene reservas netas negativas en torno a los US\$7000 millones, fue el principal limitante del crecimiento económico de las últimas décadas. Los llamados en la jerga económica *sudden stops* significan que el país se queda sin divisas para financiar el consumo y las importaciones necesarias para que la economía

siga creciendo. Eso deriva en una fuerte devaluación, que acomoda el tipo de cambio a la cantidad de dólares disponibles y suele generar una contracción de la actividad económica.

Por lo tanto, para sostener un nivel de consumo alto, la Argentina necesita mejorar sus exportaciones, que son la forma genuina de generar dólares. El sector que más divisas tracciona es el agroindustrial, con un aporte promedio de los últimos años de US\$28.600 millones anuales, según cálculos de la consultora Abeceb. Solo el complejo sojero representa más del 20% de las exportaciones totales, mientras que la agroindustria en su conjunto supera el 50%.

Dentro del agro, el principal producto de exportación del país es la harina de soja, que es un subproducto industrializado generado por el complejo agroindustrial. El segundo producto más exportado suele ser el maíz y en tercer lugar, el aceite de soja. Para 2033, la consultora Abeceb estima que las exportaciones agroindustriales podrían crecer a US\$43.000 millones, producto de una mayor eficiencia en la produc-

**Para 2033 se espera un fuerte crecimiento de las exportaciones que podría implicar ingresos adicionales a los actuales por US\$79.300 millones, según Abeceb**

**En el mediano y largo plazo, se necesita que otros sectores, como la industria, ganen protagonismo para una verdadera diversificación exportadora**

ción debido a mejoras en innovación y tecnología.

"Suponemos que los precios a largo plazo se van a mantener en el promedio histórico, pero como habrá inversiones en productividad, creemos que se van a producir más toneladas por hectárea y también podría haber alguna ampliación de la frontera de producción, si se abren nuevos mercados de exportación para el ganado y las economías regionales", dice Natacha Izquierdo, directora de Operaciones de Abeceb.

La energía, por su parte, es otro sector que ya dejó de ser un potencial generador de divisas para convertirse en una realidad concreta. El año pasado, la producción de gas y petróleo generó ingresos de divisas netas por US\$5668 millones, una situación que no ocurría desde 2009 (con la excepción de 2020, por la pandemia). Para tomar dimensión, en 2023, el saldo de la balanza comercial energética estuvo en equilibrio y, en 2022, fue deficitario en más de US\$4300 millones por el impacto del alza de los precios internacionales del gas luego de la invasión de Rusia a Ucrania. Es decir, en

dos años hubo un cambio de tendencia de casi US\$10.000 millones. Al igual que con el agro, bajo el supuesto de precios estables en los próximos años, el sector energético podría generar divisas netas por US\$36.000 millones para 2033, según Abeceb, cuando se terminen las obras de infraestructura de transporte y se permita un aumento exponencial de las exportaciones de gas natural licuado (GNL) y de petróleo.

En cuanto a la minería, los proyectos de litio son los que más crecieron en los últimos años, debido a la mayor demanda por este mineral debido a su uso en las baterías de autos eléctricos, computadoras y teléfonos. De hecho, en enero desplazó a la plata como el segundo mineral más exportado, muy debajo del oro (68% del total). "La minería, que hoy representa US\$4000 millones, podría superar los US\$16.000 millones en ese período, alcanzando un nivel similar al actual complejo cerealero", dice Abeceb. La consultora, sin embargo, estima que entrarán en producción varios proyectos de cobre, que hoy siguen en estudio de factibilidad, como Los Azules, Josemaría y El Pachón, en San Juan; Taca Taca, en Salta, y Mara, en Catamarca.

A diferencia del litio, donde se pueden hacer inversiones en plantas modulares por US\$700 millones, para desarrollar un proyecto de cobre se deben desembolsar al menos US\$4000 millones desde el inicio.

El cuarto sector que se estima que seguirá creciendo es el de servicios basados en el conocimiento, donde se destaca la exportación de *software*. La empresa Globant, que cotiza en la Bolsa de Nueva York, es la principal exponente de esta industria, pero no es la única. Actualmente, el sector genera divisas por US\$11.000 millones, según Abeceb, y proyecta que podría triplicarse para 2033 a US\$33.000 millones.

"El impacto de este cambio se percibirá en dos dimensiones: la diversificación de la matriz exportadora y la menor estacionalidad en el ingreso de divisas. Actualmente, la concentración en el agro genera una estacionalidad marcada, con la mayor oferta de dólares en el segundo trimestre, que coincide con la liquidación de la cosecha gruesa. La expansión del sector energético contribuirá a mitigar este patrón, ya que su capacidad exportadora no dependerá de ciclos climáticos y agrícolas, sino de la disponibilidad de infraestructura. En la medida en que se resuelvan los cuellos de botella en transporte y logística, los ingresos por exportaciones de hidrocarburos tendrán una distribución más homogénea a lo largo del año", dijo Izquierdo.

Sin embargo, la economista advierte que, a pesar del crecimiento de sectores no tradicionales, la estructura exportadora seguirá estando altamente concentrada en un puñado de rubros, dado que los cuatro sectores más dinámicos seguirán explicando la mayor parte de las exportaciones.

"En el mediano y largo plazo, el crecimiento de estos sectores permitirá sortear la restricción externa. Para 2033, las exportaciones totales de los sectores más dinámicos podrían alcanzar los US\$128.000 millones, un incremento de US\$79.300 millones respecto de los niveles actuales. Sin embargo, para alcanzar una verdadera diversificación, será necesario que otros sectores, como la manufactura, ganen protagonismo en la estructura productiva y exportadora", concluyó Izquierdo. ■

# ¿Quién gana en una guerra comercial? Nadie

lanacion.com.ar/38618

Juan Carlos de Pablo  
PARA LA NACION



Los aranceles que está aplicando Donald Trump pueden llevar a la estanflación



**PREGUNTAS A JOHN SOMERSET CHIPMAN**

**Abogado y economista 1926-2022**

Canadiense, estudió Derecho en la Universidad de Chile y Economía en las McGill y Johns Hopkins. Realizó aportes a la teoría del comercio internacional

Los fabricantes de colchones aumentan sus ventas luego de las inundaciones, y los de parabras las suyas luego de la caída del granizo. ¿Puede alguien sugerir que no podemos calificar de desgracias a las inundaciones y la caída del granizo, porque algunos se beneficiaron? Esta tontería se escucha hoy a propósito de los beneficios comerciales que podrían recibir algunos exportadores argentinos a raíz del demencial uso de la herramienta arancelaria que está llevando adelante el presidente Donald Trump. Sobre el particular conversé con el canadiense John Somerset Chipman (1926-2022), quien estudió derecho en la universidad de Chile—su papá era diplomático—, y economía en las

Mc Gill y Johns Hopkins. Enseñó en las universidades Harvard y de Minnesota. En 1999 el talentoso y juaguetón Paul Samuelson afirmó: "Los buenos norteamericanos, cuando mueren, van a París. Los buenos economistas americanos, cuando nacen, nacen en Canadá. Pienso en Simon Newcomb, Stephen Leacock, Jacob Viner y, por supuesto, en John Chipman". En Harvard auditó un curso que Chipman dictó sobre teoría del crecimiento. Recuerdo "la música", porque de la letra no captaba nada; quienes sí parecían entender eran los estudiantes de ingeniería y de matemáticas.

**-En 1999 la Asociación Americana de Economía lo designó miembro distinguido, notable logro que por año consiguen cuatro personas, entre aproximadamente 30.000 miembros. ¿Por qué?**

Según el comunicado oficial "porque es un académico en el mejor sentido del término. Aunque sus principales contribuciones se refieren a la teoría del comercio internacional, también realizó aportes originales e importantes a la teoría microeconómica, a la teoría econométrica y a la historia del pensamiento económico. En 1964-65, en *Econometrica*, publicó en tres partes una monumental reseña de la teoría del comercio internacional. En historia del pensamiento económico sus trabajos no tienen rivales".

**-Estados Unidos anunció la aplicación de un arancel de 25 puntos porcentuales (no de 25%) a las importaciones procedentes de México y Canadá, y aunque con una alícuota menor, a las**

**procedentes de China, países que respondieron subiendo los aranceles de los productos que importan de Estados Unidos, lo cual indica que comenzó una guerra comercial. ¿Cuáles serán las consecuencias?**

-En 1973 Charles Poor Kindleberger publicó un libro titulado *The world in depression, 1929-1939*. En dicha obra incluyó un elocuente gráfico, mostrando la espiral descendente observada en el comercio internacional durante los primeros años de la Gran Crisis de la década de 1930. Pensemos en un reloj de agujas. Con origen en el centro se trazan 12 rayos, cada uno de los cuales mide la suma del valor de las importaciones y las exportaciones correspondiente a un mes. Lo que en el reloj es la hora 1, en el gráfico es enero; lo que es la hora 2 es febrero, y lo que es la hora 12 es diciembre.

**-Los lectores que tengan imaginación, que sigan leyendo; pero yo recomendaría tomar lápiz y papel, y reproducirlo con la mano.**

-Perfecto. El gráfico presenta, a nivel mundial, los niveles del intercambio comercial de mercaderías entre 1929 y 1933. Comienza en enero de 1929, y en el sentido de las agujas del reloj, grafica los valores de cada mes. Después de dar una vuelta completa, en enero de 1930 la curva está más cerca del origen que en enero de 1929, señal de que el comercio internacional se contrajo; y así sucesivamente, la curva correspondiente a 1931 está más cerca del origen que la de 1930, la de 1932 todavía más cerca, etc. Entre 1929 y 1933 el comercio mundial se contrajo a la tercera parte.

**-¿A raíz de qué?**

-Del efecto combinado de devaluaciones competitivas, y aumento de las restricciones arancelarias y no arancelarias, adoptados por los países. La espiral descendente grafica una tragedia, porque no se salvó nadie. Instituciones como el FMI, el BIRF (luego convertido en el Banco Mundial) y el GATT (luego transformado en la Organización Mundial del Comercio) nacieron con la pretensión de que "nunca más" se repitiera la costosísima década de 1930.

**-Pregunto con angustia. Ahora, ¿está ocurriendo lo mismo?**

-No sabemos. En los libros de texto de economía internacional se muestra que, salvo casos extremos, el aumento del arancel de importación de un producto eleva el precio interno de esa mercadería, aumenta la producción local, disminuye la cantidad demandada, se reduce el volumen importado, con efecto incierto sobre la recaudación por derechos de importación.

**-Frente a planteo tan nitido, ¿qué quiere decir "no sabemos"?**

-Ocurre que el análisis de los manuales supone que la modificación arancelaria llegó para quedarse. No digo que será permanente, porque como bien recordaba Rudiger Dornbusch, no hay nada eterno en esta vida; pero al menos que el cambio se percibe suficientemente duradero como para que los integrantes del sector privado se adecuen a la nueva realidad. Nada que ver con el tratamiento arancelario que está planteando el presidente de Estados Unidos.

**-Explíquese, por favor.**

-Un día anuncia que aumentará en 25 puntos porcentuales los derechos de importación que abonarán las mercaderías elaboradas en Méxi-

co y Canadá, y al día siguiente dice que demorará la entrada en vigor de la medida durante un mes. Las autoridades de los países afectados anuncian represalias, todo lo cual pone sobre el tapete la cuestión de la contracción del comercio mundial, graficada por Kindleberger.

**-El referido accionar le está metiendo "ruido" a la economía de Estados Unidos.**

-Así es, porque el estilo del presidente Trump le quita valor al análisis que surge de los libros de texto. Déjeme plantear un ejemplo: imaginemos que en Montreal está instalada una fábrica de tuercas, que le vende el producto a la industria automotriz radicada en Detroit. El arancel de 25 puntos porcentuales encañone el insumo importado pero, dada la volatilidad con la cual Estados Unidos plantea su política comercial; puede alguien pensar que se instalará una fábrica de tuercas en Chicago, para sustituir las importaciones provenientes de Canadá?

**-En el corto plazo cabe esperar estanflación, es decir, aumento de la tasa de inflación y freno al crecimiento económico. ¿No es que Estados Unidos fue creado sobre la base de los "checks and balances"?**

-Estamos esperando que ocurra, pero el bien de todos. Pero Trump tiene hoy mayoría absoluta en ambas Cámaras, y una Corte Suprema adicta. Ojalá me equivoque, pero la llegada de la sensatez no será rápida.

**-¿Ve alguna oportunidad para la Argentina?**

-No la descarto, pero en este contexto internacional tan viciado, las oportunidades son específicas, y los retrocesos, generales.

**-Don John, muchas gracias. ●**

## Finanzas. Buenas expectativas por un mejor acuerdo con el Fondo

La proclamación por decreto del entendimiento con el organismo lo puede permitir al Gobierno una aprobación más rápida por parte del Congreso, creen en el mercado; los fondos frescos adicionales y el despeje de vencimientos que implicaría el convenio fueron datos positivos; sigue el ruido por las idas y vueltas arancelarias de Trump

Por Pedro Siaba Serrate  
portfolioperpersonal.com

### 1 QUÉ IMPLICA EL CAMINO DEL DNU POR EL FMI

El Gobierno proclamó el nuevo acuerdo con el FMI vía un decreto de necesidad y urgencia. Esquivar el camino que postulaba la "Ley Guzmán" es una alternativa interesante por dos motivos. En primer lugar, un DNU requiere no ser rechazado por ambas cámaras del Congreso para mantener su validez. Con una mayoría simple en alguno de ambos recintos el Gobierno cumpliría su objetivo. En segundo lugar, el decreto permite mantener los condicionantes y metas del acuerdo separados de la contienda política. ●

### 2 LOS DETALLES Y SU IMPACTO EN LAS RESERVAS

Los pocos lineamientos dentro del DNU reflejan un acuerdo de facilidades extendidas por 10 años, un periodo de gracia por 4,5 años y la llegada de fondos frescos. La aplicación de estos fondos para cancelar letras intranferibles del BCRA despertó la polémica. Más allá de las posturas respecto al impacto en la deuda bruta, lo más relevante es el efecto sobre las reservas netas, que mejorarán en la misma magnitud de fondos que se usen. Dado que los desembolsos del FMI son en DEG, las reservas líquidas no se verán afectadas. ●

### 3 CÓMO FUE LA REACCIÓN DE LOS BONOS

Tanto por los fondos frescos como por el despeje de los próximos cuatro años de pagos de capital al FMI, el acuerdo es mejor a lo esperado. No obstante, el precio promedio ponderado de la deuda soberana trepó solo 1,8% desde el discurso del presidente en el Congreso. La razón detrás de esta tímida reacción hay que buscarla en el exterior. La fragilidad en el mercado de deuda global incrementó los spreads de crédito, mitigando la suba de los bonos argentinos. En el mismo plazo, el EMB, cayó 1,5%. ●

### 4 A LA ESPERA DE LA RESERVA FEDERAL

¿Estamos camino a una recesión en Estados Unidos? Los idas y vueltas en la estrategia de negociación arancelaria de Trump no colaboraron en la confianza de consumidores y empresarios. Así, la debilidad de los indicadores económicos preocupa a los mercados. La Fed jugará sus cartas el 19 de marzo. A pesar de la lectura de inflación alentadora en febrero (0,2% vs. 0,3% esperado), el mercado no descuenta un recorte de tasa. Sin embargo, aumentó la probabilidad de que el primero del año sea en mayo. ●

# Acciones en baja

## Las extravagancias de Elon Musk no son el único problema para Tesla

Más allá del rechazo que está despertando el empresario por su intervención en el gobierno de Trump, las ventas del fabricante de autos eléctricos vienen en caída



Tesla sufrió protestas en sus concesionarios por la cercanía de Musk a Trump

GETTY IMAGES

Los amigos se ayudan mutuamente. El jefe de Tesla, Elon Musk, bien pudo haberse sentido agradecido cuando Donald Trump dijo que compraría uno de sus vehículos eléctricos (VE) el 11 de marzo. Sin embargo, eso fue lo mínimo que el presidente pudo hacer por su principal crítico de la burocracia. El día anterior, Trump había contribuido a una caída de más del 15% en el precio de las acciones de Tesla, en medio de una ola de ventas provocada por sus políticas comerciales y su advertencia de que la economía estadounidense se enfrentaba a un "período de transición". El posterior respaldo trumpiano no sería suficiente para frenar la caída de las ventas y el desplome del precio de las acciones de Tesla.

El apoyo de Musk a la segunda candidatura presidencial de Trump pareció en un principio una astuta estrategia empresarial. Su recompensa fue dirigir el Departamento de Eficiencia Gubernamental (DOGE), impulsando lo que el banco Barclays denomina la "prima de Elon". Los inversores creían claramente que su influencia política beneficiaría a Tesla. Su valor de mercado alcanzó un récord de US\$1,4 billones en diciembre.

Desde entonces, su cercanía con Trump y su apoyo a causas de extrema derecha han generado una reacción negativa. Las protestas contra el papel de Musk en el corazón de la administración y los despidos masivos de funcionarios por parte del Doge han cobrado fuerza en Estados Unidos. Los piquetes en las salas de exhibición de Tesla se han vuelto violentos, con ventanas rotas y vehículos vandalizados; una estación de carga de

Tesla fue atacada por pirómanos. Fuera de Estados Unidos, las acciones de Musk también han provocado protestas contra el fabricante de automóviles. La relación entre Musk y la marca es tan estrecha que los propietarios, avergonzados, recurren a pegatinas anti-Musk en los parachoques para distanciarse de él.

Pero el comportamiento del Señor Musk solo explica parcialmente los problemas de Tesla. Las ventas estaban cayendo antes de que atacara con fuerza al sector público estadounidense. El año pasado, Tesla abandonó su objetivo de larga data de fabricar 20 millones de autos al año para 2030 y reportó su primera baja en ventas anuales en muchos años: una caída del 1%, a 1,79 millones de autos.

Las ventas han seguido cayendo en los últimos meses en comparación con el año pasado, en un momento en que el mercado de vehículos eléctricos en general sigue creciendo. El banco Barclays estima que las ventas del primer trimestre en Europa podrían disminuir alrededor de un 30%. En Alemania, donde Musk causó revuelo al apoyar a un partido de extrema derecha, las ventas cayeron un 76% en febrero, en términos interanuales.

Sin embargo, Barclays estima que las ventas del primer trimestre en Estados Unidos, donde la antipatía hacia Musk parece ser mayor, se mantendrán sin cambios. Las ventas en China también cayeron casi un 14% en enero y febrero, pero una reacción política negativa es una explicación improbable; Musk es considerado pro-China. En Gran Bretaña, donde su intervención política debería ser un factor, las ventas de Tesla aumentaron casi un 21% en febrero.

Esto sugiere que la reacción de los consumidores a las maniobras de Musk es solo una de las razones de la caída de las ventas. Un Modelo Y actualizado, el vehículo más vendido de Tesla, acaba de salir a la venta. Tesla agotó el inventario del modelo anterior, lo que redujo la oferta. Sin duda, los clientes han pospuesto sus compras. El mayor problema, sin embargo, es que Tesla se ha convertido en lo que Philippe Houchois, del banco de inversión Jefferies, llama un "fabricante de automóviles reticente". Depende la mayor parte de sus ventas de dos modelos, el 3 y el Y, mientras que gigantes globales como Toyota tienen muchos más para satisfacer a todos los segmentos. En octubre, Musk decidió no lanzar un "Modelo 2" más económico, sino centrarse en robotaxis y robots humanoides.

La valoración de Tesla ha perdido hace tiempo toda conexión con los fundamentos, y se basa más en la capacidad de Musk para revolucionar cualquier negocio que emprenda. Ahora afirma que los robotaxis y los robots convertirán a Tesla en la "empresa más valiosa del mundo, con diferencia". Esto sugiere otra explicación para la caída del precio de las acciones de Tesla, a medida que Musk se expande cada vez más. En una entrevista con Fox News el 10 de marzo, señaló la "gran dificultad" que enfrentó al dirigir Tesla y sus otras empresas mientras trabajaba para el gobierno. Mientras inspeccionaba su posible nueva adquisición a las afueras de la Casa Blanca, Trump reprendió a los manifestantes por "perjudicar a una gran empresa estadounidense". Sin embargo, gran parte de la culpa de ese daño recae en su amigo, Musk. ● © The Economist

# El acuerdo con el FMI, un hito para los mercados financieros y el desarrollo del país

Marcelo Villegas\*  
PARA LA NACION

El programa de facilidades extendidas a celebrarse con el FMI y la operación de saneamiento del balance del BCRA será un hito para nuestro sistema financiero. El rescate de las letras intranferibles del Tesoro por DEG/divisas, junto a la tarea de transferir al Tesoro los "pasivos remunerados" que se completó durante primer año de la gestión, posibilitará que, por primera vez desde la convertibilidad, tengamos un balance monetario que exprese "razonablemente" la situación del ente rector.

Desde tal fecha, la "cosmética contable" usada se alejó de los criterios contables internacionales y se forzaron mecanismos "ficticios" para seguir justificando el financiamiento al Estado. Así se pasó de posconvertibilidad de posiciones "investment" de títulos públicos -para no reconocer "valor de mercado"-, adelantos transitorios al Tesoro "auto expansivos"; distribuciones ficticias al Tesoro de ganancias contables en pesos por la devaluación que se graban como "resultados" reales; imposición de "pasivos remunerados" (Lelic; Lebac) que generaban emisión endógena; hasta llegar a activos sin valor de mercado como las actuales Letras Intransferibles por US\$67.000 millones nominales.

Esta normalización financiera-contable, junto a un programa de reformas estructurales y una refinanciación por 10 años con cuatro y medio de gracia, constituyen la piedra fundamental y condición necesaria para asegurar la preservación del valor de la moneda y avanzar en la normalización cambiaria del cepo.

Los mercados financieros son un sector clave para el desarrollo económico, al contrario de lo que sostiene la visión "progresista" que pregona sobre las "ventajas" de políticas que favorecen a la "economía real". Ellos proveen esencialmente protección al capital (valor moneda) y crédito (confianza). Cuando dichos servicios no pueden ser prestados y se socavan las bases de la organización económica, los agentes económicos "ahorran" fuera del sistema y se protegen en moneda extranjera o activos reales, ocasionando un tremendo acortamiento en los plazos de financiamiento, que afecta la reasignación de los riesgos entre los actores.

Ahora, de la mano del superávit fiscal, la baja de inflación y de un balance monetario saneado y valuado con criterios internacionales, la economía podría estar ingresando a un ciclo largo de crecimiento económico o "círculo virtuoso" impulsado fundamentalmente por la normalización de

los mercados financieros y tres factores claves: 1) fuerte caída del costo de capital (causa del aumento del valor de activos financieros y reales y de los proyectos inversión, al caer la tasa descuento); 2) recuperación del crédito al sector privado (al revertirse el crowding out al financiamiento privado) y 3) la recuperación del consumo y la inversión, que favorece el aumento de la intermediación financiera y la reducción del gasto público.

Las cadenas de transmisión del "círculo virtuoso" son indirectas, pero muy potentes, si se cumple la hoja de ruta planteada en el acuerdo con FMI. Revisemos cómo operan los mecanismos en cada caso:

● **Costo de capital:** el mercado de capitales es el primero en reaccionar a la caída de la inflación, baja riesgo país y costo de capital y el "efecto riqueza" que causa en los activos financieros reales producto de la caída de la tasa de descuento de flujos (WACC). El 2024 cerró con ganancias mayores al 80% en acciones Merval. Hubo emisiones por más de US\$10.000 millones, mostrando lo que estas esperan cuando cae el costo capital.

● **Crédito al sector privado (pasar del crowding out al crowding in):** el crédito al sector privado creció más del 50% en 2024, demostrando el potencial que tiene para incentivar el consumo y la inversión.

● **Consumo y la inversión:** la caída de inflación y la reducción del gasto público e impuestos genera mayor ingreso disponible que se apalanca en el mayor nivel de intermediación financiera. En 2024 fue influenciado principalmente por el blanqueo de capitales, pero a futuro la estabilidad aumentará el nivel intermediación financiera y ahorro para consumo e inversión.

Estamos en el inicio de un saneamiento del Banco Central que ayudará a recuperar la moneda, el crédito y financiar el desarrollo económico. De esa manera, se podrá situar a la Argentina nuevamente en un proceso de expansión sostenible, con la consiguiente recuperación en la calidad de vida de su población. ●

\*

El autor es abogado y economista. Socio de Nicholson y Cano Abogados

**alter eco\_**  
**El futuro del futuro: disparen contra la inflación de reportes de tendencias**

Sebastián Campanario  
PARA LA NACION



Nunca hubo tanta incertidumbre sobre el porvenir

SHUTTERSTOCK

Cuando estaba por comprar la empresa de animación Pixar, le preguntaron a Steve Jobs quién era la persona más poderosa del mundo, para él. Pensó unos segundos y respondió: "Walt Disney", porque a través de sus narrativas moldeó la agenda y los valores del Occidente contemporáneo. Para Yuval Harari, el nacimiento de la civilización fue de la mano de nuestra capacidad de contar historias. Y el premio Nobel de Economía Robert Shiller asegura que el buen *storytelling* está subestimado en su profesión, por lo cual escribió "Economía de las narrativas".

Uno de los motivos por los cuales una buena historia puede ser tan poderosa es que nos sirve para calmar la ansiedad. Ante el vértigo del cambio y la complejidad inédita del mundo que nos rodea, "unir puntos" en una narrativa es tranquilizador (por eso Nassim Taleb habla de la "falacia narrativa", como un espejo simplificador de la realidad).

A mayor incertidumbre, más necesidad de explicaciones que nos contengan, y también de predicciones. No por nada los reportes sobre tendencias y futuros se duplicaron en los últimos cinco años. Paradójicamente, cuanto más abierta está la varianza de la realidad (un concepto del futurologo Matt Clifford), más florecen los pronosticadores. La tendencia más fuerte del momento es la de analizar y detectar tendencias.

Hay varios problemas con esto, como analizó en un reciente informe sobre "meta tendencias para 2025" Matt Klein, jefe de *foresight* en Reddit y director del sitio "Zine". Kline cree que este mundo cada vez más extraño demanda crecientemente narrativas de futuro para "sentirnos un poco menos alienígenas".

Kline contó más de 250 informes anuales de predicciones y tendencias. Es el doble que hace cinco años: "Las tendencias son una tendencia". Para la futurista Tracy Follows: "Hay ahora más informes sobre tendencias que en ningún año anterior y así y todo parecemos menos preparados para el futuro que nunca".

Claramente, "más en este caso no es mejor", dice Kline. Sólo un tercio de estos 250 informes dan cuenta de la metodología que utilizan, y otro tercio la dan a medias, mezclada con *banner*s de sus servicios.

Y la mayoría, según el experto, terminan siendo un *brochure* de propaganda corporativa: el banco de inversión o la mega-consultora que las difunden lo usan como una herramienta de relaciones públicas, para capturar espacio gratis en los medios y de paso describir un futuro que les sea particularmente venturoso a la empresa en cuestión y a sus accionistas.

Klein les preguntó el año pasado a 200 estrategas si podían di-

ferenciar las tendencias de 2018 con las de 2024, y la mitad no supo qué responder. Más que la consistencia, en los reportes se busca el impacto y el título. Con esta misma lógica, las tendencias anuales no se repiten, lo cual es ridículo, porque los cambios culturales y sociales se mueven en ciclos más lentos; no tienen fecha de vencimiento a un año. El resultado: miles y miles de páginas llenas de información chatarra; con mucho copiar y pegar barato cruzado. Y la intención de que alguna de las proyecciones se transforme en una profecía auto-cumplida para el financiador del *paper*.

Los sesgos también están a la orden del día. Un 90% de estos 250 reportes sobre el futuro se producen en sólo diez ciudades: Londres, Nueva York, Tokio, París, Shanghai, Los Angeles, Amsterdam, Berlín, San Pablo y Seúl. ¿El

Alarcón, especialista en diseño de futuros y directora de Youniversal, cree que esta "inflación de reportes" puede llegar a estabilizarse. En diálogo con LA NACION desde South by South West (SXSW), un festival de innovación que se realiza en Austin, Texas, Díaz Alarcón comenta que "este año no parece haber tanto foco en las predicciones; estuvieron algunos popes del tema como Ammy Webb o Scott Galloway; pero hubo menos charlas sobre el tema futuro. Hay una evolución: hubo más presentaciones sobre la flexibilidad, la incertidumbre, el poder lidiar con el no saber o la vulnerabilidad. Casi el reverso del tratar de anticipar el futuro, y me parece que es todo un signo". En Estados Unidos es tal el nivel de cambio que hoy prima la demanda por herramientas para adaptarse a una nueva realidad, más que anticipar lo que va a venir.

Lo que sí sigue siendo muy potente en el programa de SXSW, continúa Díaz Alarcón, es la vigencia de las narrativas: "Hay muchas presentaciones sobre narrativas para uno mismo, para la comunidad, para los accionistas: cómo las historias nos permiten pensar horizontes posibles; tratar de entender qué historias nos tenemos que contar para lograr los objetivos que cada uno quiera lograr", cuenta.

Para Clifford, que este año se asoció al gobierno del Reino Unido para armar el plan para la IA, navegamos en una era en la que las instituciones y los motores de lo que está sucediendo (Internet, IA, la dinámica de *start ups*) tienden a "amplificar la varianza de la realidad" en detrimento de equilibrios anteriores (estructuras estatales y corporativas tradicionales) que tendían a acotar esta varianza. En palabras de Taleb: estamos en "Extremistán", donde la distribución de probabilidades de lo nos rodea sigue una "ley de potencias" y no una distribución normal.

Tal vez la parte más extraña del mundo no sea ninguna innovación o evento específico, sino la forma en que los cambios se acumulan e interactúan constantemente, una especie de música de fondo de "rareza" que subestimamos porque ya nos acostumbramos a ella", reflexionaba mesetrás el tecnólogo Marcelo Rinesi en una nota en esta sección. "Tanto o más que un mundo de ciencia ficción espectacular, vivimos en un mundo de nueva rareza, uno donde subestimamos lo radicalmente extraño porque la mayor extrañeza no está en eventos o tecnologías puntuales, sino en la infraestructura de nuestra realidad. Lo único más difícil de ver lo radicalmente nuevo que se ha vuelto constitutivo del mundo es lo radicalmente nuevo que se ha vuelto constitutivo de nosotros mismos".

**Uno de los motivos por los cuales una buena historia puede ser tan poderosa es que nos sirve para calmar la ansiedad frente al vértigo del cambio**

**Hoy hay más informes sobre tendencias que en otro momento y pese a eso parecemos menos preparados para el futuro que nunca antes**

resultado? "Falta de rigurosidad, de colaboración, optimismo tóxico, miedo al riesgo y al realismo, sesgos comerciales, exageraciones de la industria que emite el mensaje: todo esto impide que cada análisis llegue a su valor principal: navegar con sentido común los cambios que estamos atravesando".

Klein tiene un punto muy interesante que conecta esta actividad con la complejidad. En los sistemas complejos hay nodos y hay interrelaciones entre ellos. Mientras que los reportes sobre tendencias se enfocan principalmente en los nodos, lo realmente relevante está ocurriendo en las fronteras, en las interrelaciones. Con lo cual desciende todavía más la probabilidad de que realmente estén acertando con las predicciones.

¿Qué ocurrirá con las tendencias a fin de 2025? Ximena Díaz

La mejor información del mercado agropecuario en

**LN | campo**

Una plataforma dedicada exclusivamente a los agronegocios, con información en tiempo real sobre un sector en constante evolución.

[www.lncampo.com.ar](http://www.lncampo.com.ar) @lncampo



LA NACION