

Informe de coyuntura macroeconómica N° 6

Un nuevo prestamista abre la oportunidad para comprar reservas

Elaboración: Joaquín Waldman

Asesoramiento: Ricardo Martínez, Pablo Mira, Damián Pierrri y Juan Manuel Rodríguez Repeti

Colaboración: Hermes Fernández, María Pía Nicocia, Ulises Silva y Lautaro Souto

1. **Panorama de coyuntura.** Derrumbe de activos y estabilización momentánea
2. **Análisis en profundidad.** Fondo de Estabilización Cambiaria y *fundamentals* macro
3. **Principales variables macroeconómicas**

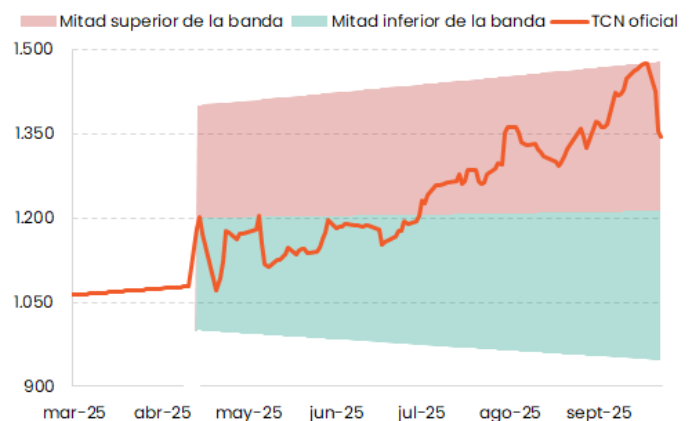
Derrumbe de activos y estabilización momentánea

Argentina vivió en las últimas semanas una situación de inestabilidad que ya atravesó muchas veces en su historia. Tras una etapa de dólar barato, expansión financiera y deterioro de las cuentas externas, sobrevino un cambio de expectativas que hizo saltar al dólar. Cuando parecía que terminaría otro ciclo de ilusión y desencanto en el plano cambiario, las autoridades recurrieron a dos medidas de emergencia que, por el momento, apuntalaron las cotizaciones del peso y la deuda soberana: una reducción temporaria de retenciones y un paquete de ayuda del gobierno estadounidense. La más relevante fue esta última, y por su magnitud podría frenar la corrida. El presente informe revisa estos hechos recientes para comprender una situación que todavía no está definida.

Desde abril, Argentina implementa un esquema de bandas cambiarias en que el dólar flota entre dos valores límite que se alejan diariamente a una tasa del 1%. Tras un comienzo auspicioso, la cotización pasó a la mitad superior de la banda en julio (ver Gráfico 1). Desde entonces, los vaivenes monetarios por la eliminación de las LEFIs,¹ la necesidad de un perdón del FMI por no haber acumulado reservas² y el estancamiento de la actividad económica deterioraron continuamente las perspectivas, haciendo subir a la divisa.

Gráfico 1. Tipo de cambio nominal y bandas

En \$/dólar



Fuente: BCRA y Ámbito Financiero

¹ Para una explicación más detallada, ver [Informe de coyuntura macroeconómica N° 5](#).

² Ver [Reporte completo del FMI](#). En él se otorga un *Waiver* ya que “no se alcanzó el objetivo de performance cuantitativo de acumulación de reservas internacionales netas fijado para mediados de junio, reflejando las fuertes pérdidas de reservas en las semanas previas a la aprobación del programa, el limitado retorno de estas salidas tras la aprobación y la preferencia de las autoridades por un mayor descubrimiento de precio (del tipo de cambio) y desinflación en la fase inicial de transición al nuevo régimen cambiario” (traducción propia).

A este panorama deteriorado se sumó la sorpresa por el buen resultado opositor en las elecciones de la Provincia de Buenos Aires, que redujo la credibilidad del mercado en la continuidad del programa cambiario. En las dos semanas posteriores a los comicios, el riesgo país subió alrededor de 60% (550 puntos básicos) y el Merval medido en dólares cayó en torno a 25% (ver Gráfico 2). Además, el dólar subió 8%, ubicándose en el techo de la banda, donde el BCRA debió vender US\$ 1.100 millones.

Frente a una crisis repentina, el gobierno tomó dos medidas. Por un lado, eliminó temporarily las retenciones de algunos productos agropecuarios (granos y carnes) hasta un monto total de US\$ 7.000 millones, para acelerar la liquidación de exportaciones. En ese contexto, las Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior treparon hasta alcanzar el límite estipulado el miércoles, agotando la medida con récords históricos de ventas. Sin embargo, esto tiene un efecto únicamente temporario: con el producto de las ventas realizadas, los exportadores pueden recomprar divisas. Además, todo lo adelantado son ventas que se esperaban y no se realizarán más adelante.³

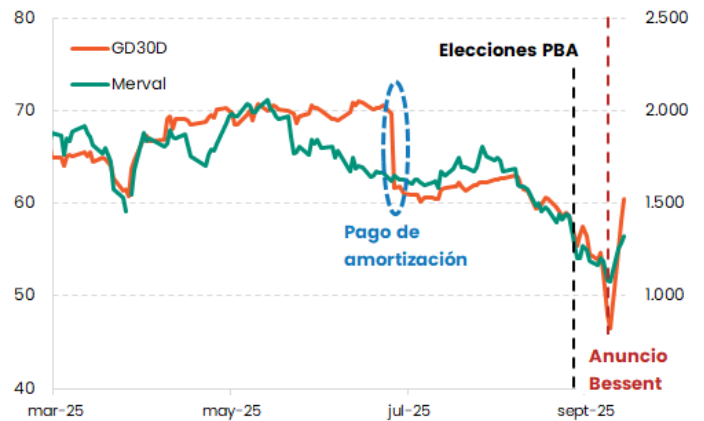
Por otra parte, las autoridades argentinas recurrieron a sus pares estadounidenses. El secretario del tesoro norteamericano publicó en sus redes que harían “todo lo posible” por apoyar a Argentina. Luego, anunció que este apoyo incluiría un *Swap* (préstamo bilateral, como el que actualmente tenemos con China) por US\$ 20.000 millones y la compra de bonos soberanos a través del Fondo de Estabilización Cambiaria (ESF por sus siglas en inglés).

Aunque este financiamiento no se materializó, la sola difusión de la información fue suficiente para que las cotizaciones revirtieran su caída y el tipo de cambio volviera al interior de la banda (al cierre de este informe, ronda los \$1.340, sin intervenciones del BCRA e incluso, probablemente, con compras del Tesoro).

La ocurrencia de la corrida cambiaria y financiera combina la acumulación de fragilidades externas fundamentales con un cambio en las percepciones acerca del riesgo de la economía. En la próxima sección abordamos brevemente la historia del ESF, por qué su intervención cambió las expectativas del mercado y por qué las fragilidades permanecen intactas a pesar de lo anunciado.

Gráfico 2. Cotización del GD30 y el índice Merval

Precio de cierre diario en dólares



Fuente: Rava Bursátil



³ El costo fiscal estimado de esta medida es de alrededor de 0,2% del PBI, [comparable al costo de la Ley de Financiamiento Universitario](#), que fue vetada por el gobierno (veto que fue luego rechazado por la Cámara de Diputados).

Fondo de Estabilización Cambiaria y *fundamentals* macro

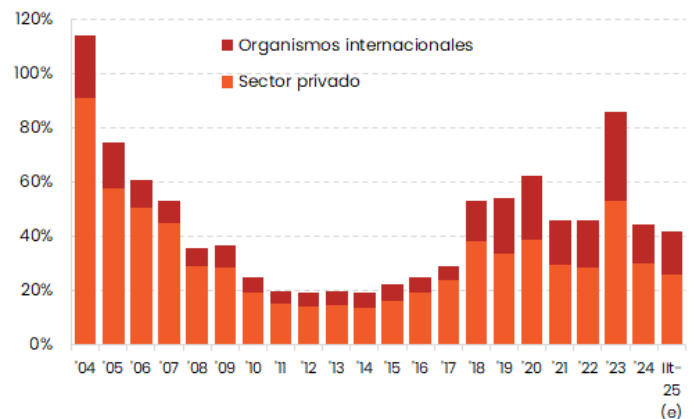
El ESF es una herramienta del Tesoro estadounidense que existe desde los años '30 y brindó préstamos a países latinoamericanos en muchas ocasiones. Este Fondo ofreció financiamiento a Argentina 12 veces entre 1959 y 1995, aunque no en todas efectivizó el desembolso. Actualmente, posee distintas divisas y Derechos Especiales de Giro -DEGs-, pero no da créditos desde 2002, cuando asistió a Uruguay con casi US\$ 1.500 millones por 4 días. Si recibiéramos un *Swap* de la magnitud anunciada, este equipararía al préstamo realizado a México en 1995, el más grande realizado por el ESF hasta el momento (esta comparación es en dólares corrientes; valdría la mitad en dólares constantes).

La característica que tienen los préstamos en cuestión es que son por plazos cortos: en muchos casos, se repagan en cuestión de días, mientras que en otros duran hasta dos años. Es difícil prever lo que ocurrirá esta vez, ya que el fuerte apoyo político manifestado por el gobierno estadounidense hace pensar que las condiciones podrían volverse excepcionales. En cualquier caso, Argentina debería aprovechar la mejoría financiera que el anuncio generó para fortalecer sus fundamentos macroeconómicos y no necesitar utilizar dichos fondos.

Nuestro país tiene un riesgo país en la zona de 900-1.000 puntos básicos, haciendo imposible la refinanciación de los vencimientos de deuda con los tenedores privados de bonos. Sin embargo, este síntoma no surge de un problema de solvencia, ya que la deuda pública no destaca por su magnitud. El monto estimado de deuda relevante (es decir, los pasivos del Estado con el sector privado y organismos internacionales, excluyendo las deudas intraestatales) fue 42% del PBI al cierre del segundo trimestre. Por poner una referencia, este valor es 10 p.p. menor al de 2018-19, y 2 p.p. más chico que el del cierre del año pasado, cuando el riesgo país era de 635 puntos básicos.

Gráfico 3. Deuda pública relevante

Como % del PBI



Fuente: Ministerio de Economía

Una crítica habitual al cálculo de ratio de deuda/PBI es que este es fuertemente dependiente del tipo de cambio real, y se incrementa repentinamente con las devaluaciones. Aunque no contamos con datos todavía, estimamos que en el tercer trimestre este ratio seguiría por debajo del 50%, incluso si el TCR de fin de septiembre se ubicara en el techo de la banda. Esto implica que quedaría 6 p.p. debajo del de 2018-19 y sería 15 p.p. menor al de 2020. Incluso con una devaluación nominal adicional de 10% por encima de la banda, este ratio se mantendría en torno al 50%. Mejor aún, mirando únicamente la deuda con el sector privado, esta mostró a mitad de año su mínimo valor desde 2017 (26%), y al tercer trimestre, de cerrar el dólar en el techo de la banda, se ubicaría en niveles de 2021-22 (por debajo del 30%).

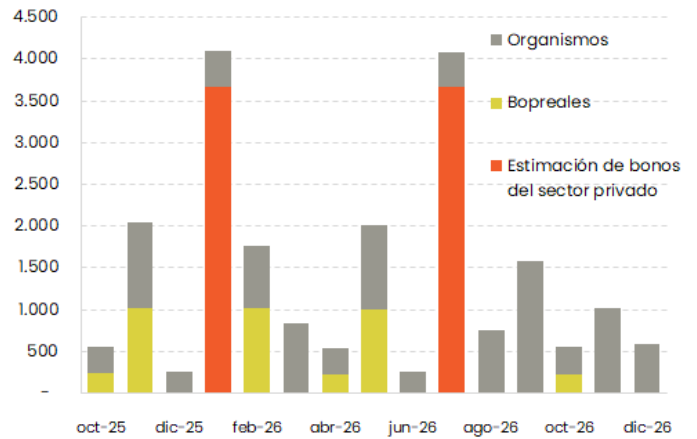
Sin embargo, el problema de liquidez sí existe y no es menor. En los próximos 15 meses Argentina enfrenta vencimientos de capital e interés en moneda extranjera con organismos internacionales y el sector privado por más de US\$ 17.000 millones. Quitando los organismos (ya que estos pasivos muy probablemente se refinanciarán) y agregando los Bopreales (deuda en dólares del BCRA con el sector privado), este valor asciende a US\$ 11.000 millones (ver Gráfico 4). Este monto es superior al total reservas internacionales netas, que son algo más de US\$ 5.000 millones.⁴ Por ello, los pagos no podrían afrontarse sin acceder a nuevo financiamiento o utilizar pasivos de corto plazo del BCRA, dejando las reservas netas en valores muy negativos (parte de las reservas que no son netas pueden volverse líquidas, como el Swap de yuanes, para realizar pagos; ver Gráfico 5).

A pesar de que la deuda pública no sea tan cuantiosa, una situación sostenida de iliquidez puede volver al Estado insolvente. Esta posibilidad desaparece con el financiamiento ofrecido por Estados Unidos, llevando a la mejoría en las condiciones financieras vista en los últimos días. Sin embargo, este apoyo no resuelve por sí solo la situación de fondo, sino que es una ventana de oportunidad para mejorar las condiciones macroeconómicas fundamentales, incrementando las reservas. De esta forma, evitaríamos utilizar un financiamiento que es temporario, puede modificarse discrecionalmente por la voluntad de un gobierno extranjero y puede traer condicionamientos adicionales todavía no difundidos.

Para señalar la sostenibilidad de la deuda pública y reabrir el financiamiento privado, Argentina debería contar con dos elementos: superávit fiscal primario y disponibilidad de reservas netas. Mientras que el país cumple con lo primero (según estimaciones del FMI, el Estado argentino habría sido largamente el más superavitario de la región el año pasado), las segundas escasean. La abundante oferta de divisas generada en estos días presenta una oportunidad para fortalecerlas.

Gráfico 4: Vencimientos de deuda pública en dólares

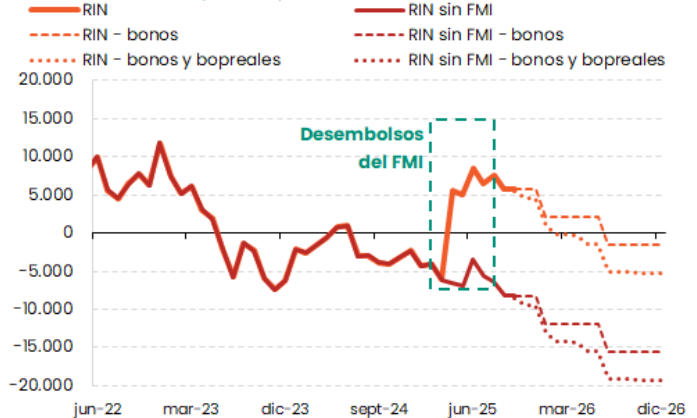
En millones de dólares



Fuente: BCRA

Gráfico 5. Reservas Netas y vencimientos de deuda

RIN = Reservas - Encajes - Swap - SEDESA. En US\$ millones a fin de cada mes



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y Ministerio de Economía

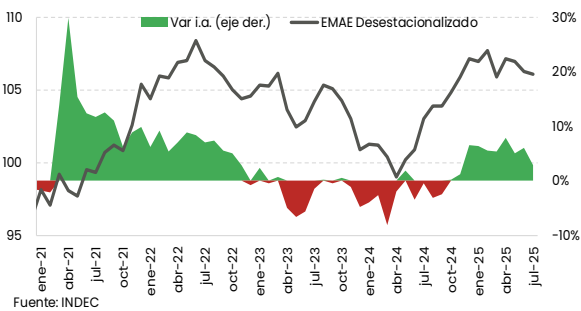
⁴ Existen múltiples formas de definir y medir las reservas internacionales netas. Por simplicidad, utilizamos el total de reservas brutas (US\$ 39.000 millones) y restamos los encajes de los depósitos en dólares (US\$ 13.000 millones), el Swap de yuanes brindado por el Banco Central de la República Popular de China (US\$ 18.000 millones) y los fondos de garantía de los depósitos (cerca de US\$ 2.000 millones). Si, como indica la metodología del FMI, también restáramos los desembolsos realizados por el organismo, las reservas netas serían negativas en alrededor de US\$ 8.000 millones.

Principales variables macroeconómicas

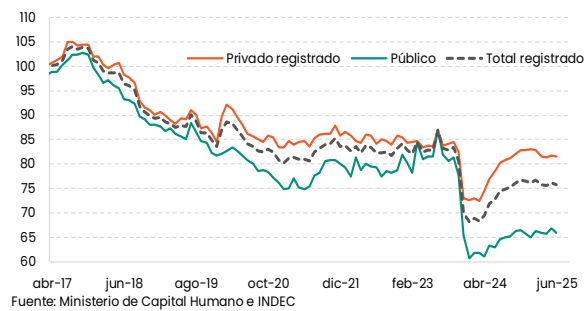
	Fuente	Último dato	Nivel	Var mensual	Var. Interanual				Acumulado 2025
					T	T-1	T-2	T-3	
Actividad económica*	INDEC	jul-25	-	-0,1%	3%	6%	5%	8%	6%
Ventas en supermercados	INDEC	jul-25	-	-2,1%	1%	1%	6%	9%	4%
Producción industrial*	INDEC	jul-25	-	-2,3%	-1%	9%	6%	9%	6%
Actividad de la construcción*	INDEC	jul-25	-	-1,8%	1%	14%	9%	26%	9%
Salario priv. nominal mediano (bruto)	SIPA	jun-25	\$ 1.876.003	6,3%	49%	52%	57%	77%	67%
Salario priv. real mediano (bruto)*	SIPA	jun-25	-	4,6%	7%	6%	6%	13%	10%
Inflación nacional	INDEC	ago-25	-	1,9%	34%	37%	39%	43%	19%
Inflación núcleo	INDEC	ago-25	-	2,0%	36%	39%	42%	45%	21%
Tipo de cambio oficial	BCRA	24/9/2025	\$ 1.343	2,6%	39%	42%	38%	31%	30%
Tipo de cambio MEP	Ámbito	24/9/2025	\$ 1.369	3,0%	14%	6%	-4%	-10%	17%
Tipo de cambio real (17-12-15=100)	BCRA	24/9/2025	94,4	-0,2%	10%	11%	6%	-1%	19%
Gasto primario real	MECON	ago-25	-	**	-6,4%	-1,3%	0,6%	-1,9%	3,7%
Recaudación real	AFIP	ago-25	-	**	-2,2%	4,5%	2,8%	-17,4%	1,3%
Exportaciones de bienes	INDEC	ago-25	US\$ 7865 M	**	15,8%	7,5%	10,4%	-7,3%	US\$ 55367 M
Importaciones de bienes	INDEC	ago-25	US\$ 6463 M	**	32,3%	19,8%	36,1%	29,5%	US\$ 50297 M
Saldo comercial	INDEC	ago-25	+ US\$ 1402 M	**			**		+ US\$ 5070 M
Exportaciones de bienes y servicios	BCRA	jul-25	US\$ 11251 M	**	69,7%	80,6%	24,4%	20,5%	US\$ 58755 M
Importaciones de bienes y servicios	BCRA	jul-25	US\$ 8292 M	**	24,8%	44,7%	65,6%	94,5%	US\$ 54423 M
Saldo comercial	BCRA	jul-25	+ US\$ 2959 M	**			**		+ US\$ 4332 M
Reservas Brutas	BCRA	22/9/2025	US\$ 39116 M	- US\$ 2389 M (-6%)	-5,8%	-1,6%	12,9%	-5,2%	+ US\$ 9504 M (+32%)
Deuda Pública / PBI **	MECON	1 T-25	76,2%	**			-52,7 p.p.		-
Riesgo país	Ámbito	24/9/2025	898 p.b.	131 p.b.	-405 p.b.	-779 p.b.	-814 p.b.	-713 p.b.	+ 263 p.b.
TEA de LECAP corta (fin de mes próx.)	IAMC	24/9/2025	46,4%	- 40,5 p.p.	-	-	-	-	-
Tasa de interés BADLAR (TNA)	BCRA	23/9/2025	46,5%	-3,9 p.p.	-	-	-	-	-
Base Monetaria prom.	BCRA	sep-2025 (hasta 19)	\$ 41,6 B	-5%	82%	94%	76%	102%	-
M2 prom.	BCRA	sep-2025 (hasta 19)	\$ 74,4 B	-3%	40%	47%	51%	57%	-
M2 transaccional privado prom.	BCRA	sep-2025 (hasta 19)	\$ 52 B	-1%	51%	56%	61%	69%	-
M3 prom.	BCRA	sep-2025 (hasta 19)	\$ 144 B	2%	54%	57%	64%	69%	-

* La variación mensual se realiza sobre la variable desestacionalizada // ** No se reporta por tener estacionalidad o por corresponderse con datos trimestrales

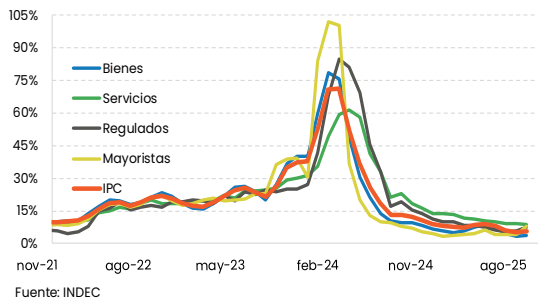
Actividad económica - Índice promedio 2021=100



Salarios reales - Índice dic-2016=10



Inflación - Variación acumulada 3 meses



Tipo de cambio real - A precios de agosto-2025

