

ESEADE



Informe Semanal
Económico

Año 3 – N°64


23/01/2025

Informe Semanal Económico



Por Iván Cachanosky

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE



Mercado cambiario, bajo la lupa

La acumulación de reservas en 2024 provino, en el primer semestre, por la cuenta corriente mientras que en el segundo por la cuenta capital. ¿Qué ocurrirá en 2025? A priori lo que sabemos es que la cuenta corriente va a ser negativa. Lo que se debe definir, y es lo que determina la acumulación de reservas, es si la cuenta capital va a ser lo suficientemente positiva para que el BCRA incremente las divisas en sus arcas.

Canje de deuda

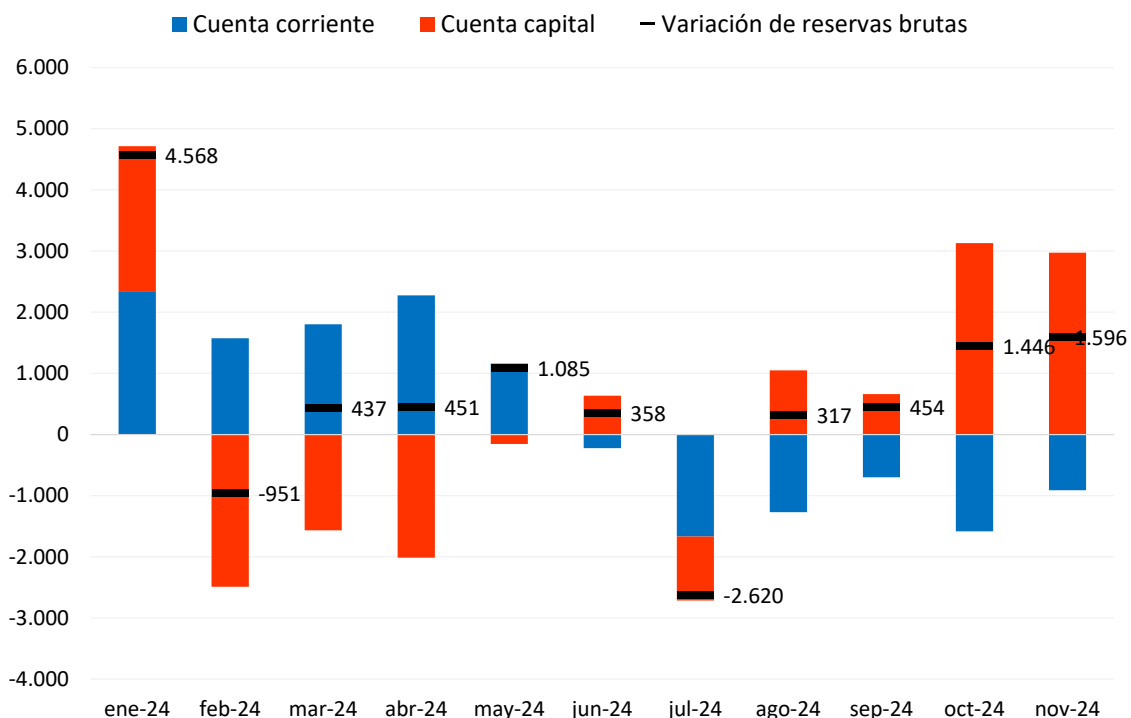
El martes por la tarde, la Secretaría de Finanzas anunció un canje de deuda en pesos. Prácticamente, lo que buscan es despejar todos los vencimientos de deuda entre mayo y octubre y "patear" los vencimientos para 2026.

Mercado cambiario, bajo la lupa

El año 2025 va a ser un año desafiante para el mercado cambiario. La apreciación del tipo de cambio, la normalización de los pagos de las importaciones y la salida del cepo se suman a mayores pagos de intereses y de capital respecto al 2024. El año pasado tuvo dos etapas muy marcadas: el primer semestre, en donde hubo una acumulación de reservas por cuenta corriente, y el segundo semestre en donde las reservas crecieron por cuenta capital.

GRÁFICO I: CUENTA CORRIENTE, CUENTA CAPITAL Y ACUMULACIÓN DE RESERVAS

En millones de US\$



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

En 2025 la acumulación de reservas vendrá por la cuenta capital ya que esperamos una cuenta corriente negativa. La razón de ello es que la balanza comercial de bienes, si bien seguirá siendo positiva, será menos positiva que en 2024 debido a las mayores importaciones por el mayor nivel de actividad y menor tipo de cambio real. Si bien aumenta el superávit energético de US\$ 5.600 millones a US\$ 10.000 millones (estimación propia), difícilmente compense las mayores importaciones.

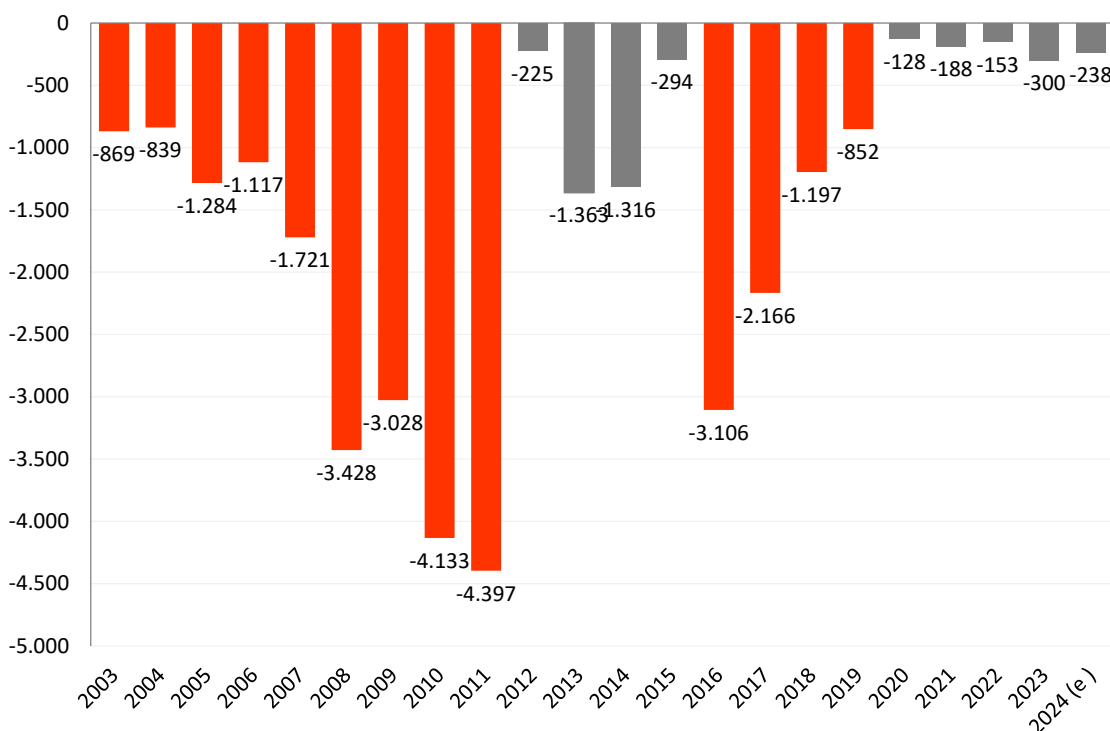
En el caso de los servicios, el déficit de turismo se profundizará generando una salida de alrededor de US\$ 7.500 millones, teniendo en cuenta también fletes y otros servicios.

En cuanto al ingreso primario, que incluye intereses del sector privado y público, y el pago de utilidades y dividendos será más negativo que en 2024, por el

esquema step up que tienen los bonos reestructurados en 2020, que tienen una tasa de interés creciente en el tiempo. En esta cuenta puede impactar la salida o no del cepo y el cómo de dicha salida. Acá es donde el gobierno habla de que hay un “problema de stocks”. Si liberan de golpe esta cuenta, las empresas que venían acumulando utilidades y dividendos en cuentas corrientes remuneradas saldrían al MULC a demandar dólares por alrededor de US\$ 6.000 millones según nuestras estimaciones.

GRÁFICO II: SALIDA DE US\$ POR UTILIDADES Y DIVIDENDOS

En millones de US\$



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Con este panorama en la cuenta corriente, el gobierno necesita una cuenta capital positiva. El ariete del gobierno en este sentido va a ser el sector privado buscando financiamiento en el mercado de capitales o préstamos bancarios. El blanqueo dejó una gran cantidad de dólares ociosos que buscan algún rendimiento. Por eso es que vemos a muchas empresas colocando Obligaciones Negociables a tasas bajas teniendo en cuenta que el riesgo soberano es 600 puntos. Una vez que la empresa cobra el préstamo, tiene la obligación de liquidarlo en el MULC, generando oferta de dólares y un saldo positivo en la cuenta capital. Por otro lado, hay altas probabilidades de que el gobierno salga al mercado de capitales internacional este año. Además, suponemos una entrada de dólares por un acuerdo con el FMI. Aprovechando ese *driver* positivo en abril/mayo, el gobierno intentaría salir a buscar dólares para cubrir el vencimiento de capital de US\$ 2.900 millones de julio. No es nada disparatado pensar algo así cuando el BCRA ya consiguió un REPO por US\$ 1.000 millones a comienzos de enero.

CUADRO I: VENCIMIENTOS DE DEUDA EN US\$

En millones de US\$

	ene-25	feb-25	mar-25	abr-25	may-25	jun-25	jul-25	ago-25	sep-25	oct-25	nov-25	dic-25
Total K+I	4.457	764	0	0	741	0	4.416	766	0	0	766	0
Capital	2.898	0	0	0	0	0	2.898	0	0	0	0	0
FMI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos	2.898	0	0	0	0	0	2.898	0	0	0	0	0
Intereses	1.559	764	0	0	741	0	1.518	766	0	0	766	0
FMI	0	764	0	0	741	0	0	766	0	0	766	0
Bonos	1.559	0	0	0	0	0	1.518	0	0	0	0	0

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Canje de deuda

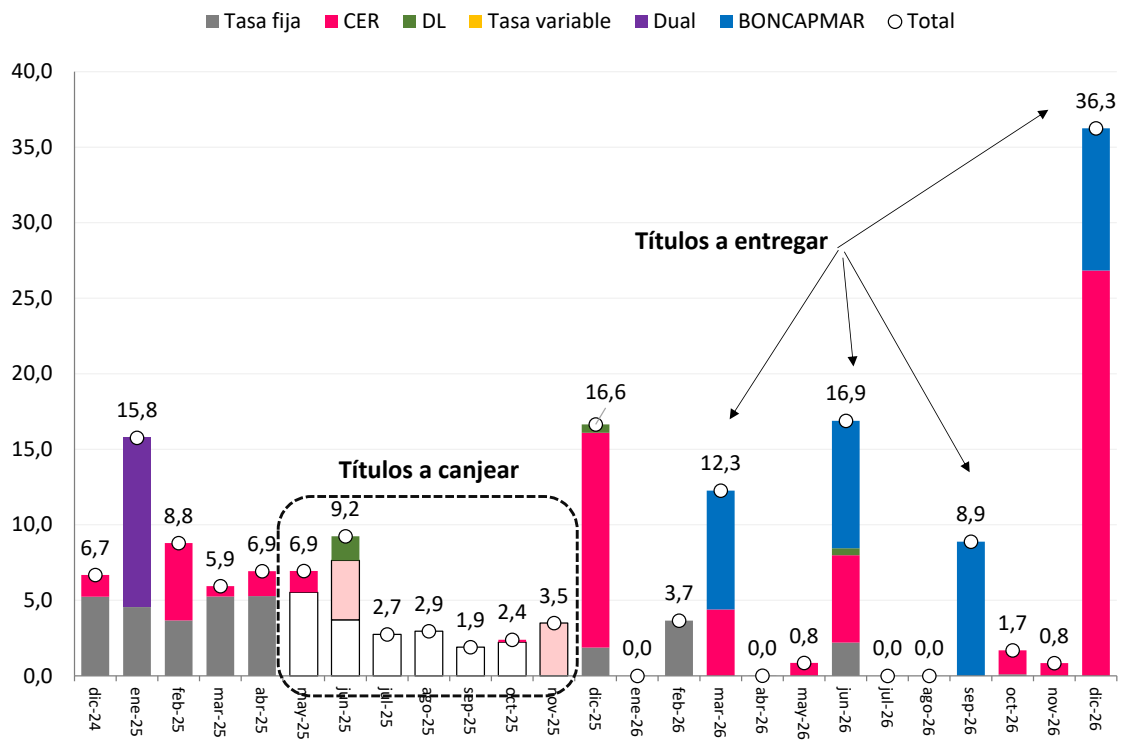
El martes por la tarde, la Secretaría de Finanzas anunció un canje de deuda en pesos. Prácticamente, lo que buscan es despejar todos los vencimientos de deuda entre mayo y octubre (8 Lecaps, 1 Boncap y 2 bonos CER) y “patear” los vencimientos para 2026 emitiendo 4 bonos duales con vencimientos en marzo, junio, septiembre y diciembre del año que viene. Estos bonos duales pagarán lo que resulte mayor entre un cupón fijo (símil a un Boncap) y la tasa mayorista TAMAR.

La licitación daría un premio a aquellos que entren, en torno al 1,5% respecto al Boncap más cercano, aunque si ajustamos por *duration* el premio estaría más cercano a 4%. De esta manera, esperamos que el canje sea exitoso.

No es casualidad, al menos no lo es para nosotros, que el canje se de en el marco de la visita del Staff técnico del FMI a la Argentina. Despejar los vencimientos de deuda en pesos disminuye riesgos de corto plazo ante una eventual salida del cepo. Si a esto se le suma un acuerdo con el FMI con fondos frescos, aumenta la probabilidad de una salida del cepo antes de las elecciones.

GRÁFICO III: VENCIMIENTOS DE DEUDA EN PESOS Y CANJE

En billones de \$



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Iván Cachanosky

Director del Departamento de Economía y Ciencias Sociales

Director de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas