

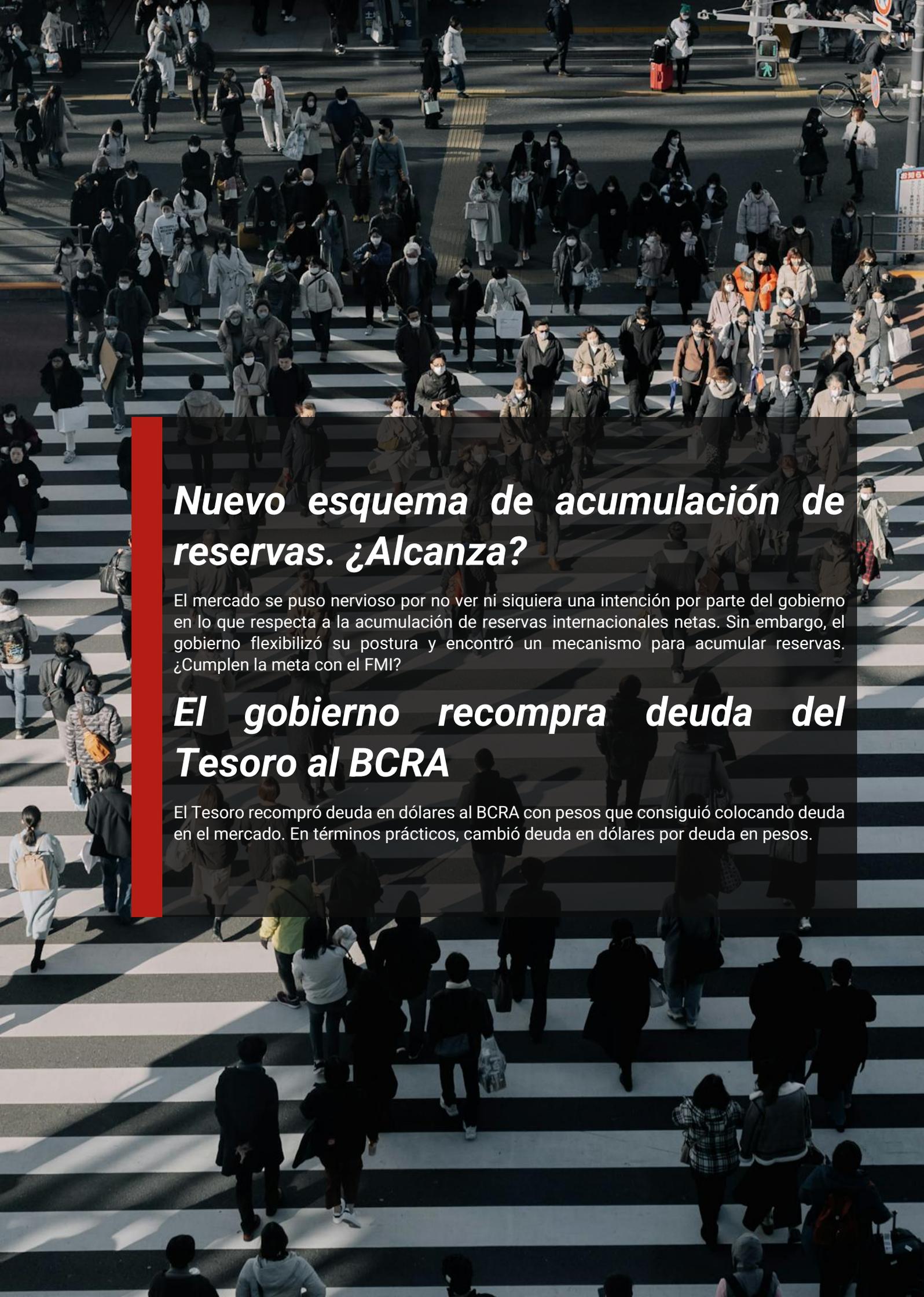
Año 3 – N°85 19/06/2025

Informe Económico Semanal



Por Iván Cachanosky

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE



Nuevo esquema de acumulación de reservas. ¿Alcanza?

El mercado se puso nervioso por no ver ni siquiera una intención por parte del gobierno en lo que respecta a la acumulación de reservas internacionales netas. Sin embargo, el gobierno flexibilizó su postura y encontró un mecanismo para acumular reservas. ¿Cumplen la meta con el FMI?

El gobierno recompra deuda del Tesoro al BCRA

El Tesoro recompró deuda en dólares al BCRA con pesos que consiguió colocando deuda en el mercado. En términos prácticos, cambió deuda en dólares por deuda en pesos.

Nuevo esquema de acumulación de reservas. ¿Alcanza?

El mercado se puso nervioso por no ver ni siquiera una intención por parte del gobierno en lo que respecta a la acumulación de reservas internacionales netas. El equipo económico seguía insistiendo en que solo iban a comprar dólares dentro de la banda y que, en un esquema de flotación las reservas no importan. Si bien es cierto que en un esquema en donde independientemente a donde vaya el dólar el BCRA no va a intervenir, también es cierto que el BCRA no dejará que el dólar suba hasta cualquier nivel y necesitaría eventualmente dólares para intervenir. Además, la credibilidad de las bandas cambiarias la otorga la cantidad de dólares líquidos que tenga la autoridad monetaria para satisfacer la demanda que exista en el techo de la banda. Por otro lado, si pensamos en una remonetización en dólares en donde la intermediación financiera en esa moneda aumente, es necesario un BCRA con dólares para poder cumplir un rol de prestamista de última instancia antes situaciones de estrés.

En este marco el gobierno flexibilizó su postura y encontró un mecanismo para acumular reservas. Con la emisión del BONTE 2030 (TY30) recaudó US\$ 1.000 millones en la última licitación de mayo. En la licitación del 13 de junio reabrió el bono esta vez no solo para inversores no residentes sino también para los residentes y logró colocar US\$ 500 millones adicionales. El plan del gobierno es recaudar US\$ 1.000 millones mensuales de junio a diciembre por lo que acumularían US\$ 6.500 millones adicionales. La pregunta que nos hacemos en este informe es ¿alcanza para cumplir con la meta con el FMI? La respuesta es que no pero veamos los números en el siguiente cuadro.

CUADRO I: PROYECCIÓN DE RESERVAS NETAS

En millones de US\$

	Stock al 10 de junio	jun-25	jul-25	ago-25	sep-25	oct-25	nov-25	dic-25
Globales y bonares (solo con privados)	Capital		2.492					
	Intereses		1.305					
BOPREAL	Capital	167					1.000	
	Intereses			23		125	23	
FMI	Capital							
	Intereses			640			630	
Otros OO.II	Capital	115	309	153	598	147	220	113
	Intereses	188	162	92	342	216	222	181
Total pagos		469	4.269	908	940	488	2.094	293
Desembolsos de Otros OO.II.		800			1.700			400
REPO (solo colocaciones por encima de US\$ 1.500 millones)		500						
Bonos en pesos con suscripción en dólares		1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Total ingresos		2.300	1.000	1.000	2.700	1.000	1.000	1.400
Stock de reservas netas	-7.283	-5.453	-8.721	-8.630	-6.870	-6.358	-7.452	-6.346
Meta con el FMI		-2.473			-2.573			2.027

Fuente: elaboración propia en base a MECON y BCRA

Por el lado de los ingresos, tenemos que de junio a diciembre el Tesoro acumularía US\$ 7.000 millones por colocaciones de deuda en pesos a suscribir en dólares (US\$ 500 millones ya se colocaron). Por otro lado, el BCRA consiguió un REPO por US\$ 2.000

millones la semana pasada, lo cual implica un alza en las reservas netas por US\$ 500 millones según el acuerdo con el FMI que señala que se contabilizan los dólares que se consiguen por medio de colocaciones de deuda que estén por encima de los US\$ 1.500 millones. A su vez, el mismo programa con el organismo tiene previsto desembolsos de otros Organismos internacionales (BID, Banco Mundial, CAF, entre otros) por US\$ 2.900 millones de acá a fin de año.

En cuanto a los pagos que tiene que hacer el Tesoro están los pagos de cupones y amortizaciones de los Bonares y globales por casi US\$ 4.000 millones (teniendo en cuenta solo los pagos a tenedores privados). Además, hay pagos de intereses al FMI, a otros OO.II. y de BOPREAL.

Teniendo en cuenta ambos flujos proyectamos que las reservas netas a diciembre de este año subirían marginalmente a -US\$ 6.300 millones, alrededor de US\$ 8.000 millones de diferencia respecto a la meta con el FMI. Hay alternativas para poder acumular más dólares por otras vías.

- 1) Privatizaciones: En un canal de *streaming*, el ministro de economía, Luis Caputo, señaló que existe la posibilidad de que se vendan activos del Estado y que eso genere una entrada de dólares que iría a las arcas del BCRA. Por ahora, la única privatización con la que se avanzaría sería la de las represas del Comahue (Alicurá, El Chocón-Arroyito, Cerros Colorados y Piedra del Águila, distribuidas entre las provincias de Neuquén y Río Negro). En estas operaciones se recaudarían entre US\$ 400 y US\$ 500 millones.
- 2) IED: Otra alternativa está en que los dólares de la Inversión Extranjera Directa (IED) que entre producto de los proyectos del RIGI (por ejemplo, el proyecto de Vaca Muerta Sur) sean comprados directamente por el Tesoro /BCRA. En este sentido, si bien es difícil saber los tiempos de cuándo entrarían estos dólares, hay potencial para que puedan comprar entre US\$ 1.500 y US\$ 2.000 millones.
- 3) Ons de empresas: recientemente el Banco Macro colocó deuda en el mercado internacional por US\$ 400 millones. Esos dólares el banco los va a liquidar en el mercado de cambios, aumentando la oferta de dólares y deprimiendo el precio del dólar. Una alternativa es que, quizás no con esta ON en particular, pero podría hacerse con alguna operación con YPF, el BCRA le compre directamente los dólares a la entidad en vez de que lo liquide en el mercado.
- 4) Colocación de deuda en dólares: en enero del 2026 hay, otra vez, vencimientos de capital e intereses de la deuda del Tesoro. Lo que podría hacer el gobierno, si el riesgo país lo permite, es que en diciembre se acceda al mercado de capitales internacional y se emitan bonos en dólares para refinanciar los más de US\$ 4.000 millones que vencen en enero del 2026.

De estas cuatro alternativas creemos que el gobierno podrá usar algunas. El acceso al mercado de capitales internacional dependerá en buena medida del resultado electoral que, si bien apunta a ser positivo, hay un margen de incertidumbre con el nuevo panorama político que abre la condena a CFK. Igualmente, vemos difícil que el gobierno pueda cumplir la meta, pero no dejaría de ser positivo que se acerque a reservas netas cercanas a 0 para fin de año, siempre siguiendo la forma de medir que pide el FMI.

El gobierno recompra deuda del Tesoro al BCRA

En la licitación de la semana pasada el Tesoro enfrentó vencimientos por \$3.8 billones. Se colocaron títulos en pesos por \$ 5,77 billones, obteniendo un financiamiento neto de \$1,975 billones, es decir, un roll over de 152%. Además, se reabrió el BONTE 2030 y se consiguieron US\$ 500 millones, que se suman a los US\$ 1.000 millones que recaudaron en mayo. Con los pesos que consiguieron de financiamiento neto (\$1,977 billones) utilizarán \$ 1.2 billones para recomprar AL30 y GD30 al BCRA. Los 700k restantes se irán a depósitos del Tesoro en \$ el BCRA. A fin del 2024 el BCRA tenía US\$ 215 millones de VNO de GD30 y US\$ 237 millones de AL30. Si el Tesoro le compra US\$ 479 millones de AL30 y US\$ 986 millones quiere decir que en lo que va del 2025 el BCRA compró en el mercado secundario USD 771 millones de VN de GD30 y USD 242 millones de AL30.

PUBLICACIÓN EN X DE PABLO QUIRNO (SECRETARIO DE FINANZAS)



Fuente: X

Iván Cachanosky

Director del Departamento de Economía y Ciencias Sociales

Director de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas

ESEADE

*Una Universidad
libre como vos*