

Seguimiento Mercado de Cambios y Reservas Internacionales



Resumen Ejecutivo

- El BCRA terminó el año con compras netas en el MLC récord (+ USD 18.700), una acumulación de reservas internacionales brutas de USD 6.500 millones y de reservas netas por USD 4.600 millones.
- En 2024 se rompió la estacionalidad típica de las compras netas en el del MLC, ayudado por las restricciones regulatorias al pago de importaciones al comienzo y los flujos de deuda privada comercial y financiera hacia el final, estos últimos alimentados por el blanqueo y los incentivos del carry trade.
- Los pagos netos de deuda pública tensionaron las reservas internacionales, totalizando una demanda neta de alrededor de USD 9.800 millones a lo largo del año.
- Pese al deterioro gradual del balance cambiario de Servicios por los flujos de turismo emisor, su impacto en reservas se mantuvo acotado en tanto dichos pagos fueron financiados por los argentinos mayormente con dólares propios o bien mediante la compra de dólar MEP. Ello podría cambiar con la eliminación del impuesto PAIS, y la consiguiente reducción de la brecha entre el dólar tarjeta y el MEP.
- El ratio entre el stock de deuda comercial por importaciones y las importaciones de los últimos 12 meses se ubica muy por encima del promedio histórico. La convergencia hacia un valor más acorde con el giro normal de negocios sugiere la voluntad de los importadores de cancelar una parte del stock de deuda comercial vigente en cuanto las condiciones de mercado y regulatorias así lo permitan.
- La compresión de la brecha cambiaria y el encarecimiento en dólares de los préstamos en moneda local impulsaron el dinamismo de la deuda comercial de los exportadores. Mientras que la capacidad prestable en moneda extranjera del sistema bancario se ubica en máximos comparables a los de 2018-2019, los préstamos en dólares todavía se ubican muy por debajo del nivel alcanzado en ese período. Ello indica que todavía hay margen para que el stock de préstamos siga en aumento, aún sin relajar la normativa prudencial de descalce de monedas.
- El stock de deuda financiera privada cerraría 2024 en USD 43.700 millones, representando 6,8% del PIB. Pese al crecimiento, la deuda financiera privada todavía se ubicaría USD 4.000 millones por debajo del nivel de 2019.
- Con la devaluación al inicio del gobierno de Milei, los cambios en la regulación cambiaria y el ajuste fiscal en marcha, la brecha cambiaria bajó sustancialmente, ubicándose durante todo el 2024 por debajo del 50%. La oferta de divisas récord en el CCL-MEP inducida por el BLEND 80-20 y las intervenciones directas del BCRA han sido clave para mantener a raya las cotizaciones financieras.
- En relación a las metas del programa de facilidades extendidas con el FMI, a partir de julio la acumulación de RIN habría caído por debajo de la meta estipulada, de modo que se habría incumplido la meta del tercer trimestre. No obstante, la buena performance del último bimestre del año dejó al gobierno más cerca de cumplir la meta de fin de año. En caso de avanzarse con la última revisión pendiente del programa, el Gobierno podría embolsarse USD 1000 millones en los próximos meses.

Balance Cambiario

- En noviembre las reservas internacionales brutas aumentaron USD 1.600 millones.
- En el mes se registró un saldo caja de Bienes en el mercado libre de cambios (MLC) de USD 700 millones, como resultado de un superávit comercial devengado (INDEC) de USD 1.500 millones, el incremento de la deuda comercial de importadores y exportadores por USD 600 millones, y un desvío de exportaciones hacia el “Blend” por USD 1.400 millones (equivalente al 20% de los cobros de exportaciones totales). En el año, el saldo caja de Bienes alcanza USD 18.700 millones, ubicándose USD 6.200 millones por encima de 2023 (año de sequía y con Blend vigente solo a partir de octubre y limitado a exportaciones de Oleaginosas y Cereales).
- En un contexto de continuidad del cepo cambiario, los flujos netos de inversiones de no residentes (cartera e IED), remisión de utilidades y dividendos y billetes de personas humanas se mantuvieron en niveles mínimos.
- El rubro Servicios, excluyendo los ingresos por turismo y viajes que poseen obligación de ingreso pero no de liquidación en el MLC, y computando solo aquella porción de los egresos por turismo y viajes que se cursarían a través del mercado oficial, exhibió un déficit caja de USD 400 millones en el mes, y de USD 3.100 millones en el año.
- Los pagos netos de deuda pública totalizaron en noviembre USD 430 millones, asociados a pagos de intereses al FMI por casi USD 741 millones, y desembolsos netos con otros OOII por USD 307 millones.
- Las otras deudas financieras (sector privado y gobiernos locales) aportaron en el mes USD 700 millones, como resultado de colocaciones netas de obligaciones negociables y préstamos bancarios por USD 900 millones, y pagos de intereses por USD 200 millones.
- En noviembre no se registró intervención directa del BCRA en el CCL-MEP. Las ventas de dólares en la brecha suman en el año USD 600 millones.
- Finalmente, los vencimientos de BOPREAL alcanzaron en el mes USD 189 millones.

en miles de millones de dólares

Saldo Comercial (INDEC)	nov-24	Acum. 2024	2023	2022
Bienes	1,5	20,1	-3,1	12,4
Exportaciones FOB	6,5	72,5	66,7	88,5
Importaciones FOB	-5,0	-52,4	-69,8	-76,2
Toma de deuda comercial*	0,6	13,9	19,7	9,5
Por exportaciones de bienes	0,6	3,8	-1,0	2,0
Por importaciones de bienes	-0,0	10,1	20,6	7,4

Balance Cambiario

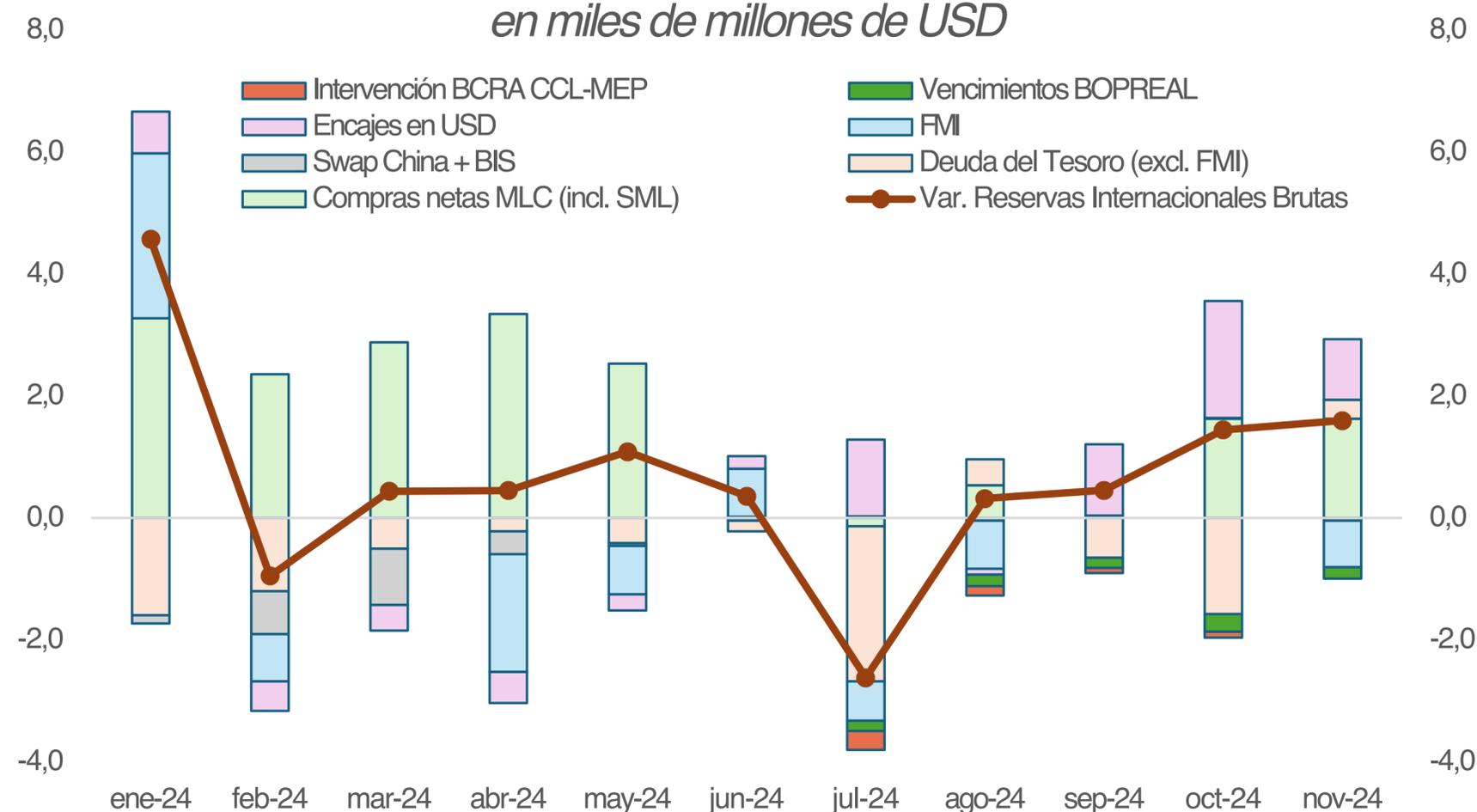
Bienes	0,7	18,7	12,5	21,8
Cobros por exportaciones de bienes	5,7	61,0	61,7	90,5
Pagos por importaciones de bienes	-5,0	-42,3	-49,2	-68,7
Otras fuentes del balance cambiario	0,0	0,7	0,9	0,6
Inversiones de no residentes	0,0	0,7	0,9	0,6
Usos del balance cambiario	-0,2	-13,9	-30,3	-13,1
Servicios	-0,4	-3,1	-6,5	-10,1
Utilidades, dividendos, otras rentas e ingreso secundario	0,0	-0,2	-0,3	-0,2
FMI	-0,7	-2,2	-8,3	5,0
Otros Organismos Internacionales	0,3	-2,7	0,4	0,8
Otras operaciones del gobierno nacional	-	-5,4	-2,2	-1,1
Otras deudas financieras	0,7	0,6	-7,8	-5,4
Intereses (sector privado más gobiernos locales)	-0,2	-2,7	-3,1	-3,3
Capital (sector privado + gobiernos locales)	0,9	3,3	-4,8	-2,1
Billetes Personas humanas	0,1	0,7	-1,6	-2,0
Compra-venta de títulos valores	-0,0	-0,6	-3,9	-
BOPREAL	-0,2	-1,0	-	-
Otros movimientos netos (incluye el efecto valuación)	1,0	1,6	-4,7	-4,4
Variación de Reservas Internacionales del BCRA	1,6	7,1	-21,5	4,9

*En el caso de las exportaciones se define como la diferencia entre valor FOB y cobros de exportaciones (MLC + CCL). En el caso de las importaciones se define como la diferencia entre valor FOB y pagos de importaciones a través del MLC.

Reservas Internacionales Brutas

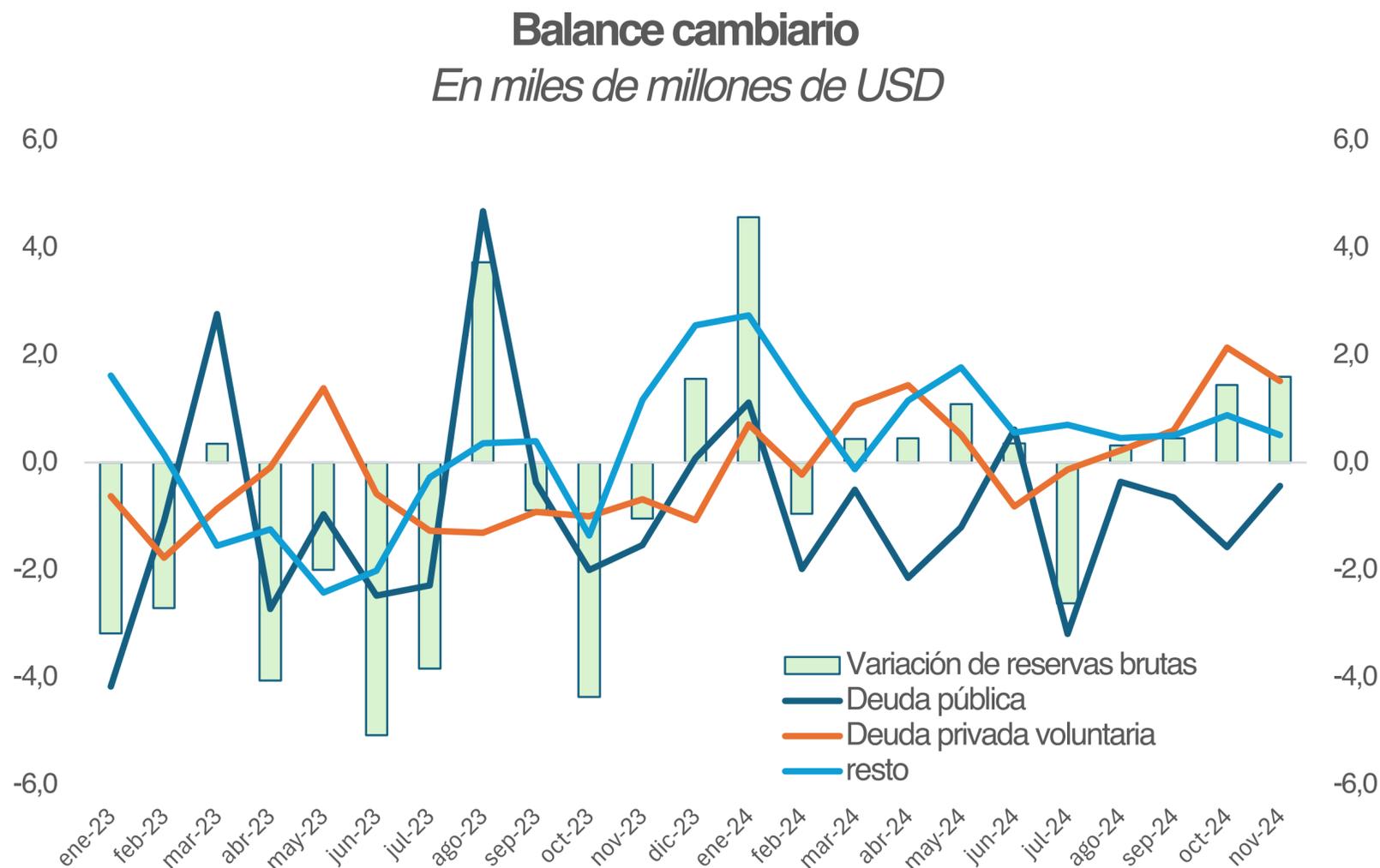
- Entre enero y noviembre, las reservas internacionales brutas aumentaron USD 7.100 millones.
- Las compras netas del BCRA en el MLC sumaron USD 18.000 millones, y representan el principal factor de acumulación de reservas en lo que va del año.
- En segundo lugar, se ubican los encajes en USD, que se incrementaron en USD 4.400 millones, asociados a un incremento de los depósitos del sector privado por USD 16.800 millones. De este incremento, USD 13.300 millones tuvieron lugar desde septiembre, favorecidos por el blanqueo.
- Los pagos netos de deuda del Tesoro Nacional, excluyendo al FMI, demandaron USD 8.100 millones, siendo éste el principal uso de reservas en lo que va de 2024.
- Los pagos netos al FMI sumaron USD 2.200 millones, con desembolsos netos por USD 900 millones y pagos de intereses por USD 3.100 millones. Cabe destacar que quedan pendientes desembolsos por el equivalente a USD 1.000 millones, asociados a las dos revisiones pendientes –y demoradas- del Acuerdo de Facilidades Extendidas firmado en 2022.
- La baja en la exposición con el BIS explicó una reducción de las reservas de USD 2.200 millones.
- Entre otros factores de variación de las reservas, se destacan los vencimientos de BOPREAL por USD 1.000 millones, la intervención del BCRA en el CCL-MEP por USD 600 millones, y el giro al exterior de USD 1.000 millones para el pago de intereses de los bonos que vencen en enero próximo.

Factores de variación de las reservas internacionales brutas
en miles de millones de USD



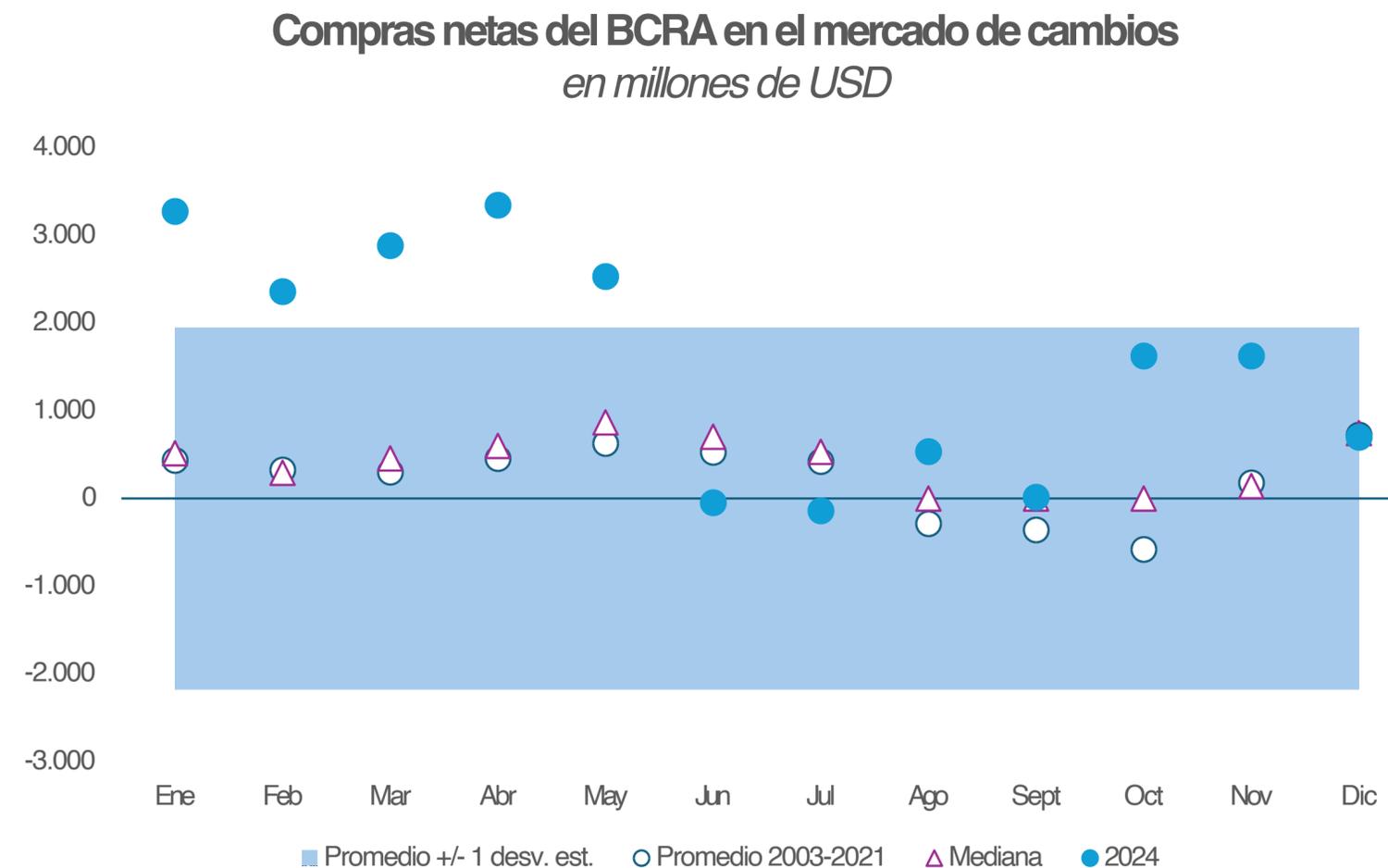
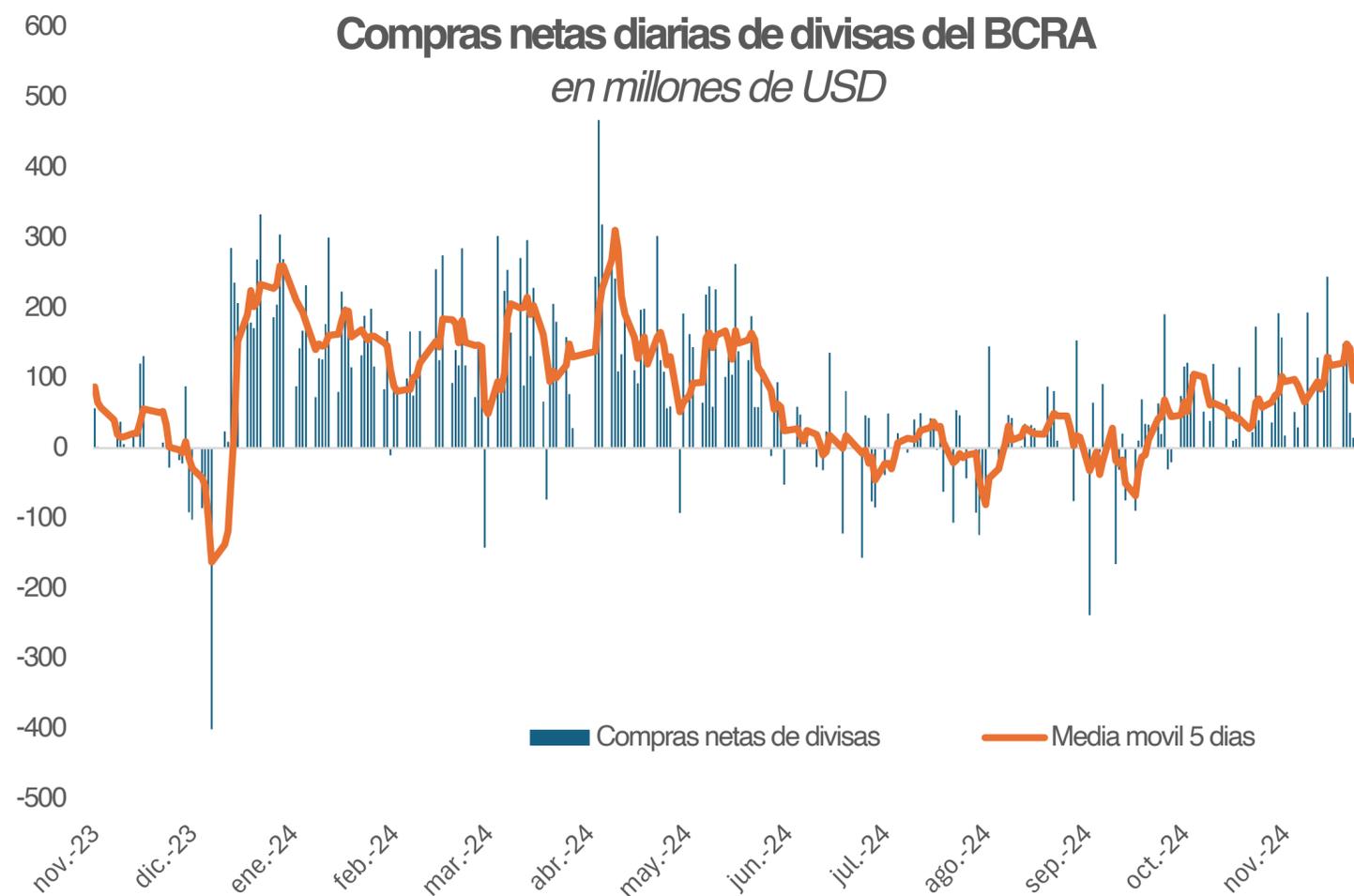
Balance Cambiario

- Agrupando los distintos rubros del balance cambiario puede apreciarse cómo los pagos netos de deuda pública (FMI + otros OOII + otros pagos de deuda del Tesoro) tensionaron las reservas internacionales a lo largo del año (totalizaron una demanda neta de USD 10.300 millones).
- La deuda privada “voluntaria” aportó USD 7.000 millones a la acumulación de reservas brutas. Los dos momentos en que se potenciaron dichos flujos (marzo-mayo y septiembre-noviembre) están asociados a los dos ciclos de *carry trade* que tuvieron lugar en estos meses.
- Dentro del rubro Resto se destaca el superávit caja de Bienes, excluyendo los cobros de exportaciones asociados a los anticipos y prefinanciaciones de exportaciones, que se incluyen en la deuda privada voluntaria.
- Deuda privada voluntaria: Deuda financiera privada + deuda comercial de exportadores + deuda comercial de importadores a partir de septiembre 2024 (a partir de ese mes los importadores pueden acceder al mercado de cambios para pagar el 100% de los valores importados en el mes anterior).



Mercado de Cambios

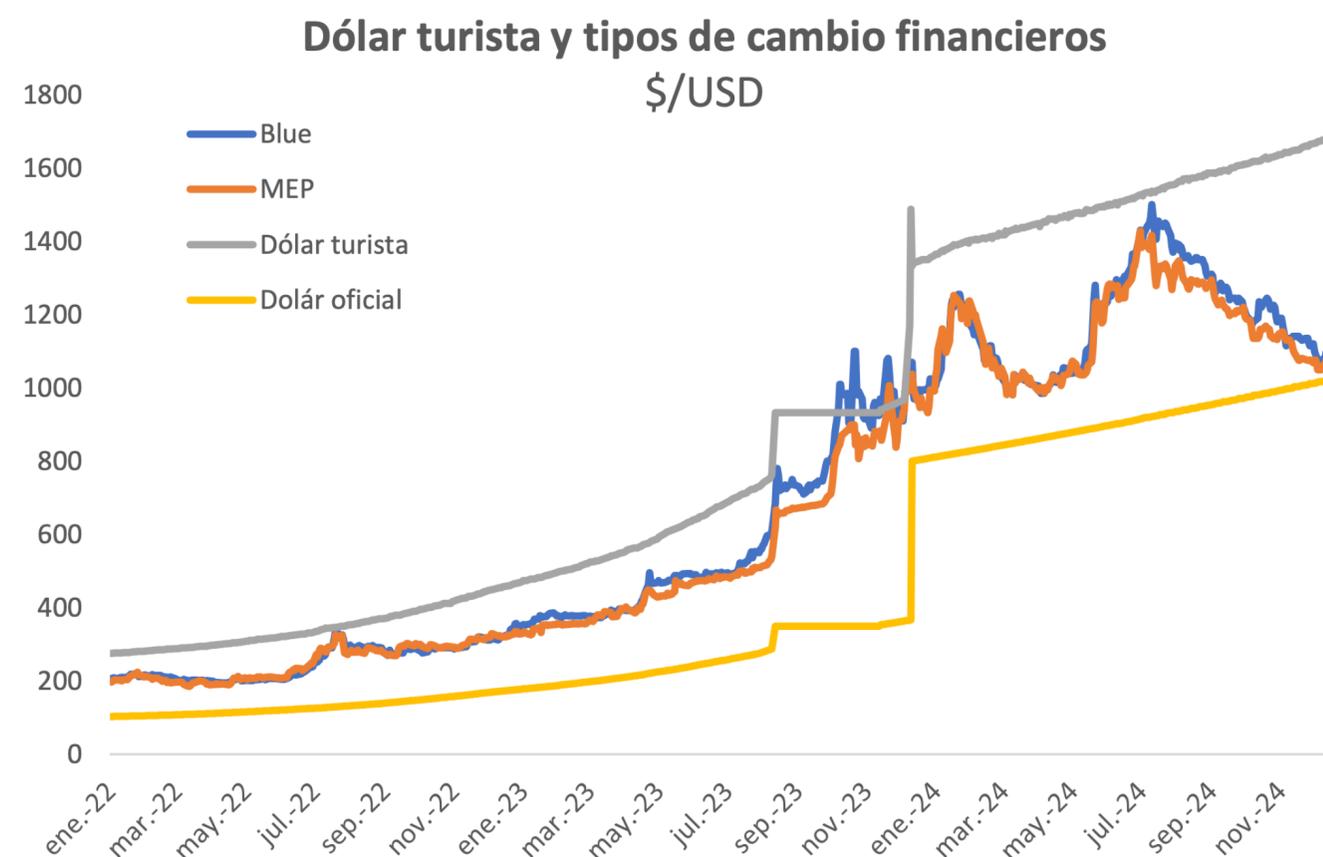
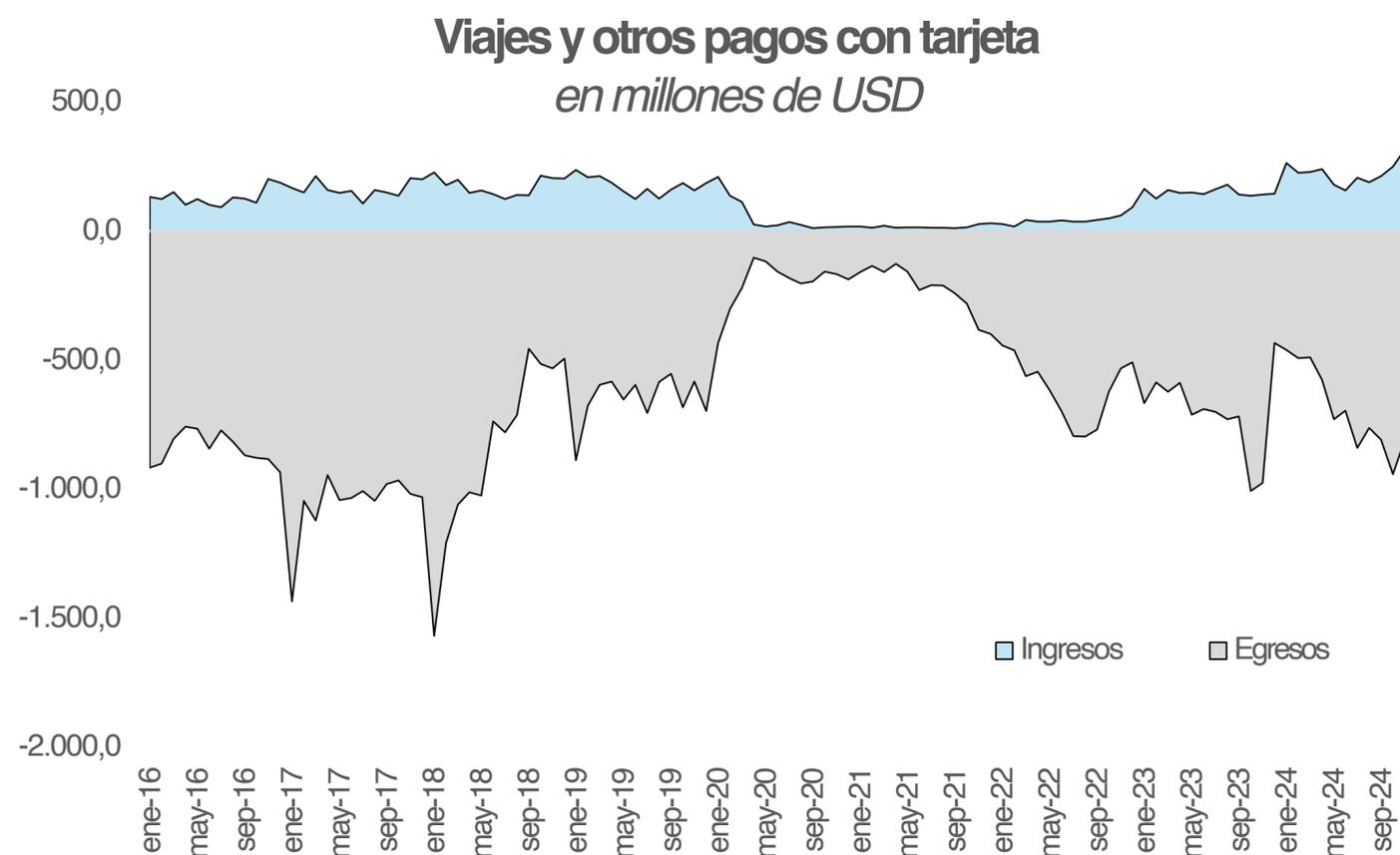
- En 2024 las compras netas del BCRA en el mercado de cambios sumaron USD 18.700 millones, frente a apenas USD 488 millones en 2023 y USD 5.824 millones en 2022.



- Durante 2024 se rompió el patrón histórico típico de estacionalidad del MLC. Las compras netas mensuales del BCRA estuvieron por encima del promedio 2003-2021 en 7 de los últimos 11 meses. En la primera parte del año, el buen desempeño se explica fundamentalmente por la caída en el nivel de importaciones inducida por la recesión y la compresión del pago de importaciones con el esquema de 4 cuotas mensuales. A medida que fueron recuperándose las importaciones y flexibilizándose el esquema de pago en cuotas, las compras en el MLC volvieron a su media histórica (junio a septiembre), hasta que los incentivos del carry trade (demanda) y el blanqueo (oferta) impulsaron los flujos de deuda privada.

Viajes, pasajes y otros pagos con tarjeta

- El saldo de turismo y otros pagos con tarjeta en el exterior acumula en el año un déficit de USD 5.121 millones. Cabe destacar que la mayor parte de los ingresos no se liquidan en el MLC sino en el MEP, dado que desde 2022 las emisoras de tarjetas de crédito y las compañías de transporte no están obligadas a liquidar las divisas en el mercado oficial. Asimismo, solo una parte de los egresos impactan en el balance cambiario y las reservas, ya que una parte de los mismos son financiados con dólares propios, o bien a través de la compra de divisas en el MEP.

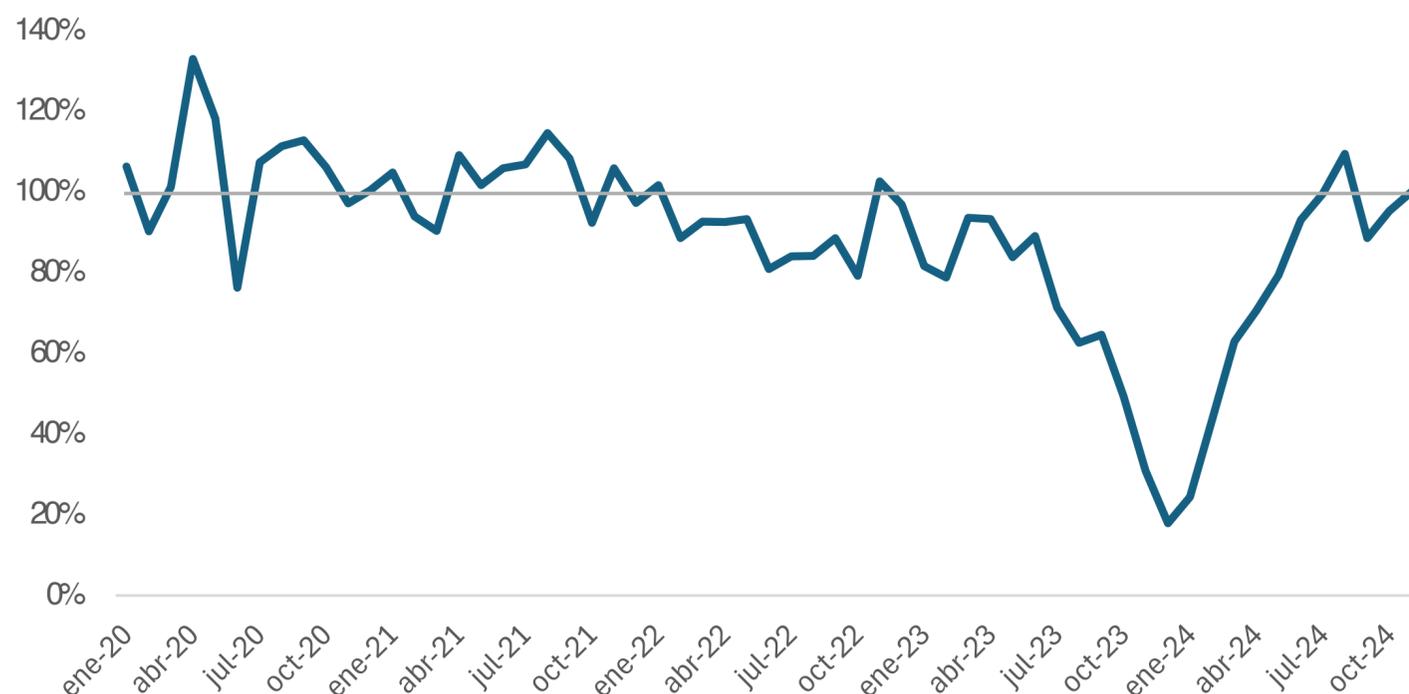


- Si bien no se cuenta con datos oficiales de qué proporción de los gastos en turismo y viajes de los argentinos son pagados por fuera del MLC, se estima que la proporción es muy relevante. Ello es consistente con la actual configuración de tipos de cambio, en donde el dólar turista (oficial + PAIS + percepción Ganancias del 30%) es el más alto del mercado. La brecha entre el dólar turista y el MEP se ubicaba a fines de noviembre en 54%. Cabe notar que desde fin de 2024, la eliminación del impuesto PAIS reduce significativamente dicha brecha, sumado al hecho que las percepciones de Ganancias pueden recuperarse al momento del pago de la liquidación anual de impuestos. De este modo, cabe esperar un impacto creciente del déficit de turismo sobre el MLC y las reservas en 2025.

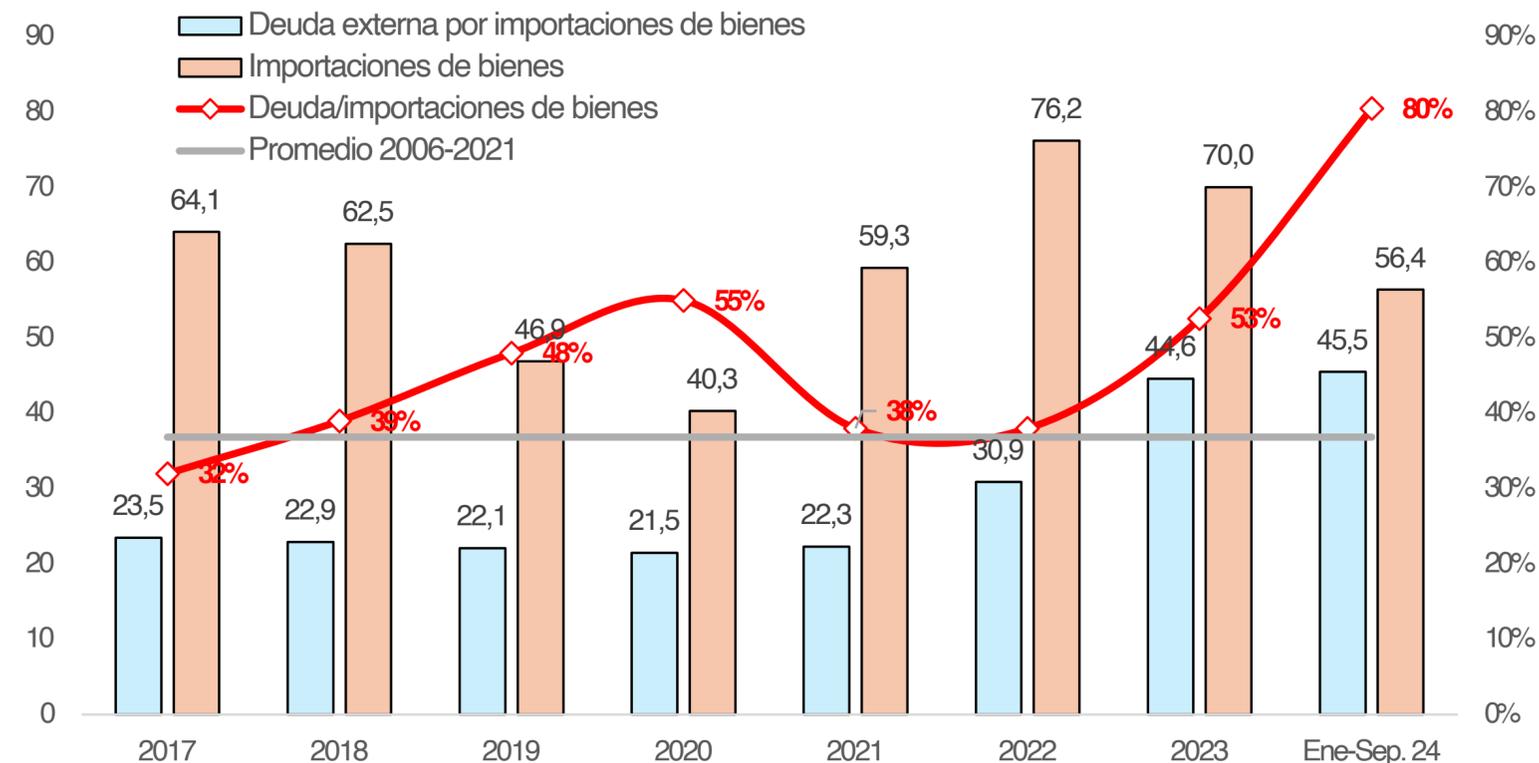
Deuda comercial privada

- Durante 2022 y 2023, los esfuerzos del gobierno anterior por sostener el nivel de reservas internacionales en un contexto adverso llevaron a un incremento de la deuda comercial de los importadores mediante mecanismos administrativos y regulatorios (SIMI, SIRA, etc.). Así, el stock de deuda externa por importaciones aumentó USD 8.600 millones y USD 13.700 millones respectivamente. El ratio entre pagos de importaciones a través del MLC y las importaciones FOB de bienes continuó deteriorándose con el nuevo gobierno al introducir el esquema de pago en cuatro cuotas, tocando un piso de 18% en diciembre de 2023, para luego ir normalizándose progresivamente.

Ratio de pagos de importaciones (MLC) sobre importaciones FOB de bienes



Importaciones de bienes y deuda por importaciones de bienes
en miles de millones de USD

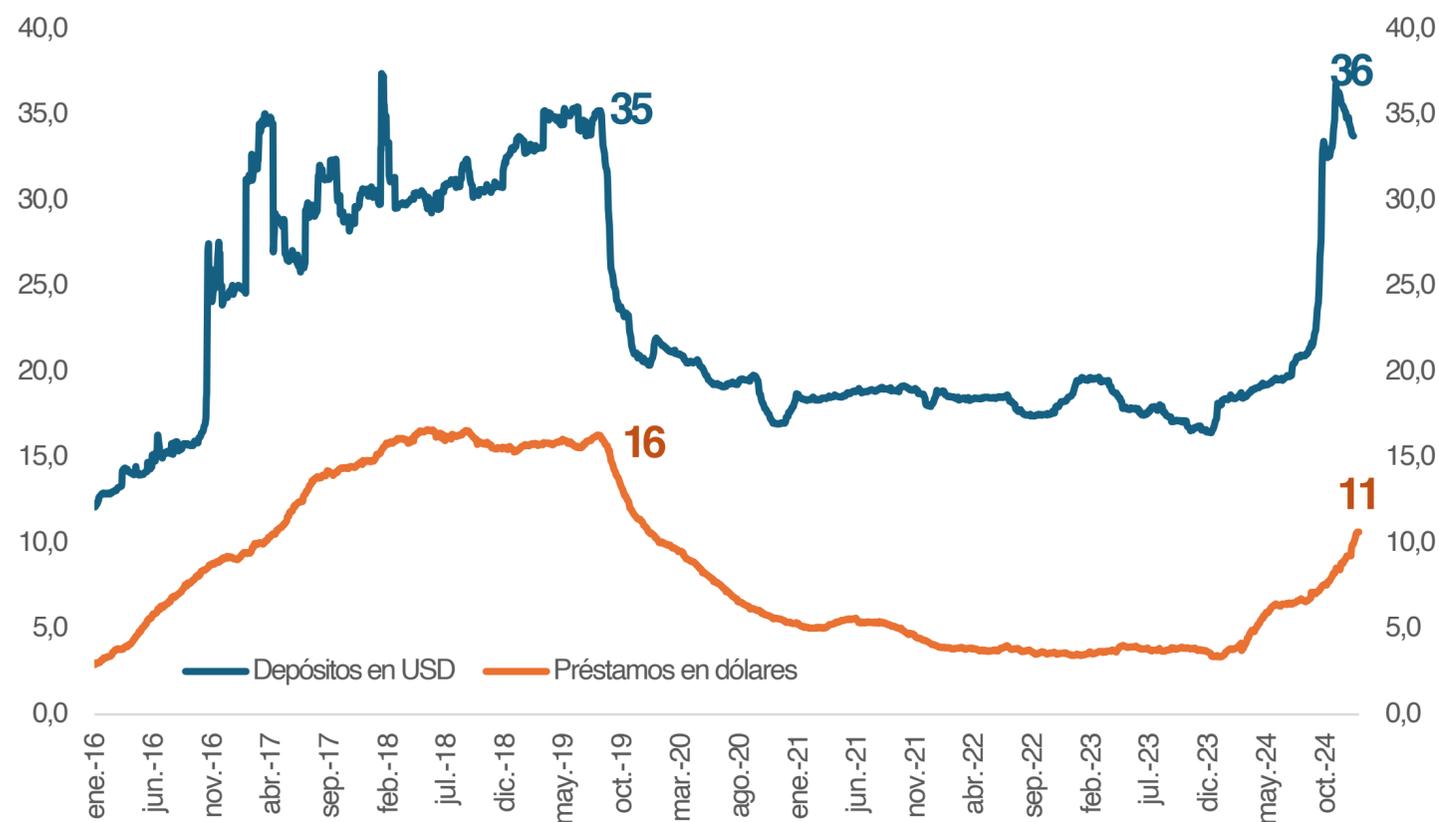


- Pese a haberse pagado entre enero y junio USD 9.860 millones menos importaciones que lo efectivamente importado, el stock de deuda externa por importaciones de bienes aumentó en los primeros nueve meses del año apenas USD 942 millones. Ello sugiere que se habrían registrado en ese período pagos de importaciones a través del CCL o bien mediante el uso de BOPREAL por alrededor de USD 9.000 millones. El ratio entre el stock de deuda comercial por importaciones y las importaciones de los últimos 12 meses se ubica en 80%, muy por encima del promedio histórico (37%). La vuelta hacia un valor más acorde con el giro normal de negocios podría alcanzarse mediante el incremento del nivel de importaciones con un nivel de deuda estable, pero no puede descartarse la voluntad de los importadores de cancelar una parte del stock de deuda comercial vigente en cuanto las condiciones de mercado y regulatorias así lo permitan.

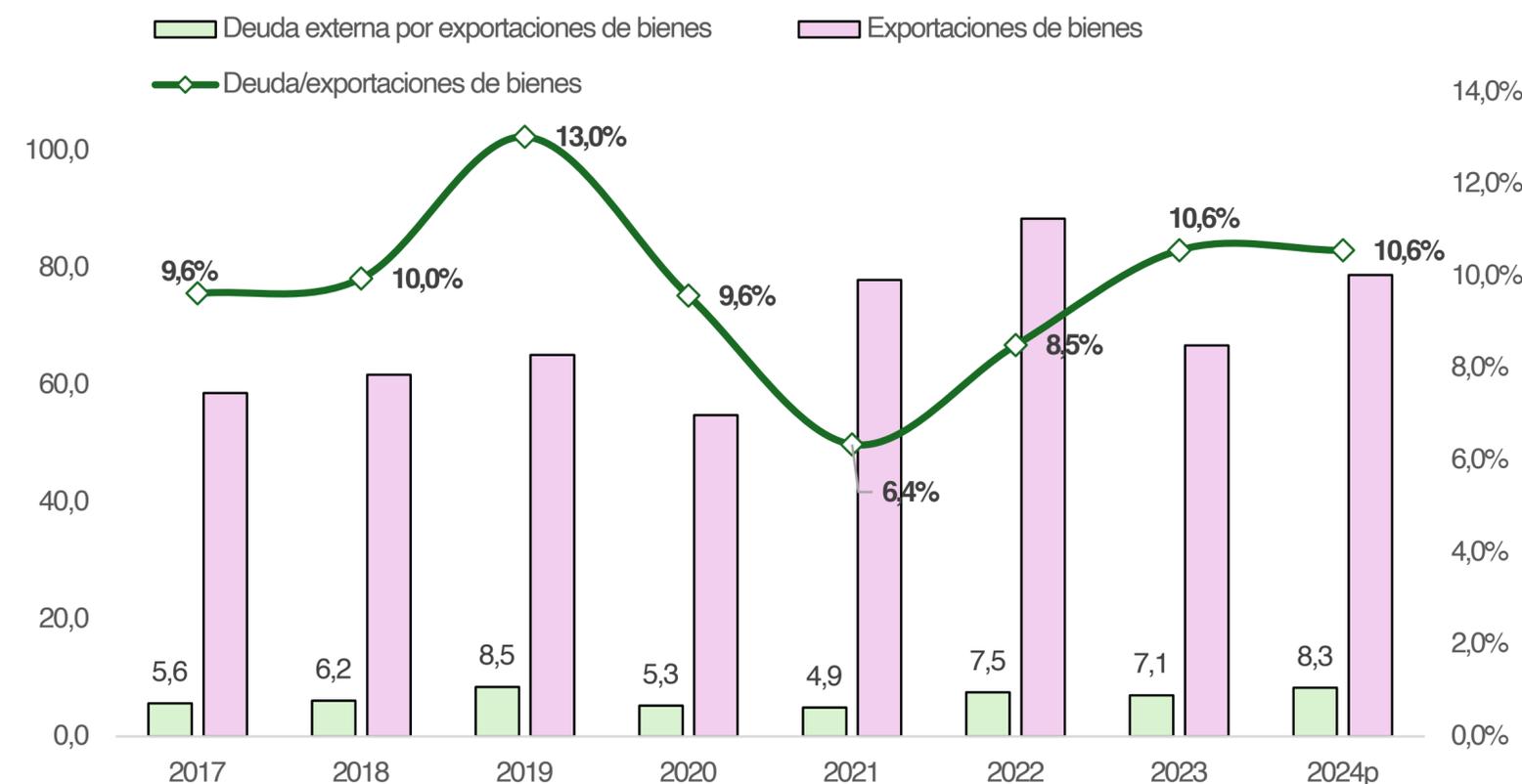
Deuda comercial privada

- El stock de deuda comercial por exportaciones de bienes habría aumentado USD 1.300 millones en 2024, lo que habría redundado en un cociente entre la deuda comercial y las exportaciones FOB de los últimos 12 meses de 10,6%, similar al observado en 2023. En la comparación a diciembre de cada año, dicho stock sería el más alto registrado en la serie.

Préstamos y depósitos en moneda extranjera
en miles de millones de USD



Exportaciones de bienes y deuda externa por exportaciones
en miles de millones de USD

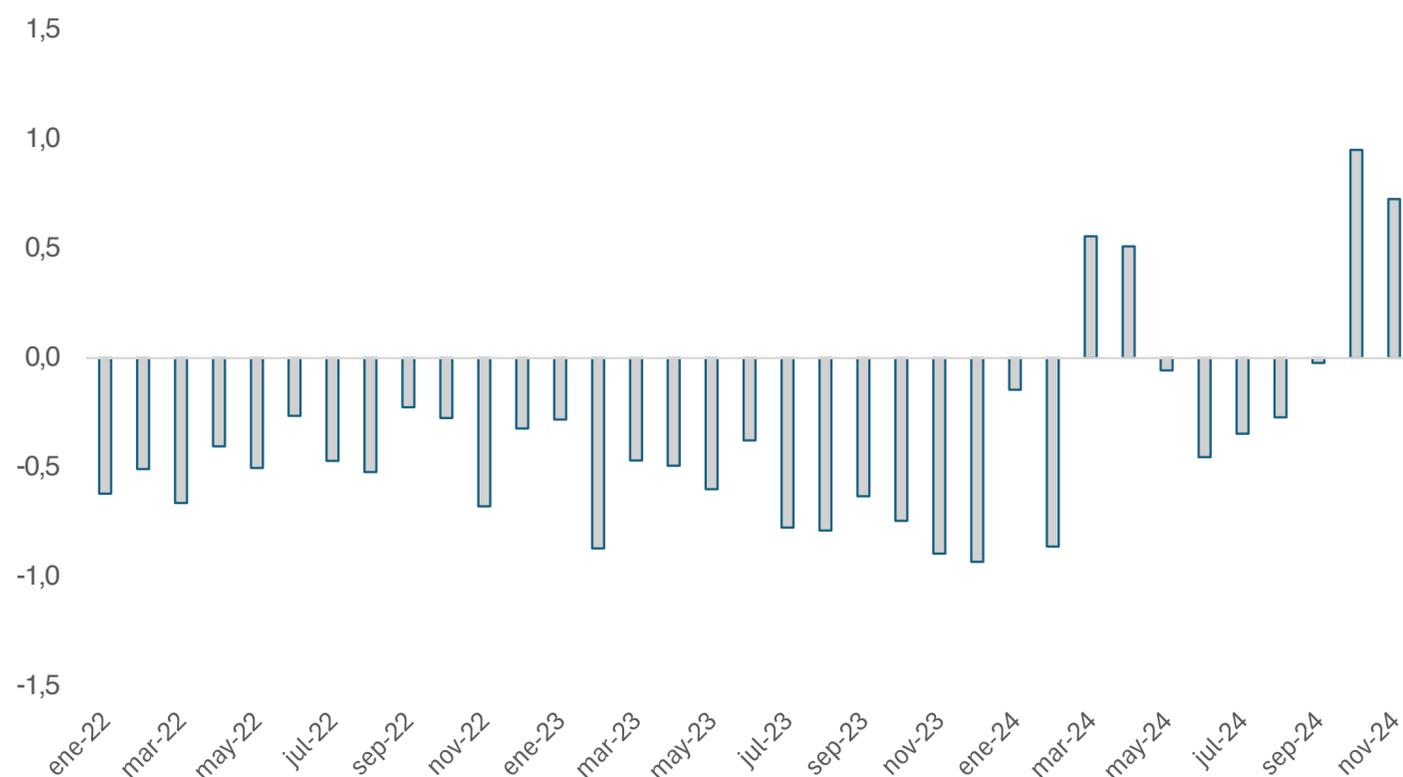


- La compresión de la brecha cambiaria y el encarecimiento en dólares de los préstamos en moneda local impulsaron este dinamismo. Los préstamos en dólares aumentaron en 2024 7.225 millones (en el caso de las líneas comerciales, la suba fue de USD 5.949 millones). Mientras que la capacidad prestable en moneda extranjera del sistema bancario se ubica en máximos comparables a los de 2018-2019, los préstamos en dólares todavía se ubican apenas por arriba de la mitad del nivel alcanzado en ese período.

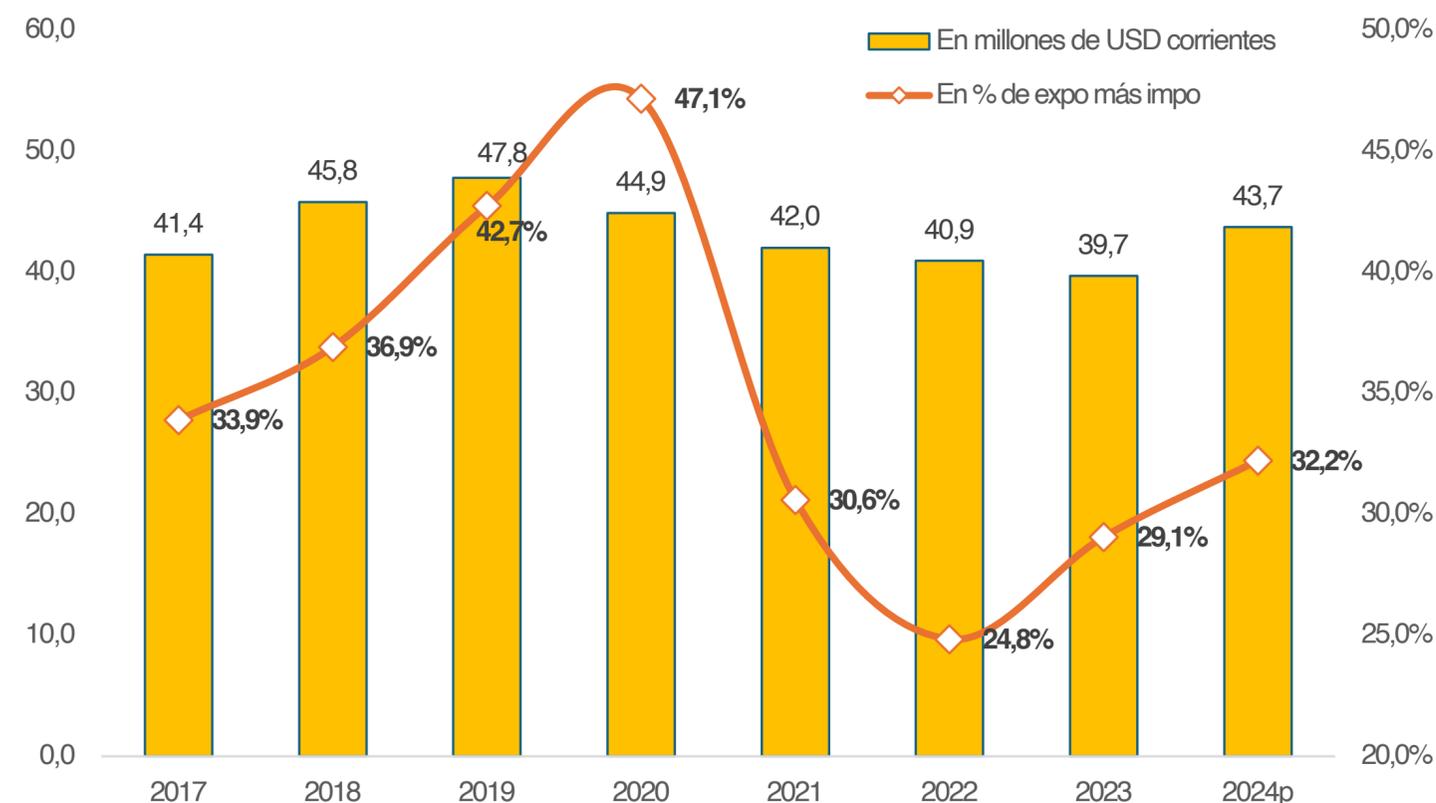
Deuda financiera privada

- En 2024 se registraron por primera vez desde 2019 colocaciones netas de deuda privada en moneda extranjera. El roll over mayor al 100% se verificó en particular en los meses de marzo, abril y mayo, y más recientemente desde agosto en adelante. En el año, los flujos de capital e intereses por préstamos financieros, líneas de crédito y títulos de deuda acumulan un efecto positivo en el balance cambiario de USD 600 millones, de los cuales USD 2.400 millones estarían explicados por los ingresos netos del sector privado, mientras que los gobiernos locales habrían realizado pagos netos de USD 1.800 millones

Préstamos financieros, líneas de crédito y títulos de deuda (K+i)
En miles de millones de USD



Deuda financiera privada
en miles de millones de USD y porcentaje de expo + impo

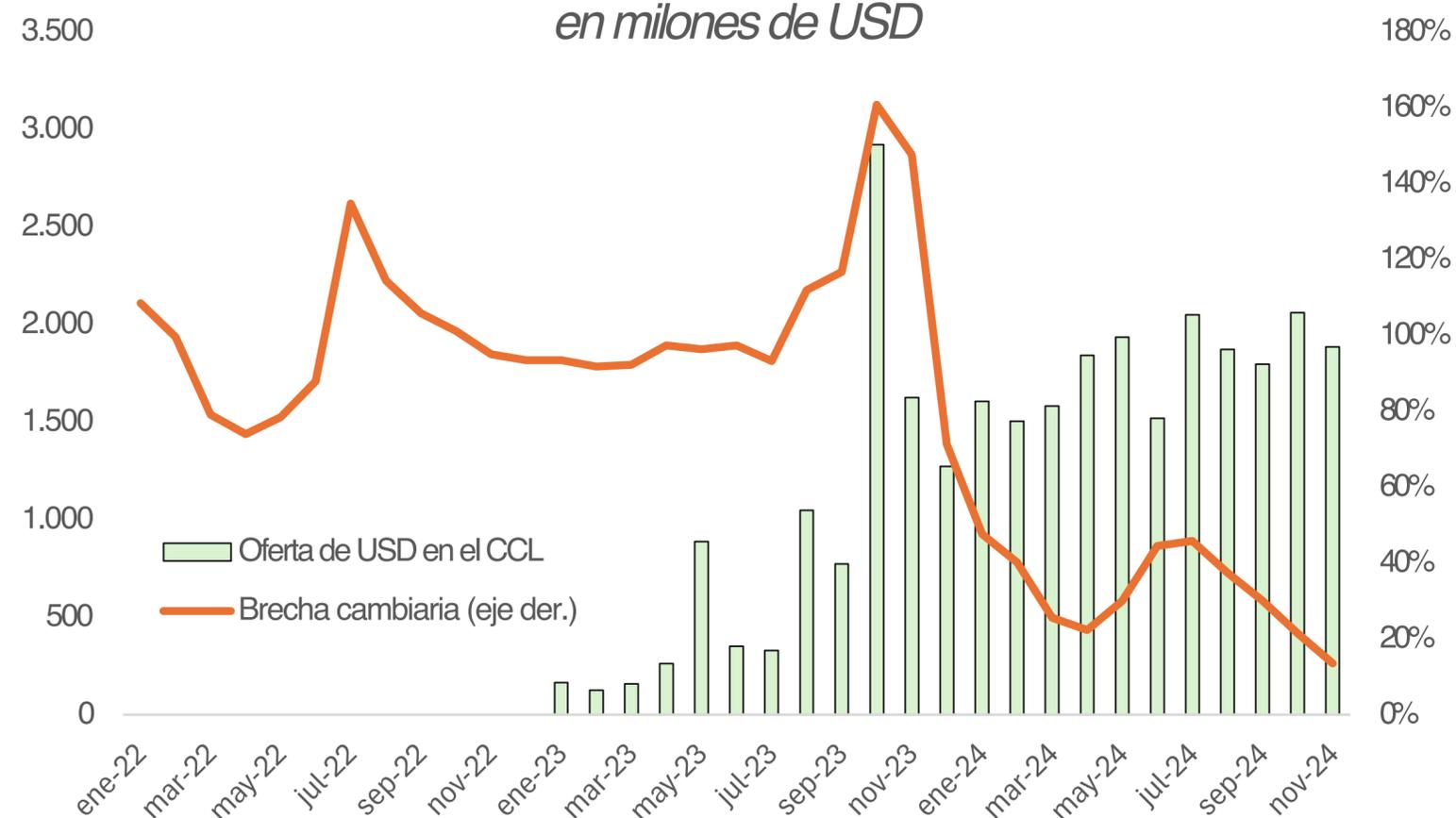


- Con colocaciones netas por USD 4.200 millones y proyectadas en USD 5.100 para todo el año, el stock de deuda financiera privada cerraría 2024 en USD 43.700 millones, representando 6,8% del PIB y 32,2% del comercio exterior de bienes de Argentina. Aún con este crecimiento, la deuda financiera privada se ubicaría USD 4.000 millones por debajo del nivel de 2019.

Oferta de dólares en CCL-MEP

- Con la devaluación al inicio del gobierno de Milei, los cambios en la regulación cambiaria y el ajuste fiscal en marcha, la brecha cambiaria bajó sustancialmente, ubicándose durante todo el 2024 por debajo del 50%, y cerrando el año por debajo del 20%.
- La oferta de divisas récord en el CCL-MEP inducida por el BLEND 80-20 y las intervenciones directas del BCRA han sido clave para generar esta comprensión de la brecha entre el tipo de cambio oficial y las cotizaciones financieras.
- Entre enero y noviembre, la oferta total por BLEND, intervención BCRA y turismo receptivo fue de USD 19.700 millones (USD 1.800 millones en promedio por mes, o USD 90 millones diarios).
- El 20% de los cobros por exportaciones de bienes acumuló en el año USD 15.300 millones. En el caso de los cobros por exportaciones de servicios incluyendo turismo, la oferta en el CCL-MEP alcanzó USD 3.800 millones. Finalmente, el BCRA volcó directamente al CCL-MEP USD 600 hasta noviembre.

Oferta de divisas en el CCL-MEP (BCRA+Privados)
en millones de USD



Reservas Internacionales Netas

- Las Reservas Internacionales Netas (RIN) cerraron el año en USD 9.999 millones, como resultado de un stock de Reservas Internacionales Brutas por USD 29.640 millones y pasivos en moneda extranjera del BCRA con vencimiento menor a 1 año por USD 39.639 millones.
- Si se descuentan de los pasivos en moneda extranjera el depósito en dólares del Tesoro y los vencimientos de BOPREAL a 12 meses, las RIN se ubicaban a fines de diciembre en USD -1.579 millones.
- Con la primera definición de RIN, desde el cambio de gobierno se registró una acumulación de RIN por USD 1.292 millones, que aumenta a USD 9.712 con la definición menos exigente, más cercana a la que emplea el FMI en la definición de su meta de reservas.

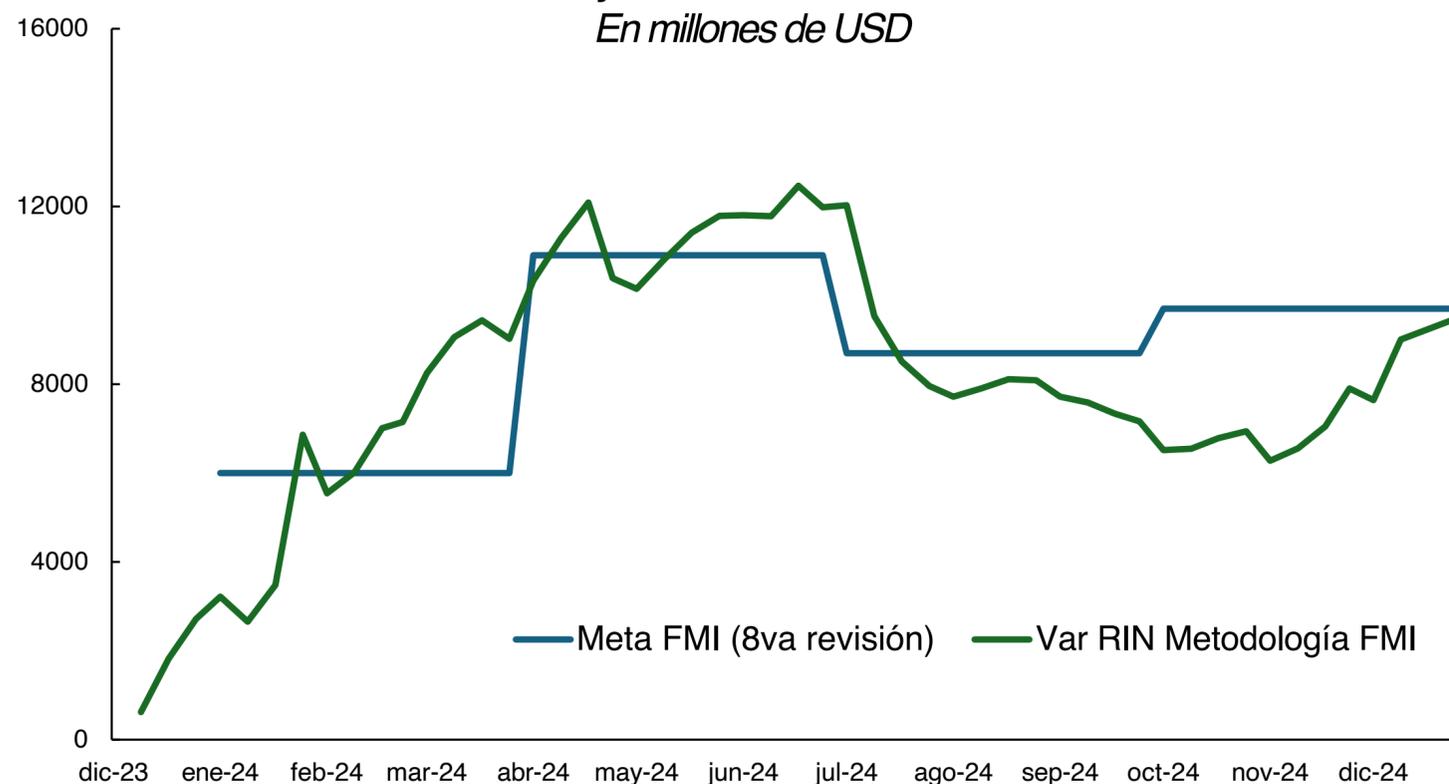
en millones de USD

	31-dic. 24	31-dic. 23	Var. anual	Variación acum. desde 7-12-23
1. Reservas Internacionales Brutas	29.640	23.073	6.567	8.430
a. Líneas de swap	18.029	20.701	-2.672	-3.174
<i>China</i>	17.905	18.405	-500	-378
<i>BIS y otros</i>	123	2.296	-2.173	-2.796
b. Encajes en USD	12.237	9.096	3.141	2.799
c. Sedesa	2.033	1.850	183	173
d. Vencimientos 12M Bopreal	2.425	0	2.425	2.425
e. Depósito en USD del Tesoro	5.995	59	5.935	5.995
f. Buffer DEGS	-1.080	0	-1.080	-1.080
2. Reservas Internacionales Netas (=1-a-b-c-d-e-f)	-9.999	-8.633	-1.366	1.292
g. Oro	5.206	4.096	1.110	1.182
3. Reservas Internacionales Netas incl. Depósito Tesoro y excl. Vencimientos BOPREAL	-1.579	-8.574	6.994	9.712

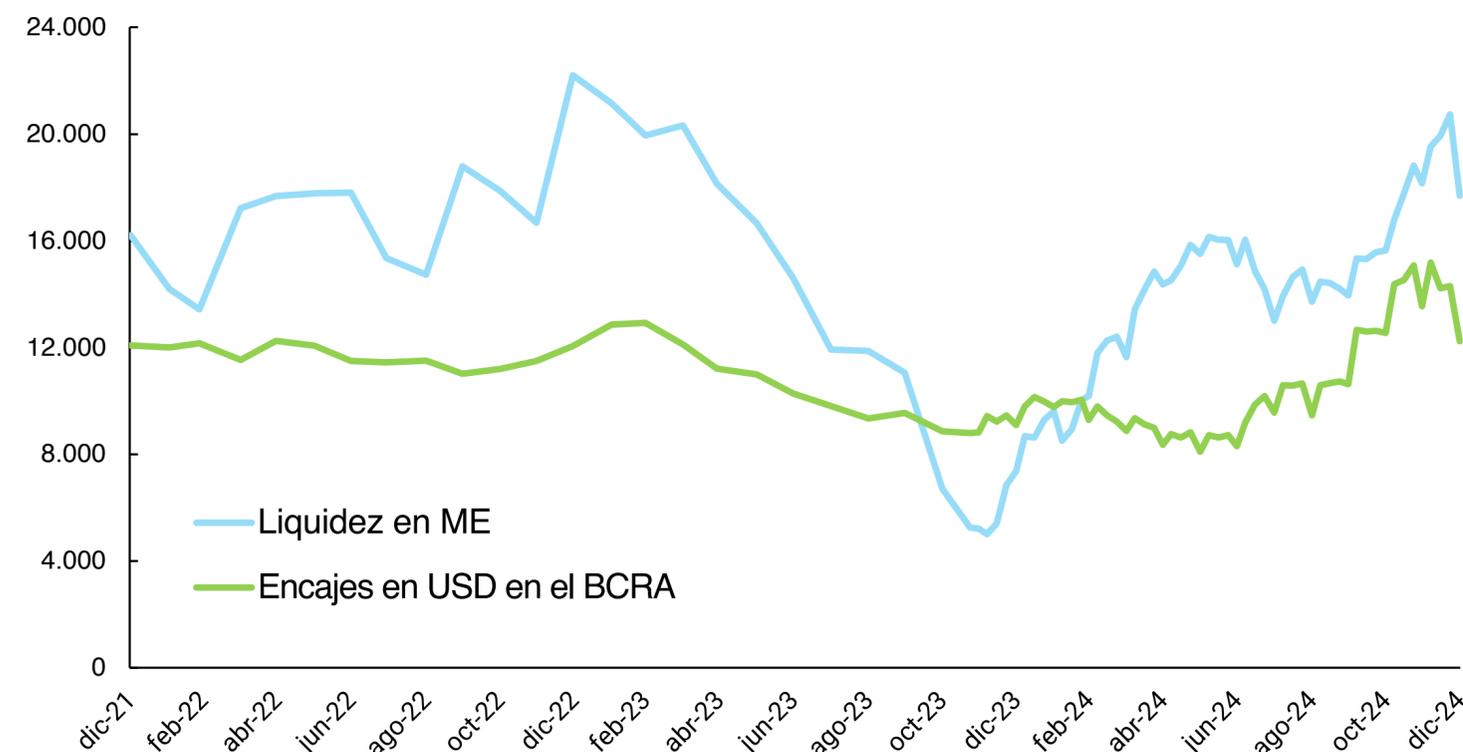
RIN

- En relación a las metas del programa de facilidades extendidas con el FMI, a partir de julio la acumulación de RIN habría caído por debajo de la meta estipulada, de modo que se habría incumplido la meta del tercer trimestre (el target fijado por el FMI era de USD 8.700 millones, y el desvío respecto del target habría alcanzado USD 2.500 millones). La buena performance del último bimestre del año deja al gobierno más cerca de cumplir la meta de fin de año de USD 9.700 millones antes de ajustadores. Si se contemplan los USD 1.000 millones de intereses de los bonos de enero girados al exterior por adelantado, el desvío respecto de la meta sería de apenas USD 800 millones, lo cual facilitaría avanzar con la última revisión pendiente del programa. Cabe recordar que la meta se ajusta por el desvío de desembolsos de organismos respecto del escenario base, información con la que no se cuenta para calcular con precisión la meta ajustada.

Variación acumulada desde el 7.12.23 de reservas internacionales netas y meta de RIN con el FMI
En millones de USD



Liquidez en moneda extranjera
en millones de USD



- La liquidez en moneda extranjera, definida como las reservas brutas menos los tramos no convertibles de las líneas de swap con BIS y China, ha aumentado a lo largo del año y, más importante aún, se ubica por encima de los encajes en USD en el BCRA, lo cual constituye un buen indicador de robustez financiera de cara a potenciales retiros sobre los depósitos en dólares.

PROYECCIONES 2025



DISPONIBLE PARA CLIENTES DE MDE