Volvió el juego de tasas, actividad y dólares.

¿Importa este deficit de cuenta Ccrriente?

Julio 2025

Economía y Estrategia de Argentina
Andres Borenstein
Sofia Ordonez, CFA

Dinámica de reservas: El panorama empieza a mejorar

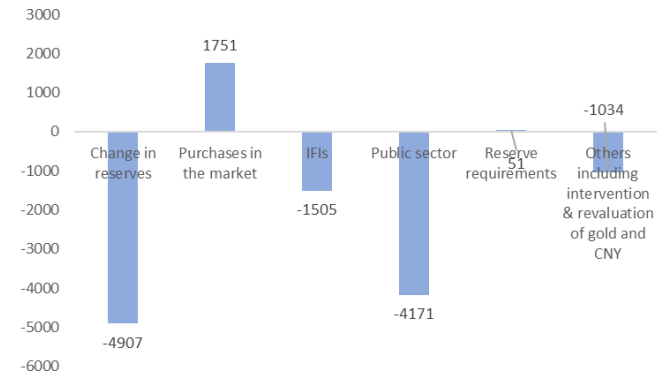
El gobierno escuchó las inquietudes del mercado. No llegó a la meta de reservas de Junio, pero al menos mostró un esfuerzo considerable a través de una metodología innovadora: emitir bonos en pesos, con suscripción en dólares

- El gobierno escuchó las inquietudes del mercado, o quizás siempre fue el plan “A”: Argentina empezó a acumular reservas netas (pocas por ahora).

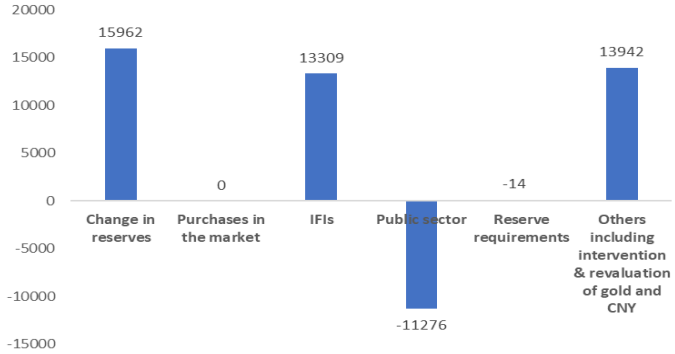
- El BCRA firmó un repo por USD2bn con bancos internacionales y el Tesoro colocó bonos en moneda local con suscripción en dólares por USD1.5bn. El plan del gobierno es emitir hasta USD5.5bn extra de acá a fin de año. También harán compras en el MULC en caso de ventas en “bloque” que surjan por ejemplo de emisiones de bonos corporativos o provinciales.

- Un desafío es que aumentaron las proyecciones de déficit de cuenta corriente, así que será necesario un superávit cuantioso en la cuenta financiera para seguir acumulando reservas. Lo vemos factible. Ya nadie en el gobierno habla de el dólar yéndose a la banda baja.

Reservas desde principio de año hasta el 14 de Abril



Reservas desde el 14 de Abril



Aunque las reservas siguen siendo escasas, mejoró el panorama

btg pactual

Incluyendo los desembolsos del FMI, las reservas netas están en más de USD8bn. Se incumplió la meta de Junio, pero el gobierno siguió acumulando reservas, así que lo más probable es que el FMI otorgue un "waiver"

25-Jun-25	USDbn
Reservas Internacionales Brutas	**41.4**
swap con el Banco de China (PBoC)	18.1
Encajes en USD	12.9
SEDESA & Otros	1.9
DEGs	12.5
Repo (hasta USD1.5bn)	1.5
Reservas Internacionales Netas (NIR)	**-5.6**
Oro	6.7
Reservas Internacionales Líquida	**-12.3**
Vtos. BOPREAL (hasta May-2026)	3.5
NIR (inc. BOPREAL)	**-9.1**

Reservas netas según definición FMI. Contando DEGs y Repo, las NIR están en más de USD8bn.

- Las metas con el Fondo se negociaron antes de que Argentina perdiera reservas en Marzo, con lo cual se volvió de difícil cumplimiento desde el comienzo.
- El nivel de reservas netas al 25 de Junio estaba unos USD3.2bn por debajo de la meta de Junio, según nuestras estimaciones.
- **El BCRA necesita acumular alrededor de USD14bn de acá a fin de año para cumplir con las metas del FMI**
- Tener reservas es importante sobre todo, para bajar el costo del capital y hacer más viables algunas inversiones. Con más reservas los bonos soberanos en dólares van a buscar la zona de 9.5-10%. Los bonos CER también deberían bajan de los rendimientos actuales de 11-12%.

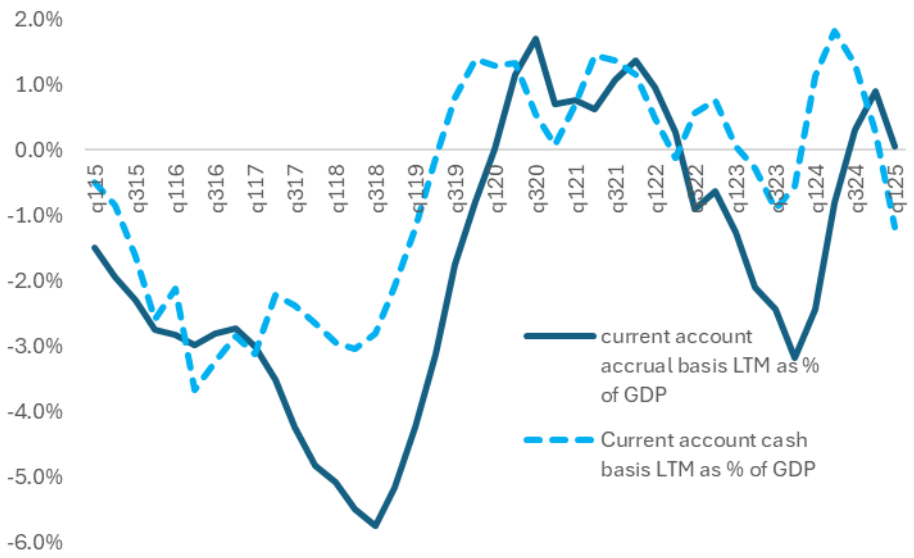
La clave es ver si la cuenta financiera va a atraer los dólares para financiar el déficit de CC + acumulación de reservas

El peso se va a mantener fuerte relativo a su promedio histórico de mediano plazo. Las tensiones con el sector manufacturero y agrícola serán moneda corriente.

Todo en base caja	*2024*	*2025 (E)*	*2026 (E)*
Cuenta corriente en millones de USD	**1,695**	**(10,210)**	**(15,899)**
Balanza comercial de bienes	18,677	16,790	7,801
-Exportaciones	66,897	79,978	85,800
-Importaciones	48,220	69,188	77,999
Balanza de servicios	(4,875)	(11,129)	(10,900)
-Turismo	(5,688)	(9,450)	(9,000)
Intereses	(11,850)	(9,764)	(9,900)
Dividendos	(245)	(194)	(3,000)
Transferencias	(12)	86	100
Cuenta financiera	**4,302**	30,244	22,800
IED	89	1,090	4,700
Portafolio	(77)	3,104	4,500
Multis	(1,091)	18,797	(400)
Prestamos y bonos, neto	5,513	16,358	11,500
Intervención	(1,446)	98	2500
Otros	1,314	(10,012)	0
Cambio en reservas, neto de valuacion/encajes	**6,065**	**20,034**	**6,901**
Cambio en reservas	**6,539**	**21,084**	**7,901**
PBI en millones de dólares	**632,537**	**717,098**	**744,506**
CC como % del PBI	**0.27%**	**-1.42%**	**-2.14%**

Somos constructivos en cuanto a las posibilidades de obtener recursos a través de prestamos, emisiones de deuda, IED, y, ocasionalmente, carry trade.

La cuenta corriente en perspectiva (Base caja y devengada)

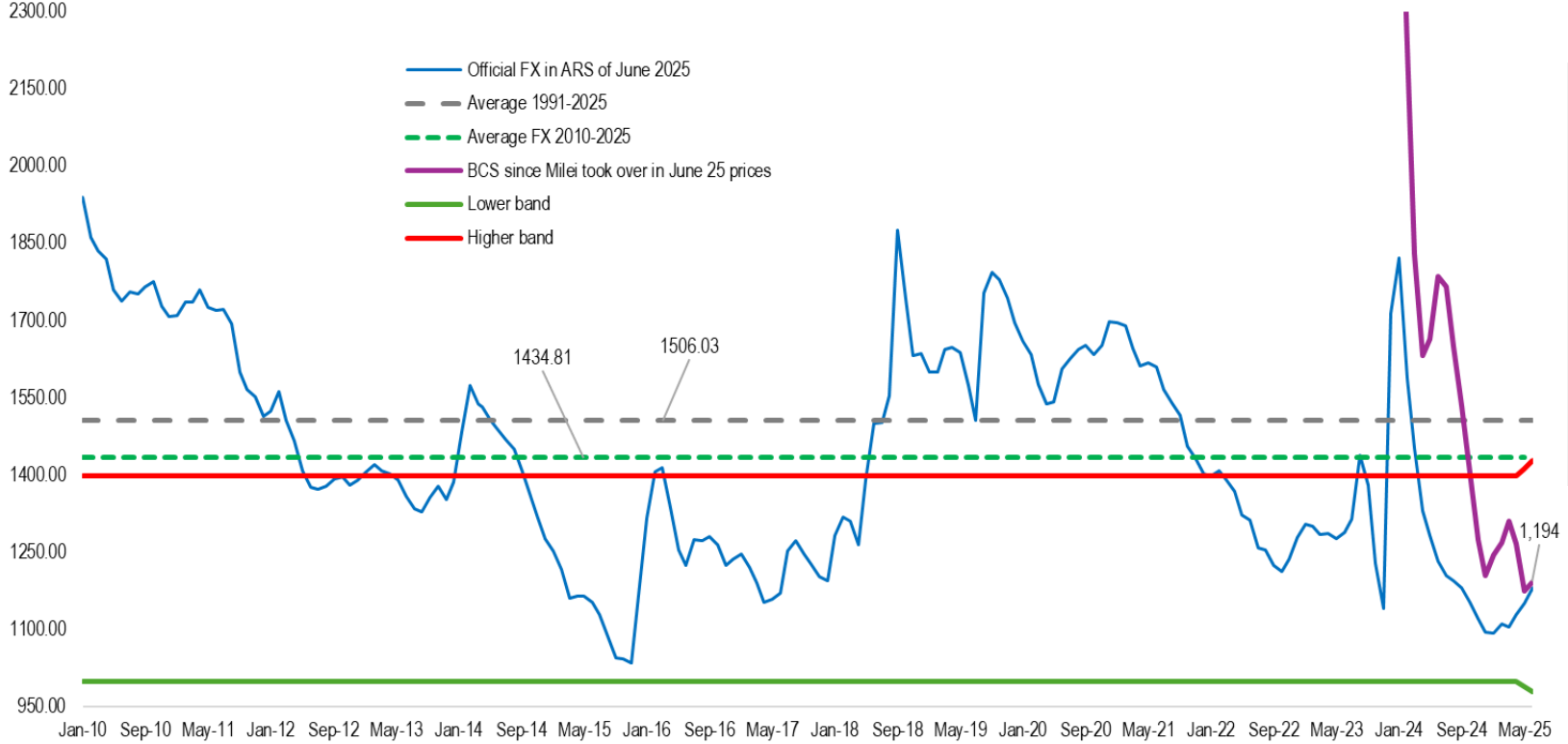


Hubo un claro deterioro de la cuenta corriente. Pero en el "sudden stop" de 2018, Argentina tenía un déficit de CC de 4% del PBI. Estamos lejos de esos niveles. Quizás el mercado se asustó con la velocidad.

Fuente: BCRA, BTG Pactual

¿El tipo de cambio está atrasado?

Si, un poco. Pero por cada uno que cenó barato en Madrid hay otro que pagó 3 libras el subte en Londres. ¡Ojo con las evidencias anecdóticas!

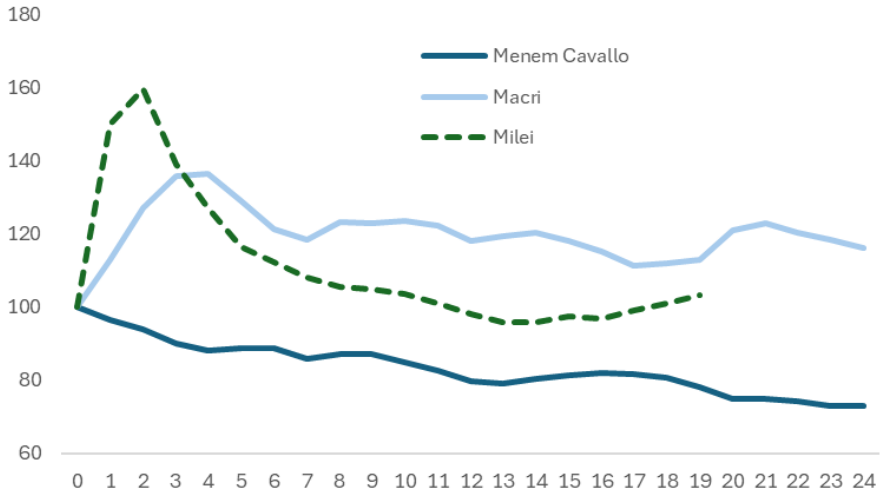


En los últimos días, hubo algo de depreciación nominal y devaluación del dólar en el mundo, lo cual ayuda a la “causa”.

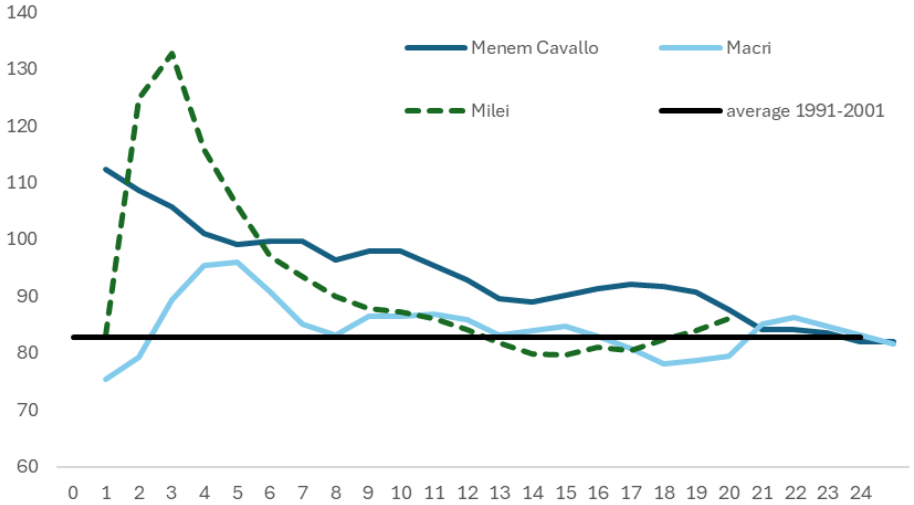
Qué pasó en estabilizaciones anteriores

TCRM desde el comienzo del programa de estabilización

Cuando comienza la estabilización el TCR = 100



Indice de tipo de cambio multilateral en distintos meses luego de la asunción



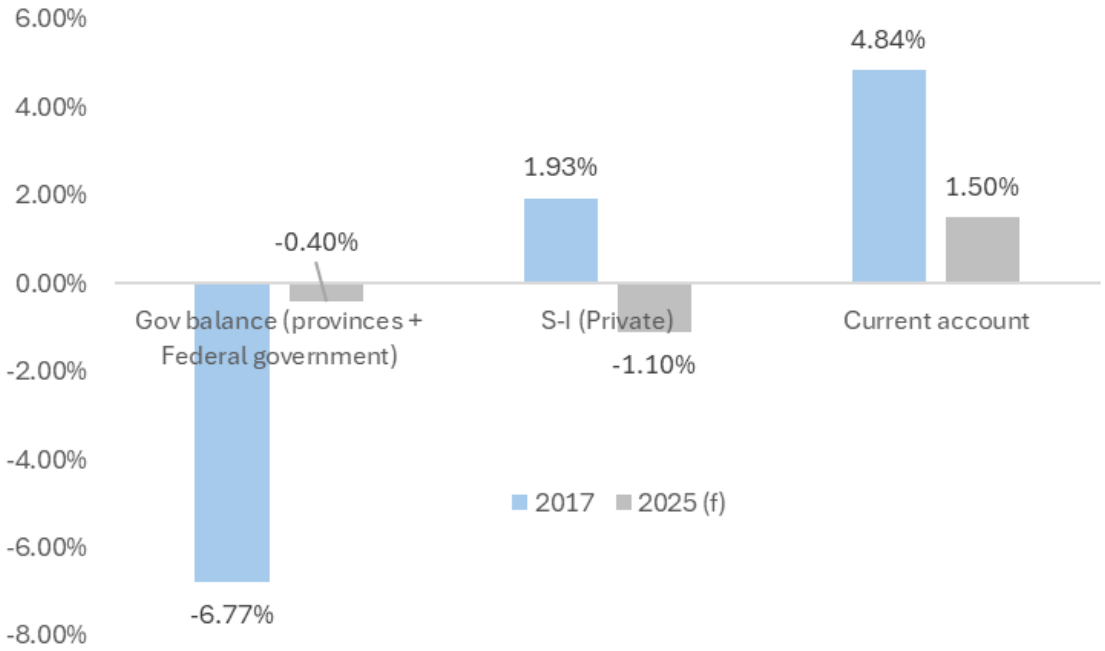
Fuente: BCRA, BTG Pactual

Los salarios no son caros en dólares

Lo caro es la industria del juicio y otros problemitas….

El modelo de 3 brechas antes y ahora

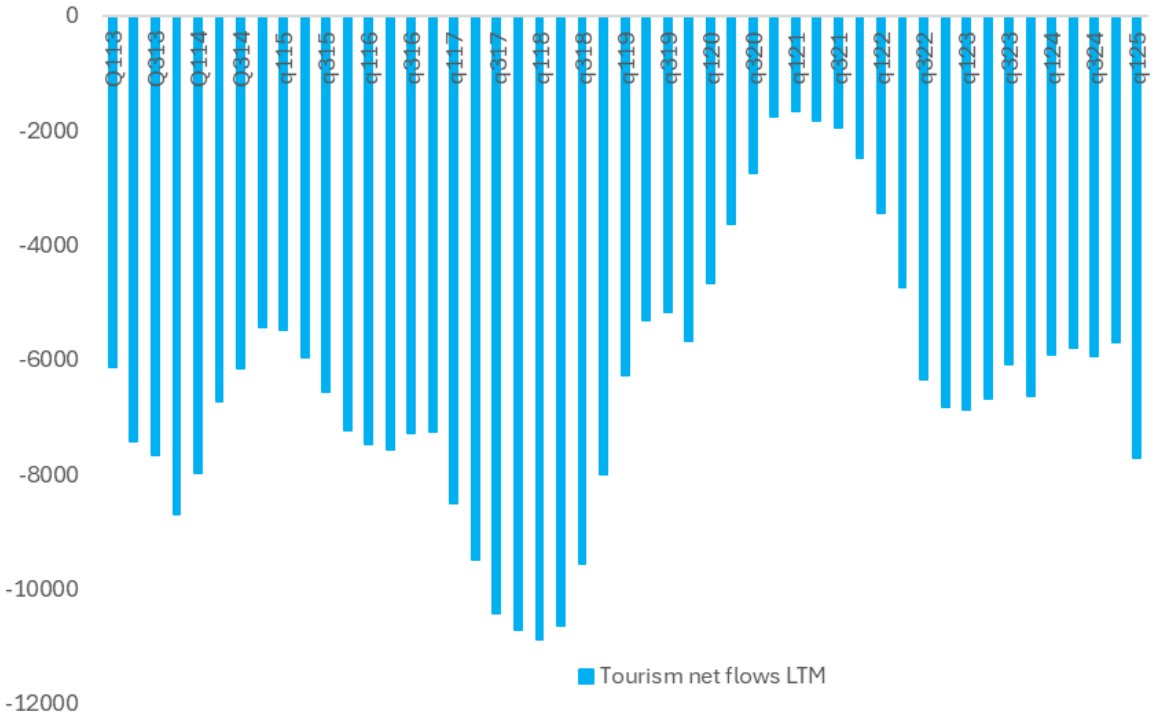
Esto es una identidad contable, no ideología



- Si no hay financiamiento para ese -1.5% (o lo que sea) de déficit de CC, el sector privado tendrá que hacer un ajuste y gastar menos. El ajuste puede ser vía tipo de cambio y algo más de inflación o con una recesión que deprima las importaciones y las ganas de viajar.
- El canal de transmisión es el tipo de cambio. Que ahora flota. Antes provocaba una pérdida de reservas y era insostenible.
- La tasa de interés puede ser una forma de empujar un peso más débil.

Turismo y Vaca Muerta

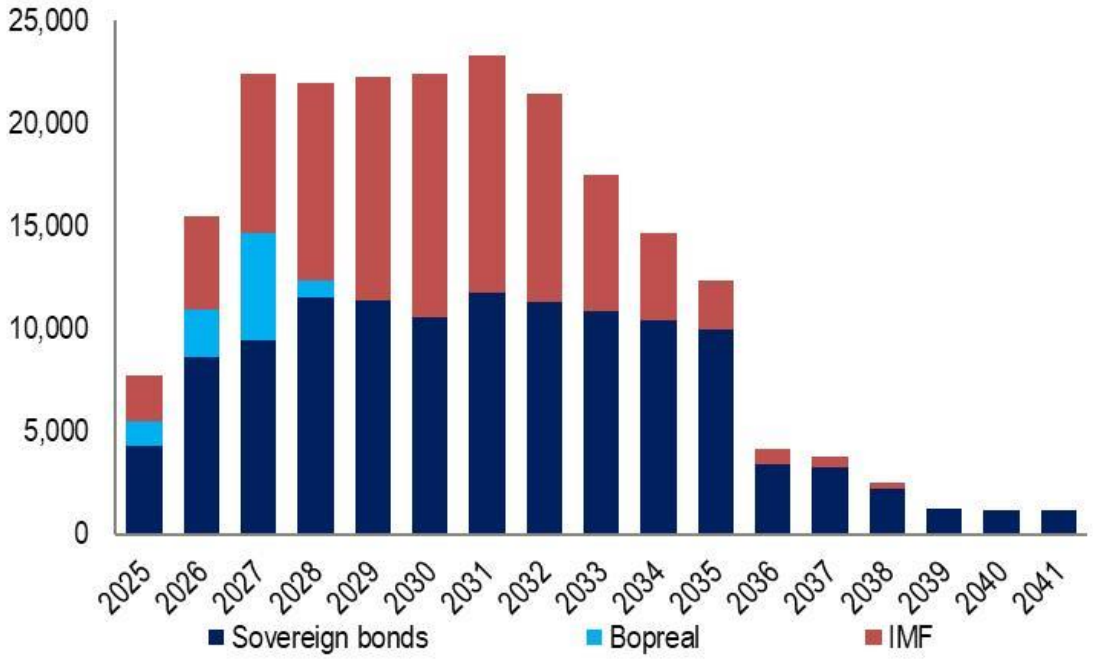
Spoiler: no tienen nada que ver.



- Necesitamos una pandemia para que el turismo no sea deficitario. Cariló siempre fue carísimo.
- Porque no pensamos en lo que no ofrecemos en términos de infraestructura?
- También hay temas contables que vienen por la brecha. Los extranjeros que visitan venían usando el MEP y no el oficial.
- Lo que preocupa del turismo va por el lado del empleo y la actividad local.

Al final del día, necesitamos saber si podremos rollear la deuda

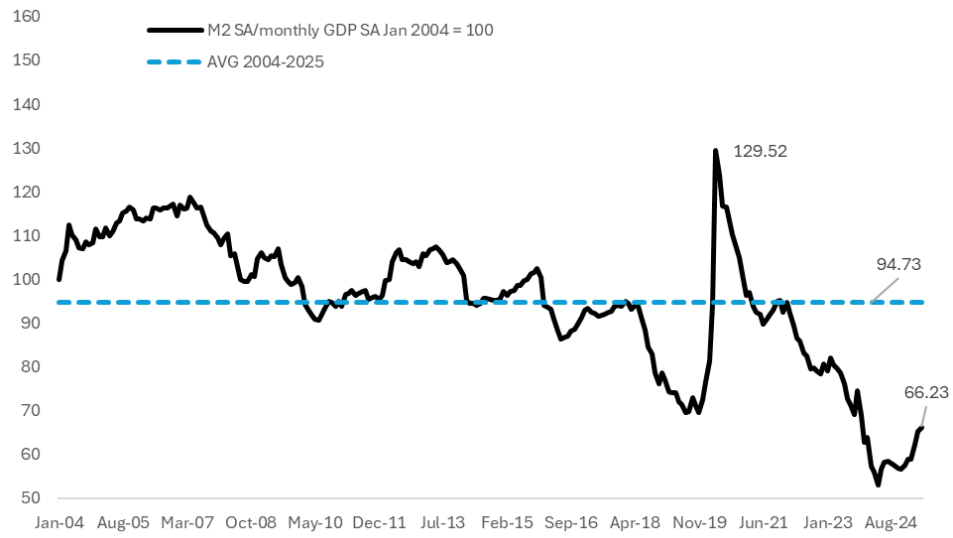
Por eso es imperioso tener más reservas más que por el tipo de cambio



¿La tasa atrasa?

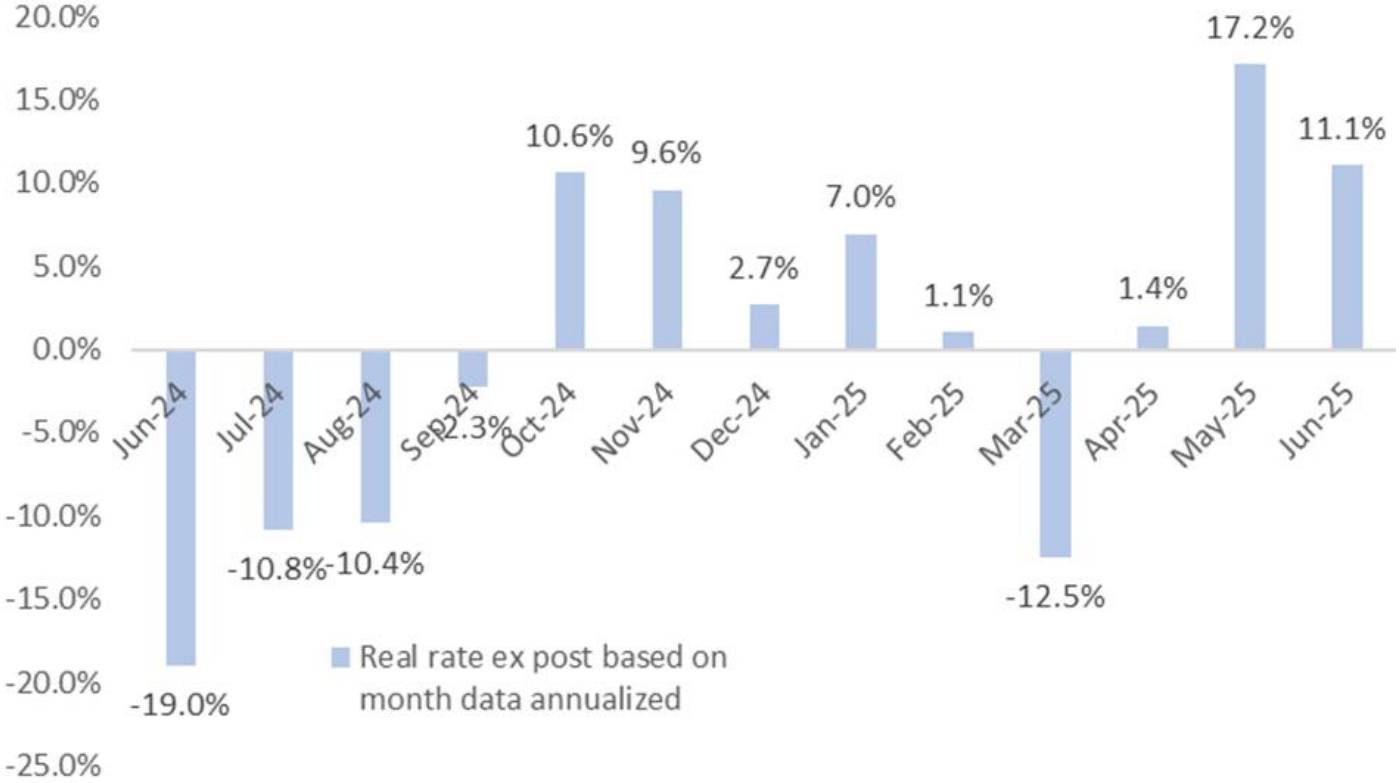
¿Cuando hay que bajarla?

- En la Argentina no sobran pesos. Faltan.
- Pero es cierto que es un “handle with care”.
- Se necesita menos circulante, pero el M2 no se altera por las billeteras virtuales.
- Hoy en la Argentina hay USD 19.000 millones en circulación. Con MM ajustado por IPC americano había más de 50 B



Tasa real ex post

La ex ante no cambia demasiado…



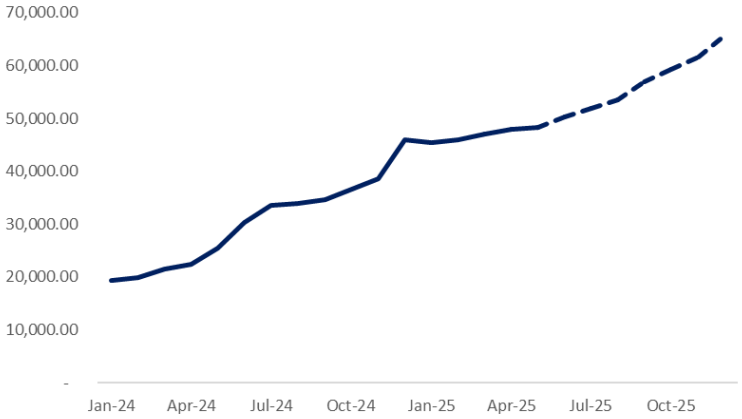
El gobierno tiene espacio para dar liquidez de acuerdo al programa del FMI

	Expected inflation (next 12 months)	Policy rate (nominal overnight rate)*	Policy rate (annual effective rate)	Ex-ante real rate	CB estimated neutral rate (real)	Daily FX volatility (σ, LTM)**	Sharpe ratio	CPI linker (1-year yield proxy)	Hard currency bond (10y proxy)
Argentina	20.90%	31.00%	36.32%	12.8%	-	2.2%	0.9	12.3%	11.1%
Brazil	4.69%	15.00%	16.18%	11.0%	5.0%	0.8%	0.9	7.9%	6.5%
Chile	3.40%	5.00%	5.13%	1.7%	1.0%	0.8%	0.1	1.4%	5.2%
Colombia	3.96%	9.25%	9.69%	5.5%	2.7%	0.8%	0.5	5.6%	7.9%
Mexico	3.67%	8.50%	8.87%	5.0%	2.7%	0.9%	0.3	4.5%	6.0%
Peru	2.50%	4.50%	4.60%	2.1%	2.0%	0.3%	0.1	2.6%	5.4%

*For Argentina, considers shortest Lecap

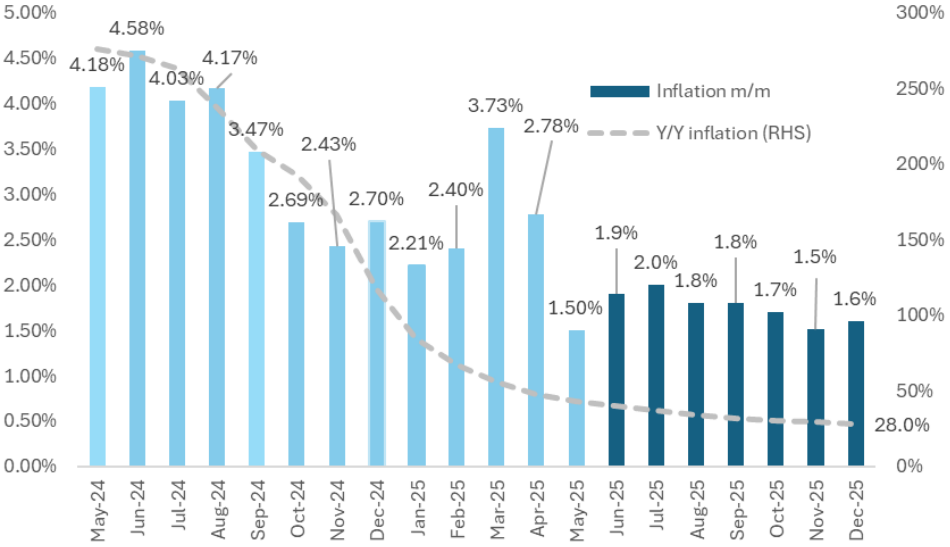
**For Argentina, official FX volatility since new regime was introduced

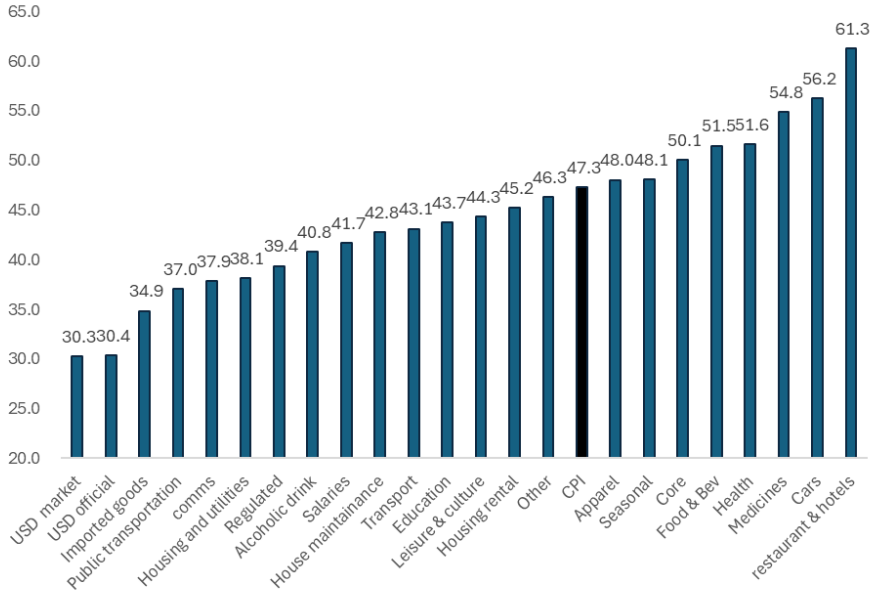
M2 transaccional y el target



Llegamos hasta acá sin hablar de inflación ni déficit fiscal

Es porque nadie pregunta ya….

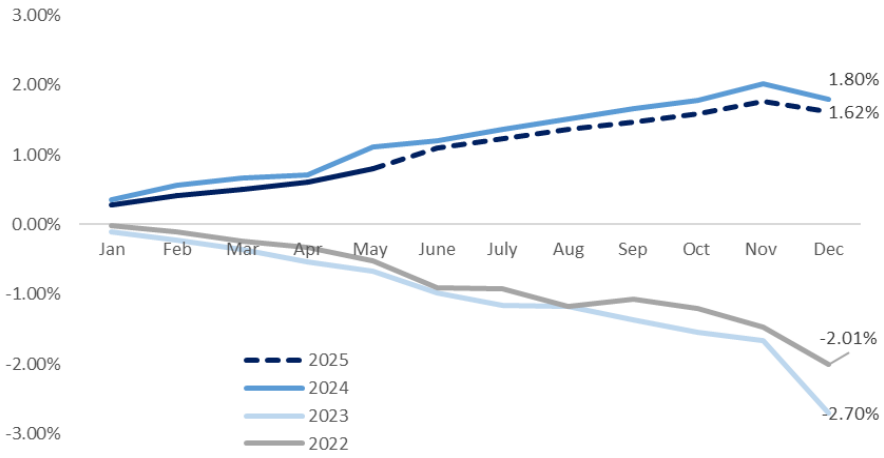




El superávit no parece estar en riesgo

Sin obra pública y alguna otra arruga, pero acá el gobierno es religioso

All figures in % of GDP	2023	2024	2025
Primary spending	**19.58%**	**15.13%**	**14.89%**
Pensions	6.75%	6.17%	6.60%
Subsidies to E&T.	2.08%	1.51%	0.81%
Social programs	2.97%	3.38%	3.30%
Opex including salaries	3.30%	2.70%	2.60%
Provinces (discretionary)	0.75%	0.25%	0.43%
Capex	1.60%	0.41%	0.60%
Other	2.14%	0.71%	0.55%
Total revenues	**16.89%**	**16.92%**	**16.54%**
Tax revenues	14.96%	15.55%	15.54%
Interest & dividend income	1.02%	0.77%	0.43%
Other income	0.91%	0.60%	0.57%
Primary balance	**-2.70%**	**1.80%**	**1.65%**
Interest payments	**1.70%**	**1.49%**	**1.33%**
Total balance	-4.40%	0.30%	0.32%



El año que viene hay que generar un superávit primario más relevante

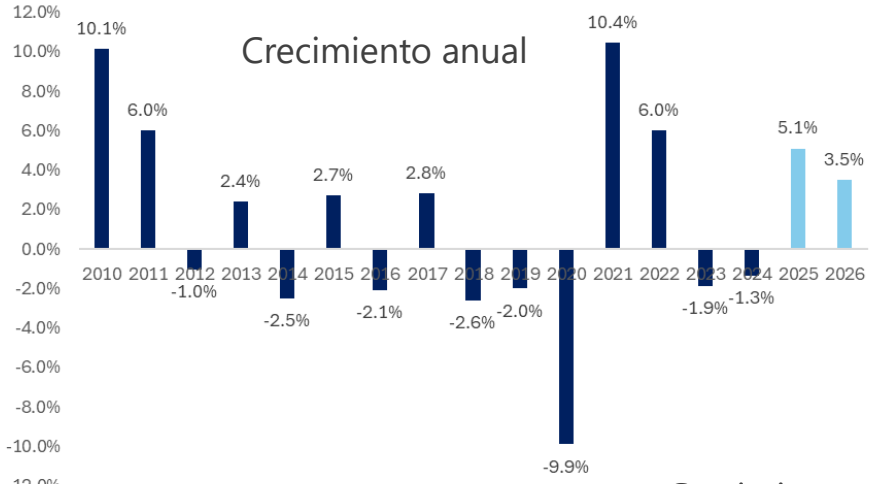
Actividad Económica

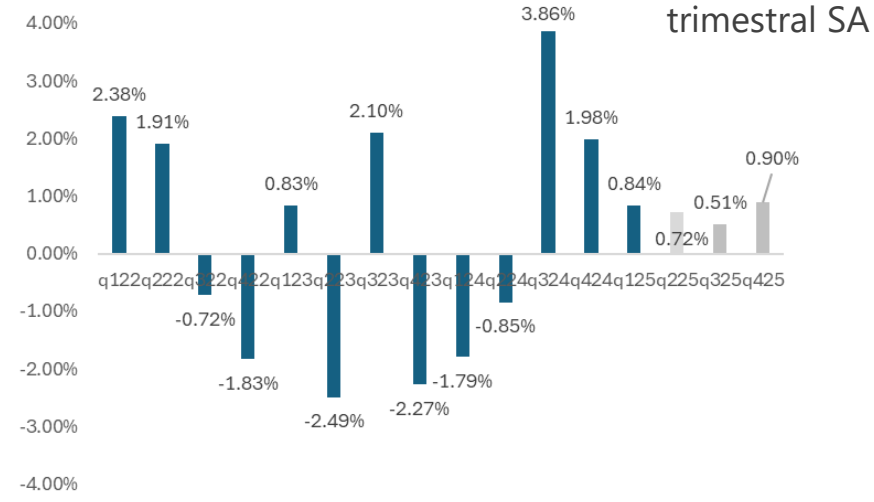
Se viene el invierno?

La actividad crece 5.1% este año, pero lo mejor ya pasó. Los salarios y el crédito ya no son exuberantes.

Para 2026 los KPI son

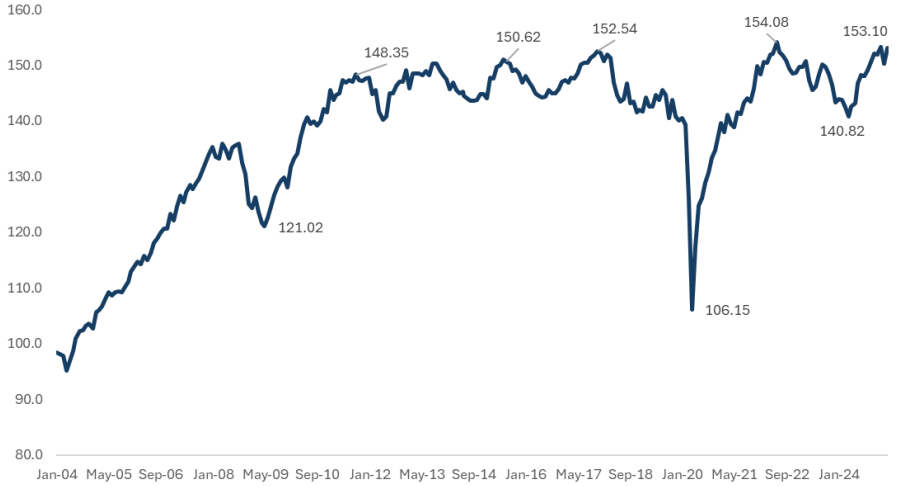
- Que ocurran algunas de las grandes inversions anunciadas (minería, etc).
- Que el gobierno pueda avanzar con algunas de las reformas
- Que se consolide la baja de riesgo y más acceso al crédito.
- Una buena cosecha (qué pasa con las retenciones??)
- La desinflación pasa a ser un jugador marginal, pero también suma.





Actividad económica: Una recuperación en “V” que está perdiendo fuerza

La actividad económica cerró el año pasada con una contracción de 1.3%. Para 2025 esperamos un crecimiento de 5.1%



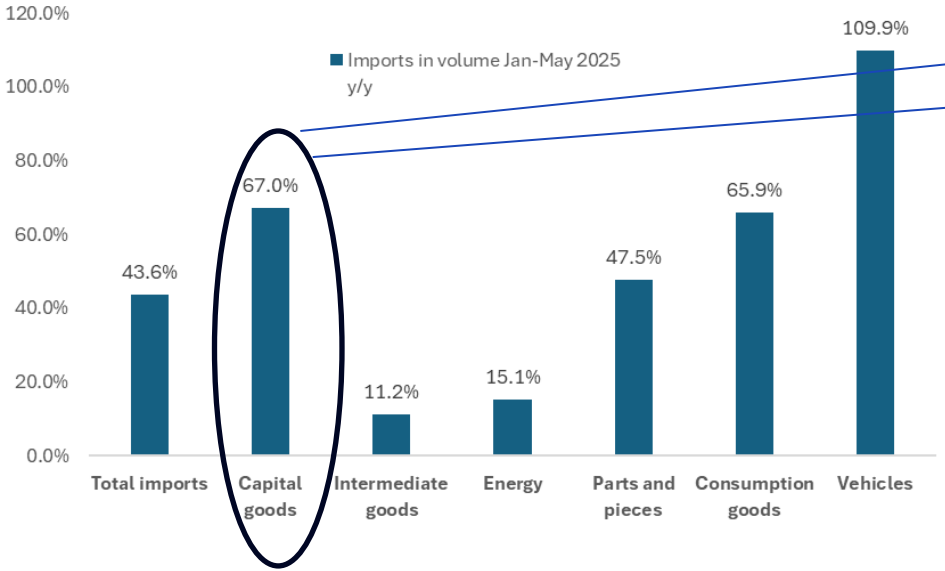
Source: INDEC, BTG Pactual

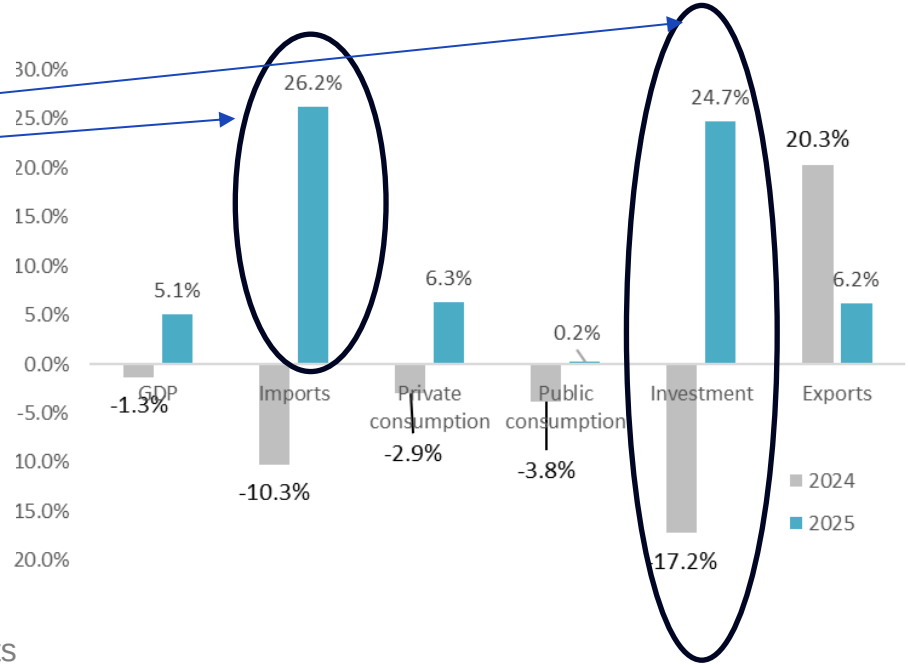
Efectivamente, la recuperación económica fue en “V”. El arrastre de 2024 a 2025 es significativo. El crecimiento de Febrero fue vigoroso pero Marzo estuvo débil. Esperamos que el crecimiento siga zigzagueando los próximos meses.

El PBI de Argentina es levemente mas alto que en 2011. Esto significa que el Argentino promedio es 10% mas pobre que hace una década. Para Q2, Argentina debería estar en niveles cercanos al pico de 2017.

Inversiones e importaciones son las estrellas

Capital goods imports

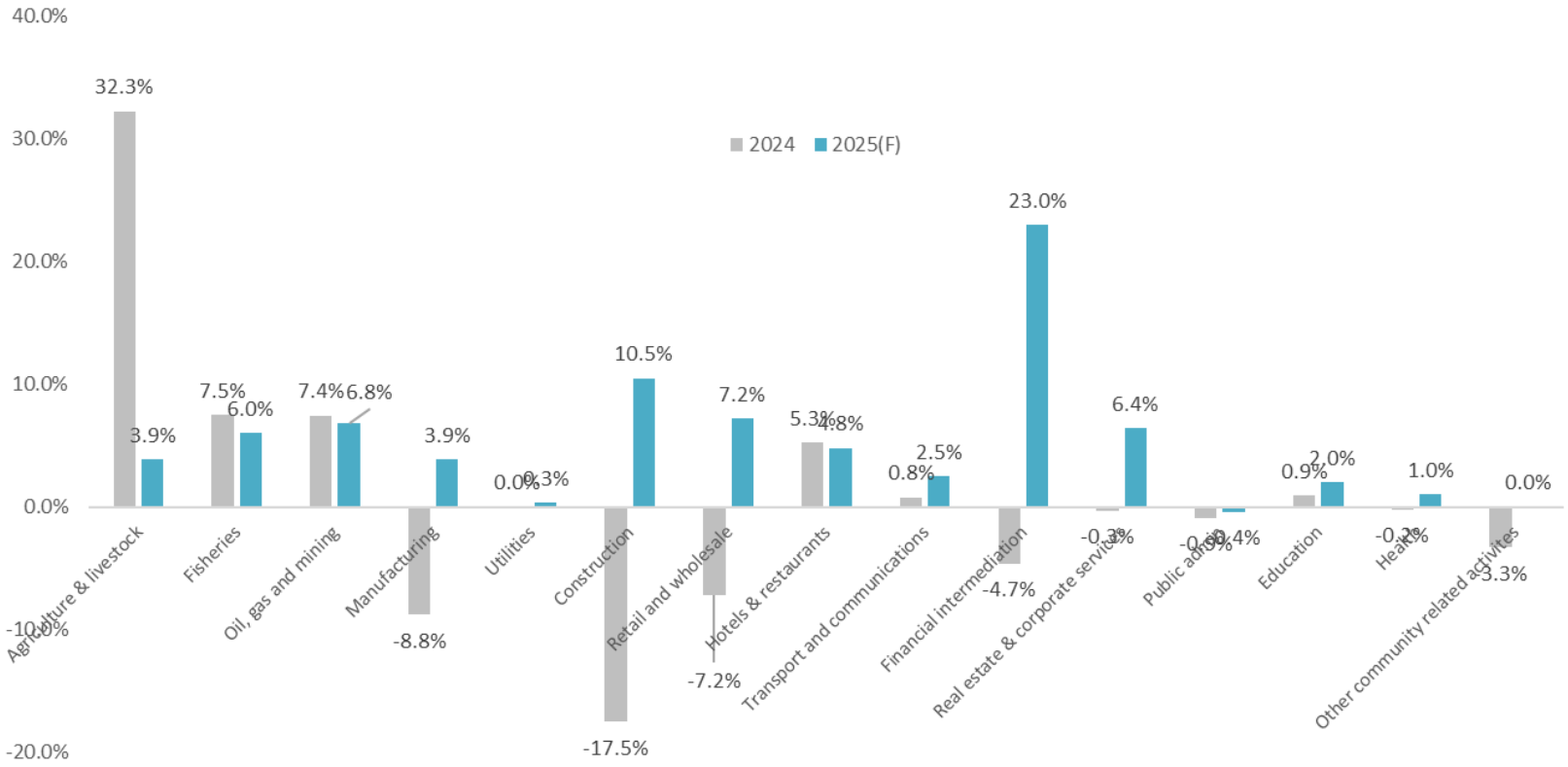




Capital goods imports are a good leading indicator for investments and did well in Q4 2024 and in 2025 YTD

Crecimiento por sector

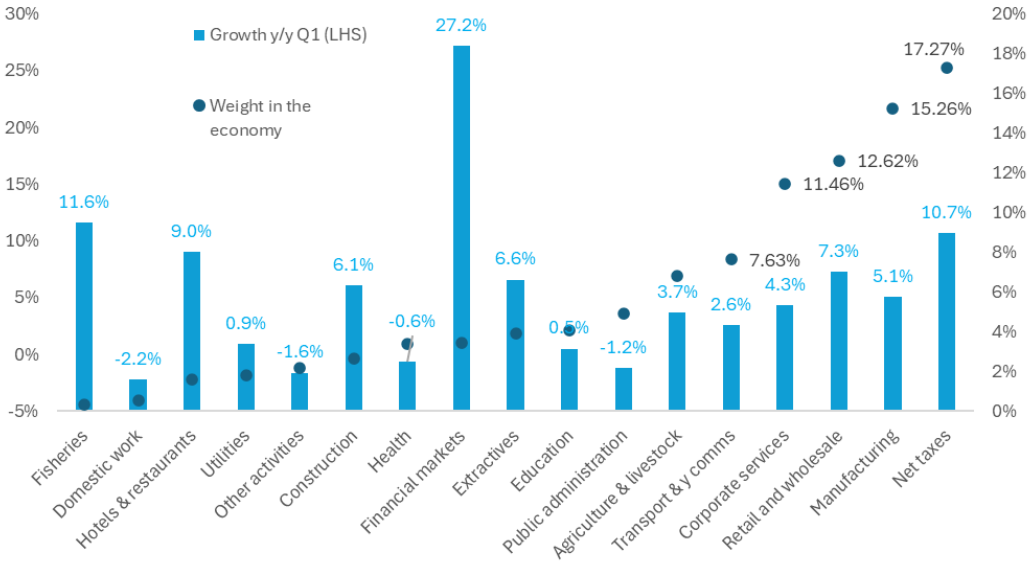
Finanzas, construcción y ventas minoristas

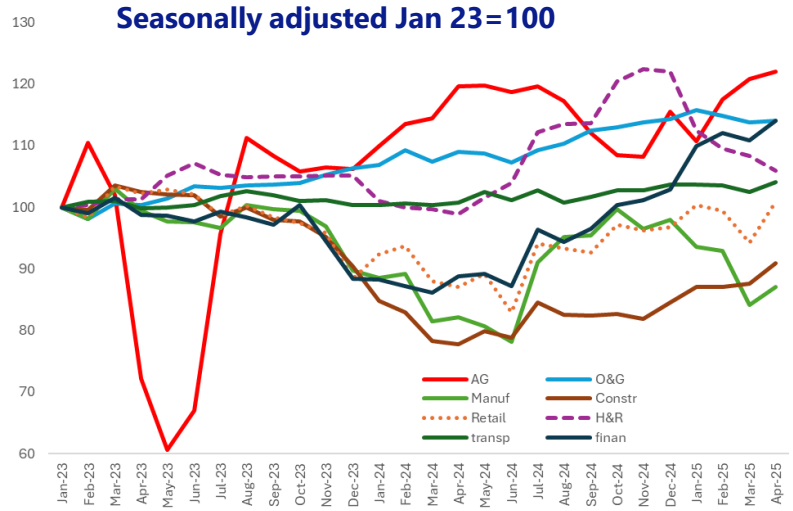


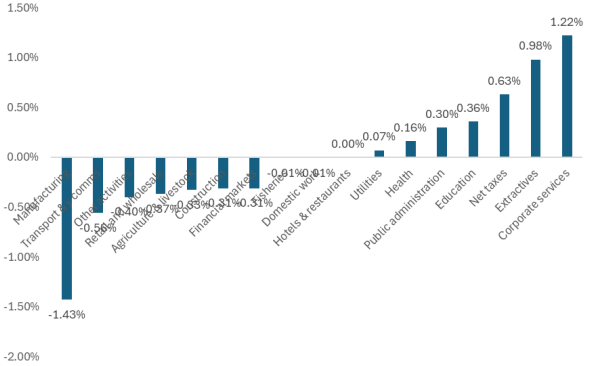
La estructura de la economía

Oil & gas + minería los grandes ganadores

Servicios son 63% y Bienes 37% del valor agregado. La industria solo representa el 15.26% del VA.



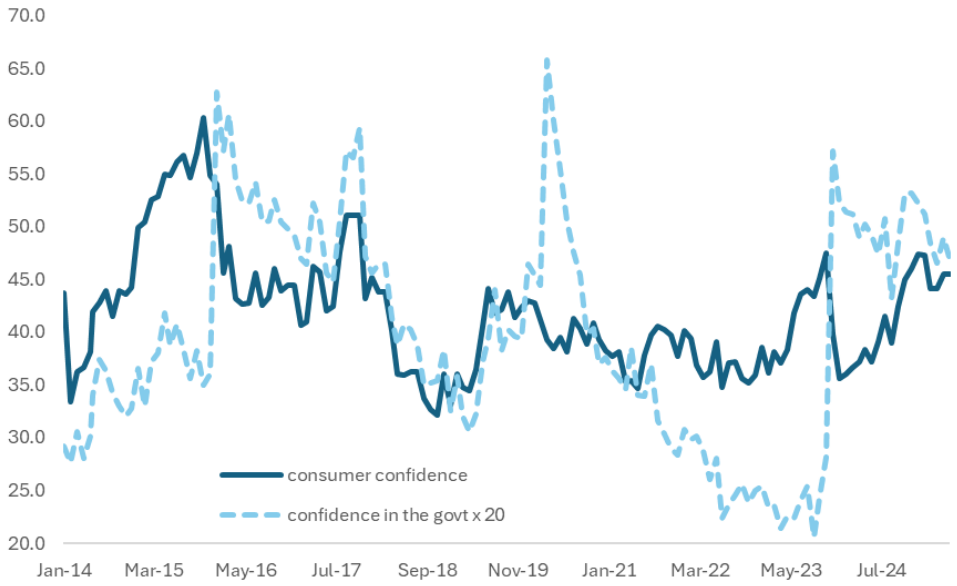


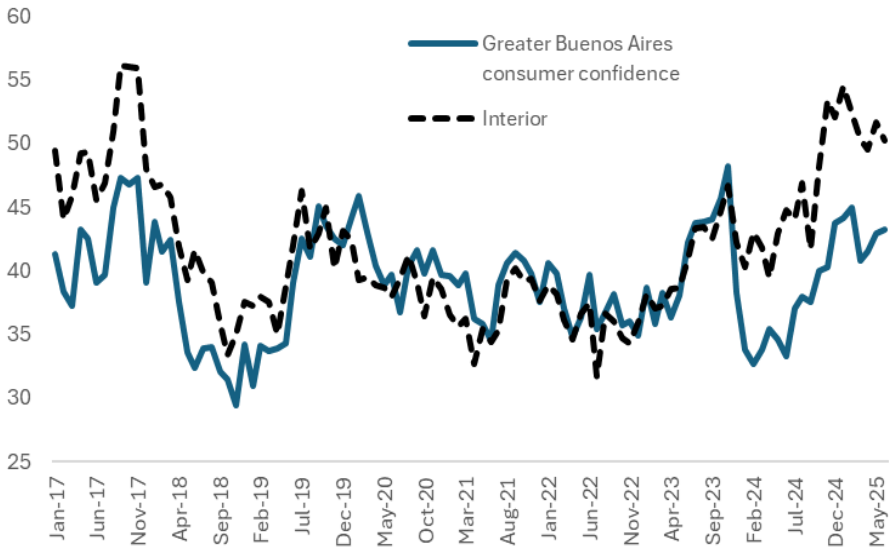


La diferencia de share a 10 años vista

Confianza, Buenos Aires e interior

Distintas formas de “V” y luego meseta

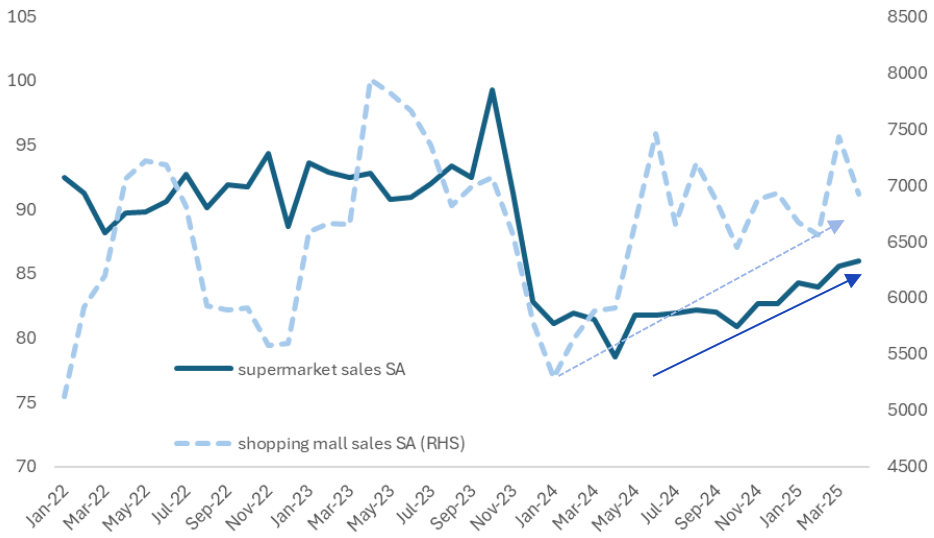




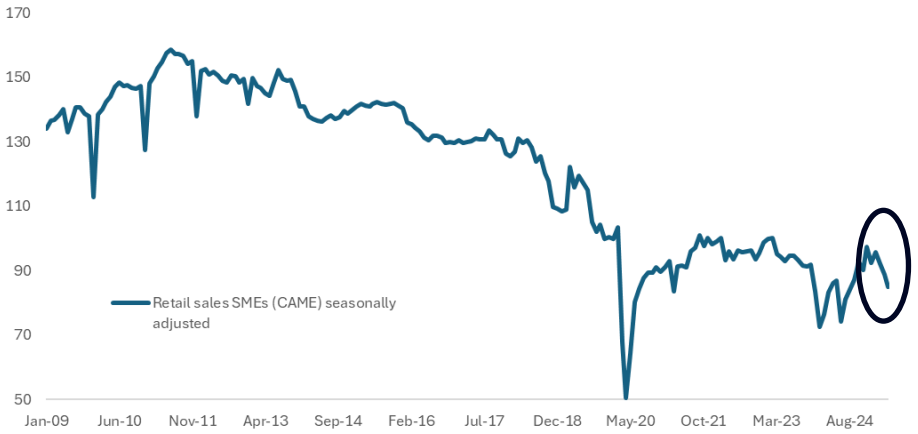
Con Peronismo sale GBA, con no peronismo mejora interior. Un clásico del fútbol argentino.

Algunas tenedencias del consumo

Supermercados vienen mejorando y los pequeños comercios más flojos. No hay blanco o negro acá. La gente se sambuye a las promociones.



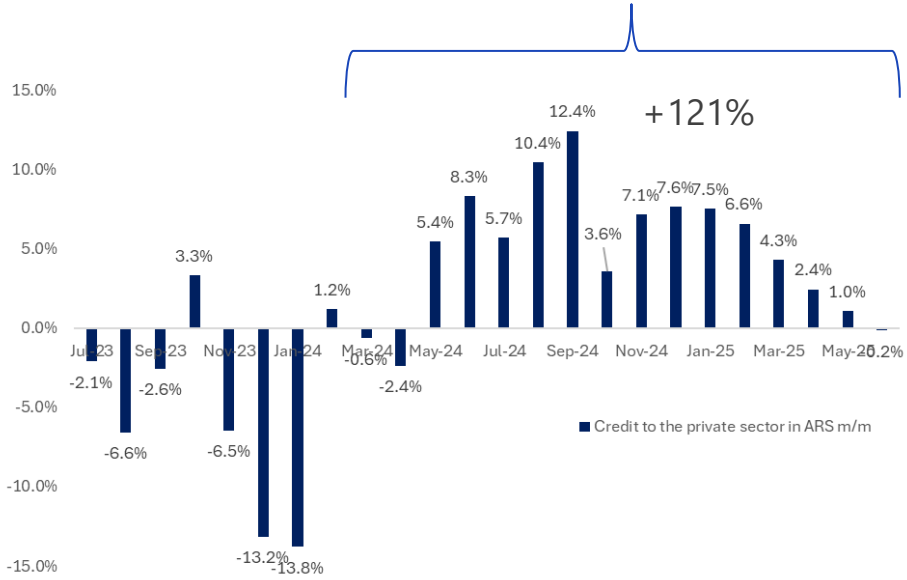
Los shoppings están en zigzag y los MELI de este mundo no figuran en las estadísticas!



Source: Came, BTG Pactual

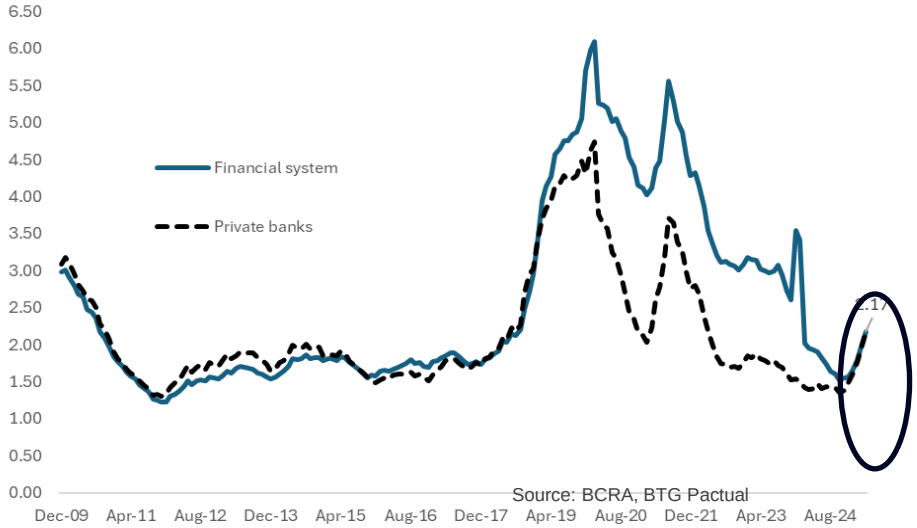
El crédito se ralentizó por varias razones

Crecimiento mensual de crédito desestacionalizado en ARS



Source: BCRA, INDEC, BTG Pactual

La morosidad crece, pero de bases muy bajas



Source: BCRA, BTG Pactual

El Sistema tiene varios problemas para hacer crecer el crédito.

1. Ya ordeñó a empresas e individuos fáciles
2. La tasa real es un problema para la capacidad de pago
3. La liquidez en pesos es un tema relevante

También hay aumento de cheques rechazados. La tasa real es parte del problema

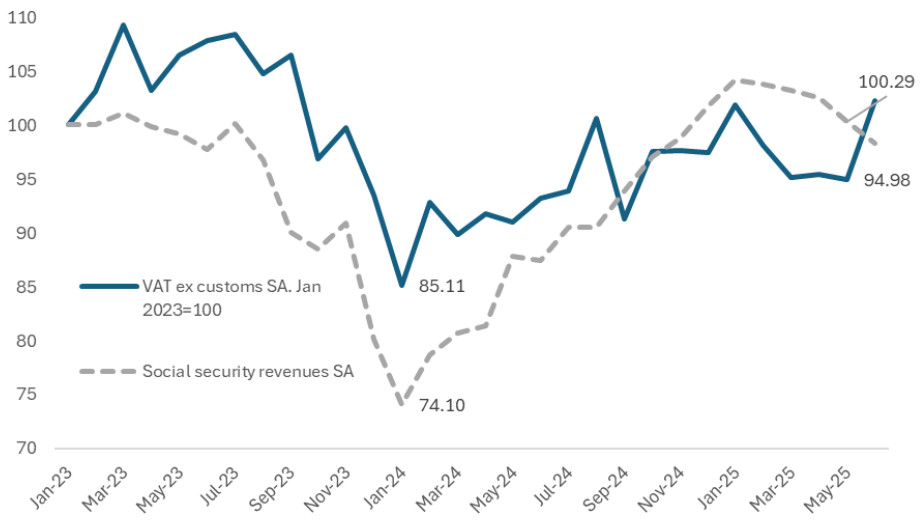
El semáforo

La paleta de colores está mucho más mezclada que antes

All data m/m SA	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Accumulated vs Nov23
Monthly GDP	2.5%	1.0%	-0.1%	0.7%	0.9%	1.0%	0.0%	0.8%	-1.9%	1.9%			4.6%
Exports	-1.6%	-0.4%	2.1%	3.7%	0.4%	0.5%	-1.3%	1.5%	-2.8%	-5.6%	0.4%		23.1%
Imports	11.5%	-10.8%	32.3%	-1.0%	-4.4%	8.1%	2.3%	8.9%	-7.5%	2.4%	-4.3%		5.9%
VAT ex customs	0.7%	7.2%	-9.3%	6.8%	0.1%	-0.3%	4.6%	-3.7%	-3.1%	0.3%	-0.5%	7.6%	2.4%
Manufacturing	5.5%	2.5%	1.4%	-0.7%	1.1%	-0.1%	-1.5%	0.0%	-3.9%	2.2%			-3.4%
Beef	22.0%	-5.3%	3.3%	6.7%	-11.2%	4.5%	-3.1%	-0.5%	-9.1%	11.9%	-6.3%		-10.7%
Poultry	27.9%	-9.3%	0.4%	6.0%	-8.4%	5.0%	1.1%	1.6%	-7.6%	9.9%	-4.8%		-0.5%
Pork	22.0%	-13.9%	1.8%	3.8%	-6.3%	8.5%	-3.4%	2.0%	-9.2%	8.8%	-4.8%		-3.3%
Flour	11.7%	1.9%	-3.7%	7.2%	-4.6%	1.2%	3.0%	1.6%	-10.5%	7.8%	-1.8%		-3.2%
Oilseed crushing	18.3%	-12.2%	25.9%	3.2%	-7.9%	4.4%	-5.6%	-15.4%	4.8%	-17.2%	5.4%		38.3%
Milk output	2.9%	-1.7%	1.7%	0.5%	0.8%	0.5%	-1.4%	-0.7%	5.8%	1.0%	0.9%		7.7%
Cement output	19.4%	-11.7%	3.7%	0.1%	0.0%	4.8%	8.5%	-4.4%	-8.0%	11.9%	-11.7%		-15.1%
Asphalt	32.7%	-15.1%	14.0%	3.8%	7.5%	10.8%	7.4%	-13.9%	-9.8%	12.2%			28.5%
Steel output	8.1%	7.6%	3.5%	-7.8%	-0.1%	-12.2%	15.0%	13.9%	-4.6%	-1.0%	3.0%		-8.2%
Oil	2.5%	4.7%	1.8%	-0.6%	1.4%	0.7%	-0.6%	-0.4%	0.6%	-0.1%	0.8%		13.8%
Gas	1.7%	-5.3%	4.5%	-3.1%	-2.9%	-3.2%	10.2%	4.7%	-6.7%	1.2%	0.5%		7.1%
Electricity	15.2%	-1.2%	-4.8%	4.7%	-2.0%	-5.4%	7.5%	9.7%	-10.4%	-1.7%	-2.5%		-4.3%
Fuel	2.1%	-2.0%	-2.0%	3.4%	0.2%	-1.2%	1.9%	-1.1%	1.7%	1.4%	0.3%		-1.6%
Construction activity	7.2%	-2.4%	1.8%	-4.2%	2.8%	3.9%	-1.0%	2.0%	-3.6%	5.1%			-19.0%
Real estate transactions city of BA	10.9%	-0.8%	-1.9%	11.8%	-1.9%	11.6%	12.2%	9.9%	-20.7%	10.8%	-10.4%		54.4%
Car sales	23.5%	12.1%	-3.8%	8.0%	-3.7%	13.2%	8.3%	5.5%	-4.2%	16.9%	-0.2%		95.0%
Motorbike registrations	13.7%	19.2%	-14.4%	7.5%	7.4%	13.3%	0.3%	-16.5%	-2.3%	8.5%	-0.2%	7.2%	33.0%
Supermarket sales	0.1%	0.3%	-0.2%	-1.4%	2.2%	0.0%	2.0%	-0.4%	1.9%	0.5%			-5.8%
Shopping mall sales	-10.8%	8.2%	-4.6%	-6.0%	6.5%	0.9%	-3.9%	-1.6%	13.2%	-6.9%			5.5%
Retail sales (CAME)	9.3%	3.7%	3.6%	6.1%	-2.5%	7.8%	-5.2%	3.8%	-3.9%	-3.4%	-4.5%		-7.5%
Domestic air travel	7.4%	-5.4%	-4.4%	-4.7%	2.4%	-2.2%	-5.3%	-1.5%	9.3%	4.1%	10.8%		5.2%
Consumer Confidence	5.0%	6.0%	-5.9%	8.8%	6.1%	2.3%	2.9%	-0.3%	-6.7%	0.0%	3.2%	0.0%	-4.3%
Confidence in the government	-3.7%	7.2%	-15.0%	12.2%	9.9%	-0.3%	-1.9%	-1.8%	-5.4%	-3.7%	5.0%	-4.6%	65.6%
Wages private sector formal workers	1.0%	0.0%	0.4%	2.5%	0.1%	1.7%	1.0%	0.5%	-0.4%				4.6%
Credit to the private sector in ARS	6.2%	10.8%	11.7%	3.7%	7.1%	7.8%	7.4%	6.3%	4.4%	2.9%	1.0%		63.0%
NPL ratio	1.73	1.65	1.61	1.53	1.55	1.57	1.65	1.77	1.96	2.18			#N/A
#jobs in the formal private sector ('000s)	-9.5	3.7	6.9	4.8	-1.3	6.5	-8.3	14.6	-7.3				(115.35)

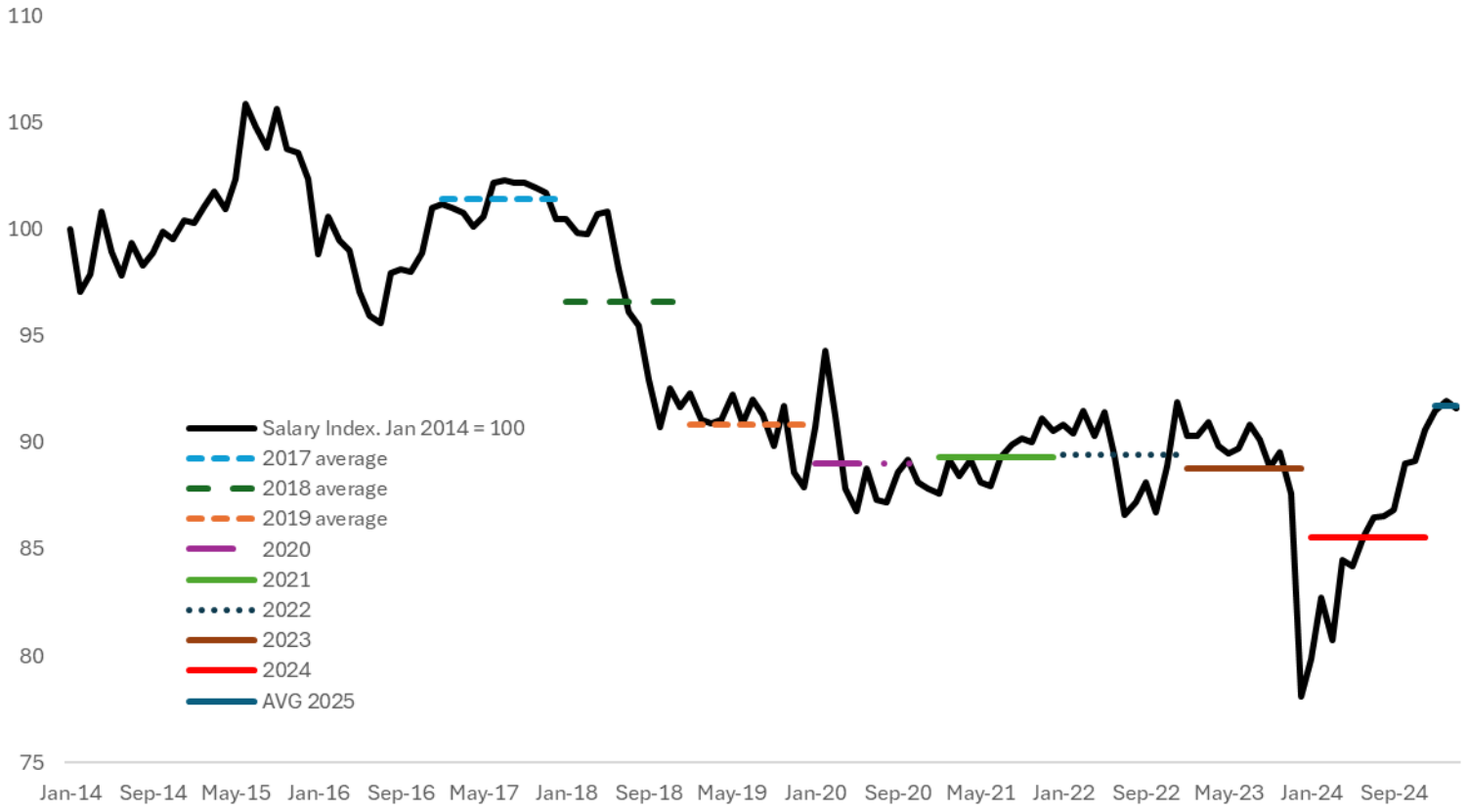
Más señales de “la calle”

IVA repuntó en junio, seguridad social, cayó luego de una gran recuperación



Una recuperación en V que se queda sin nafta

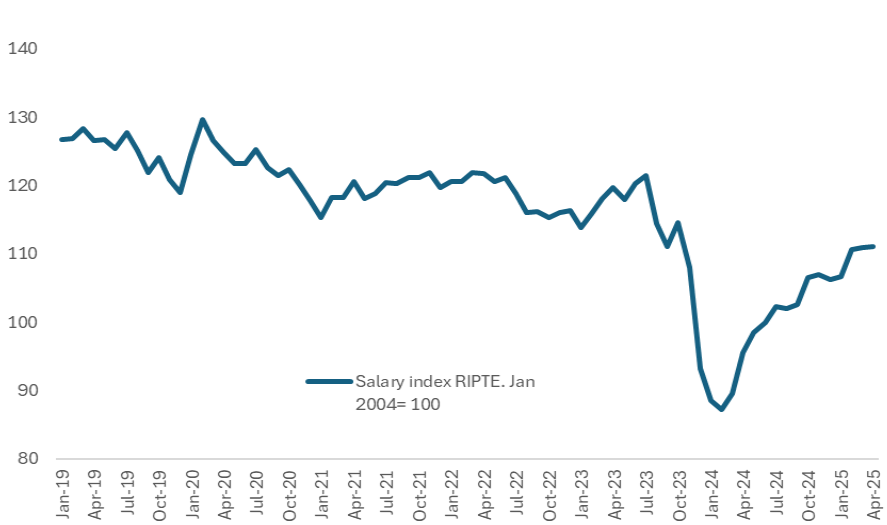
La gente tiene alguna expectativa de volver a 2017/18, pero eso no va a pasar…por lo menos en el corto plazo



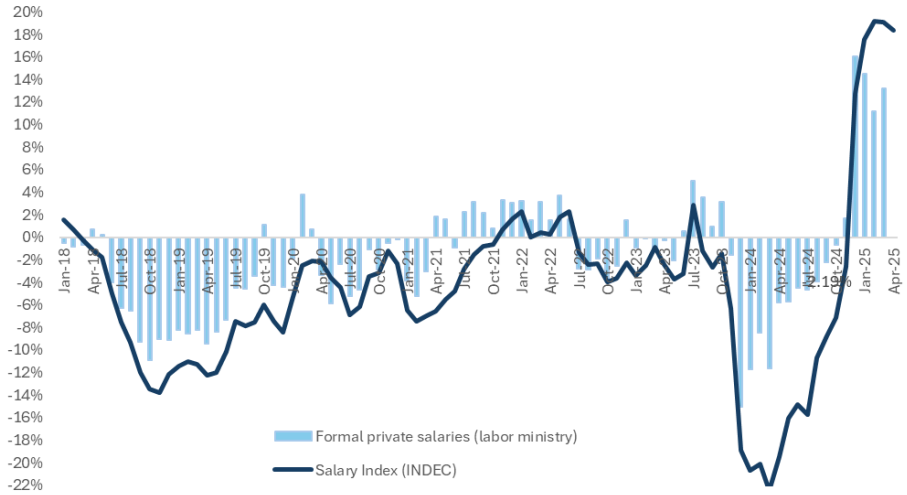
El salario en diferentes dimensiones

La impresión es que la recuperación se acabó, pero no es obvio que haya cáídas netas de salarios.

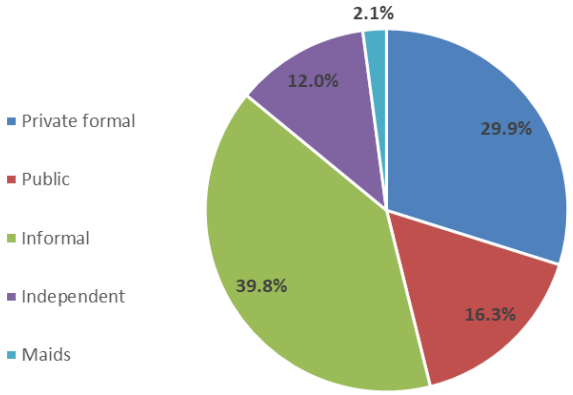
Indice RIPTE

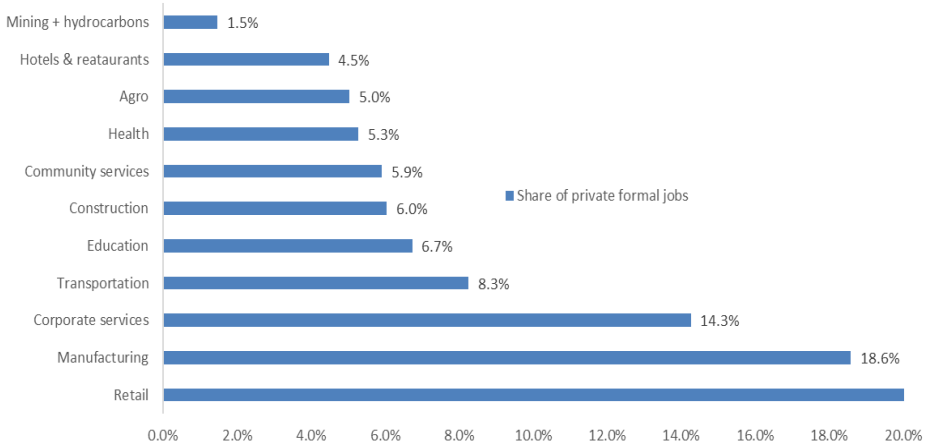


Crecimiento interanual del salario real



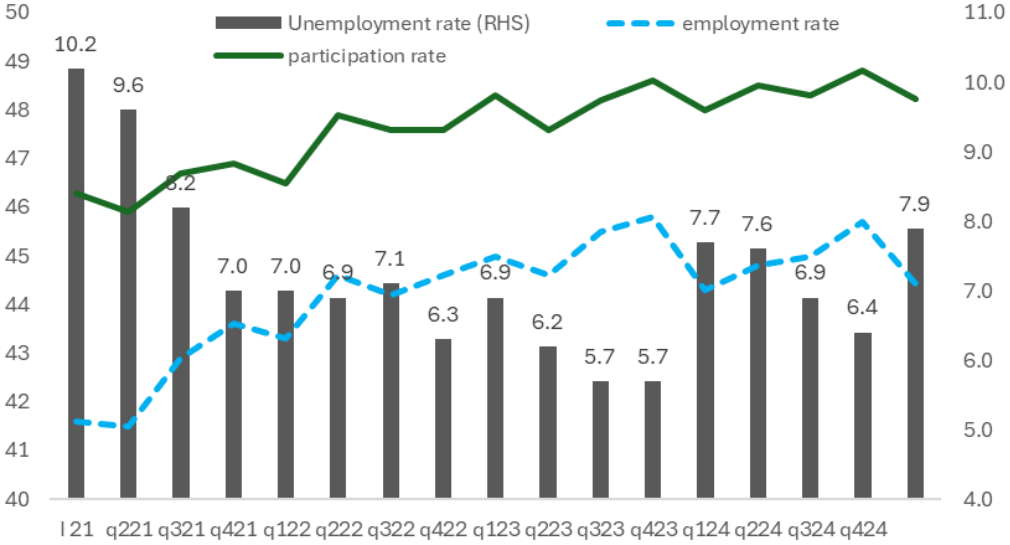
Snapshot del mercado laboral



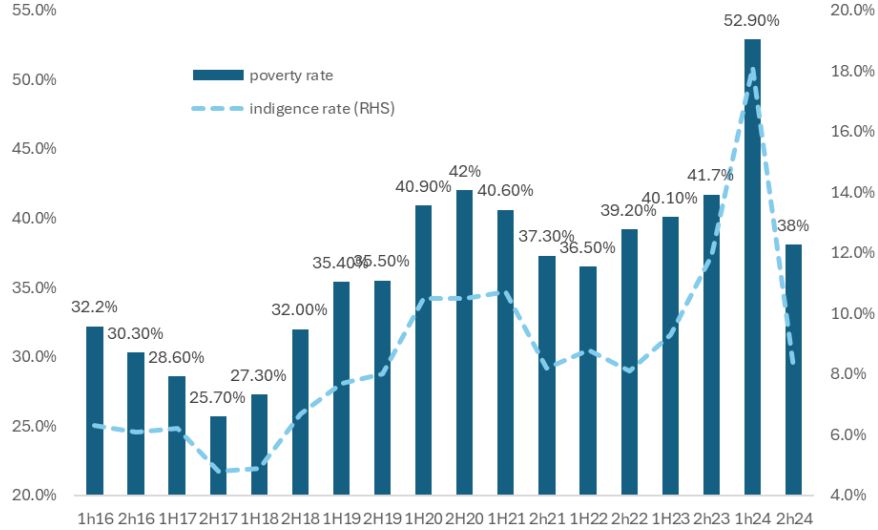


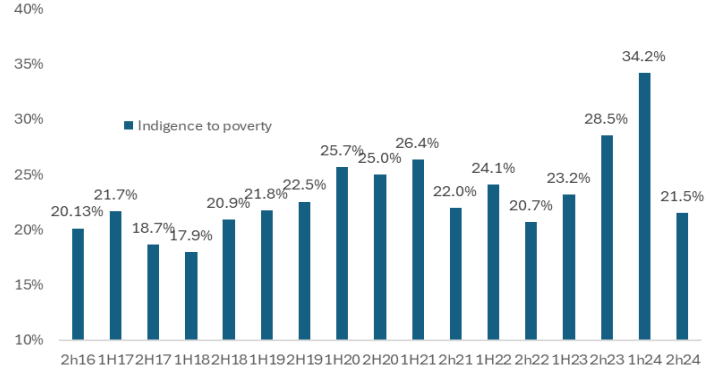
Province	Employment growth y/y	Quarterly growth SA	% of formal private employemnt
Buenos Aires	-0.22%	0.75%	31.74%
City of BA	-0.38%	-0.37%	24.28%
Cordoba	-0.38%	0.61%	8.35%
Santa Fe	-0.61%	-0.49%	8.18%
Mendoza	1.12%	2.95%	4.08%
Tucuman	0.59%	-3.15%	2.46%
Neuquen	3.60%	1.98%	2.40%
Entre Rios	-0.28%	-1.20%	2.18%
Salta	-4.74%	-1.39%	1.99%
Rio Negro	0.05%	6.13%	1.84%
Misiones	-3.98%	-0.38%	1.62%
San Juan	0.61%	2.79%	1.28%
Chaco	-0.45%	-0.52%	1.18%
Jujuy	1.2%	-0.98%	0.93%

La recuperación será con poco empleo



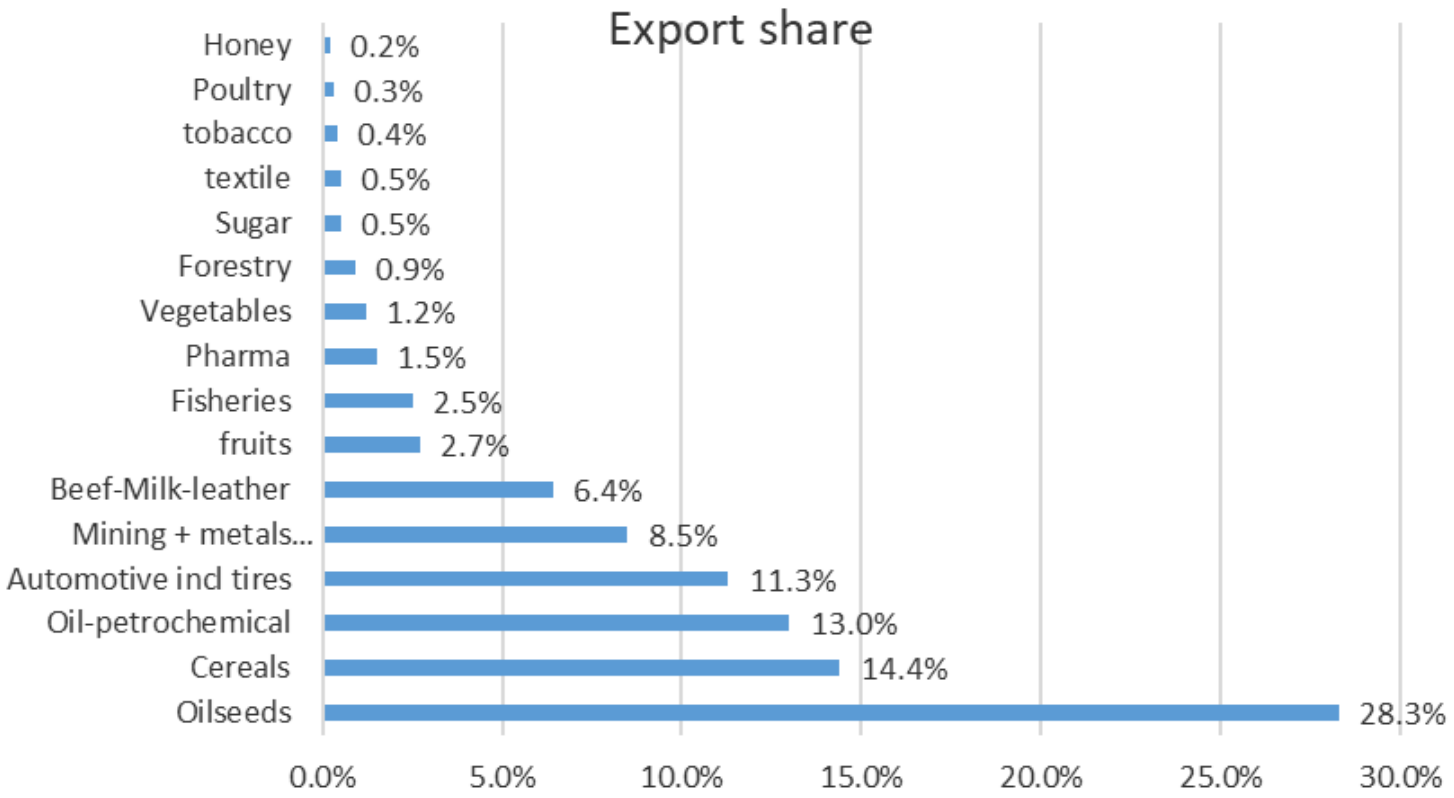
Sources: INDEC, Ministry of Labor, BTG Pactual





La clase media baja es la más vulnerable. Es así donde veremos transformaciones. Más importaciones, búsqueda de eficiencias frente a la baja de márgenes. A esto se suman unos 50K menos empleados en el Estado. Y cierto derrame sobre sectores más pobres (postergo la pintura de la casa)

Complejos exportadores en Argentina



Resumen de proyecciones

	2021	2022	2023	2024 F	2025 F	2026 F
Crecimiento del PBI (%)	10.4%	6.0%	-1.9%	-1.3%	5.2%	3.5%
Inflación (%)	50.9%	94.8%	211.4%	118%	28%	15.0%
Dólar oficial (Fin del período)	102.8	177.1	808.5	1,033	1,320	1,488
Contado con liquidación (Fin del período)	200.9	336.6	966.4	1,190	1,320	1,488
Brecha (%)	95.5%	90.0%	19.5%	15.3%	0.0%	0.0%
Reservas internacionales netas* (USDbn)	2.3	7.7	-10.1	-2.4	17.6	24.5
Tasa de política monetaria (%)	38%	75%	100%	32%	n/a	n/a
Resultado primario (% PBI)	-3.0%	-2.4%	-2.7%	1.8%	1.6%	2.2%
Resultado financiero (% PBI)	-3.6%	-4.2%	-4.4%	0.3%	0.3%	0.0%
Superávit comercial (% PBI)	15.3	21.8	12.5	18.7	10.8	7.8
Cuenta corriente base caja en (USDbn)	5.6	4.8	-3.6	1.7	-10.2	-15.7
Cuenta corriente en base caja como (% PBI)	1.1%	0.8%	-0.6%	0.3%	-1.4%	-2.1%

*Incluye desembolsos FMI, Repo

btg pactual