

Expo e impo en 2025: Grandes desafíos para acumular reservas en 2025

Si el esquema cambiario se mantiene durante todo este año es probable que veamos crecientes tensiones en el mercado de cambios a lo largo de 2025.

La existencia del Blend, que en principio reduce la capacidad de acumulación de divisas del BCRA, ha demostrado de ser insuficiente en los últimos meses para mantener la brecha baja obligando al BCRA a usar divisas adicionales para contener la brecha. Ambos tipos de intervención han afectado significativamente la capacidad de acumular divisas al BCRA lo que tiende a aumentar los desequilibrios.

En ese intrínquilis navega el esquema cambiario del gobierno a la espera de un acuerdo con el FMI, mientras el panorama en 2025 en materia cambiaria y en acumulación de divisas luce extremadamente desafiante. En base a datos del año 2024 y usando algunas estimaciones para 2025 analizamos los desafíos que le esperan al gobierno en esta materia.

Veamos.

Tomando los números de importaciones y exportaciones que proyecta el REM¹ podemos considerar que nivel de balanza comercial de bienes espera el mercado².

De acuerdo con la mediana de esos datos las exportaciones FOB alcanzarían los USD 84.001 millones, mientras que las importaciones CIF ascenderían a USD 69.390 millones. Así, según el REM el resultado del Intercambio Comercial que publica el INDEC arrojaría un resultado positivo de USD 14.611 millones (dato en base devengado). Esta cifra compara con el resultado 2024 que arrojó un superávit de USD 18.899 millones (devengado).

Ahora bien, ¿qué pasó con el resultado de la cuenta bienes en el balance cambiario en 2024 en base caja que es lo que recibió concretamente el BCRA como liquidación de divisas el año pasado?

El resultado fue de USD 18.677 millones. Una cifra bastante similar a la del dato del INDEC lo que podría inducir a concluir que si el REM espera un superávit de bienes

¹ Tomamos como referencia la proyección 2025 del Top 10 de pronosticadores.

² Los pronósticos hacen referencia a exportaciones e importaciones que publica el INDEC por lo que se consideran exportaciones FOB e importaciones CIF ambas en base devengado. En el balance cambiario base caja se consideran exportaciones e importaciones FOB en base caja, es decir efectivamente ingresadas y pagadas.

de USD 14.611 millones (devengado) ese resultado sería similar al resultado de la cuenta bienes del balance cambiario base caja que es lo que impacta en la acumulación de divisas del BCRA en 2025.

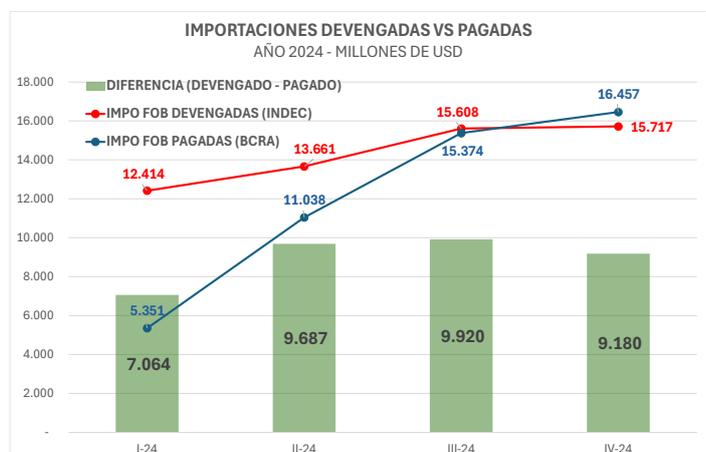
Sin embargo, asumir rápidamente ese resultado puede llevar a errores. En efecto, hay factores que incidieron en 2024 e incidirán en 2025 (si se mantiene el esquema actual) que impactarían de manera importante afectando severamente el resultado final.

Como primera medida debe tenerse en cuenta que bajo el esquema cambiario actual se deriva el 20% de las exportaciones al mercado del dólar financiero. Por lo tanto, si bien el monto de exportaciones FOB publicadas por el INDEC en 2024 fue de USD 79.721 millones, al BCRA le ingresaron divisas en base caja por exportaciones FOB por USD 66.897 millones. Prácticamente el monto de divisas resultante de detraer a las exportaciones devengadas FOB del INDEC el 20% que se dirige al Blend.

Otro ajuste que debe hacerse tiene que ver con las importaciones. En este caso la información del INDEC del año 2024 fue de importaciones devengadas en base CIF por USD 60.822 millones. En el balance cambiario del BCRA se informan importaciones de bienes FOB por lo que el monto devengado que los importadores podrían haber demandado potencialmente (si las importaciones devengadas hubieran sido igual a las efectivamente pagadas) en 2024 hubiese ascendido a USD 57.400 millones (dato de importaciones base FOB del INDEC).

Este monto de importaciones devengadas base FOB del INDEC es bastante mayor que la demanda de divisas por importaciones que debió abastecer el BCRA en 2024: USD 48.220 millones. La diferencia, unos USD 9.200 millones, reflejan menores pagos de importaciones del primer semestre de 2024 cuando se calendarizaron esos pagos.

Ese esquema de calendarización implicó que los importadores aumentaran el endeudamiento con sus proveedores del exterior



por USD 9.700 millones³ en el primer semestre de 2024; monto que creó una nueva deuda del BCRA con importadores, cifra similar a la cancelación de deuda vieja heredada por el BCRA.

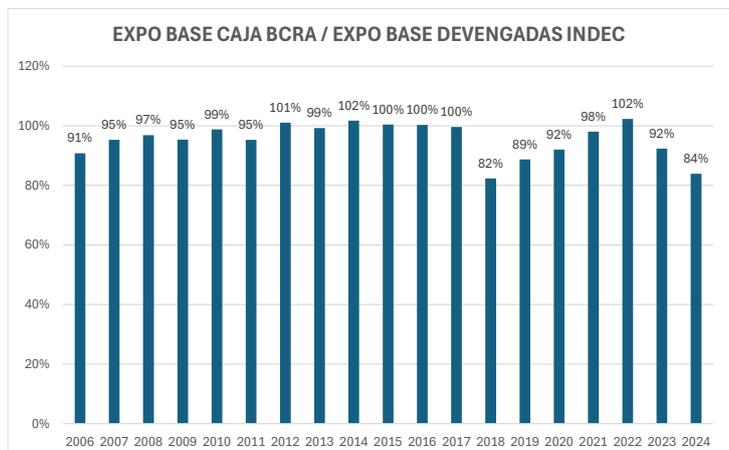
En el segundo semestre la diferencia entre las importaciones devengadas INDEC y las base caja del BCRA prácticamente no existieron (se pagaron unos USD 500 millones más que lo devengado) lo que refleja normalización de flujos, pero sin que se regularizaran aún los stocks creados en el primer semestre de 2024.

Ahora bien, que implica esta información y las proyecciones del REM para 2025:

1. Asumiendo que se cumpla la expectativa del top 10 de pronosticadores del REM para las exportaciones FOB INDEC las mismas serían de USD 84.001 millones. Si ajustamos esa cifra por lo que se deriva al Blend tendríamos un ingreso de divisas base caja de USD 67.200 millones.
2. Asumiendo que se cumpla la expectativa de la mediana del REM para las importaciones CIF INDEC, las mismas treparían a USD 69.390 millones. Esa cifra una vez ajustada por el costo de fletes y seguros para llevarlas a valores FOB BCRA (usando como base el costo de 2024) implicaría una demanda potencial de divisas para pago de impositivos de USD 65.574 millones.

Con estos datos se desprende que el esquema cambiario tal como está concebido arrojaría un resultado de la cuenta corriente cambiaria de escasos USD 1.200 millones a todas luces insuficientes para acumular reservas.

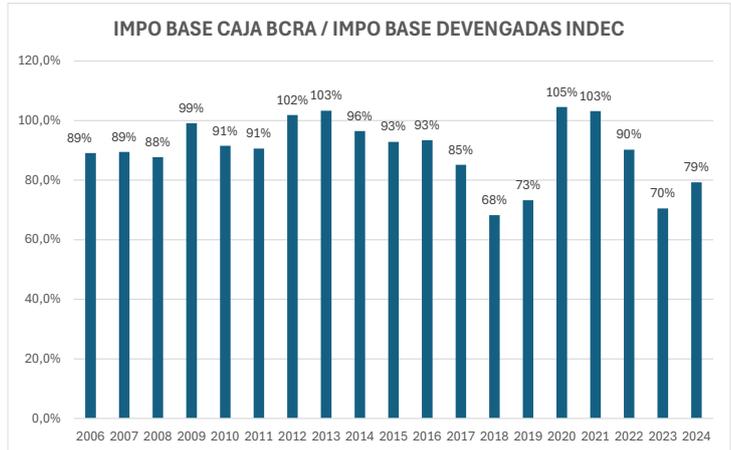
En este marco se entiende la avidez del gobierno para que los exportadores tomen deuda y anticipen liquidaciones de forma tal de que las liquidaciones de exportaciones base caja (divisas que ingresan al BCRA) superen las base devengado (dato del INDEC), algo que estimamos va a ser difícil que suceda si nos atenemos a lo que históricamente ha sucedido (ver gráfico donde se observa que las expo devengadas y las expo base



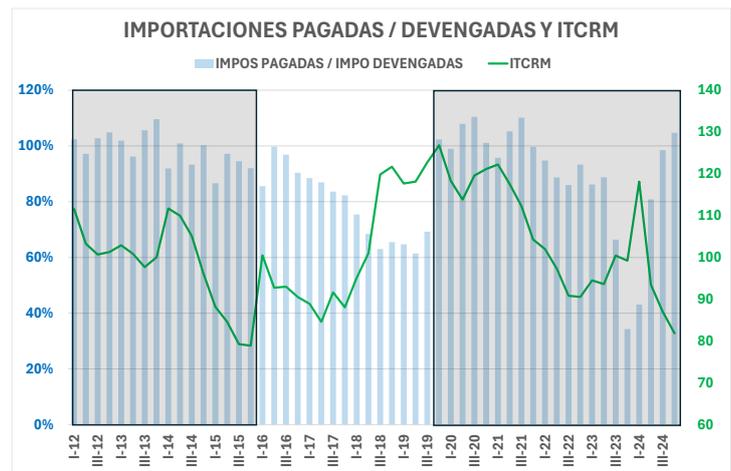
³ Prueba de este aumento se puede ver en el informe de Deuda Externa Privada del BCRA donde se informa que, en 2024 y hasta el mes de septiembre, los importadores pagaron deuda vieja con sus proveedores del exterior por unos USD 10.500 millones usando BOPREAL y vía CCL pero la deuda por importaciones de bienes se mantuvo sin cambios de lo que se desprende que se creó deuda nueva por una cifra similar al pago de deuda vieja por vía BOPREAL y CCL.

caja rara vez superan el 100% y donde queda reflejado el impacto de los diversos esquemas de dólar diferenciado en 2023 y 2024).

Quizá algo mejor le vaya al gobierno con la posibilidad de que la demanda de divisas por pagos de importaciones vaya por debajo de las importaciones devengadas. En este caso el comportamiento histórico ha demostrado varias divergencias cuando se comparan importaciones FOB devengadas publicadas por el INDEC con las importaciones FOB base caja del BCRA. Y esas divergencias en general refleja menor demanda de divisas efectivas que las importaciones devengadas (ver gráfico donde se destacan las trabas a las importaciones en 2023 y 2024⁴ en base anual y el gráfico siguiente en base trimestral donde sombreamos las etapas de cepo).



menor demanda de divisas efectivas que las importaciones devengadas (ver gráfico donde se destacan las trabas a las importaciones en 2023 y 2024⁴ en base anual y el gráfico siguiente en base trimestral donde sombreamos las etapas de cepo).



Sin embargo, considerando que la persistencia de las restricciones a la compra de divisas para pago de importaciones en 2023 y en la primera mitad de 2024 han sido muy significativas tendemos a ser algo escépticos en que pueda haber mucho espacio para ampliar esa divergencia.

En forma prudencial nos parece cauto considerar que la divergencia entre ambos datos podría contribuir a mejorar el saldo cambiario de la cuenta importaciones de bienes en un 10% por debajo del devengado FOB (es decir demanda de divisas en el balance cambiario por USD 59.000 millones en lugar de los casi USD 66.000 millones que se desprenderían del ajuste a importaciones FOB del dato esperado por el REM).

En forma prudencial nos parece cauto considerar que la divergencia entre ambos datos podría contribuir a mejorar el saldo cambiario de la cuenta importaciones de bienes en un 10% por debajo del devengado FOB (es decir demanda de divisas en el balance cambiario por USD 59.000 millones en lugar de los casi USD 66.000 millones que se desprenderían del ajuste a importaciones FOB del dato esperado por el REM).

⁴ Entre 2017 y 2019 la divergencia entre ambos datos obedeció a la liberalización del mercado de cambios que permitía la libre compra de divisas por lo que parte de los pagos de importaciones en el balance BCRA afectaban en otras partidas, como Formación de Activos Externos y Conceptos no Informados por el cliente entre otros.

En base a estos supuestos, de mantenerse el esquema cambiario sin modificaciones a lo largo de 2025 y persistiendo en un esquema de atraso cambiario (factor que, como se ve en el gráfico trimestral de importaciones pagadas sobre devengadas influye bastante a la hora de equilibrar las impto pagadas respecto de las devengadas) estimamos que la cuenta cambiaria de bienes arroje un resultado superavitario de USD 8.200 millones (expo base caja de USD 67.200 millones menos impto base caja por USD 59.000 millones) esto es casi USD 10.500 millones menos que el saldo de 2024 de USD 18.677 millones).

Si a este menor superávit le descontamos el déficit de la balanza de la cuenta servicios por casi USD 10.000 millones (dado que estimamos un deterioro del orden de USD 4.000 millones) producto de los gastos por viajes y turismo y la normalización de los pagos de importaciones de servicios, y le descontamos los pagos de intereses del año 2025 del sector público y privado que los estimamos en USD 8.500 millones, tendremos un déficit de cuenta corriente de unos USD 10.000 millones o el 1,3% del PIB. Esta cifra requerirá de un esfuerzo importante de endeudamiento del sector privado para ser equilibrada o implicará un impacto serio en materia de pérdida de divisas del BCRA.

| BALANCE CAMBIARIO - MILLONES DE USD | | | |
|--|---------------|----------------|----------------|
| | 2025 | 2024 | VAR |
| RDO BIENES | 8.200 | 18.677 | -10.477 |
| EXPO BIENES | 67.200 | 66.897 | 303 |
| IMPO BIENES | -59.000 | -48.220 | -10.780 |
| RDO SERVICIOS | -9.600 | -5.699 | -3.901 |
| EXPO SERVICIOS | 8.400 | 8.509 | -109 |
| IMPO SERVICIOS | -18.000 | -14.208 | -3.792 |
| DIVID. Y RENTAS NETOS | -233 | -238 | 6 |
| INTERESES NETOS | -8.356 | -10.938 | 2.582 |
| - AL IMF | -3.037 | -2.313 | -723 |
| - A OTROS OI | -1.879 | -2.049 | 170 |
| - A CDP | -244 | -296 | 53 |
| - SPN A PRIVADOS | -1.547 | -4.245 | 2.698 |
| - INTERESES SECTOR PRIVADO | -2.400 | -2.957 | 557 |
| - INTERESES (INGRESOS SEC. PRIVADO) | 750 | 922 | -172 |
| VARIOS | - | 34 | -34 |
| SALDO CTA CTE | -9.989 | 1.836 | -11.825 |
| En % del PIB | -1,3% | 0,3% | -1,5% |

No descartamos que el gobierno pueda ganar algo de tiempo en estos primeros meses del año ganando algunas divisas producto de la cosecha gruesa y la baja de retenciones. Sin embargo, si aprovechando estos episodios de características más bien temporarias, se postergan decisiones para avanzar en la normalización del mercado cambiario, los costos a pagar más adelante podrían ser más dolorosos.

Un acuerdo con el FMI en estos meses con fondos frescos y reformulación del esquema cambiario sumado a esa mejora temporal esperada en las reservas, debería ser un gran incentivo para que el gobierno avance en este sentido considerando el tránsito hasta las elecciones de octubre.

Por el contrario, creemos que postergar todas las definiciones para luego de las elecciones de 2025 manteniendo este esquema podría derivar en crecientes

tensiones a medida que se acerque octubre no sólo por lo electoral sino por las expectativas de que en 2026 el acuerdo con el FMI lucirá inevitable. A esa altura la posibilidad de negociación del gobierno irá siendo menos holgada considerando el calendario de pagos de 2026 y una posible suba de brecha prelectoral con expectativas de desarme del cepo para el año siguiente.

Una salida parcial y limitada podría ser eliminar el Blend. Sin embargo, sin este mecanismo es probable que veamos brechas más altas y con una brecha más alta no hay certezas de que el BCRA se pueda apropiarse de esas divisas que hoy fluyen al Blend ya que brechas altas incentivarían aceleración de pagos de importaciones y demora de liquidación de exportaciones.

Al respecto podemos señalar que el esquema se volvió altamente dependiente de mecanismos ad-hoc. En el primer semestre de 2024 vía calendarización de importaciones, en el segundo semestre vía endeudamiento de privados producto del éxito del blanqueo. En 2025 arrancó con una baja temporaria de retenciones al estilo del dólar soja de Massa.

Si no se busca una solución de fondo en el marco de un acuerdo con el FMI que incluya financiamiento para la transición hacia una normalización del mercado de cambios, esperaríamos más medidas temporarias aun cuando las mismas es probable que vayan aumentando el costo de salida del cepo.

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de Aurum Valores S.A. para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables o instrumentos financieros mencionados y deberá basarse en la investigación personal que considere pertinente realizar. Aurum Valores S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Asimismo, bajo ningún concepto podrá entenderse que Aurum Valores S.A. asegura y/o garantiza resultado alguno en relación a posibles inversiones en valores negociables o instrumentos financieros mencionados, siendo el destinatario del mismo plenamente consciente de los riesgos inherentes a la actividad bursátil y/o financiera. Consecuencia de lo reseñado, el destinatario desiste de realizar reclamo alguno a Aurum Valores S.A., por eventuales daños y perjuicios que pudiera padecer, sustentando su reclamo en la información brindada en el presente.