Semana Económica

El impacto de la suba del riesgo país en la economía real

- ✓ El riesgo país de Argentina pasó de 410 puntos básicos (p.b.) en la primera semana de julio a 820 p.b. en la actualidad, disipando la alternativa de crédito externo en el mercado. Ahora bien, a diferencia de otros momentos, en donde las tensiones financieras se trasladaban rápidamente al tipo de cambio, el dólar subió menos de 5% en lo que va del segundo semestre, en tanto que la inflación acumuló más de 8% entre julio y octubre. Más aún, dado que el Real aumentó 8% nominal en el período y que el aumento de precios fue de 0,7% en Brasil, el tipo de cambio real multilateral de nuestro país se apreció 2,5%. El boom de las exportaciones petroleras y mineras y su sendero de crecimiento esperado están permitiendo disociar ambos mercados. Si el dólar no sube, ¿el salto del riesgo país no afecta la economía real?

- ✓ El Banco Central redujo significativamente su ritmo de compra de divisas en los últimos meses, cayendo de USD 1.900 millones promedio mensual entre enero y junio a USD 2.100 millones en julio y USD 880 millones entre agosto y octubre. En respuesta, las Reservas netas pasaron de crecer 1.300 millones promedio mensual en la primera mitad del año a caer USD 500 millones entre julio y octubre. La desaceleración no correspondió a una menor liquidación del sector agropecuario (que trepó de USD 2.300 millones a USD 3.000 millones entre ambos períodos) ni al aumento de la compra de dólares billete (de USD 2.300 millones a USD 2.600 millones).

- ✓ La suba del riesgo país desalentó la emisión de obligaciones negociables y la demanda de préstamos bancarios en dólares: este flujo se redujo de USD 2.700 millones en el promedio enero-julio a USD 2.100 millones entre agosto y octubre, marcando una caída de 20%. El aumento del costo del endeudamiento del Estado Nacional achicó la ventana de financiamiento de las empresas, afectando una de las principales fuentes de divisas del Banco Central. Las obligaciones negociables y los préstamos en dólares conectan las variables financieras con la economía real, ya que más crédito para empresas hoy implica más inversión mañana. La desaceleración de esta fuente de divisas, entonces, es un problema para el rebote de la actividad.

- ✓ Las menores compras de reservas del Banco Central, motivadas por la suba del riesgo país, desaceleraron la expansión de la base monetaria, llevando al Tesoro Nacional a reducir en 10 p.p. su tasa de roll-over de deuda en pesos en los últimos tres meses (de 115% a 105%), respecto de lo que había sido la primera parte del año. Con este cambio, busca “dejar más pesos en la calle”, acotando el incremento del costo de financiamiento del sector privado, en un escenario de caída del nivel de actividad.

- ✓ No obstante, y a la vez, la menor oferta de divisas impulsa a sostener el rendimiento de las colocaciones en pesos para moderar la demanda de dólares. La búsqueda simultánea de controlar precios y cantidades del dinero imprime volatilidad sobre las de interés, desincentivando la demanda de crédito de empresas y familias y postergando aún más la recuperación de la economía real.

Gerencia de Estudios Económicos
estudioseconomicos@bpba.com.ar

El impacto de la suba del riesgo país en la economía real

El riesgo país de Argentina pasó de 410 puntos básicos (p.b.) en la primera semana de julio a 820 p.b. en la actualidad, con un máximo de 900 p.b. a principios de mes. Considerando que el rendimiento de los títulos a diez años del Tesoro de Estados Unidos pasó de 4,5% a 5% en el camino, el salto del riesgo país argentino implicó que la tasa de interés de los títulos del Estado Nacional trepara de la zona de 9% a mediados de año a 13,5% en noviembre. Si la tasa de crecimiento de mediano plazo de la economía está por debajo de la tasa de interés -uno de los índice de sostenibilidad de la deuda más usados-, se disipa la alternativa de financiamiento externo en el mercado para el Estado Nacional.

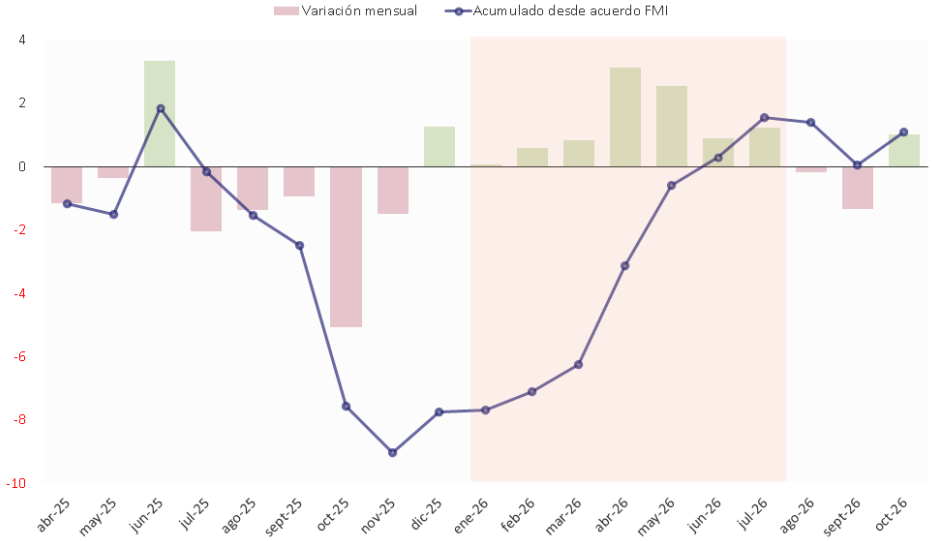
Ahora bien, a diferencia de otros momentos, en donde las tensiones financieras se trasladaban rápidamente al mercado cambiario, el dólar subió 3,5% entre julio y octubre, en tanto que la inflación acumuló más de 8%. Más aún, dado que el Real aumentó 8% nominal en el período y que la suba de precios fue de 0,7% en Brasil, el tipo de cambio real multilateral de nuestro país se apreció 2,5%. El boom de las exportaciones petroleras y mineras, más su sendero de crecimiento esperado, está permitiendo disociar ambos mercados. Si el dólar no sube, ¿el salto del riesgo país no afecta la economía real?

En primer lugar, vale destacar que el Banco Central redujo significativamente su ritmo de compra de divisas en los últimos meses, cayendo de USD 1.900 millones promedio mensual entre enero y junio a USD 2.100 millones en julio y USD 880 millones entre agosto y octubre. En respuesta, las Reservas netas pasaron de crecer 1.300 millones promedio mensual en la primera mitad del año a caer USD 500 millones entre julio y octubre. La relación entre Reservas brutas y PBI de nuestra economía es la mitad que la media regional -7% y 15%, respectivamente; usamos Reservas brutas en lugar de netas porque es más fácil de homogeneizar entre países-, de modo que esta reversión nos aleja del "equilibrio macro".

Como resultado, las reservas netas crecieron en menos de 1 de cada 2 meses desde que se firmó el acuerdo con el FMI el año pasado -casi todos entre diciembre del año pasado y julio de 2026-, y acumulan un avance de solo USD 1.000 millones desde abril 2025.

Reservas netas: variación mensual y acumulada desde acuerdo FMI

En USD miles de millones. Fuente: elaboración propia en base a BCRA.



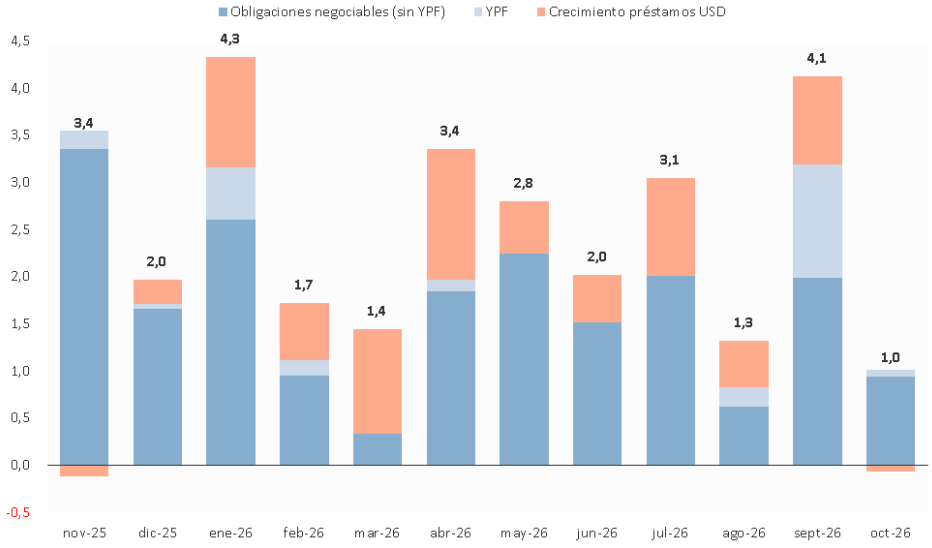
Es importante notar que la desaceleración de la compra de dólares del Banco Central no respondió a una menor liquidación del sector agropecuario: ésta trepó de USD 2.300 millones mensuales entre enero y julio a casi USD 3.000 millones entre agosto y octubre, según la Cámara de la Industria Aceitera y de Exportadores de Cereales de la República Argentina (CIARA-CEC). En el mismo sentido, tampoco obedeció a un salto de la compra de billetes de personas humanas, que pasó de USD 2.300 millones entre enero y julio a USD 2.600 millones en agosto y septiembre (sin datos de octubre todavía).

En contraste, la suba del riesgo país desalentó la colocación de obligaciones negociables y la demanda de crédito bancario en dólares: entre enero y julio, este flujo promedió USD 2.700 millones mensuales, pero se redujo a USD 2.100 millones entre agosto y octubre (noviembre no se vislumbra mucho mejor), lo que implica una caída de 20%. Más aún, si excluimos a YPF, empresa pública y con una oferta de financiamiento que trasciende la coyuntura, el avance del crédito en dólares por ambas vías cayó de USD 2.600 millones promedio mensual entre enero y julio a USD 1.600 millones en los últimos tres meses, y el deterioro asciende a 35%.

El aumento del costo del endeudamiento del Estado Nacional estrechó la ventana de financiamiento de las empresas, afectando una de las principales fuentes de divisas del Banco Central. Las obligaciones negociables y los préstamos en dólares conectan las variables financieras con la economía real, ya que más crédito para empresas hoy implica más inversión mañana. La desaceleración de esta fuente de divisas, entonces, es un problema doble.

Crédito en dólares: obligaciones negociables y préstamos bancarios

En USD miles de millones. Fuente: BCRA y Comisión Nacional de Valores.

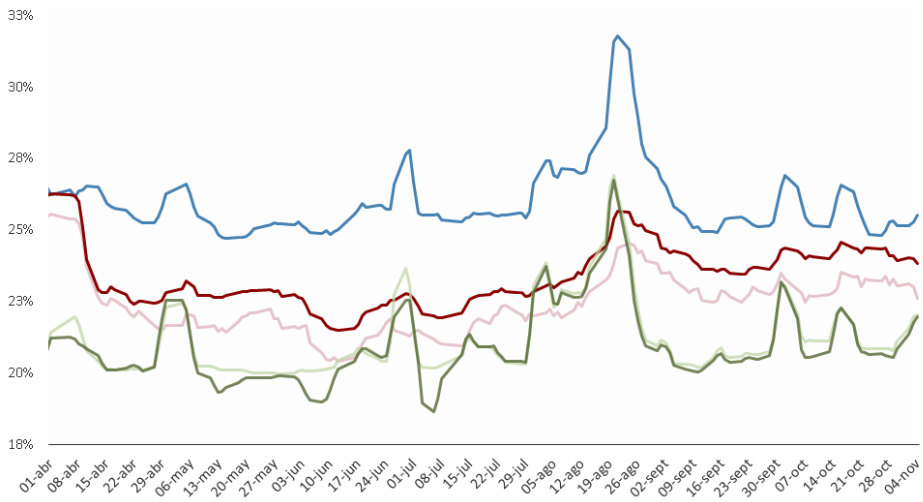


Una consecuencia directa de las menores compras de reservas del Banco Central que provocó la suba del riesgo país fue la menor expansión de la base monetaria por esta vía: la emisión de pesos por compra de divisas se redujo de 2,7 billones mensuales entre enero y julio a 1,3 billones entre agosto y octubre. Esto motivó al Tesoro Nacional a ajustar su financiamiento neto en las licitaciones de deuda en pesos, y su tasa de roll-over cayó 10 p.p. entre enero-julio y agosto-octubre (de 115% a 105%). Como resultado, el Palacio de Hacienda absorbió menos liquidez (2,3 billones mensuales en la primera parte del año vs. 0,8 billones en la segunda), y su incidencia contractiva sobre la política monetaria se moderó.

De todas formas, en las últimas semanas, la tasa de interés en pesos sumó señales de tensión, a la vez que la intervención del Sector Público viene creciendo, aunque en este caso para atenuar el costo del crédito.

Corredor de tasas de interés

Fuente: BCRA. Promedio tres días hábiles.



Hacia adelante, el próximo 9 de enero, el Tesoro Nacional deberá pagar USD 4.300 millones al mercado, por vencimientos de capital e interés de los Bonares y Globales. Sin financiamiento externo, es probable que el Palacio de Hacienda le compre las divisas al Banco Central, tal como hizo en enero y julio de 2026. Ahora bien, como marcamos en el **Semana Económica 953**, en las oportunidades anteriores, los pesos para hacer esa operación vinieron del giro de utilidades de la autoridad monetaria, y no redujeron la liquidez del sistema.

En sentido opuesto, si se aprobara la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central, esta operación quedaría vedada, y los pesos deberían salir de los depósitos del Tesoro. Como resultado, se ajustaría la liquidez del sistema y con ella el margen del Ministerio de Economía para incidir sobre la tasa de interés.

En un contexto de caída del nivel de actividad, la política económica intenta acotar el costo de financiamiento, en pos de sostener las alicaídas capacidades de empresas y familias. En simultáneo, en un contexto de moderación de la oferta de divisas, la política económica intenta sostener el rendimiento de las colocaciones en pesos, en pos de no alentar la demanda de dólares. La búsqueda simultánea de controlar precios y cantidades del dinero imprime volatilidad sobre las de interés, desincentivando la demanda de crédito de empresas y familias. Como resultado, posterga aún más la ya demorada recuperación de la economía real.

Principales variables

Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. i.a. % o Diferencia
Actividad					
PBI precios constantes	%	s.e. y v%a	II-26	-0,6%	2,0%
EMAE	%	s.e. y v%a	ago-26	0,1%	-1,7%
Salarios privados registrados					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v%a	ago-26	2,8%	30,4%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v%a	ago-26	1,2%	-2,3%
Fiscal					
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	sept-26	11,0%	-0,7 p.p.
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	sept-26	-9,8%	0,5 p.p.
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	sept-26	1,2%	-0,2 p.p.
Intereses	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	sept-26	-0,9%	0,1 p.p.
Resultado financiero	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	sept-26	0,3%	-0,1 p.p.
Precios					
IPC Nivel General, Nacional	%	v%m y v%a	oct-26	2,2%	33,1%
IPC Núcleo, Nacional	%	v%m y v%a	oct-26	1,5%	30,7%
Comercio exterior					
Exportaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	sept-26	10.036	100.845
Importaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	sept-26	7.060	74.373
Balanza comercial (INDEC)	USD M	Mes y 12m	sept-26	2.976	26.472
Balance cambiario					
Bienes (BCRA)	USD M	Mes y 12m	sept-26	3.317	26.855
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	Mes y 12m	sept-26	-1.796	-26.597
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	Mes y 12m	sept-26	-3.162	2.940
Tipo de cambio					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diario	12-nov-26	1.544,4	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	Diario	11-nov-26	1,2	
CCL	ARS/USD	Diario	12-nov-26	1.670,7	
CCL real multilateral	Dic 01=1	Diario	12-nov-26	1,3	
Reservas					
Reservas brutas	USD M	Diario	12-nov-26	49.078	
Compra neta de divisas semanal	USD M	Diario	12-nov-26	132	
Títulos públicos					
AL30	USD	Diario	12-nov-26	58,1	
GD30	USD	Diario	12-nov-26	60,7	
Riesgo País	USD	Diario	12-nov-26	813	
Monetario					
LECAP más corta	% TEM	Diario	12-nov-26	1,9%	
TAMAR Bancos privados	% TNA	Diario	12-nov-26	24,4%	
Internacional					
Real Brasil	BRL/USD	Diario	12-nov-26	5,7	6,0%
Yuan China	CNH/USD	Diario	12-nov-26	6,7	-6,1%
Soja (tn.)	USD	Diario	12-nov-26	448,6	8,5%
WTI (Petróleo)	USD	Diario	12-nov-26	89,0	51,6%

El presente informe no podrá interpretarse o considerarse como un asesoramiento profesiona para la realización de operaciones financieras. El Banco de la Provincia de Buenos Aires, sus directores, agentes o empleados no serán responsables por cualquier pérdida o daño, ya sea personal o patrimonial, que pudieran derivarse directa o indirectamente del uso y aplicación del contenido del presente informe. Para su reproducción total o parcial, agradecemos citar la fuente.