

9 de Enero de 2026

## Macro y Deuda Soberana para 2026

El 2026 será un año bisagra para la economía argentina. El tercer año de gobierno suele ser complejo para los mandatos presidenciales, en particular por los ajustes que suele requerir la macroeconomía en años no electorales.

Sin embargo, para este tercer año de mandato, los analistas proyectan un año bueno para la actividad (REM del BCRA estima un crecimiento del 3.5%), lo cual, de por sí, constituye una muy buena noticia. Visto desde otra perspectiva, la Argentina podría crecer dos años consecutivos luego de mucho tiempo. Las últimas ocasiones en las que el país logró crecer dos años seguidos estuvieron asociadas a rebotes luego de una crisis: tras la crisis financiera internacional (2010-2011) y la pandemia (2021-2022). En ambos casos, al año siguiente del rebote la economía volvió a caer en recesión.

La gran pregunta que se abre es si el país podrá retomar la tan deseada senda de crecimiento sostenido. El gobierno de Milei ha realizado un buen trabajo para lidiar con una herencia particularmente pesada, marcada por profundos desajustes macro en prácticamente todos los frentes. Sin embargo, aún resta un tramo por recorrer para consolidar un sendero de estabilidad. A nuestro juicio, los principales desafíos se concentran en el régimen cambiario y en el acceso al mercado internacional de deuda, ambos estrechamente emparentados.

El riesgo país ha caído de manera contundente. No obstante, aún no ha alcanzado los niveles necesarios para volver a emitir deuda en los mercados internacionales. El país continúa enfrentando una dinámica anómala e insostenible, amortizando los vencimientos mediante el uso de reservas.

Por este motivo, 2026 resulta un año de vital importancia, ya que en 2027 será muy complejo acceder a los mercados con las elecciones presidenciales a la vista, salvo que emerja una fuerza política no kirchnerista como principal alternativa en el frente opositor, algo que, por el momento, luce poco probable. En este contexto, creemos que el equipo económico contará con una ventana de oportunidad para acumular reservas a partir de la liquidación de la cosecha gruesa y, al mismo tiempo, volver a acceder al mercado internacional con el objetivo de aliviar el perfil de vencimientos de corto plazo.

### El régimen cambiario y la política monetaria

Desde enero se modificó el mecanismo de ajuste de la banda cambiaria. El techo de la banda se ajustará a un ritmo diario consistente con el último dato de inflación; básicamente, el techo de la banda quedará indexado a la inflación con dos meses de rezago (T-2). De este modo, pasamos de una banda activa, en la que el tipo de cambio se utilizaba como ancla nominal, a una banda pasiva, donde el tipo de cambio se ajusta en función de la inflación pasada.

Como mencionamos en nuestros resúmenes, el tipo de cambio real bilateral (TCRB) con el dólar dejará de apreciarse. Sin embargo, esto no implica necesariamente lo mismo para el tipo de cambio real multilateral (TCRM), ya que, en última instancia, dependerá de la evolución nominal de los socios comerciales. La principal amenaza exógena continúa siendo la fortaleza del dólar a nivel global o la depreciación de las monedas de nuestros socios comerciales, en especial la de Brasil.

El cambio es positivo, pero creemos que faltó algo más. El nuevo esquema permite corregir una falencia en el diseño de la banda original; de hecho, si la banda del acuerdo con el FMI desde abril hubiera seguido este nuevo crawling, hoy estaría cerca de un 10% por encima del nivel

actual. Sin embargo, los cambios anunciados no corrigen el nivel de la banda superior. A nuestro juicio, mirando principalmente los números del sector externo, el techo de la banda luce más como un razonable que como un verdadero límite superior a defender sin reservas propias. La buena noticia es que este esquema no es rígido, como una caja de conversión, ya que las bandas podrían volver a modificarse en el futuro si fuera necesario. El gobierno en contextos de dificultad supo también demostrar pragmatismo en etapas anteriores.

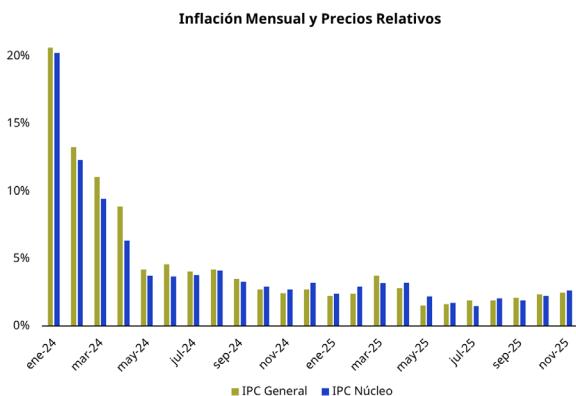


Fuente: Cucchiara Research en base a BBG, BCRA y Rofex.

Otro punto no menor es que el BCRA cambió la propia naturaleza del esquema. Pasamos de un crawling activo, cuyo único objetivo era combatir la inflación, a uno pasivo, en el que no solo se busca reducirla, sino que además se presta atención a las cuentas externas, evitando una apreciación excesiva del tipo de cambio. Creemos que la evidencia histórica muestra que este enfoque es más sano en Latinoamérica, como las experiencias de Chile y Uruguay ponen en evidencia. El punto débil del nuevo esquema es que, de alcanzarse el techo de la banda, la inercia inflacionaria se incrementaría, dado que la inflación pasada pasaría a ser un componente relevante de la inflación futura.

La evidencia latinoamericana muestra otra particularidad: reducir la inflación desde niveles de tres dígitos hasta los actuales se logra mucho más rápido que bajar inflaciones del 30%-50% a

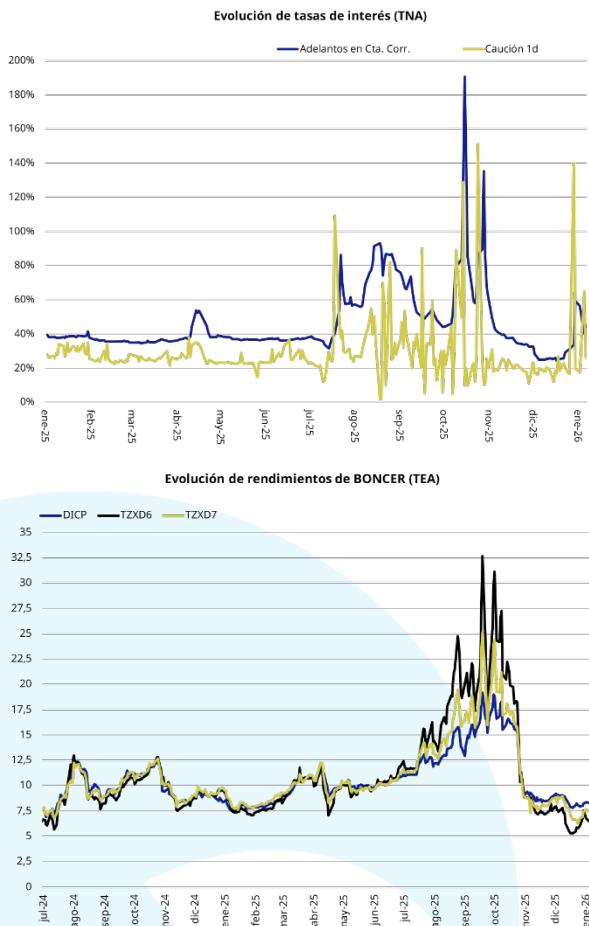
un dígito. Los últimos datos de inflación están poniendo esto en evidencia. El equipo económico debe ser paciente: con conducta fiscal y, de a poco, otorgándole mayor flexibilidad al esquema cambiario, la inflación continuará con su tendencia decreciente. Apresurarse en bajar la inflación utilizando el ancla cambiaria no es una buena receta en nuestra región.



Fuente: Cucchiara Research en base a INDEC.

Otro punto muy relevante es la política monetaria. Como se observa en los gráficos a continuación, la volatilidad de las tasas de interés ha sido exorbitante durante los últimos meses. Todas las tasas de mercado de corto plazo, tanto las tasas reales de los bonos ajustables por CER como las tasas de préstamos a empresas, han presentado una volatilidad extrema. Esto no solo complica el financiamiento del propio sector público, sino que además daña el mercado crediticio. El crédito privado creció con fuerza en 2024 y durante la primera parte de 2025. Desde entonces, el crédito a las empresas, en términos reales, sufrió una clara retracción.

Para normalizar la economía, es condición necesaria que el crédito privado aumente en relación con el PBI. La actividad económica de los últimos meses se caracterizó por una extrema heterogeneidad entre los sectores: algunos mostraron un muy buen desempeño, mientras que otros sufrieron esta coyuntura. La normalización del crédito es un punto clave para atenuar esta heterogeneidad.



Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA, BYMA y 1816.

Las elecciones de medio término, como sostiene el Gobierno, afectaron fuertemente la dinámica del mercado cambiario y monetario. Sin embargo, la política monetaria evidenció claros problemas de diseño, algo que en las últimas semanas volvió a hacerse evidente. Los cambios anunciados en diciembre van en la dirección correcta. El comunicado del BCRA detalló que continuará avanzando con el proceso de normalización gradual de la política de encajes. Asimismo, el BCRA indicó que volverá a realizar operaciones de mercado abierto y retornará a establecer un corredor de tasas mediante la utilización de pases activos y pasivos.

Por el momento, solo vimos el anuncio. Los encajes apenas se han flexibilizado y el BCRA no asistió mediante pases activos, la reciente iliquidez estacional de pesos de fin de año. Creemos que la política monetaria puede

mejorar de manera sustancial con la normalización de los encajes y con la implementación de un corredor claro de pases, en el que el BCRA absorba liquidez a una tasa piso (pase pasivo) y provea liquidez en el techo del corredor (pase activo), según las necesidades del sistema.

Un punto central es que este esquema resulta inconsistente con el objetivo de administrar el tipo de cambio. El equipo económico parece determinado a no permitir que el tipo de cambio alcance la banda superior. Para ello, viene utilizando diversas herramientas: ventas de dólar futuro, ventas de bonos dollar linked y, en ciertos días, ventas de dólar spot por parte del Tesoro. A su vez, en su última licitación de mediados de diciembre, el Tesoro realizó un rollover del 102% de los vencimientos. Desde entonces, no hubo un mecanismo de inyección de liquidez al sistema por parte del Tesoro o del BCRA. Resta definir si el Tesoro transfirió parte de su tenencia de pesos al BCRA para comprarlos los dólares cobrados por el Repo de esta semana. Creemos que el esquema monetario debe buscar una alternativa, sino la liquidez del sistema seguirá tensionada.

Dado que el equipo económico parece más preocupado por el tipo de cambio que por la tasa de interés, las intervenciones han estado más orientadas a retirar que a inyectar liquidez. Por ello, la tasa continúa siendo elevada y muy volátil. La propia banda superior o, más precisamente, la decisión del Gobierno de no permitir que el tipo de cambio se desplace hacia la banda superior, es la que termina generando este comportamiento en el mercado de tasas. Luego de las elecciones nacionales tuvimos un mes de noviembre y casi todo diciembre con un mercado de tasas tranquilo, normalizándose la liquidez del sistema. Sin embargo, en las últimas semanas, volvimos a ver una dinámica similar a antes de las elecciones, tasas altas y muy

volátiles. Esto pone en evidencias las falencias del esquema actual.

### Las reservas y la deuda soberana

El BCRA consiguió una valiosa línea de crédito. Sin lugar a dudas, es una buena noticia. La situación de las reservas netas, como muestra el cuadro a continuación, es muy frágil; por eso, todo puente de liquidez es bienvenido. Sin embargo, en el fondo no cambia el riesgo de crédito de forma significativa. De hecho, los bonos soberanos no subieron con la noticia del Repo.

millones de USD	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
<b>Reservas Brutas</b>	<b>41.500</b>	<b>39.007</b>	<b>23.073</b>	<b>31.500</b>	<b>43.187</b>
Oro	3.520	3.550	4.096	5.200	8.550
Encajes	11.400	11.905	9.096	15.100	16.540
Swap China	20.400	18.705	13.287	13.067	13.343
Swap EE.UU.	-	-	-	-	2.500
BIS	3.157	3.100	3.100	-	-
Sedesa	1.900	1.900	1.900	1.900	2.090
<b>Reservas Netas</b>	<b>4.643</b>	<b>3.397</b>	<b>- 4.310</b>	<b>1.433</b>	<b>8.714</b>

Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA.

El Banco Central consiguió un buen monto de USD 3.000 millones a una tasa muy buena para el país, del 7,4% (SOFR más 400 pb). Esto se sumó a la línea de Repo que el BCRA ya había conseguido por otros USD 3.000 millones, pero a una tasa más alta. Esta liquidez le permite pagar deuda, formalmente del Tesoro, sin utilizar reservas internacionales netas.

Hay que recordar que en 2024 el BCRA pudo comprar USD 18.700 millones en el mercado de cambios, pero pudo acumular sólo un tercio en las reservas debido a los pagos de deuda. Ya en 2025, el BCRA no pudo comprar reservas y los pagos de deuda se realizaron con dólares del FMI y algunas otras colocaciones menores de deuda. Como se observa en el gráfico a continuación, los países latinoamericanos

(Brasil, Chile, Perú y Uruguay) con bajo spread de crédito presentan una altísima cobertura de reservas. Sólo para tener una dimensión, estas economías tienen en reservas por equivalente a 15%-25% del producto.



Fuente: Cucchiara Research en base a FMI.

La señal del Repo es bienvenida, pero no alcanza para bajar el riesgo país. Al final del día, los USD 6.000 millones de Repo abiertos vencen en 2027, con lo cual no estiran el vencimiento de la deuda. El riesgo país, el que negocian los bonos, no va a caer significativamente con nuevos compromisos que vencen antes que los propios bonos. Argentina más que un problema de solvencia, tiene un problema grande liquidez y confianza. La deuda en relación al producto no es alarmante.

Comencemos por los pesos. El stock de deuda en pesos en manos del sector privado es totalmente manejable, ya que ronda el 13% del PBI<sup>1</sup>. Además, gracias al buen manejo el superávit fiscal en estos últimos dos años, el Tesoro cuenta con depósitos en moneda local por \$20 billones (cerca del 2% del PBI). El problema argentino no tiene nada que ver con la deuda en moneda local.

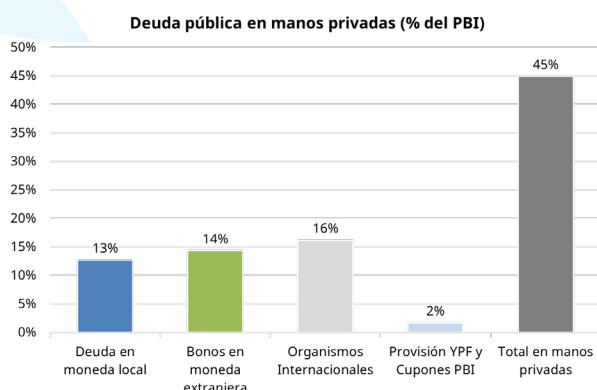
<sup>1</sup> Para el cociente de los ratios, utilizamos un PBI de USD 590.000 millones. Esta decisión algo discrecional de nuestra parte contempla

el supuesto que el tipo de cambio real sostenible para el país es más alto que el promedio de 2025, más alineado a la estimación del EBA FMI, como se explica más adelante.



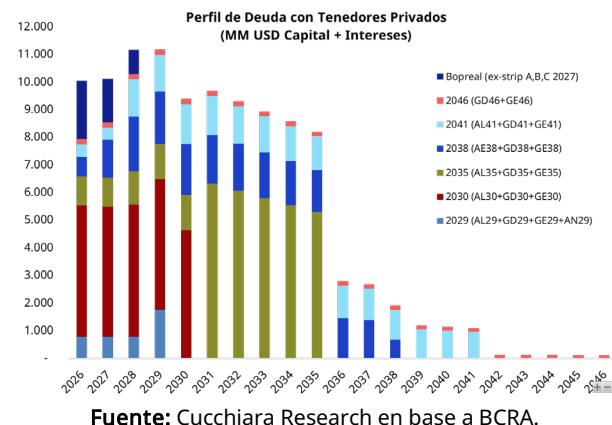
Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA.

Un breve comentario sobre la deuda en dólares. Los bonos en moneda extranjera en manos del sector privado rondan el 14% del PBI. Por otro lado, la deuda con OOII, principalmente con el FMI, alcanza un valor cercano al 16% del PBI. A esto debemos sumarle los compromisos potenciales por los cupones PBI y por la demanda contra YPF (supongamos que estos pasivos contingentes alcanzan 2% del PBI). En total, la deuda en moneda extranjera en manos del sector privado y de OOII ronda el 32% del PBI<sup>2</sup>. Es verdad que estos niveles de deuda en moneda extranjera son algo más altos que los niveles de los países latinoamericanos con riesgo país menor a los 250pb. Sin embargo, el problema no es el nivel de deuda, sino la mencionada baja liquidez (reservas) y la falta de acceso voluntario a los mercados.



Fuente: Cucchiara Research en base a Mecon.

Con los mercados cerrados, los mayores desafíos están en las amortizaciones de corto plazo. Si consideramos los pagos de intereses al FMI (sin el resto de los OOII dado que lo más probable es que se refinancien), los pagos de BOPREAL (excluyendo los strips que se utilizan para cancelar impuestos) y los pagos a tenedores de bonos privados, en 2026 las necesidades de dólares para el Tesoro rondarían los USD 8.000 millones (restando los desembolsos de esta semana). Los pagos correspondientes a los bonos en manos privadas son crecientes a partir de 2027 como muestra el siguiente gráfico.



Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA.

Difícilmente el Banco Central pueda acumular reservas de manera significativa antes de la cosecha gruesa de abril. Con la cosecha, la acumulación de reservas dependerá también de múltiples factores, como el volumen de toneladas cosechadas, el contexto financiero internacional y el ritmo de compras de dólares minoristas.

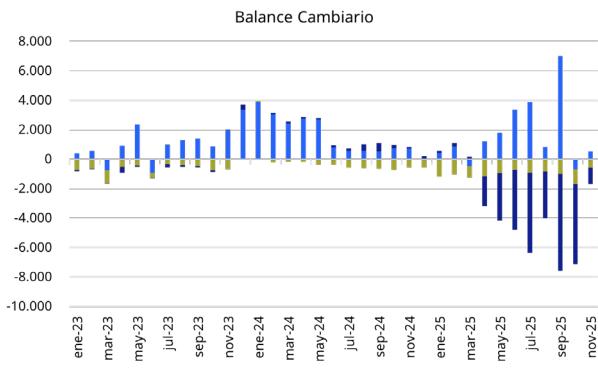
En un escenario favorable, supongamos en el cual el BCRA adquiera entre USD 5.000 y USD 8.000 millones, seguramente veremos una baja del riesgo país y se abriría la oportunidad de emitir deuda en el mercado internacional. Si, en cambio, el ritmo de dolarización de carteras o los

<sup>2</sup> Vale aclarar que para este cálculo se considera un tipo de cambio real algo más alto que el promedio de 2025. Cuanto más competitivo sea el tipo de cambio, mayor es el ratio de deuda.

rindes de la cosecha no permiten una acumulación suficiente de reservas, probablemente la única forma de que el riesgo país baje lo suficiente como para emitir deuda sea que el BCRA desplace la banda superior. Un tipo de cambio real más alto contribuiría a reducir el riesgo de crédito.

La formación de activos externos (FAE), o la dolarización de carteras, será clave. En 2025, con elecciones de por medio y salida del cepo, fue de USD 30.000 millones. Este año no es electoral; eso sin duda jugará a favor. Para comparar con otros años sin cepo, en 2017 (electoral) la FAE alcanzó los USD 22.000 millones. En 2018, año no electoral, pero de fuerte corrida cambiaria, la FAE fue de USD 27.000 millones. Determinar la FAE es más un arte que una ciencia, dada la multiplicidad de factores. Pero, al ser un año no electoral, creemos que será un monto muchísimo menor al de 2025.

Otra cuestión relevante es la cuenta corriente. El balance de servicios será bien deficitario, seguramente por el efecto del turismo. La buena noticia vendrá por los excelentes pronósticos de la cosecha y el gran tren exportador que es Vaca Muerta. Pero hay que recordar que, si la economía crece, las importaciones también deben crecer. La elasticidad histórica de las importaciones al PBI es de cerca de 3 veces (en 2025 fue de más de 5 veces); si la economía crece 3,5%, esto se trasladaría a un incremento en la demanda de importaciones de por lo menos USD 8.000 millones. Vaca Muerta ayuda, pero, como se verá, la frase "sobran dólares" luce bastante desafortunada. Si la Argentina cambia y la inversión extranjera directa comienza a aportar 3% del PBI en financiamiento, como en algunos países vecinos, ahí la historia puede ser otra. El RIGI tiene este objetivo, pero estos procesos son largos.



Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA.

La gran consolidación fiscal, salir en gran parte del cepo, normalizar el comercio exterior y discutir reformas en el Congreso son todos grandes avances a la estabilidad económica. Sin embargo, dada la odiosa herencia recibida, no son condiciones suficientes. Para ello, resta normalizar el crédito internacional y dejar flotar algo más el tipo de cambio. El Repo anunciado ayer por USD 3.000 millones ayuda, pero no resuelve para nada el problema de deuda. El riesgo país, el que negocian los bonos, no va a caer significativamente con nuevos compromisos que vencen antes de los mismos bonos.

---

Juan José Battaglia  
[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)

Manuel Carvalho  
[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)

Ian Weber  
[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)

Tomás Mangino  
[tomasmangino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmangino@cucchiara.com.ar)

Jonathan Rung  
[jonathan@cucchiara.com.ar](mailto:jonathan@cucchiara.com.ar)

Julietta Marchione  
[Juliettamarchione@cucchiara.com.ar](mailto:Juliettamarchione@cucchiara.com.ar)