

Notas breves

SOBRE ECONOMÍA POLÍTICA

Notas de coyuntura sobre la recuperación
de las reservas internacionales en un
contexto convulsionado

Leandro Amoretti y Pablo Manzanelli

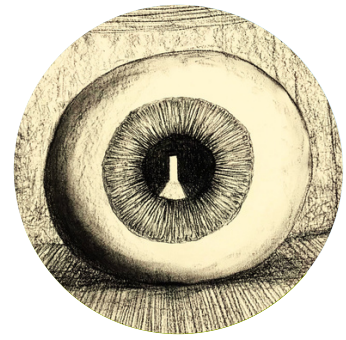
FLACSO AEyT

Marzo 2026

CIFRA

Notas breves

SOBRE ECONOMÍA POLÍTICA



Amoretti, L. y Manzanelli, P. (2026). *Notas de coyuntura sobre la recuperación de las reservas internacionales en un contexto convulsionado*. Notas Breves sobre Economía Política, FLACSO-Área de Economía y Tecnología/CIFRA.



Facultad
Latinoamericana de
Ciencias Sociales.
Sede Argentina.

Área de Economía
y Tecnología.



NOTAS DE COYUNTURA SOBRE LA RECUPERACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES EN UN CONTEXTO CONVULSIONADO

Leandro Amoretti y Pablo Manzanelli*

Después del “efecto Trump” en octubre del año pasado se inició una etapa de estabilidad cambiaria que posibilitó la conformación de una nueva burbuja financiera. Sin embargo, el salvataje del Departamento del Tesoro de Estados Unidos y el triunfo electoral del gobierno no fueron suficientes para habilitar el regreso a los mercados lo que conllevó una modificación en el objetivo de la política de reservas planteando la necesidad de acumular entre 10.000 y 17.000 millones de dólares en 2026[1]. Se trata de un aspecto soslayado durante los dos primeros años del gobierno de Milei donde no se recompusieron las reservas pese a contar con diversos ingresos extraordinarios de divisas (elevado superávit comercial y blanqueo de capitales en 2024 y salvataje financiero del FMI en abril de 2025).

En el marco de la crisis de la deuda que atraviesa la economía argentina y del convulsionado contexto internacional que se agrava sustancialmente con la guerra en Irán, resulta interesante abordar el análisis de la evolución y composición de las reservas poniendo el foco no solo en la “oportunidad perdida” durante los primeros dos años del gobierno de Milei que ya fue abordado en informes anteriores[2] sino, fundamentalmente, en la precaria recomposición de reservas del primer bimestre de 2026 que deviene insuficiente para afrontar los pagos de la deuda y más aún para amortiguar un posible “cisne negro” a nivel internacional.

Un primer aspecto a revisar consiste en examinar los factores que posibilitaron la acumulación de reservas brutas en los últimos meses. El denominado “efecto Trump” actuó tanto en el frente externo como en el interno. En el primero por la tendencia a la devaluación del dólar y el consiguiente aumento de la cotización del oro que produce un efecto-precio aumentando las reservas valuadas en ese mineral.

En cuanto a lo interno el salvataje del Departamento del Tesoro de Estados Unidos no solo frenó la corrida cambiaria sino que, tras el resultado electoral en octubre, también fortaleció políticamente al gobierno. Ambas situaciones permitieron el inicio de una nueva burbuja especulativa y el ingreso de divisas a las arcas del Banco Central por la vía del endeudamiento, en especial de las empresas y gobiernos subnacionales ya que el acceso al crédito del gobierno nacional sigue limitado a los organismos internacionales y los acuerdos de préstamo “Repo” con bancos internacionales (JP Morgan, Deutsche Bank, Bank of China). Esto permitió, a su vez,

* Investigadores del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO y de CIFRA-CTA.

[1] Werning (2025). The Evolution of Monetary Targeting in Argentina: From Stabilization (2024) and Regime Transition (2025) to Demand-led Re-Monetization (2026+) Supportive of Increased Reserve Purchases. Investor Meetings, Washington DC, Octubre 2025. Disponible en: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Noticias/BCRA-Stabilization-Transition-and-Remonetization.pdf>

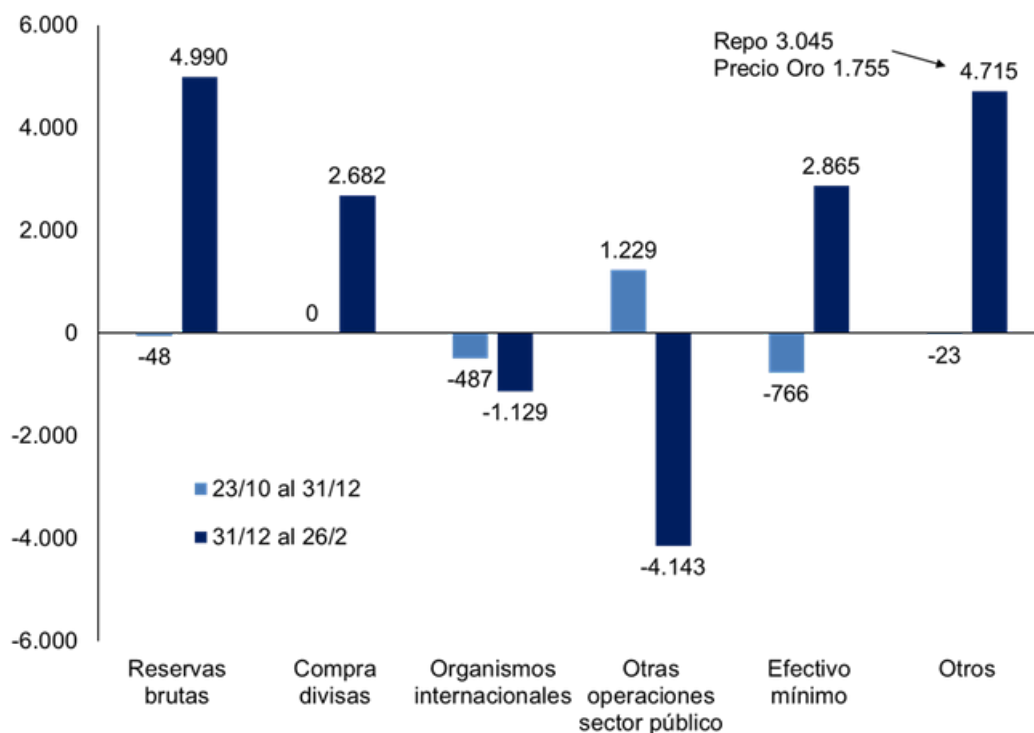
[2] Véase los Informes de Coyuntura de CIFRA N° 45, 46 y 47. Disponibles en www.centrocifra.org.ar

incrementar los encajes bancarios por la expansión de los depósitos en dólares que supone.

El salvataje de Estados Unidos y los límites para que el gobierno pueda retornar a los mercados internacionales de crédito amerita una breve digresión. Ciertamente, el apoyo del gobierno de Trump al de Milei es de una importancia indudable, sin embargo fue por el momento inferior a lo que se requería para cerrar el programa financiero del gobierno. Al respecto, si bien el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Scott Bessent, había anunciado un proceso de canje de deuda pública por un monto de 20.000 millones de dólares que aportarían diversos bancos de Wall Street, todo parece indicar que esa salida se obturó cuando esos bancos pidieron reemplazar al FMI como acreedor privilegiado ante un eventual default del gobierno argentino.

Bajo estas circunstancias, y retomando el análisis del aumento de las reservas post “efecto Trump, cabe señalar que desde fines de octubre del año pasado las reservas brutas aumentaron como consecuencia de lo ocurrido en 2026 ya que en forma previa a las elecciones y hasta fin del año pasado se habían mantenido prácticamente sin movimientos (-48 millones de dólares). En cambio, en los dos primeros meses de 2026 las mismas se expandieron en casi 5.000 millones de dólares (Gráfico 1).

Gráfico 1. Variación de las reservas internacionales del BCRA y los factores de explicación de las mismas (millones de dólares), Octubre 2025-Febrero 2026



Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

Cabe señalar que ese aumento es el resultado de la compra de divisas por parte del Banco Central (2.682 millones), el aumento de los encajes bancarios (2.865)[3] y otros factores entre los que se resalta el ingreso del préstamo Repo (3.045) y la variación en la cotización del oro (1.755 millones). Por esas vías ingresaron más de 10.000 millones de dólares, de los cuales 5.272 millones fueron a pagar deuda pública en moneda extranjera con organismos internacionales (1.129) y otros acreedores privados (4.143 millones). Es decir, que la compra de divisas y el Repo con los bancos internacionales se destinaron a afrontar los vencimientos. En tanto que la deuda privada y el incremento de los depósitos en dólares, con su consiguiente impacto en el “efectivo mínimo”, y la variación del precio del oro constituyeron los principales factores explicativos del saldo positivo de las reservas en el primer bimestre de 2026.

Se trata de una composición en el movimiento de las reservas que pese al cambio de tendencia en la acumulación de las brutas resulta insuficiente para avanzar en la resolución de la brecha externa que está fuertemente presionada por los vencimientos de la deuda externa y la elevada demanda de dólares que se tiende a producir en contextos de valorización financiera por efecto del aumento de las importaciones, del déficit de turismo y de la elevada fuga de capitales al exterior[4].

Esta afirmación remite a la necesidad de abordar el desempeño de las reservas considerando no sólo las brutas sino las reservas líquidas y netas. Conceptualmente las líquidas constituyen el “poder de fuego” que tiene el BCRA para enfrentar corridas cambiarias y las netas la disponibilidad de divisas en propiedad del Banco Central para afrontar, fundamentalmente, los vencimientos de la deuda externa que constituyen una de las mayores restricciones externas que tiene la economía argentina en la actualidad. A simple título ilustrativo, vale decir que los vencimientos de capital e intereses que tiene el gobierno de Milei entre 2026 y el tercer trimestre de 2027 ascienden a más de 72.000 millones de dólares según la Balanza de pagos del INDEC, incluyendo los compromisos de la deuda externa pública (55.000 millones) y de la privada (17.000).

Metodológicamente, las reservas líquidas fueron estimadas a partir de descontarles a las brutas los swaps de monedas y el oro. En cambio, siguiendo la metodología del FMI, las reservas netas surgen de sustraerle a las brutas los encajes de la cuenta en dólares, el swap con China y Estados Unidos, las obligaciones con organismos

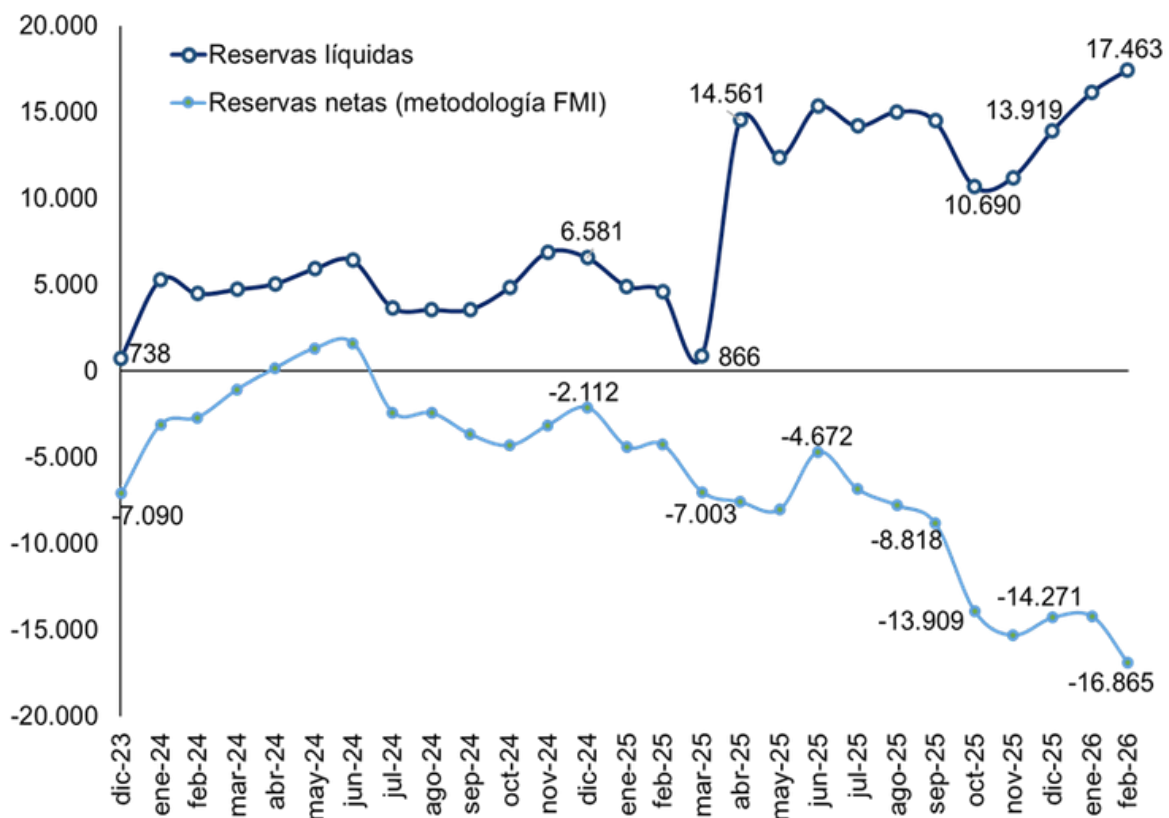
[3] Al 23 de febrero los depósitos del sector privado en dólares alcanzaron 38.368 millones de dólares, el valor más alto desde la salida de la convertibilidad.

[4] En contextos de valorización financiera la sostenibilidad del tipo de cambio para garantizar los rendimientos financieros en dólares (el “carry trade”) acarrea, después de la devaluación inicial que suelen desplegar estos programas de ajuste, la apreciación cambiaria y, con ella, tendencias a la reducción o eliminación del superávit comercial que se acentúa en escenarios de apertura de las importaciones. Asimismo, el atraso del dólar tiende a generar incentivos a profundizar el déficit de servicios, en especial por la cuenta de “transportes y viajes”. Finalmente, el endeudamiento externo que se requiere para cubrir esas tendencias y sostener el tipo de cambio, inicia un proceso de mayores pagos de intereses de la deuda que, en conjunto con la reducción del superávit comercial y la acentuación del déficit de servicios, deterioran el saldo de la cuenta corriente y aumentan, así, el peso del financiamiento sobre la cuenta financiera, que también se ve presionada por la salida de capitales al exterior que es la forma por la que se consume la ganancia financiera. Al respecto, véase Manzanelli, P. (2025): “¿Por qué fracasa la valorización financiera de Milei?”, FLACSO-Área de Economía y Tecnología/CIFRA, septiembre 2025. Disponible en: <https://flacso.org.ar/wp-content/uploads/2025/09/Notas-Breves-2025-Por-que-fracasa-la-valorizacion-financiera-de-Milei.pdf>

internacionales, los Repo con bancos internacionales, la garantía de depósitos (SEDESA), los desembolsos realizados por el organismo (casi 14.000 millones de dólares correspondientes al nuevo crédito), y la valorización del oro y del tramo activo del swap con china por cambios en las cotizaciones[5].

En efecto, de acuerdo a la información del Gráfico 2 se comprueba que entre fines de 2025 y febrero del corriente año las reservas líquidas aumentaron en 3.544 millones de dólares pero las netas cayeron en 2.593 millones. Esta diferencia de signos en la variación de las reservas líquidas y netas se encuentra mediado centralmente por los encajes de los depósitos en dólares y la valorización del oro por efecto-precio, los cuales se contabilizan en el primer concepto y no en el segundo.

Gráfico 2. Reservas internacionales líquidas y netas del BCRA* (millones de dólares), Diciembre 2023-Febrero 2026



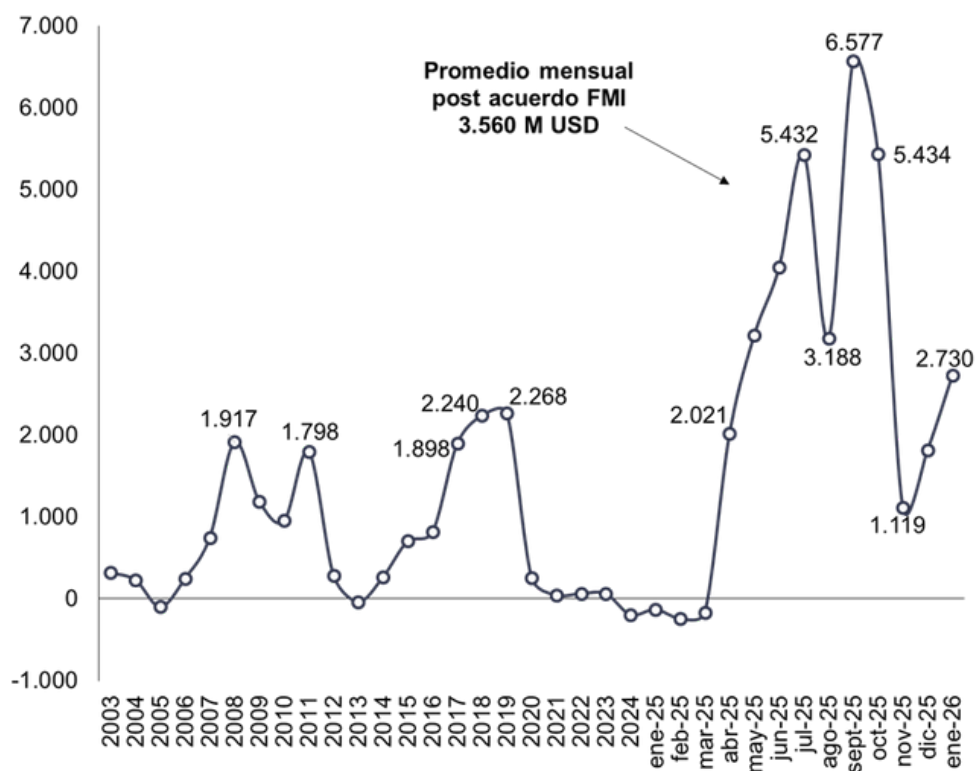
*Corresponden al último día del mes salvo el dato de febrero de 2026 que es del 23/2/26.
Fuente: elaboración propia en base al BCRA (Balances semanales) y FMI.

[5] La valorización descontada del tramo activo del swap con China y del oro fue estimada por la diferencia entre el valor corriente en dólares respecto al valor a precios del 31 de enero de 2025. Para mayor detalle se sugiere consultar el Memorandum Técnico de Entendimiento del FMI en el Anexo del documento "Argentina: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility – Press Release; Staff Report; Staff Supplement; and Statement by the Executive Director for Argentina", IMF Country Reports 25/095 (p. 98-99). Los resultados de las estimaciones de las reservas netas, a valores de mercado y según la metodología del FMI, como también las reservas líquidas se exponen en el anexo del presente documento.

De este modo, la dinámica de compra de reservas fue insuficiente para cubrir la demanda del Tesoro frente a los vencimientos de deuda pública, ubicando a las reservas netas en el mayor nivel negativo de la serie: -16.865 millones de dólares. Desde este punto de vista, en el marco del acuerdo con el Fondo Monetario en lugar de acumular reservas se tendió a desacumularlas por un valor de -9.861 millones de dólares. Esta pérdida de reservas netas en el primer bimestre de 2026 profundiza la tendencia que se observó desde mediados de 2024, cuando se inició un período que con sus más y sus menos se reflejó en un deterioro del superávit comercial, la acentuación del déficit de servicios[6] y la aceleración de la fuga de capitales al exterior.

Respecto a esto último, por su relevancia, cabe señalar que desde que se liberaron los controles cambiarios para las personas físicas en el marco del acuerdo con el FMI en abril del año pasado, la compra neta de divisas para atesoramiento acumuló un total de 35.601 millones de dólares (entre abril de 2025 y enero de 2026), lo que equivale a un promedio mensual de 3.560 millones de dólares que es el más elevado de los promedios mensuales del primer cuarto del siglo XXI (Gráfico 3).

Gráfico 3. Promedio mensual de la formación de activos externos del sector privado no financiero (millones de dólares), 2003-Enero 2026



Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

[6] En términos más específicos el déficit de servicios registra un promedio mensual de 865 millones de dólares entre julio de 2025 y enero de 2026.

Es evidente que esta crítica situación y la elevada demanda de dólares se agrava ante el estallido de la guerra en Irán que aumenta la incertidumbre global y puede generar el redireccionamiento de los capitales hacia activos seguros, lo que suele traducirse en la reversión de los flujos de capitales desde los países subdesarrollados a los centrales. Y si esa situación perdura en el tiempo puede coincidir con un segundo semestre que por la menor oferta de divisas[7] puede incrementar la fragilidad que exhibe la economía argentina para enfrentar shock externos. La moneda está en el aire.

[7] Según la consultora C-P en un informe previo al estallido de la guerra en Irán: "reeditar el ancla cambiaria ofrece buenas perspectivas para la primera parte del año. Sin embargo, amenaza con tropezar con los problemas de siempre en el segundo semestre. Cuando la oferta del agro se debilita, se tensiona la capacidad de sostener el dólar, el carry se revierte y el mercado se tensiona." Ver Consultora C-P: "El regreso del ancla cambiaria", enero 2026.

ANEXO

Cuadro Anexo. Reservas brutas, líquidas, netas a precios de mercados y netas según la metodología FMI (millones de dólares), Diciembre 2023-Febrero 2026

	Reservas brutas	Reservas líquidas	Reservas netas a precios de mercado	Reservas netas metod. FMI*
7-dic-23	21.209	-1.054	-11.287	-9.737
31-dic-23	23.073	738	-8.458	-7.090
31-ene-24	27.642	5.297	-4.477	-3.089
29-feb-24	26.690	4.483	-4.115	-2.685
31-mar-24	27.127	4.732	-2.235	-1.065
30-abr-24	27.578	5.063	-805	179
31-may-24	28.664	5.931	436	1.318
30-jun-24	29.022	6.414	698	1.611
31-jul-24	26.402	3.678	-3.136	-2.392
31-ago-24	26.719	3.567	-2.947	-2.432
30-sep-24	27.172	3.572	-3.860	-3.665
31-oct-24	28.618	4.852	-4.308	-4.305
30-nov-24	30.214	6.903	-3.369	-3.128
31-dic-24	29.640	6.581	-2.473	-2.112
31-ene-25	28.310	4.908	-4.386	-4.386
28-feb-25	28.117	4.591	-4.170	-4.256
31-mar-25	24.986	866	-6.362	-7.003
30-abr-25	38.928	14.561	5.401	-7.575
31-may-25	36.919	12.384	5.001	-7.999
30-jun-25	39.973	15.334	8.359	-4.672
31-jul-25	38.866	14.204	6.211	-6.829
31-ago-25	39.986	15.031	7.551	-7.777
30-sep-25	40.374	14.497	7.339	-8.818
31-oct-25	39.382	10.690	2.555	-13.909
30-nov-25	40.335	11.215	1.610	-15.287
31-dic-25	41.094	13.919	2.934	-14.271
31-ene-26	44.503	16.156	1.107	-17.188
23-feb-26	46.635	17.463	2.161	-16.865

*Nota: el ajuste definido por la metodología del FMI, para el período previo a enero de 2025 tiende a sobreestimar las reservas netas, dada la tendencia creciente del valor del oro.

Fuente: elaboración propia en base al BCRA (Balances semanales) y FMI.