

## ¿Alcanzan los dólares?

### 1. Cuenta Comercial Balanza de Pagos

El principal foco de tensión cambiaria que afecta toda la macro es el superávit comercial. El **balance comercial que registra el INDEC** (embarques de exportaciones menos importaciones por aduana) mejoró, en el 1º cuatrimestre, desde -1537 en 2023 hasta +6.158 en el 2024.

En detalle, las exportaciones de bienes registran un incremento en el 1º cuat del año del 9,8% i.a., en base principalmente las ventas de trigo y otros cultivos de verano. Al mismo tiempo hay que considerar la sequía del año 2023 con exportaciones que cayeron el -21% i.a. a nivel cuatrimestral<sup>1</sup>.

Las importaciones se han visto afectadas por la caída de la actividad económica durante el transcurso de 2023 y lo que va del 2024. Además se ha acudido a la política de pago en cuotas, y de otras elusiones (como los Bopreal), y se ha logrado una reducción de pagos de bienes importados que de otra manera hubieran afectado el nivel del superávit comercial. Es de esperar que, sumado al problema que se comenta en el párrafo siguiente, seguirán las restricciones a las importaciones que son la variable de ajuste ante la dinámica preocupante de la escasez de dólares. Se observa en el cuadro 1 que cayeron el -28% en el periodo cuatrimestral del 2024/23.

En otro orden la falta de agilidad en la contratación de obras vinculadas con la energía producirá mayores compras externas de este sector, dada las demoras en la habilitación del gasoducto NK, y tampoco es de esperar mayores exportaciones agrícolas por la falta de entusiasmo de los sectores del campo con el nivel del tipo de cambio.

**Cuadro 1 - 1º cuatrimestre Mill US\$ corrientes**

|                          | 2022         | 2023          | 2024         |
|--------------------------|--------------|---------------|--------------|
| <b>Balanza Comercial</b> | <b>2.840</b> | <b>-1.537</b> | <b>6.158</b> |
| Exportaciones            | 27.691       | 28.059        | 23.935       |
| Importaciones            | 24.851       | 23.334        | 17.777       |

### 2. Cuenta Corriente Balance Cambiario

El **Balance Cambiario BC que registra el BCRA** considera la compra-venta de billetes y divisas en moneda extranjera registrada en el mercado de cambios y las transferencias en moneda extranjera de la autoridad monetaria independiente de la residencia de las partes.

La estructura del BC está basada en una **cuenta corriente BCC**, que comprende la balanza comercial, balanza de servicios, y balanza de ingresos primarios y secundarios<sup>2</sup>, y además una **cuenta de capital**, y una **cuenta financiera** que incluye básicamente las inversiones directas extranjera, inversiones de cartera, operaciones de toma préstamos y formación de activos externos (fuga de capitales).

Esto es importante: los déficits en la Cuenta Corriente inevitablemente han de ser financiados con saldos superavitarios en la Cuenta Capital y Financiera, lo que se conoce como entradas netas de capital. La variación de reservas es la cuenta de compensación.

Es decir que si aumenta el déficit del BCC, o de superávit pasa a déficit, hay que tomar créditos externos o incentivar de alguna manera la entrada de capitales. Si no se puede esto último (caso argentino) hay que disminuir importaciones (cepo) o aumentar exportaciones. Esto último no se puede en el corto plazo (en condiciones normales), por lo tanto no queda más remedio que lo primero, o sea operar sobre las importaciones, en otro idioma como el PBI es "importaciones dependiente" caemos en recesión.

Las operaciones de la cuenta corriente BCC registraron un **déficit de US\$ -4.836 millones en el 1C23** (cuadro 2), que desde 2011 afecta a las compras en el exterior, a los viajes, así como a la compra de dólar ahorro. En **todo el año 2023** el déficit fue de US\$ -3.581 mill, se

<sup>1</sup> La Bolsa de Rosario estimó una caída del -47% i.a. y -39% i.a. del año pasado respecto al 2022.

<sup>2</sup> No se incluyen en el cuadro 2

achica en US\$ 1.300 millones respecto los primeros 4 meses del año (por el impacto de las devaluaciones que afectaron las importaciones y mejoraron las exportaciones), en cambio **en el 1C24** suma un superávit de US\$ 8.001 millones, que **si agregamos diciembre 23 alcanza casi los US\$ 11.000 millones**.

Los asuntos que merecen atención son los siguientes:

- El balance cambiario BCC vinculado al sector de bienes registró un superávit de US\$ 1.142 millones en el 1C23 (cuadro 2). En todo el año 2023 ese superávit fue de 12.486, en diciembre solamente llegó a US\$ 3.381 mill, y en el 1C24 suma un superávit de US\$ 12.099 millones, que si agregamos diciembre 23 alcanza casi los US\$ 15.500 millones.

Lo que es de interés (y no está en el cuadro 2) es que en el mes de abril 24 las exportaciones de “oleaginosas y cereales” (el campo) sumaron US\$ 1.762 millones, mientras que en mayo del año 2023, sequía mediante, sumaron US\$ 4.213 millones, y en abril 22 US\$ 3.363 millones. O sea el sector que más aporta a las exportaciones, contradictoriamente a pesar de las devaluaciones, y un gobierno amigable, **no está liquidando divisas**.

- Por medio del Balance Cambiario (BCC) sabemos que en los primeros 3 meses del año las importaciones pagadas fueron US\$ 5.351 millones, mientras que las exportaciones cobradas sumaron US\$ 14.713 millones.

En cambio, los registros del Balance de pagos (INDEC) en los primeros 3 meses nos dice que las importaciones totales devengadas fueron de u\$s17.408 millones, se pagaron US\$ 5.351 millones, **el Estado tiene que abonar en los próximos meses importaciones por el equivalente a US\$ 12.057 millones**.

Con reservas brutas hasta mayo por US\$ 28.000 millones, y reservas netas negativas (US\$ - 2.000 millones), con deudas por soberanos HD, Lecap, bonos provinciales y Bopreales de US\$ 10.000 mill, y deudas de importación por US\$ 12.057 millones, y sin nadie que te preste, la situación se torna compleja<sup>3</sup>. Además, las entidades bancarias poseen un stock de “puts”<sup>4</sup> de aproximadamente \$16 billones

De todas formas, el Estado Nacional tiene superávit fiscal, no hay emisión de dinero sin respaldo, y la Fuga de Capitales (FAE) se dio vuelta a favor del país (ver ítem 3), con eso por ahora alcanza para un dólar en niveles razonables. Pero obviamente no se pueden disparar las importaciones y lo que se viene encima es la recesión.

- La balanza de “transporte de pasajeros y turismo” sigue siendo muy deficitaria, en 4 meses alcanzó un déficit de US\$ 2.017 millones, contra US\$ 2.062 mill en el 2023. Solamente “Viajes y pasajes” sigue siendo deficitario ya que los egresos se mantienen por encima de los US\$ 500 millones mensuales promedio en 2023 (en octubre 23 totalizaron US\$ 850 millones). Claramente nadie abandona la idea de viajar, y con este tipo de cambio y a la luz de los resultados, parece que es muy conveniente para un sector social viajar al exterior.

- La cuenta de servicios se redujo sensiblemente a partir de la devaluación de diciembre pasado, y las medidas correlacionadas que tomaron en relación con las importaciones.

A modo de ejemplo, el resultado de octubre de 2023 fue negativo en US\$ -753 millones y el rojo de noviembre alcanzó los US\$ -678 millones. Para el último mes del año pasado, el déficit de la cuenta de servicios fue de solo US\$ -20 millones. El rojo más bajo de todo el 2023.

Luego del salto cambiario, ese mismo indicador, a pesar de la estacionalidad, cerró con un superávit de US\$ 84 millones en el mismo indicador que un año atrás había arrojado un rojo de US\$ -725 millones. En los últimos meses creció (US\$ -805 millones), también por cuestiones estacionales, pero en niveles inferiores a los de hace un año.

<sup>3</sup> A tipo de cambio oficial, al 10/12/23 los pasivos monetarios sumaban u\$s 86.500 millones, stock que se redujo a u\$s 54.700 millones al 16 de mayo, ubicándose luego de las dos últimas emisiones de títulos públicos en unos u\$s 39.700 millones al 3 de junio (Fundación Capital).

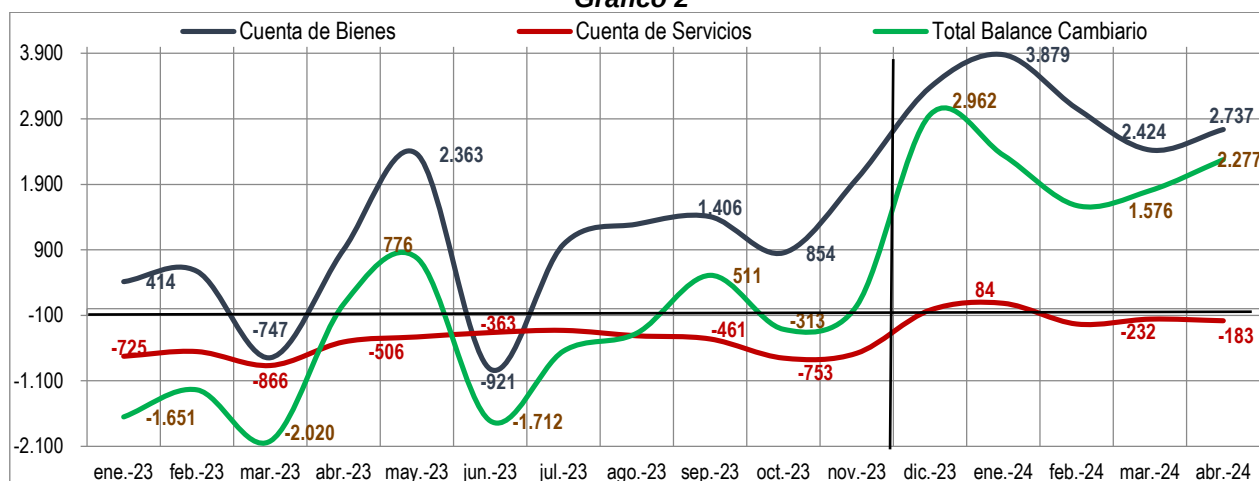
<sup>4</sup> Una opción put es un contrato que le da al comprador el derecho, pero no la obligación de vender un activo a un precio determinado, antes de una fecha de vencimiento concreta. El valor de una opción put aumenta si el precio de mercado del activo se deprecia.

El gráfico 2 pone de relieve los ciclos de devaluaciones y exportaciones de cereales que son característicos de la economía argentina.

**Cuadro 2 y gráfico 2 – Balance Cambiario Mill US\$ corrientes**

|        | Total BCC | Bienes | Servicios | Financiera | Reservas |
|--------|-----------|--------|-----------|------------|----------|
| ene-23 | -1.651    | 414    | -725      | -2.219     | -3.875   |
| feb-23 | -1.237    | 572    | -653      | -734       | -1.975   |
| mar-23 | -2.020    | -747   | -866      | 1.855      | -152     |
| abr-23 | 71        | 903    | -506      | -4.091     | -4.020   |
| 1º C23 | -4.836    | 1.142  | -2.750    | -5.190     | -10.022  |
| may-23 | 776       | 2.363  | -430      | -2.191     | -1.409   |
| jun-23 | -1.712    | -921   | -363      | -2.915     | -4.630   |
| jul-23 | -645      | 985    | -330      | -3.676     | -4.316   |
| ago-23 | -372      | 1.292  | -412      | 4.409      | 4.039    |
| sep-23 | 511       | 1.406  | -461      | -1.132     | -612     |
| oct-23 | -313      | 854    | -753      | -4.254     | -4.573   |
| nov-23 | 47        | 1.982  | -678      | -1.631     | -1.589   |
| dic-23 | 2.962     | 3.381  | -20       | -1.525     | 1.438    |
| 2023   | -3581     | 12.486 | -6.195    | -18.105    | -21.674  |
| ene-24 | 2.344     | 3.879  | 84        | 2.370      | 4.735    |
| feb-24 | 1.576     | 3.059  | -232      | -2.488     | -899     |
| mar-24 | 1.804     | 2.424  | -158      | -1.565     | 243      |
| abr-24 | 2.277     | 2.737  | -183      | -2.012     | 264      |
| 1º C24 | 8.001     | 12.099 | -489      | -3.695     | 4.342    |

**Gráfico 2**



Uno de los debates centrales del escenario económico por estas horas pasa en torno a la sostenibilidad de la estrategia cambiaria del Gobierno. Desde el sector exportador señalan que es necesario un ajuste de cara a la liquidación de la cosecha. En los mercados miran de reojo al crawling peg del 2% mensual (el dólar blue se apreció más de un 30% en dos meses). Mientras tanto, el BCRA muestra limitaciones a la hora de acumular reservas netas y el déficit de la cuenta de servicios que se había acotado fuerte en diciembre, volvió a expandirse durante el periodo febrero/abril con un déficit de US\$ -405 millones (ver gráfico 2). O se acelera la tasa de devaluación o el atraso te golpea la cabeza en algún momento.

La cuenta de servicios es un indicador más de un clima de “incertidumbre cambiaria” que algunos operadores empiezan a percibir en el mercado. Sobre todo, teniendo en cuenta que se viene la liquidación de la cosecha y los exportadores advierten por dificultades en el sector: tipo de cambio atrasado frente a la inflación, baja en los precios internacionales, alza costos clave como fertilizantes y la expectativa por una apertura del cepo que se prometió pero todavía no se concretó.

El crawling peg al ritmo del 2% mensual, no acompañó ni de cerca la inflación, que fue superior al 65% desde diciembre. Justamente en el segundo y tercer mes del año, la cuenta

de servicios se dio vuelta una vez más y marcó un déficit de US\$ -405 millones, una cifra más cercana a la de los meses en que el BCRA sacrificaba reservas en cada rueda del mercado de cambios.

### 3. Formación de activos externos del sector privado no financiero

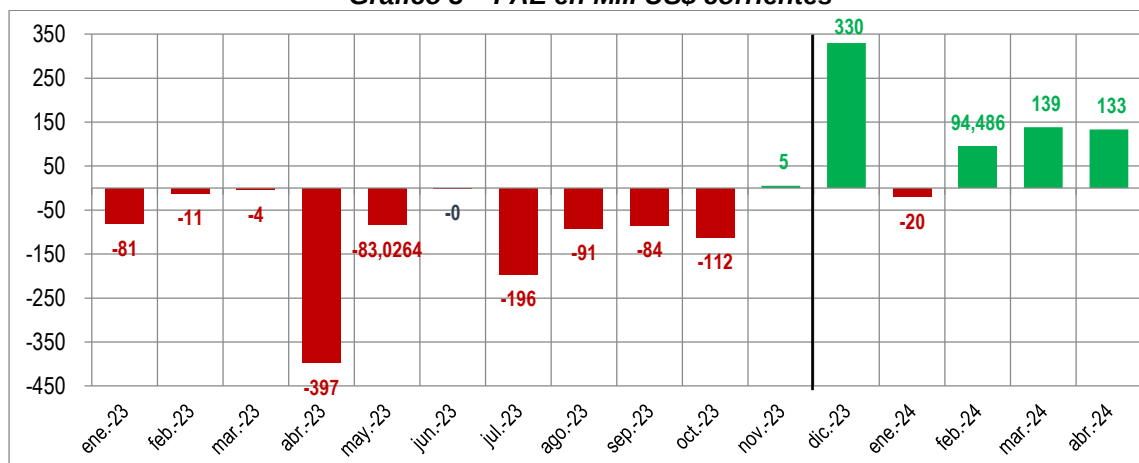
La formación de activos externos (FAE) del sector privado no financiero forma parte de la Cuenta Financiera del Balance Cambiario y se refiere al tecnicismo para nombrar el ahorro en dólares. En la jerga financiera es lo que se llama “fuga de capitales” cuando hay controles de cambios, como en nuestro caso que se reinstauraron después de las PASO de 2019.

El comportamiento del mercado cambiario durante abril, reflejado en gráfico 3, dan cuenta que de la mano de las continuas apuestas al carry trade y por motivos vinculados con la recesión se volvieron a repatriar capitales. Fueron US\$ 133 millones, según la contabilización de la formación neta de activos externos de residentes del sector privado no financiero (FAE) del Balance Cambiario del Banco Central (BCRA).

De modo que en el 1C24 la repatriación de capitales fue de US\$ 346 millones de dólares que, en realidad, se extiende desde que asumió el Gobierno de Milei a US\$ 676 millones (gráfico 3). Cuando un año atrás, en el 1C23, la fuga había sumado US\$ 497 millones.

Claramente esto está vinculado, por un lado, con la seudo estabilidad cambiaria que se vivió hasta marzo donde la oferta de divisas no solo se nutrió en el margen del dólar blend para la exportación, sino también de las apuestas al peso y la tasa (carry trade), y por otro con la necesidad de las familias y personas de cubrir mayores desbalances presupuestarios domésticos.

**Gráfico 3 – FAE en Mill US\$ corrientes**



### 4. Conclusiones

En síntesis, empezamos bien el año pero ahora las cuentas son negativas. En el orden de las importaciones se importa menos y se produce menos, eso quiere decir que hay menor productividad. Las PyMEs siguen estancadas por la falta de dólares para importación. Las petroleras, alimenticias, energéticas, los agroexportadores, son rentables y con superávit, porque exportan (a veces).

El indicador es que no hay movimiento de consumo interno. La distribución de las riquezas está peor que nunca. Para mejorar los ingresos se necesita que haya un reparto de ganancias y generación de empleos por inversión en manufacturas o agregado de valores a los productos del campo.

Sencillamente se manifiesta en el mercado que hay lo necesario para sobrevivir porque se eliminó la emisión de pesos, y los dólares que hay que sirven solo para pagar deudas se lo llevan las grandes empresas y los sectores vinculados al agro.