

INFORME ECONÓMICO MENSUAL - MAYO 2024

LA ECONOMÍA ARGENTINA:

LA PRIMERA CORRIDA DE MILEI



CLAVES DEL INFORME

- El gobierno de Javier Milei sufrió su primera corrida cambiaria
- La política de tasas de interés y dólar evolucionando por debajo de la inflación comienza a tocar sus límites.
- El “retraso” cambiario parece manifestarse en una baja liquidación de exportaciones encendiendo luces de alerta entre los operadores financieros. En ese contexto, la decisión de una nueva baja de la tasa de interés generó mayor incentivo para el desarme de tenencias en pesos y para la dolarización de carteras.
- Además, las bajas tasas de interés facilitan a los exportadores a apalancarse en pesos, evitando liquidar stocks para cubrir gastos operativos.
- La especulación de los exportadores se ve estimulada por la promesa de eliminar las retenciones realizada por el presidente a los empresarios del sector, en un contexto donde el tipo de cambio exportador se encuentra casi un 20% más bajo que el de noviembre de 2023.
- El volumen operado en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) viene bajando en las últimas semanas.
- El BCRA continúa acumulando reservas, pero en gran medida por la caída en las importaciones provocada por la profunda recesión económica.
- A partir de la segunda mitad del año los vencimientos de deuda en moneda extranjera crecen semestre a semestre y al momento no está claro con qué dólares se podrán cancelar.
- En julio de 2024 comienzan los primeros vencimientos de capital por la deuda renegociada en 2020. Argentina deberá afrontar el pago de aproximadamente U\$S 2.700 M.
- El problema más urgente es el SWAP chino. Entre junio y julio vencen casi U\$S 5.000 M de los U\$S 18.000 M vigentes.
- La probabilidad de que la acumulación de reservas se detenga y con ella aumente la presión sobre los distintos tipos de cambio crece mes a mes.

La primera corrida de Milei

En las últimas semanas el gobierno de Javier Milei sufrió su primera corrida cambiaria. Más allá de las declaraciones del presidente y de la discusión acerca de si se trató o no de una corrida –difícilmente la corrida tenga efectos en el mercado oficial en una economía que continúa con fuertes restricciones cambiarias–, en el mundillo de los economistas hay consenso de que, a grandes rasgos, los disparadores que alentaron la suba en los dólares paralelos fueron tres: una nueva disminución en la tasa de política monetaria muy por debajo de la tasa de inflación, el creciente “atraso” cambiario, y -como consecuencia- una menor liquidación de exportaciones agropecuarias que la esperada, lo que provoca una disminución en la oferta de dólares tanto en el MULC como en el contado con liquidación.

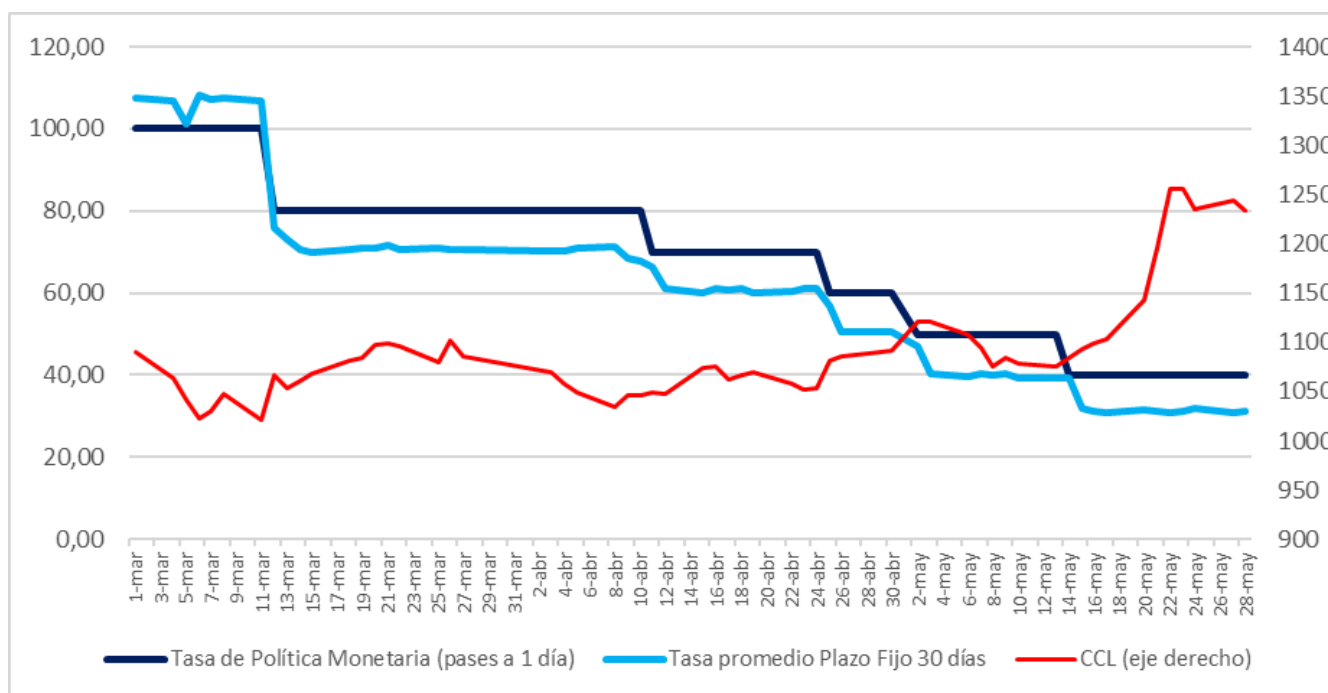
Efectivamente sucedió lo que desde CESO anticipamos hace meses: la estrategia de Milei y Caputo basada en [cuatro anclas nominales](#) no resulta sostenible en el tiempo. El **ancla cambiaria** empieza a generar ruido en el mercado y obstaculiza la única canilla genuina por la cual pueden ingresar dólares; al tiempo que el único motivo por el cual el BCRA sigue acumulando reservas es la caída de las importaciones provocada por una brutal recesión. El **ancla monetaria** no se sostiene con una inflación que continúa en niveles altos, y los efectos del **ancla fiscal** y **salarial** sobre la evolución de los precios van llegando a su fin.

También se empiezan a cristalizar otros problemas mencionados en el informe de [coyuntura de marzo](#). Por un lado, mayo se fue y el campo no liquidó lo esperado, presionando por un tipo de cambio más alto. Por otro, más allá de las intenciones de Caputo, un nuevo desembolso del FMI parece cada vez más improbable y esto comienza a sembrar dudas en el mercado. Independientemente de la liquidación de la cosecha gruesa, las reservas acumuladas hasta el momento no parecen ser suficientes para hacer frente a los vencimientos futuros, entre los que el vencimiento del SWAP chino es el más próximo. La pregunta que cabe entonces es si la corrida cambiaria llegó a su fin o si sólo fue el comienzo de una suba mayor en los tipos de cambio paralelos.

Lo que dejó la corrida.

El inicio de la disparada en el precio de los dólares paralelos ocurrió casi inmediatamente después de que el BCRA decidiera volver a bajar la tasa de política monetaria (ver gráfico 1). Con el objetivo de que el stock de pesos de los bancos migre desde los pasivos remunerados del Banco Central (pases) hacia las letras del Tesoro, la decisión empujó aún más abajo la tasa de los plazos fijos y de las cuentas remuneradas, generando mayor incentivo para el desarme de tenencias en pesos y para la dolarización de carteras. Además, una tasa de interés más baja con un dólar “planchado” también genera mayores incentivos para apalancarse en pesos y comprar dólares “baratos”.

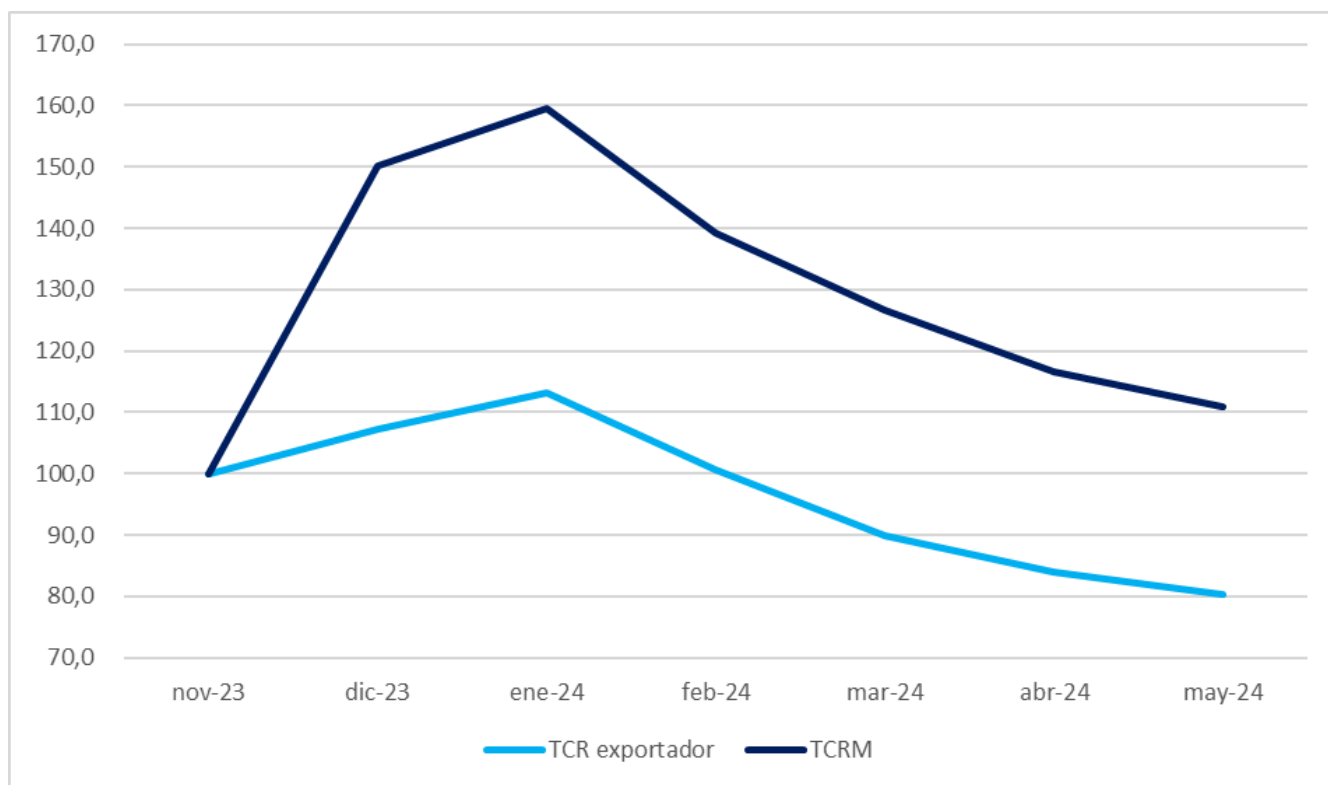
Gráfico 1. Evolución de la tasa de interés



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Cabe preguntarse por qué esta corrida no comenzó antes, siendo que no fue la primera vez que el BCRA decidió bajar la tasa. Lo cierto es que, en esta ocasión, la baja de tasas llegó con un tipo de cambio exportador casi un 20% más bajo que el de noviembre de 2023 (ver gráfico 2), y menor oferta de dólares en el mercado financiero producto de una menor liquidación a la esperada. El combo explosivo se terminó de completar con las declaraciones del presidente prometiendo la eliminación de las retenciones.

Gráfico 2. Evolución del TCRM y del TCR efectivo para la soja. Nov-2023=100



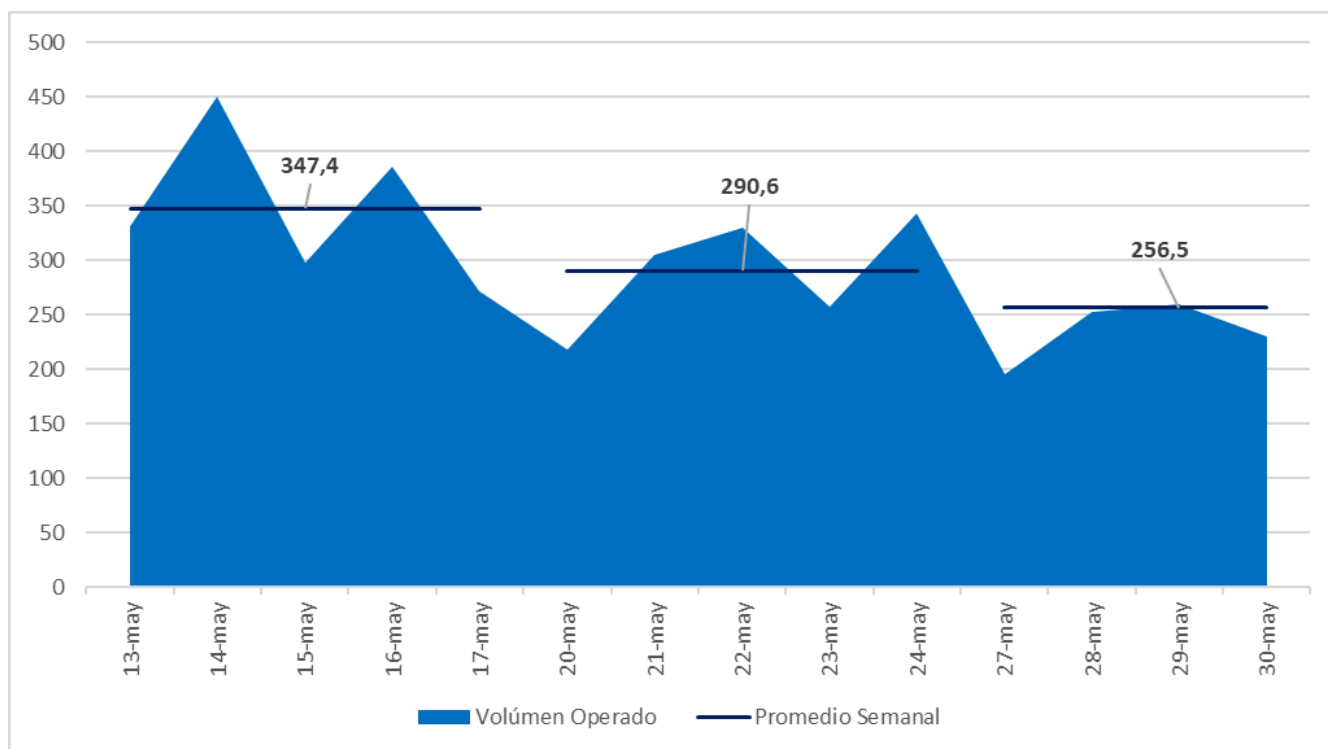
Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC. Mayo 2024 estimado.

¿Cuál es el incentivo de los exportadores a liquidar ahora si la expectativa de devaluación crece mes a mes, si el “precio” para apalancarse baja y si, además, existe una promesa de que en el futuro no muy lejano no pagarán retenciones?

Evidentemente, un incentivo cada vez menor. Como se observa en el gráfico 3, el volumen operado en el Mercado Abierto Electrónico (MAE), lugar donde los exportadores “venden” sus dólares al BCRA viene bajando en las últimas semanas. Aquí, vale recordar que sólo el 80% de las liquidaciones ingresan por este mercado mientras que el 20% restante puede ser liquidado en el mercado financiero al Contado con Liquidación (CCL).

Este mecanismo, conocido como dólar “blend”, genera un problema adicional al no alinear los incentivos de los exportadores. Por un lado, al permitir que puedan liquidar parte de sus exportaciones al CCL, aumenta la oferta de dólares en este mercado. Pero justamente, por el aumento de esa misma oferta es que el precio del CCL puede caer, situación contraria a la buscada por los exportadores. Una teoría de juegos.

Gráfico 3. Volumen FX MAE



Fuente: elaboración propia en base a MAE.

En resumen, la corrida está sustentada por el deterioro de dos anclas del programa de gobierno, la **cambiaría** y **monetaria**. La devaluación permanentemente por debajo de la inflación va incubando un atraso cambiario que genera expectativas de futuras correcciones al alza, estimulando a los exportadores a stockear los granos. Por su parte, las bajas tasas de interés chocan con las crecientes expectativas de devaluación, llamando a los especuladores a terminar con el *carry trade* y dolarizar carteras. Todo esto, en un escenario en donde la acumulación de reservas es cada vez menor y la incertidumbre por la sostenibilidad futura del plan Caputo-Milei crece.

¿La corrida llegó a su fin?

El otro punto discutido durante estas semanas fue si la corrida llegó a su fin -al menos temporalmente- o esto es sólo el principio de una suba mayor en los dólares paralelos. La respuesta a esta pregunta está ligada a la situación externa de nuestro país y, en definitiva, a la sostenibilidad o no del plan Caputo-Milei.

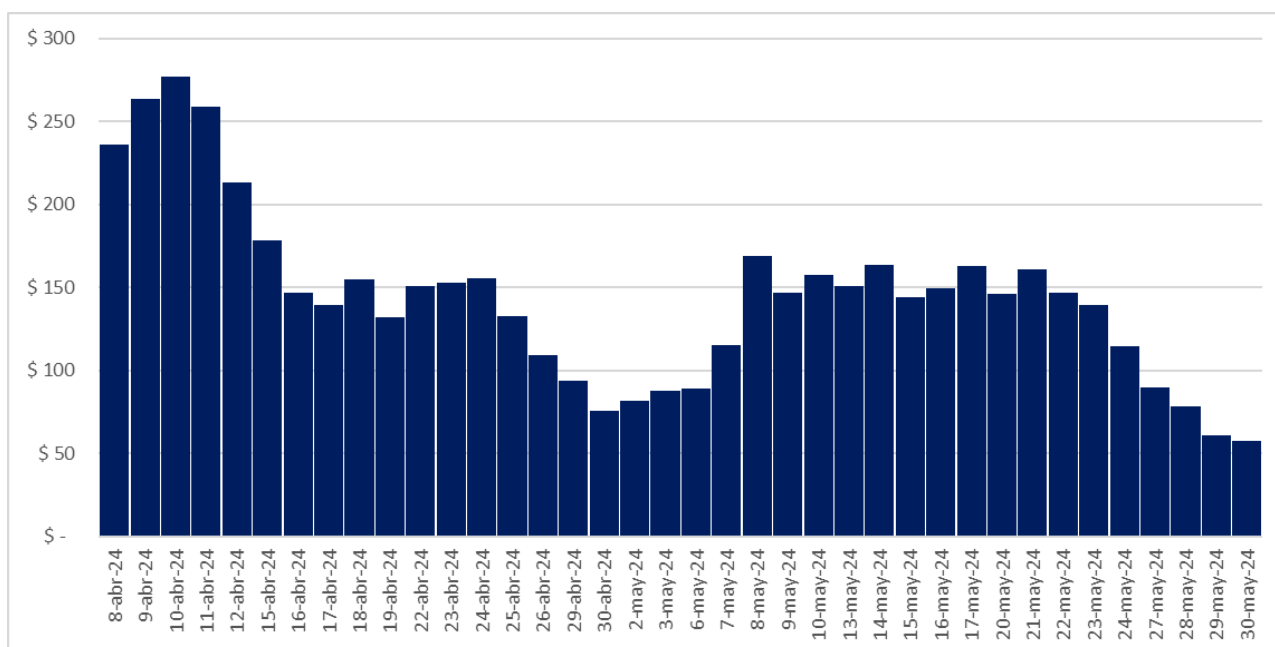
En primer lugar, cabe remarcar que si bien el BCRA continúa acumulando reservas, esta situación obedece en gran medida a la caída de las importaciones provocada por la profunda recesión económica (ver Tabla 1). Así y todo, observamos que en las últimas semanas el ritmo de compras diarias se desacelera (gráfico 5).

Tabla 1. Exportaciones e Importaciones acumuladas. Var. i.a. y en Millones de U\$S

	Exportaciones	Var. i.a	Importaciones	Var. i.a
Acumulado ene-abr 2023	21.797		23.333	
Acumulado ene-abr 2024	23.934	9,8%	17.777	-23,8%

Fuente: CESO en base a INDEC.

Gráfico 5. Compras diarias de divisas por parte del BCRA. Media móvil semanal.

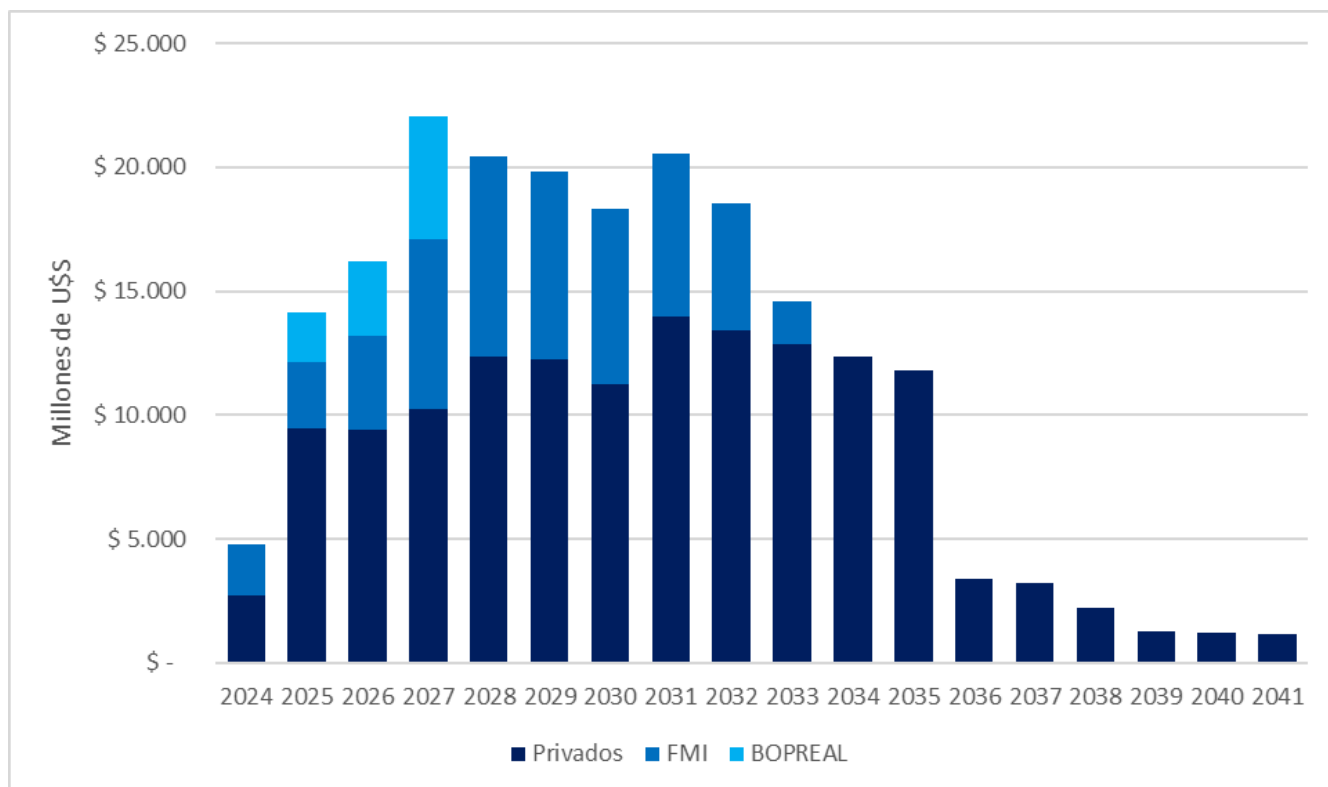


Fuente: CESO en base a BCRA.

En segundo lugar, a partir de la segunda mitad del año los vencimientos de deuda en moneda extranjera crecen semestre a semestre y al momento no está claro con qué dólares se podrán cancelar (ver gráfico 6). En julio de 2024 comienzan los primeros vencimientos de capital por la deuda renegociada en 2020. Argentina deberá afrontar el pago de aproximadamente U\$S 2.700 M. También más de U\$S 600 M al FMI que, más allá de la insistencia de Caputo, parece ser reacio a la posibilidad de ampliar el programa actual con más financiamiento.

Sin embargo, el problema más urgente es el SWAP chino. Entre junio y julio vencen casi U\$S 5.000 M de los U\$S 18.000 M vigentes y, a estas horas, no parece haber una resolución favorable para su renovación.

Gráfico 6. Vencimientos de Capital e Interés de deuda en divisas.



Fuente: CESO en base a FMI y MECON.

Dado este escenario, la probabilidad de que la acumulación de reservas se detenga y con ella aumente la presión sobre los distintos tipos de cambio crece semana a semana. La promesa de eliminar el cepo cambiario también parece diluirse en la medida que los dólares no aparecen. La opción de devaluar para incentivar la liquidación de exportaciones choca con los objetivos de continuar con el sendero decreciente de la inflación, al tiempo que tampoco garantiza que ingresen los dólares suficientes para hacer frente a los vencimientos previstos. Bajo estas condiciones, lo ocurrido durante las últimas semanas parece ser una muestra de que el plan Caputo-Milei no es sostenible.

INFORME ECONÓMICO MENSUAL - MAYO 2024

La primera corrida de Milei

Contenidos técnicos

Aldana Montano y Alejo Muratti

SUSCRIBITE A NUESTROS INFORMES MENSUALES / BIMESTRALES

- * Economía Política
- * Precios en la Economía Social, Solidaria y Popular
- * Precios de Alquileres en CABA, Rosario y la Comarca Viedma - Carmen de Patagones
- * Inflación en supermercados de Santa Fé, CABA y la Comarca Viedma - Carmen de Patagones
- * Economía ambiental

[Suscribirse ahora](#) ▶

CONOCÉ NUESTROS MONITORES:

Seguimiento y actualización:

- * Precios
- * Alquileres
- * Ejecución presupuestaria

[Ir a Monitores](#) ▶

ceso.

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

Director: **Andrés Asiain**

Colaboran con el CESO: Agustín Crivelli, Agustín Romero, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Federico Castelli, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Castagnino, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Miguel Cichowolski, Yamila Steg, Laura Iribas, Alejandra Caffaratti y Martín Carnuccio.