

INFORME ECONÓMICO MENSUAL - AGOSTO 2024

LA ECONOMÍA ARGENTINA:

APRECIACIÓN CAMBIARIA SIN DÓLARES



CLAVES DEL INFORME

- El gobierno apuesta fuerte a que por medio del blanqueo y el RIGI ingresen los dólares suficientes como para transitar una salida del cepo de forma ordenada.
- El fin del Impuesto País en diciembre de este año podría ser una ventana de oportunidad para la salida del cepo.
- Sin embargo, los desafíos que enfrenta hasta entonces son múltiples.
- El primero es la falta de acumulación de reservas. En los últimos dos meses el BCRA dejó de ser un comprador neto en el mercado de cambios oficial y frenó el proceso de acumulación de los primeros meses.
- El segundo, intrínsecamente relacionado, el aumento de la brecha cambiaria.
- También, la posibilidad de que el proceso inflacionario se recaliente. Todavía siguen pendientes correcciones de precios relativos que continuarán presionando sobre el índice general de precios.
- Finalmente, el gobierno de Milei apuesta su capital político al proceso de desinflación; el único logro a mostrar.
- A diferencia de otros períodos en donde hubo apreciación cambiaria, esto no se tradujo en un incremento de los ingresos reales o de la actividad, sino que convive con un proceso de ajuste, recesión y caída de los ingresos.



Apreciación Cambiaria sin dólares.

En el informe de [coyuntura de julio](#) planteamos que existía la posibilidad de una transición hacia un esquema cambiario de libre flotación como pretende el FMI. Sin embargo, a la fecha el gobierno parece insistir con el [programa económico de Caputo](#) en donde el **ancla cambiaria** es la principal variable que sostiene el proceso de desinflación. A la espera de la entrada de dólares genuinos para liberar el cepo cambiario, el programa económico de Milei-Caputo apuesta a sostener el esquema actual por medio del ajuste y la recesión.

Así parece estar planteada la hoja de ruta hasta fin de año. El gobierno apuesta fuerte a que por medio del blanqueo y el RIGI ingresen los dólares suficientes como para transitar una salida del cepo de forma ordenada. Una eventual victoria de Trump en EE.UU. también podría facilitar la “ayuda” del FMI y otros Organismos Multilaterales de Crédito en post de este objetivo. El fin del Impuesto País en diciembre de este año podría ser una ventana de oportunidad para la salida del cepo, atento que parte del *pass through* de la devaluación necesaria sería compensada por la eliminación de este impuesto.

Sin embargo, los desafíos que enfrenta hasta entonces son múltiples. El primero es la falta de acumulación de reservas. En los últimos dos meses el BCRA dejó de ser un comprador neto en el mercado de cambios oficial y frenó el proceso de acumulación de los primeros meses. El segundo, intrínsecamente relacionado, el aumento de la brecha cambiaria. El gobierno sabe que una brecha alta hace más dificultoso eliminar las restricciones cambiarias. Por eso, a pesar de disfrazarla como una medida para frenar la emisión monetaria, en las últimas semanas comenzó a intervenir en los mercados paralelos de cambios, sacrificando reservas.

Ligado a lo anterior, la posibilidad de que el proceso inflacionario se recaliente. Tanto la caída de reservas como el aumento de la brecha cambiaria son síntomas de que los agentes económicos perciben un atraso en el tipo de cambio oficial; por lo que la presión sobre el dólar tiende a subir y con esta, la presión sobre los precios. A su vez, todavía siguen pendientes algunas correcciones de precios relativos –como tarifas de luz y gas– que continuarán presionando sobre el índice general de precios.

Finalmente, un riesgo político. El gobierno de Milei viene apostando su capital político al proceso de desinflación; el único logro a mostrar. Es que, a diferencia de otros períodos históricos en donde hubo apreciación cambiaria, esto no se tradujo en un incremento de los

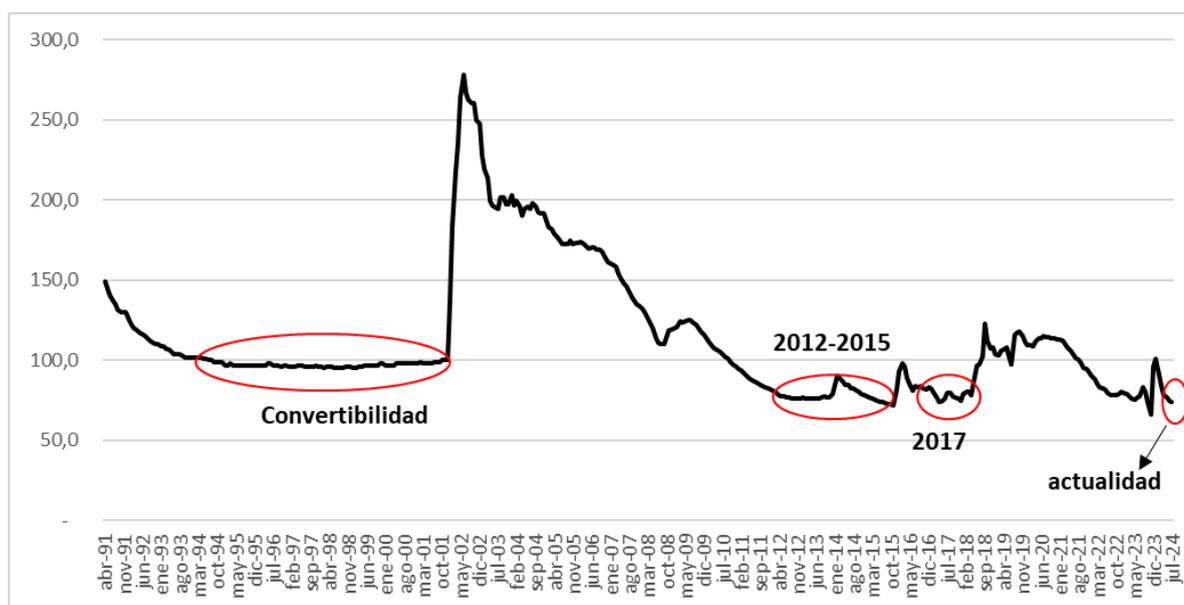


ingresos reales o de la actividad, sino que convive con un proceso de ajuste, recesión y caída de los ingresos.

Apreciación cambiaria con ajuste como ancla.

En el informe de [coyuntura de julio](#) mostramos las similitudes del plan económico actual con el inicio del gobierno macrista. La principal coincidencia, además de tener a Caputo como figura repetida, consiste en que ambas experiencias comenzaron con una fuerte devaluación inicial para luego pasar a un período de apreciación cambiaria. No obstante, el programa actual muestra una diferencia sustancial no sólo con la experiencia macrista sino también con otros períodos históricos similares: la apreciación cambiaria no se sostiene con el ingreso de dólares, sino por medio de un ajuste feroz y una recesión inducida.

Gráfico 1. Evolución del Tipo de cambio Real.



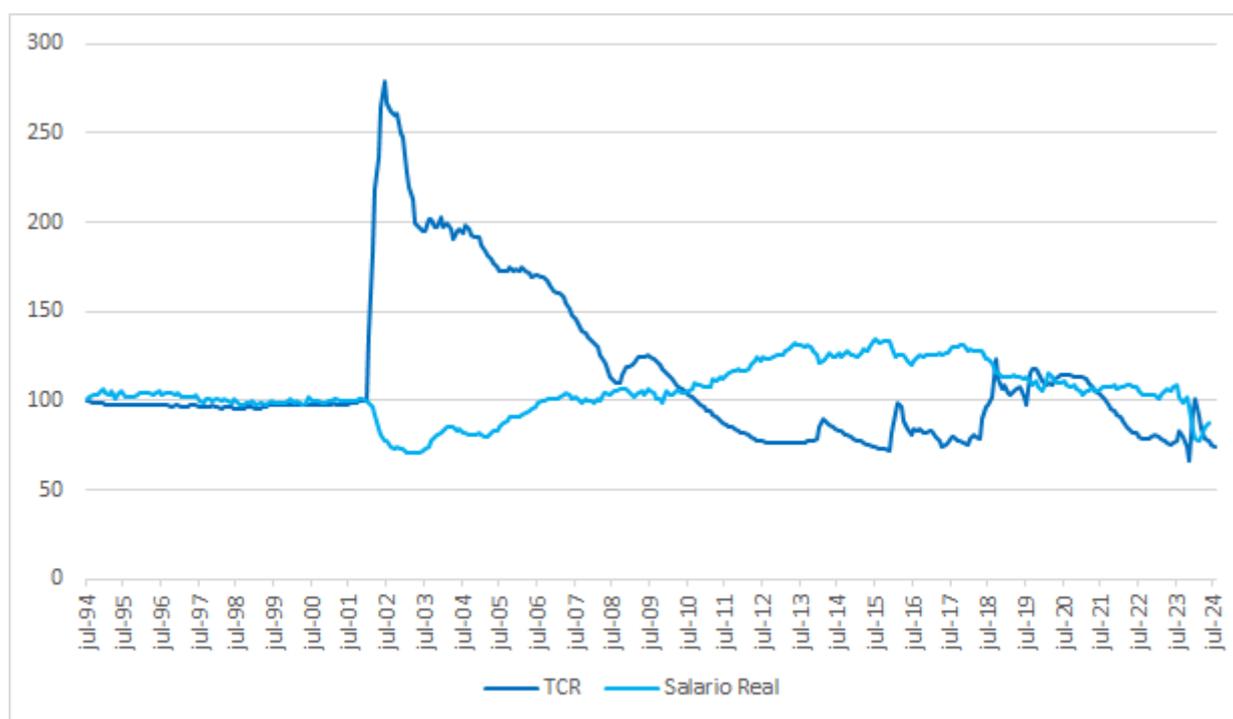
Fuente: CESO en base a BCRA.

Durante el período de convertibilidad, la apreciación cambiaria se sostuvo con un flujo positivo de dólares primero proveniente de las privatizaciones y luego del incremento de la deuda externa. Esos dólares permitieron sostener el esquema cambiario y fueron el sustento para el éxito del programa en términos de la estabilización de precios. De la mano de esta estabilización y con la ayuda de una fuerte apertura comercial para disciplinar a los formadores de precios, los ingresos se mantuvieron relativamente estables en términos



reales hasta el final del período (ver gráfico 2) en detrimento de una cuenta corriente permanentemente deficitaria (gráfico 3). Cuando la acumulación de pasivos externos como fuente de dólares se agotó y el daño de la apertura comercial se consumió en un deterioro permanente de la cuenta comercial –y de destrucción de entramados productivos–, el modelo económico implosionó y terminó en la crisis que ya todos conocemos.

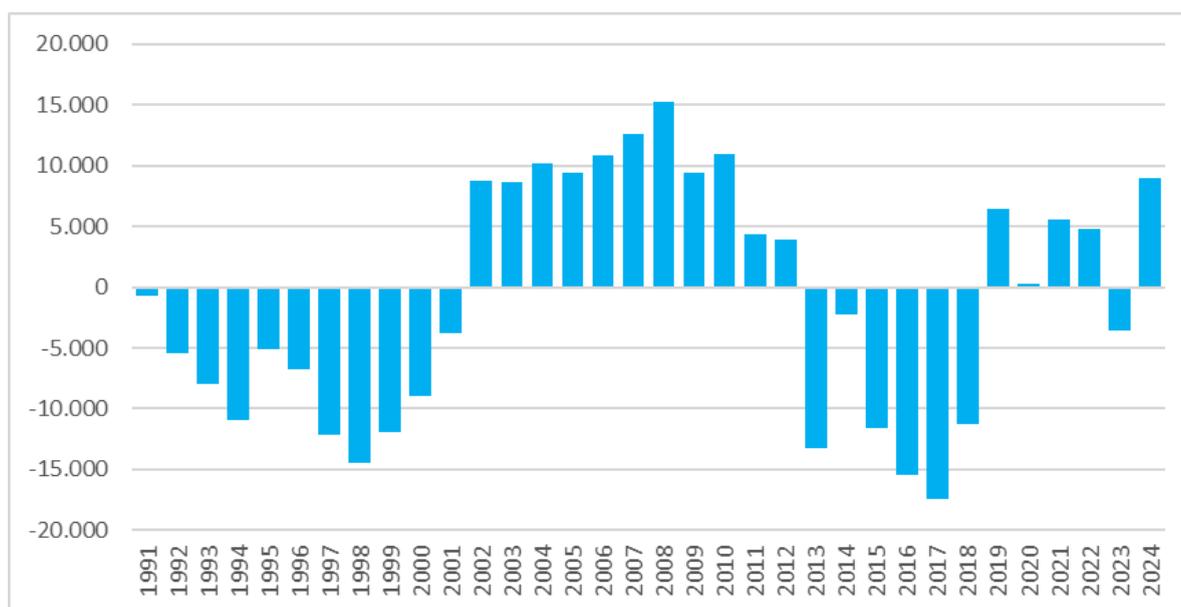
Gráfico 2. Evolución del TCR y los salarios reales.



Fuente: CESA.

Entre 2012 y 2015, la apreciación cambiaria permitió sostener un período de crecimiento de los salarios y una actividad pujante que presionó sobre la cuenta corriente, haciéndola deficitaria durante casi todo el período. En este sub-período, no hubo privatizaciones ni incremento de la deuda externa; lo que permitió sostener el esquema fue la pérdida de más de U\$S 18 MM de reservas en sólo 4 años (ver gráfico 4). La excepción fue 2014, en donde producto de la devaluación de enero 2014, se acumularon poco más de U\$S 1 MM de reservas, la cuenta corriente estuvo cerca del equilibrio, pero los salarios cayeron en términos reales.

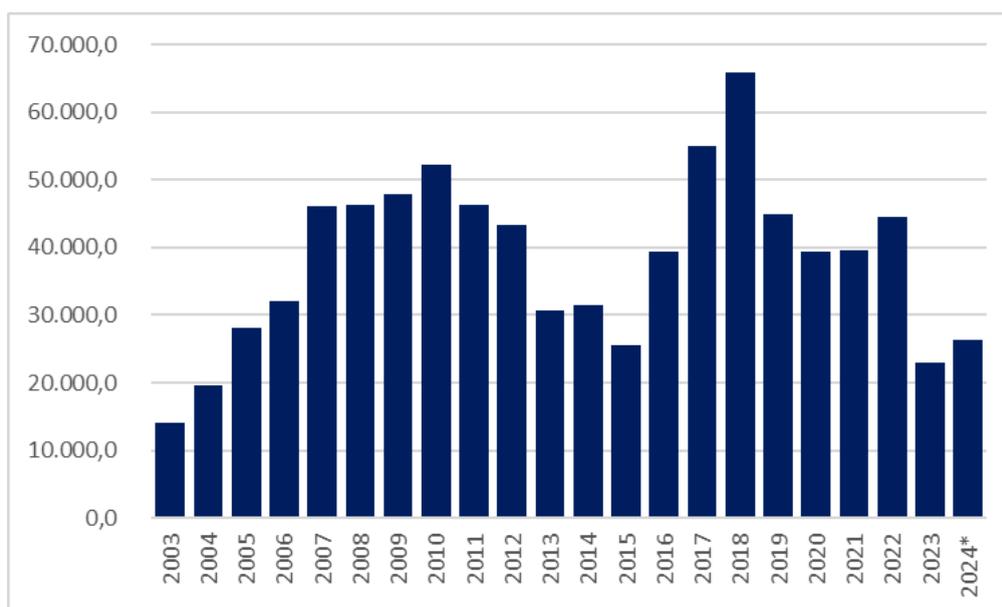
Gráfico 3. Evolución de la Cuenta Corriente.



Fuente: BCRA. 2024 datos a julio.

Finalmente, el período de apreciación cambiaria entre fines de 2016 y comienzos de 2018, también permitió una leve recuperación de los ingresos luego de la caída post-devaluación de diciembre 2015, y presionó sobre la cuenta corriente. En esta etapa, el flujo de dólares que permitió la apreciación vino de la mano de la masiva colocación de deuda que engrosaron las reservas en casi U\$S 15 MM el primer año y más de U\$S 30 MM al segundo (gráfico 4). Cuando el modelo dejó de ser sostenible y comenzaron las presiones devaluatorias, se desató la estampida de los fondos especulativos de la economía local que culminó con el pedido de salvataje al FMI en 2018.

Gráfico 4. RR. II. a diciembre de cada año.



Fuente: BCRA. * 2024 datos a julio.

La particularidad de la etapa actual radica en que las canillas de dólares financieros parecen estar cerradas, el nivel de reservas heredado es sustancialmente más bajo que el 2015, y la carta del FMI –utilizada tanto a fines de la convertibilidad como en 2018– no está disponible, ya que todavía se encuentra pendiente de pago la deuda tomada por el propio Caputo y renegociada durante el gobierno de Alberto Fernández. La emisión de BOPREALES por aproximadamente 10 MM de dólares para postergar el pago de importaciones durante los primeros meses del año, sirvieron para sumar algunas pocas reservas en un contexto donde la recesión generada por el ajuste del gasto público y la caída de los salarios reales son la regla para deprimir importaciones y forzar la venta de ahorros dolarizados. No obstante, sin la entrada de nuevos dólares el esquema actual no tiene lugar para una pronta recuperación económica, incluso con una cuenta corriente superavitaria como lo viene siendo este año (ver gráfico 4). Una eventual recuperación de la actividad y de los ingresos se traduciría en mayor demanda de dólares para importaciones –y por qué no, para atesoramiento– que profundizaría la pérdida de reservas, tornando cada vez más difícil la salida del cepo.

Por eso, el gobierno apuesta fuerte a los dólares que puedan ingresar por el blanqueo y por el RIGI, y a un eventual triunfo de Donald Trump que sume apoyo para conseguir nuevo financiamiento neto del FMI y otros organismos multilaterales de crédito, para llegar a fin de año con un nivel de reservas más o menos elevado como para salir del cepo cambiario. Como dijimos al comienzo, la no renovación del Impuesto País en diciembre de este año podría ser



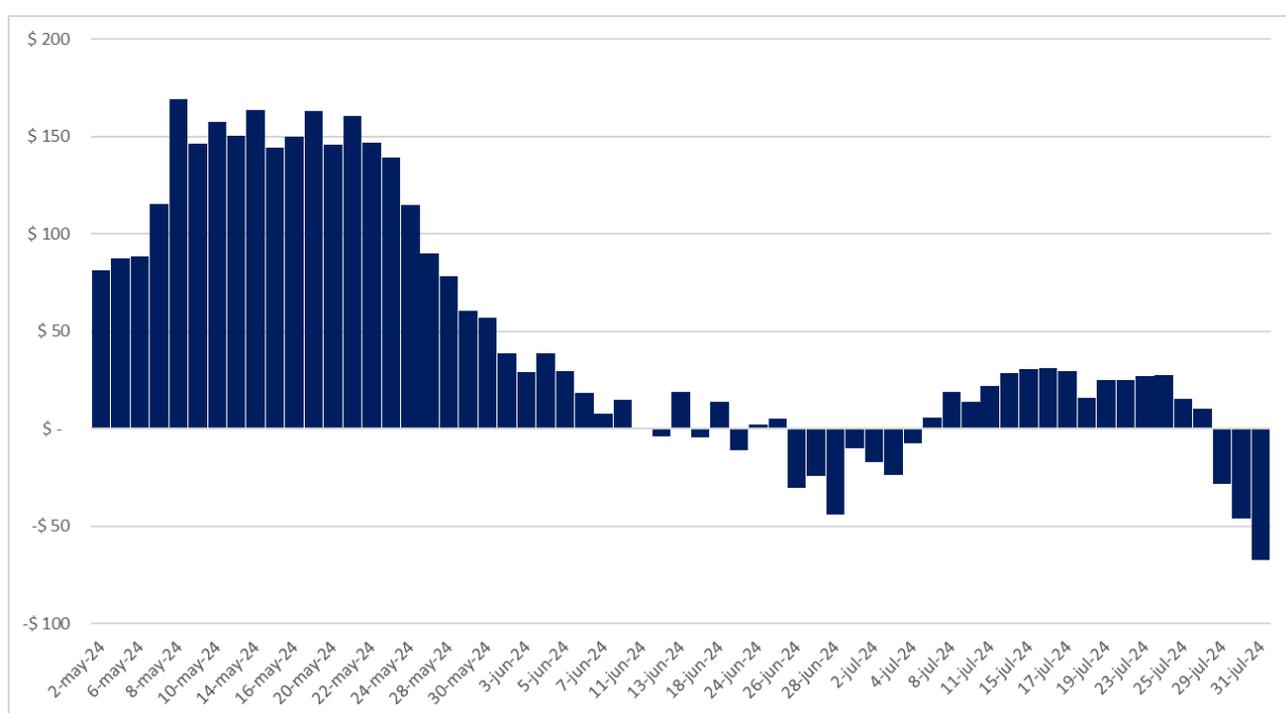
una ventana de oportunidad para que esto ocurra, atento que parte del *pass through* de la devaluación necesaria sería compensada por la eliminación de dicho impuesto.

Desafíos por delante.

Los desafíos que enfrenta hasta entonces son múltiples y ninguno de ellos contempla la posibilidad de una recuperación económica.

El primero de ellos es la acumulación de reservas. En los últimos dos meses el BCRA dejó de ser un comprador neto en el mercado de cambios oficial y frenó el proceso de acumulación de los primeros meses. Si bien es cierto que durante el invierno se esperaba una mayor demanda de divisas por importaciones de energía, la menor liquidación del agro y la caída en el precio de la soja imposibilitaron continuar con el proceso de acumulación.

Gráfico 5. Compra-venta diaria de divisas por parte del BCRA. Media móvil semanal.



Fuente: CESO en base a BCRA.

El segundo, intrínsecamente relacionado, el aumento de la brecha cambiaria. El gobierno sabe que una brecha alta torna más dificultoso eliminar las restricciones cambiarias. Por eso,



a pesar de disfrazarla como una medida para frenar la emisión monetaria, en las últimas semanas comunicó que comenzará a intervenir en el mercado paralelo de cambios, sacrificando la —prácticamente nula— acumulación de reservas.

Esta decisión generó un problema adicional. El mercado no vio con buenos ojos la medida ya que entiende que si el gobierno no logra acumular reservas se compromete el pago de los vencimientos de deuda de enero 2025; lo que dio lugar a una caída en el precio de los bonos soberanos —y/o a una suba del riesgo país—.

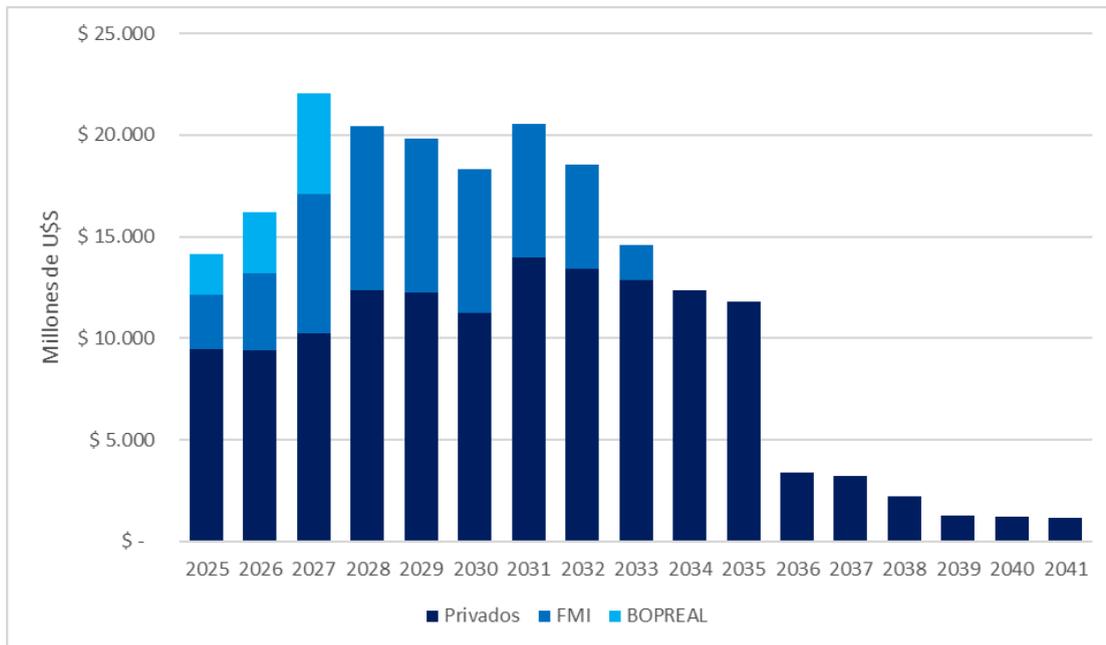
Otro desafío, ligado a la falta de reservas y al aumento de la brecha cambiaria, es la posibilidad de que el proceso inflacionario se recaliente. Ambos problemas son síntomas de que los agentes económicos perciben un atraso en el tipo de cambio oficial, por lo que es posible que la presión sobre el dólar tienda a subir y con esta, la presión sobre los precios. A su vez, todavía siguen pendientes algunas correcciones de precios relativos —como tarifas de luz y gas— que continuarán presionando sobre el índice general de precios.

También, existe un riesgo político. El gobierno de Milei viene apostando su capital político al proceso de desinflación; el único logro a mostrar por el momento. Como detallamos en la sección anterior, a diferencia de otros períodos históricos en donde hubo apreciación cambiaria, el actual no se tradujo en un incremento de los ingresos reales o de la actividad, sino que convive con un proceso de ajuste, recesión y caída de los ingresos. Es posible que parte de la sociedad soporte este ajuste sólo por la promesa de la estabilización de precios. Por tanto, si el proceso de desinflación se revierte, o si por la pérdida de reservas el gobierno debe profundizar aún más el ajuste para llegar a diciembre con la posibilidad de salir del cepo, es probable que parte del apoyo que hoy goza se diluya, y con ello sus pretensiones electorales en 2025.

Finalmente, vale aclarar, incluso con una salida del cepo ordenada hacia fin de este año, los desafíos económicos por delante no terminan. Durante los próximos tres años, el gobierno deberá enfrentar el pago de más de U\$S 50 MM de deuda. Por tanto, de no lograrse una exitosa reintroducción de Argentina en unos mercados financieros plagados de incertidumbre —tanto por el nivel de apalancamiento global como por los diversos conflictos geopolíticos—, se deberá encarar un proceso forzado de reestructuración de deudas. De esa manera, es difícil vislumbrar una próxima fuente de divisas que permita sostener una expansión de la actividad económica en los próximos años.



Gráfico 6. Vencimientos de capital + intereses de deuda en moneda extranjera.



Fuente: CESO en base a FMI y MECON

INFORME ECONÓMICO MENSUAL - AGOSTO 2024

Apreciación Cambiaria sin dólares

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

[Subscribirse ahora](#) ▶

CONOCÉ NUESTROS MONITORES:

Seguimiento y actualización:

- * Precios
- * Alquileres
- * Ejecución presupuestaria

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.