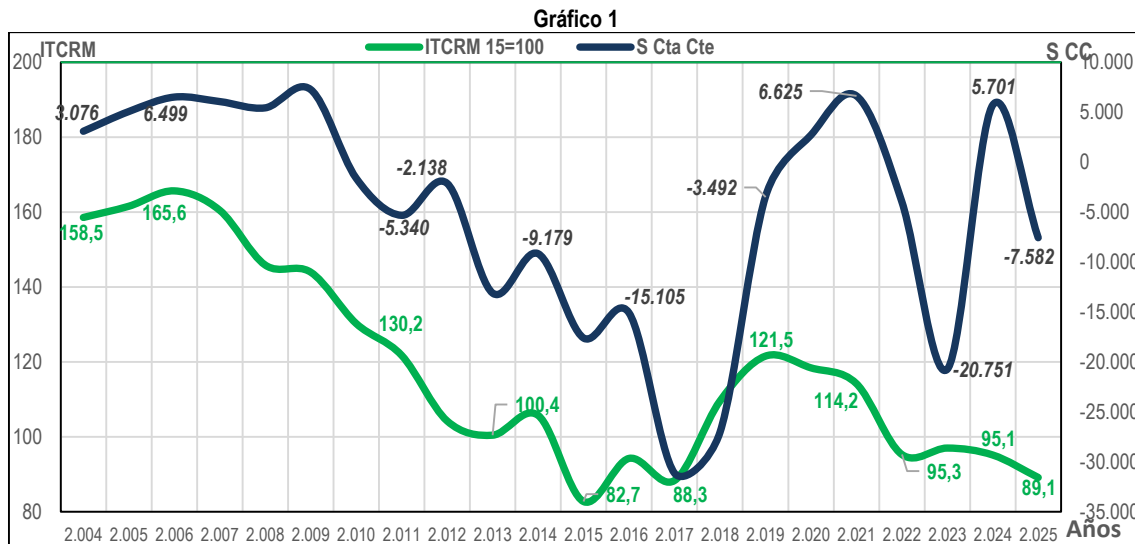


¿Porque la apreciación del peso no agrava el déficit externo?

Informe de Tyche del 4/06/26

Desde la salida de la convertibilidad, solo en 2015 con 82,7 se vio un Tipo de Cambio Real Multilateral TCRM¹ menor al de 2025 (y 2026 hasta la fecha / 84,6) – Ver gráfico 1. También 2017 fue otro año caracterizado por un “atraso” cambiario (88,3). En 2017 el déficit de cuenta corriente representó cerca de un 5% del Producto Bruto Interno (PBI) y en 2015 rozó el 3%, esos riesgos siguen latentes.



La aparente contradicción que se observa en el gráfico entre la caída del Índice de TCRM y la mejora o sostenimiento en el saldo de la cuenta corriente (SCC) se explica porque la competitividad cambiaria (ITCRM) es solo una de las variables que definen el sector externo.

En el país, factores estructurales (como la energía), shocks climáticos y el nivel de actividad económica interna suelen tener un peso mucho mayor sobre la balanza comercial que el precio del dólar. Veamos:

1. **Período 2004–2015:** Inflación y Anclaje Cambiario (ITCRM en caída): el peso experimentó una fuerte apreciación real debido a que la inflación interna fue crónicamente superior a la devaluación nominal, especialmente tras la implementación del "cepo cambiario" en 2011.

Comportamiento externo: Inicialmente, el superávit de CC se sostuvo por precios récord de las materias primas (soja)². Sin embargo, hacia el final del período, el atraso cambiario crónico y la pérdida de la autosuficiencia energética³ arrastraron la cuenta corriente a un profundo déficit (-9.179 en 2014 – ver gráfico 1).

2. **Período 2015–2019:** Devaluaciones y Corrección por Recesión (ITCRM en alza): la unificación cambiaria a fines de 2015 y las crisis de balanza de pagos de 2018 y 2019 dispararon el valor

¹ ITCMR es un indicador que mide la competitividad de los precios de un país frente a sus principales socios comerciales, ponderando la inflación local, la inflación internacional y las distintas monedas.

² Entre los años 2000 y 2015, el precio de la tonelada de soja en el mercado internacional de Chicago alcanzó su récord histórico absoluto de 648,43 US\$/TN el 9 de septiembre de 2012. Este periodo de 15 años abarca de forma completa el denominado "superciclo de las materias primas". Este fenómeno llevó al grano desde sus mínimos históricos a principios de siglo hasta techos nunca antes vistos, impulsado por la acelerada demanda de los mercados asiáticos y eventos climáticos extremos. La soja disponible en las terminales del Gran Rosario llegó a un techo histórico para esa época de 717 \$/TN el 22 de enero de 2004.

³ Este fenómeno ocurrió por el "desplome de la producción local" por la falta de inversiones estructurales que provocó una caída sostenida en la extracción nacional de gas y petróleo. Además aumento de la demanda por tarifas de luz y gas congeladas (subsidiadas) que estimularon un consumo interno muy elevado. El Estado tuvo que importar gas licuado en barcos (GNL) a precios internacionales récord. El país pasó de tener un superávit energético (venderle energía al mundo) a un profundo déficit que secaron las reservas del Banco Central y transformaron el superávit de la cuenta corriente en un déficit crónico.

nominal del dólar muy por encima de la inflación, recuperando competitividad teórica (pico de 121,5).

Comportamiento externo: El saldo de CC pasó de un rojo histórico en 2017 (-15.105) a un superávit en 2019 (+6.625). Esta fuerte reversión no fue el resultado de una explosión exportadora, sino de la recesión económica interna provocada por la devaluación, la cual desplomó las importaciones (-14%).

3. *Período 2019–2025:* El Desacople Estructural de la CC (ITCRM en caída): Volvió a descender de forma pronunciada hasta alcanzar niveles de 89,1 en 2025. Esto fue impulsado por la brecha cambiaria previa y, posteriormente, por la política de micro devaluaciones (crawling peg) marchando por detrás de la inflación remanente.

Comportamiento externo: a pesar del atraso cambiario, la CC del BP se recuperó marcadamente en el último tramo por 3 razones ajenas al tipo de cambio real:

- Fin de la sequía de 2023: el derrumbe de la cuenta corriente a -20.751 en 2023 obedeció al impacto climático estacional sobre el agro. El rebote posterior refleja simplemente la normalización de las cosechas.
- El factor Vaca Muerta: el país consolidó su transformación estructural como un exportador neto de energía, eliminando la necesidad de gastar miles de millones de dólares en importar gas.
- Contracción de la absorción interna: las políticas de fuerte ordenamiento fiscal aplicadas por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) redujeron la emisión y frenaron la demanda agregada, manteniendo las importaciones bajo control (ancla cambiaria y ancla fiscal).

La menor presión sobre las reservas actuales en comparación con el año 2017, a pesar de tener un nivel de apreciación cambiaria similar (el ITCRM ronda los 90 puntos tanto en 2017 como 2023), constituye lo que los analistas denominan una **"anomalía" macroeconómica**⁴:

Anomalía Macroeconómica

Los elementos fundamentales que explican por qué la escasez de dólares no es tan severa como en aquel entonces se dividen en **transformaciones estructurales y cambios en la política económica interna**:

1. *El vuelco estructural de la balanza energética.* En 2017 el país padecía un profundo déficit en el sector debido a la declinación de la producción local. El gobierno se vio obligado a gastar miles de millones de dólares para importar gas licuado en barcos (GNL).

En la actualidad: gracias al desarrollo masivo y de escala de Vaca Muerta, el sector petrolero se transformó por completo. El balance energético no solo dejó de demandar divisas, sino que provee un superávit comercial histórico que compensa el arrastre negativo de otros sectores industriales (ver cuadro 1).

Cuadro 1				
	Balanza Comercial Energética (2019 - 2025) Millones US\$			
	Exportaciones	Importaciones	Balance Neto	
2019	~4.200	~4.400	-200	Casi neutro
2020	~3.600	~2.700	900	(Superávit por pandemia)
2021	~5.200	~5.800	-559	(Retorno al déficit)
2022	8.395	12.865	-4.470	(Déficit récord por precios)
2023	~7.900	~7.900	~0	(Equilibrio neutro)
2024	9.677	4.009	5.668	(Reversión a superávit)
2025	11.086	3.271	7.815	(Récord histórico)

2. *Equilibrio fiscal vs. Financiamiento con deuda externa.* En 2017 el Estado nacional sostenía un elevado déficit fiscal financiado mediante la colocación de deuda en los mercados internacionales.

⁴ Se le llama "anomalía" porque el comportamiento de las variables contradice la teoría económica tradicional: el peso se encarece (apreciación), pero los dólares comerciales siguen ingresando al Banco Central (BCRA) en niveles muy elevados. Los diarios económicos utilizan explícitamente esa palabra para explicar por qué la fuerte apreciación del peso actual no destruye las reservas ni genera el déficit externo que sí generaba en 2017.

El ingreso de esos capitales financieros apreciaba el peso artificialmente y alimentaba un abultado déficit de cuenta corriente (cercano al 5% del PBI).

En la actualidad: El severo ajuste del gasto público redujo la necesidad de financiamiento del sector público. El equilibrio fiscal (actualmente cuestionado) actúa como un *ancla estructural*, al no haber un "desahorro" estatal que requiera dólares de afuera para financiarse (tampoco lo encontrarían), la presión de desbalance sobre la balanza de pagos disminuye significativamente.

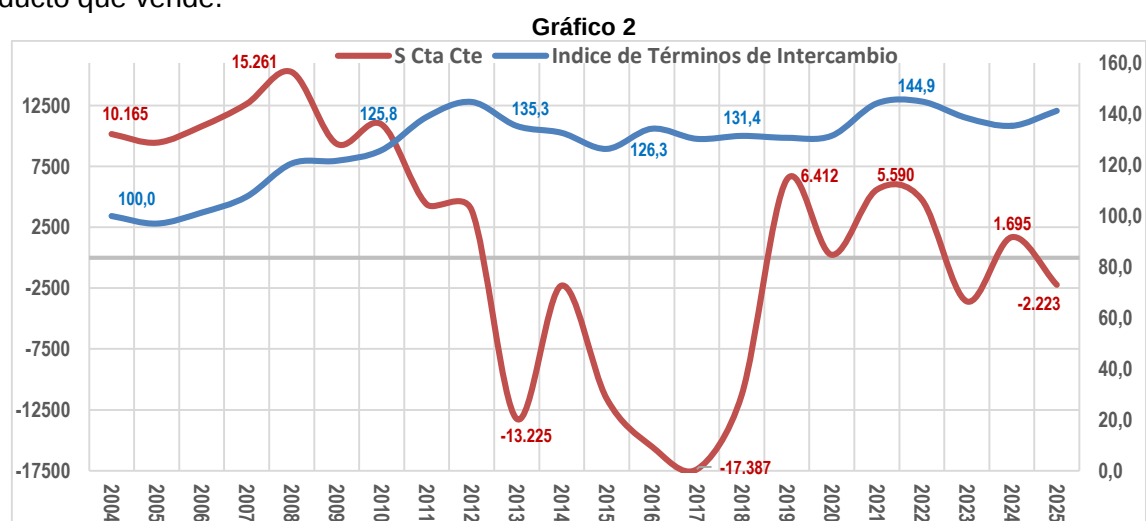
3. *Nivel de actividad y contracción del consumo interno.* En 2017 la economía local se encontraba en expansión y con niveles de consumo interno e ingresos medidos en dólares elevados. Esto generaba una demanda biológica⁵ muy alta de bienes importados y de servicios de turismo en el exterior.

En la actualidad: El ordenamiento monetario y fiscal implementado por el BCRA y el Ministerio de Economía redujo fuertemente la absorción interna de la economía. **Con el consumo retraído y los salarios reales reducidos, las empresas demandan menos insumos y maquinarias del exterior**, manteniendo las importaciones totales muy por debajo de los registros de 2017.

4. *Presencia de controles y regulaciones cambiarias.* En 2017 existía plena libertad de movimientos de capitales y acceso ilimitado al mercado de cambios, facilitando tanto el giro de utilidades como el atesoramiento formal de divisas (formación de activos externos o "fuga").

En la actualidad: Aunque el tipo de cambio real luce apreciado, la persistencia de esquemas regulatorios remanentes (para las empresas por ejemplo), topes cambiarios y un acceso administrado para ciertos pagos financieros actúa como un dique de contención que restringe las vías de escape tradicionales por las cuales se escurrían los dólares del Banco Central.

5. *Los términos de intercambio.* Representan un factor exógeno clave para entender por qué la presión cambiaria es menor hoy que en 2017. Los términos de intercambio miden la relación entre los precios de las exportaciones de un país y los precios de sus importaciones. Un índice más alto significa que el país obtiene mayor poder de compra externo por cada tonelada de producto que vende.



En primera instancia, remarcó que los términos de intercambio vigentes son un 17% superior a los de 2017 (ver gráfico 2). Concretamente, esto significa que los precios internacionales de hoy son más favorables para el comercio exterior argentino. Su impacto se puede analizar a través de los siguientes puntos:

- *Mayor poder de compra internacional respecto a 2017.* En 2017 el país enfrentaba un escenario global reducido, donde los precios internacionales de las materias primas agrícolas (como la soja y el maíz) se encontraban deprimidos tras el fin del súper ciclo de las commodities en 2014.

⁵ La expresión "demanda biológica" (o "crecimiento biológico" de la demanda) es una metáfora que usan los economistas para describir un consumo que ocurre de forma natural, inevitable y proporcional al tamaño o al crecimiento de la economía.

En el período reciente: Los términos de intercambio registraron una fuerte recuperación a nivel global y, según los informes del INDEC, alcanzaron promedios marcadamente superiores (con picos históricos en 2022 y manteniendo niveles elevados en torno a los 140 puntos hacia finales de 2025). Esto permite que **el país reciba más dólares por la misma cantidad física de granos exportados**.

Al mismo tiempo el país perdió complejidad económica: exporta productos con menor complejidad y va hacia un proceso de primarización. Tal es así que el estudio muestra que la canasta concentró productos primarios, manufacturas basadas en recursos naturales y de tecnología media, que representan, en conjunto, el 90% de las exportaciones argentinas

- *El "efecto precio" amortigua el atraso cambiario.* Cuando los términos de intercambio son favorables, esto es muy importante, la economía recibe un flujo adicional de divisas genuinas ("ganancia por términos de intercambio") que actúa como un colchón. Este ingreso extra de dólares compensa parcialmente los efectos negativos de tener un tipo de cambio real apreciado (ITCRM bajo), reduciendo la velocidad con la que se agotan las reservas del Banco Central de la República Argentina (BCRA).
- *Alivio en el costo de los bienes importados.* El comportamiento del precio de lo que el país compra afuera también juega un rol relevante. En períodos donde la inflación de los bienes industriales o de capital importados se desacelera frente a la firmeza de las materias primas locales, se requiere una menor cantidad de divisas para abastecer el mismo volumen de compras externas, aliviando la balanza comercial. Tampoco la caída de los salarios reales ayudan mucho con las importaciones, algún economista dijo hace poco que "no hay como en otras épocas avalancha de bienes importados", y eso es cierto pero no aclaró (porque seguramente él no es asalariado ni jubilado, que los niveles salariales son los más bajos de los últimos años (los salarios formales están a nivel de 70 cuando la serie del INDEC inicia en 2015 con 100).

Perspectivas futuras

Las perspectivas futuras para la macroeconomía y el sector externo combinan un potente optimismo por el lado comercial (flujo de dólares) **con una transición compleja e irregular en la economía interna**. El país atraviesa un cambio de matriz estructural que redefine las proyecciones para los próximos años:

1. *El Boom Exportador y Superávit Comercial Récord.* Las proyecciones indican que Argentina se encamina a consolidar una balanza comercial altamente superavitario (Cuadro 2).

Cuadro 2: Exportaciones anuales por grandes rubros (millones de US\$)

Año	MOA	MOI	Energía	Minería	
2017	22.846	19.068	2.534	3.621	
2018	22.580	20.315	4.195	3.844	
2019	26.230	18.232	4.398	3.633	
2020	22.428	13.560	3.570	2.597	(Caída por restricciones logísticas de la pandemia)
2021	30.932	19.980	5.234	3.231	
2022	33.109	23.064	8.398	3.856	
2023	23.905	20.655	7.914	4.025	
2024	32.551	21.171	9.715	4.674	
2025	30.450	23.330	11.770	6.037	(Récord histórico absoluto del sector)

Cuatro claves que se desprenden de los datos del Cuadro 2:

- El despegue de la Energía (CyE) es el cambio más drástico de la matriz nacional. Pasó de generar apenas US\$ 2.534 millones en 2017 a tocar un récord histórico de US\$ 11.770 millones en 2025. Vaca Muerta multiplicó casi por 5 el ingreso de divisas de este rubro.
- El techo de las MOI en valores: aunque las MOI sumaron US\$ 23.330 millones en 2025 (su valor en dólares nominales más alto de la serie por efecto de la inflación internacional de los productos), su volumen físico (cantidades de autos o máquinas) sigue por debajo del récord histórico de 2011. Refleja cómo la apreciación les quita fuerza para competir en cantidades.

- La volatilidad de las MOA: Las manufacturas del campo (harinas, aceites) muestran la sensibilidad a los factores climáticos y precios. Tras el fuerte derrumbe por la sequía histórica en 2023, la normalización posterior las devolvió a la zona de los US\$ 30.000 millones, consolidándose como el principal motor de flujo comercial
- La minería se consolidó en los últimos años como el cuarto complejo exportador neto de divisas, mostrando una tendencia ascendente muy clara. ***Su comportamiento explica por qué el país genera hoy más flujo de dólares genuinos que en 2017 sin depender exclusivamente del campo o del valor real del peso.***

La minería creció un 29,2% interanual el año pasado, superando por primera vez la barrera de los US\$ 10.000 millones. Este despegue fue impulsado por la combinación de precios internacionales récord en el oro (que aportó US\$ 4.078 millones) y la consolidación de algunos proyectos operativos.

El despegue del Litio: aunque el oro y la plata representan el 80% del bloque metálico tradicional, el litio en el Noroeste (NOA) se transformó en el motor más dinámico. En 2025, las exportaciones de litio alcanzaron los US\$ 905 millones (+40,3% interanual), multiplicando varias veces su peso respecto a 2017.

2. ***Consolidación de Vaca Muerta:*** Se estima que el superávit comercial energético alcance un hito histórico de entre US\$ 8.500 y 10.000 millones (Cuadro 2). La infraestructura de transporte en expansión (oleoductos y gasoductos) permitirá seguir incrementando los saldos exportables de petróleo y gas (31% i.a.), blindando de manera estructural la cuenta corriente de la balanza de pagos.
3. ***Recuperación Agroindustrial:*** El sector agropecuario muestra un buen desempeño. Durante el primer tramo de este año se registraron volúmenes de exportación agroindustrial récord, lo que garantiza un piso elevado de liquidación de divisas genuinas de la mano del campo.
4. ***Desafíos y una Recuperación Heterogénea.*** A pesar de las favorables proyecciones externas, el frente interno enfrentará tensiones de transición:
 - ***Economía a dos velocidades:*** La recuperación no será lineal ni idéntica para todos. Mientras los sectores vinculados a la exportación directa (energía, minería de litio y agro) traccionarán con fuerza, las ramas orientadas exclusivamente al mercado interno (como el consumo masivo y ciertos sectores de la industria manufacturera tradicional) mostrarán un retraso muy marcado por la debilidad de las jubilaciones y los salarios reales.
 - ***Flexibilización Cambiaria Gradual:*** La acumulación sostenida de reservas netas por parte del Banco Central (BCRA) permitirá ir desmantelando de forma controlada las restricciones cambiarias remanentes tipo cepo. El principal desafío radica en coordinar esta salida con la cancelación de la deuda externa del país.

Conclusión

En síntesis, aunque la Argentina enfrenta una fuerte apreciación real (atraso cambiario) que en teoría debería presionar el drenaje de reservas y empeorar la balanza de pagos, la escasez de dólares no se vuelve tan aguda como en episodios previos por una combinación de factores “amortiguadores” y restricciones internas.

Factores más importantes que evitan una devaluación más traumática

Amortiguación por el “efecto precio” (términos de intercambio favorables): cuando los precios externos son favorables, ingresan divisas genuinas y esto actúa como colchón para que el atraso cambiario no consuma reservas con la misma velocidad.

Menor presión de importaciones por caída de la absorción interna: el ajuste monetario/fiscal reduce el consumo y la demanda de insumos y bienes de capital del exterior, manteniendo las importaciones muy por debajo de niveles de años como 2017.

Equilibrio fiscal como ancla estructural: con superávit fiscal (dicen...) y financiamiento externo, disminuye la presión sobre la balanza de pagos (menos “desahorro” estatal que demande dólares).

Regulaciones y controles que restringen salidas de capital: persisten esquemas regulatorios y un acceso administrado (cepos) para ciertos pagos que limitan vías tradicionales de fuga.

Estructura energética más favorable y cambios en la balanza energética: el informe identifica un vuelco estructural que reduce la necesidad de importar energía (menos gasto en dólares por importaciones energéticas).

Factores que perjudican a la economía del país (costos del esquema)

Atraso cambiario que encarece la competitividad: el tipo de cambio real apreciado implica pérdida de competitividad y tensiones sobre el frente externo, que en otros contextos sí terminaban derivando en crisis de balanza de pagos.

Restricción del funcionamiento económico interno: la contracción de la absorción interna (por políticas de ordenamiento) reduce actividad y consumo, con efectos sobre empleo/ingresos reales y demanda.

Distorsiones por controles y acceso administrado: aunque ayudan a contener salidas, también introducen fricciones y segmentación en el acceso a divisas, afectando decisiones empresarias e inversión.

Debilidad social y consumo reprimido: el informe vincula salarios reales reducidos y menor demanda (incluida menor importación asociada a menor demanda interna), lo cual refleja un costo distributivo y de crecimiento.

En síntesis: el país logra “postergar” el ajuste cambiario gracias a términos de intercambio, menor demanda interna de importaciones, ancla fiscal, contención regulatoria y cambios energéticos; pero el mismo marco implica costos de competitividad y actividad, y además distorsiona el funcionamiento normal de la economía por la contracción y las restricciones para el uso de divisa.
