

# LA MACRO

# EN LA MIRA

Reservas internacionales, actividad e incertidumbre macroeconómica.

EDICIÓN N°2  
Junio 2024



## ¿Qué es LMM?

La Macro en la Mira es un informe que tiene como fin proporcionar una visión actualizada de la situación económica en Argentina a partir de indicadores macroeconómicos clave, analizando sus tendencias recientes y evaluando el impacto de las políticas implementadas. La periodización mensual permite ser un monitor macroeconómico sistemático de la brecha cambiaria, el nivel de ingresos, de actividad económica y del balance externo.

## ¿Qué utilidad persigue?

Contribuir como herramienta informativa y para la toma de decisiones en el ámbito productivo, político y de la comunidad en general.

Difundir mensualmente indicadores que permitan describir la situación económica de Argentina y construir series de datos para analizar el rumbo económico.

Identificar áreas clave en materia de política económica que posibiliten el diseño de cursos de acción a nivel micro, meso y macro.

## ¿Como se construye? Metodología

El informe se construye a partir de una selección de indicadores representativos de la evolución macroeconómica obtenidos de organismos oficiales e instituciones privadas. A partir de ello, se realiza un análisis descriptivo de su evolución y tendencias de corto y mediano plazo, buscando identificar sus factores determinantes e identificando sus implicaciones para la economía en general.

## ¿De qué trata este informe?

El cumplimiento del primer semestre del año nos permite contar con información suficiente para trazar un balance sobre diferentes aspectos de la realidad macroeconómica nacional. En este caso, la evolución de las reservas internacionales en el BCRA, por un lado, y por el otro, el comportamiento reciente de la brecha cambiaria.

## Resumen ejecutivo

El presente informe analiza la evolución de las reservas internacionales y su relación con la actividad económica interna.

El informe pone el foco en el incremento de las reservas internacionales, que pasaron de U\$S 21 mil millones a U\$S 28 mil millones en seis meses. Sin embargo, las compras semanales de divisas del BCRA se desaceleraron, marcando un cambio de tendencia.

El origen de esta situación hay que buscarla en la devaluación del tipo de cambio comercial en diciembre de 2023, que provocó un salto inflacionario sin un aumento proporcional en los ingresos, reduciendo rápidamente la demanda agregada. Además, la reducción del gasto público afectó jubilaciones, transferencias, obra pública y subsidios energéticos. Como resultado, la actividad económica cayó significativamente: las ventas minoristas disminuyeron un 25% y la producción industrial un 44%, estabilizándose recién en abril de 2024.

A su vez, la disminución de la actividad económica resultó en una reducción proporcional de las importaciones, generando un saldo comercial positivo y la liquidación de divisas post devaluación también contribuyó a la acumulación de reservas.

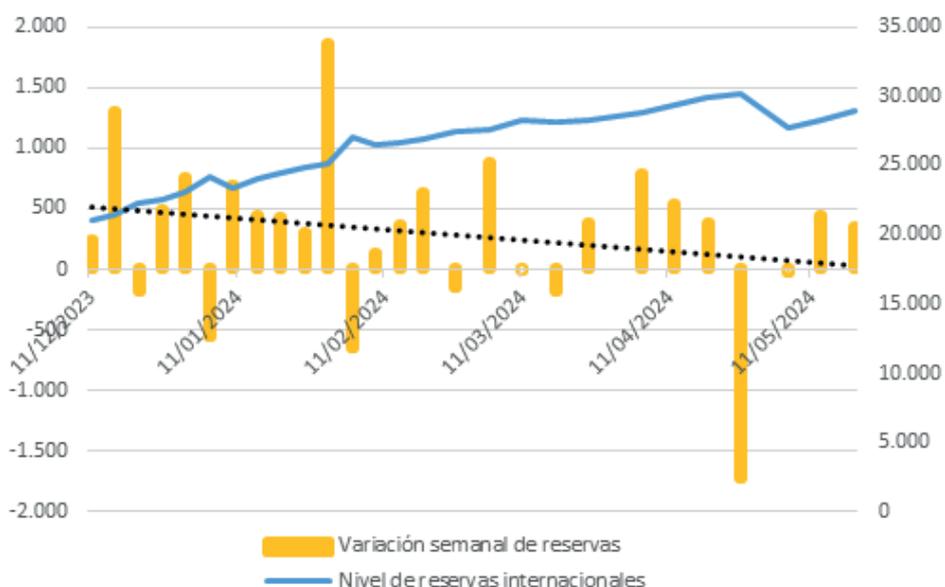
Al día de hoy la economía ha dejado de caer y se observan limitaciones en la política de acumulación de reservas por la vía de la recesión, lo que abre interrogantes sobre la posibilidad de darle continuidad a esta estrategia. De hecho, inmediatamente una vez encontrado el piso en la caída de la actividad, se produjeron episodios de inestabilidad cambiaria, con impactos en la brecha..

Como conclusión, la política económica actual enfrenta dificultades para resolver problemas estructurales y aumenta la incertidumbre sobre la supervivencia del programa económico.

## Las reservas internacionales en el marco de la política económica

**Gráfico 1:** Evolución de las reservas internacionales. Variación mensual y nivel.

Uno de los datos principales que marcaron el devenir de la política económica iniciada el 10 de diciembre de 2023 fue el incremento de las reservas internacionales. Punta a punta, desde entonces hasta el último registro alcanzado por este informe (20 de mayo de 2024) las reservas internacionales pasaron de los U\$S 21 mil millones a los U\$S 28 mil millones (Gráfico 1). Sin embargo, los últimos registros comienzan a mostrar que el incremento inicial parece haber alcanzado un límite y, como puede observarse en el Gráfico 1, las compras semanales por parte del BCRA se han desacelerado tendencialmente.



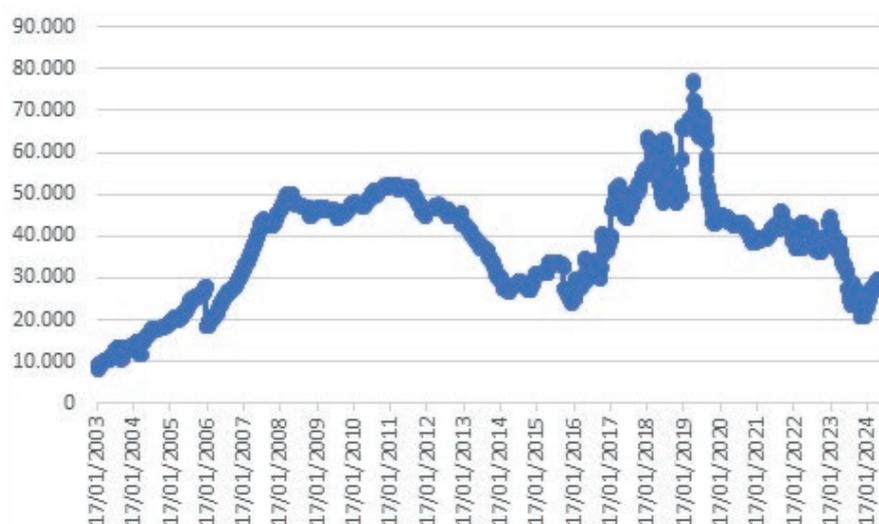
Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Esta observación es importante porque nos sitúa ante uno de los principales interrogantes que rodean a la política económica del gobierno referido a la incertidumbre sobre su sostenibilidad.

El informe busca analizar esta problemática, pero para ello es importante volver sobre las razones que produjeron este cambio en la tendencia en la acumulación de reservas. Aun así no debe perderse de vista que este cambio de tendencia no ha logrado superar, al menos por ahora, el nivel de reservas históricamente bajo comparable a lo visto en torno a los años 2014-2015-2016, tal y como se refleja en el Gráfico 2, lo que habla de una debilidad estructural que debe ser considerada como telón de fondo en el análisis de la política en curso.

## Las reservas internacionales en el marco de la política económica

**Gráfico 2:** Evolución diaria del nivel de reservas internacionales en el BCRA.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

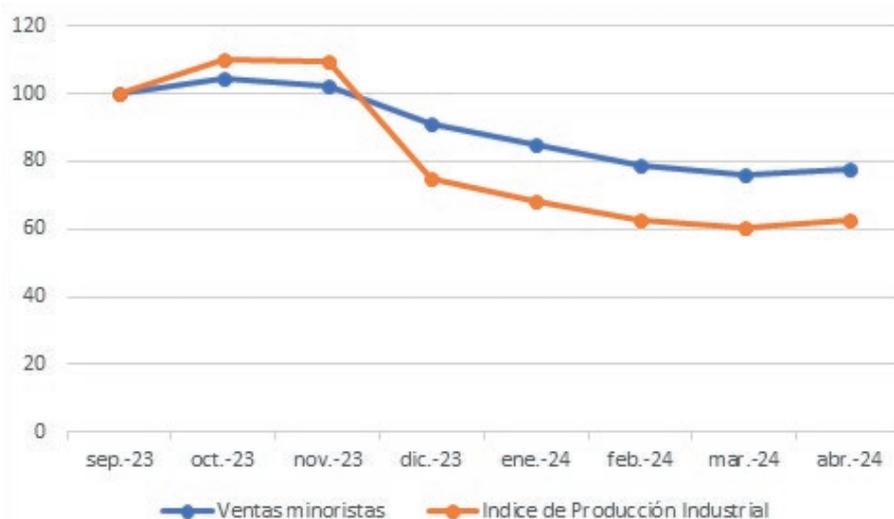
## Actividad económica, comercio exterior y brecha cambiaria

Comencemos por señalar la razón principal por la cual las reservas internacionales han cambiado la tendencia en tan poco tiempo. Como vimos en el Informe 1 de LMM, la devaluación del tipo de cambio comercial produjo un salto inflacionario que no se vio acompañado de un aumento equivalente de los ingresos, reduciendo rápidamente la demanda agregada de toda la economía argentina. A lo que se sumó una caída drástica del gasto público con un recorte equivalente en jubilaciones, transferencias, obra pública y subsidios energéticos.

Estas medidas llevaron a la economía argentina a un nivel de actividad menor, que podríamos situarlo en torno a un 25% por debajo del nivel de noviembre de 2023 para el caso de las ventas minoristas, y en torno al 44% respecto del mismo valor en el índice de producción industrial, ambos indicadores contruidos por la CAME. Esta caída se produjo entre diciembre de 2023 y febrero de 2024 y parece haber alcanzado un piso en abril de 2024, estabilizándose en torno a los valores mencionados como puede verse en el Gráfico 3.

## Actividad económica, comercio exterior y brecha cambiaria

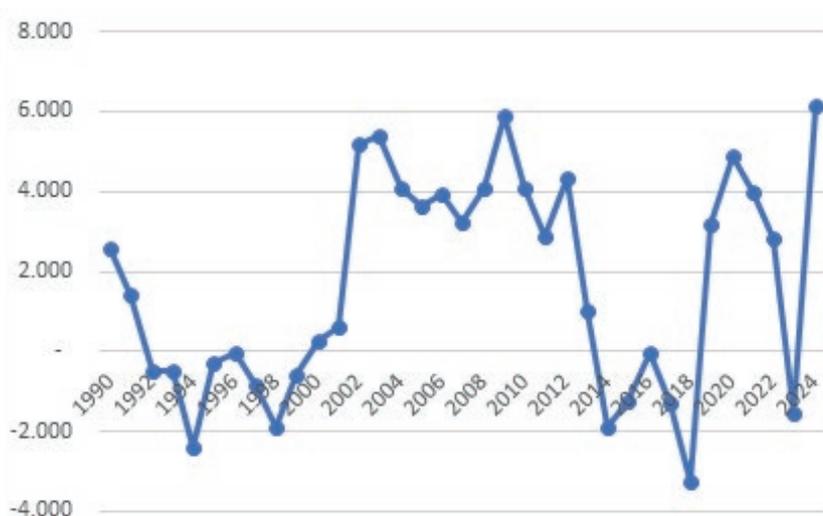
**Gráfico 3:** Evolución de los índices de ventas minoristas y de producción industrial



Fuente: elaboración propia en base a CAME.

A partir de este dato es posible observar dos aspectos claves de la evolución macroeconómica argentina reciente. Primero, la acumulación de reservas encuentra entre sus principales fundamentos en la caída de la actividad económica que ha redundado en una reducción proporcional de las importaciones provocando un saldo comercial positivo drástico incluso en comparación con una serie relativamente larga. El saldo comercial acumulado a abril de 2024 es el mayor en términos absolutos de todos los períodos equivalentes desde la década de 1990, superando levemente a aquel producido en el contexto de la crisis de 2008-2009 (Gráfico 4).

**Gráfico 4:** Evolución del saldo comercial acumulado a abril.

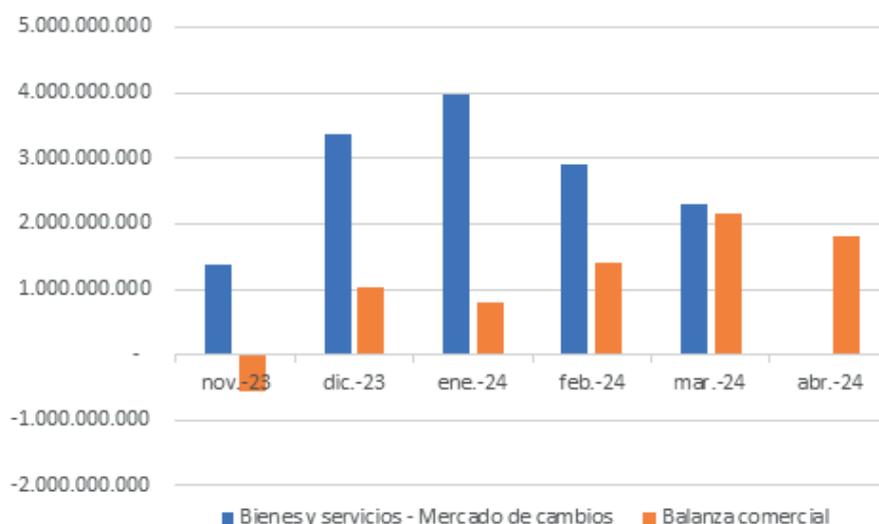


Fuente: elaboración propia en base a INDEC

## Actividad económica, comercio exterior y brecha cambiaria

**Gráfico 5:** Balanza de bienes y servicios en el mercado de cambios y en las operaciones comerciales.

Un segundo aspecto relevante se agrega a lo anterior, ya que no sólo entraron dólares por la vía comercial, sino que, además, luego de la devaluación, se produjo una intensa liquidación de divisas en el mercado de cambios, postergadas en los últimos meses del 2023. Estas se reflejan en las barras azules del Gráfico 5, seguidas por las barras anaranjadas que son las que corresponden al saldo comercial.



Fuente: elaboración propia en base a INDEC y BCRA.

De los tres gráficos anteriores puede extraerse un conjunto de observaciones relevantes que despiertan interrogantes sobre el futuro y la posible evolución de la economía argentina bajo el programa económico en marcha.

En primer lugar, la actividad ha encontrado un piso, esto define un determinado nivel de saldo comercial, que consecuentemente parece haber encontrado un límite en el mes de abril, más allá de la ciclicidad propia de las liquidaciones esperables para los meses de mayo, junio y julio.

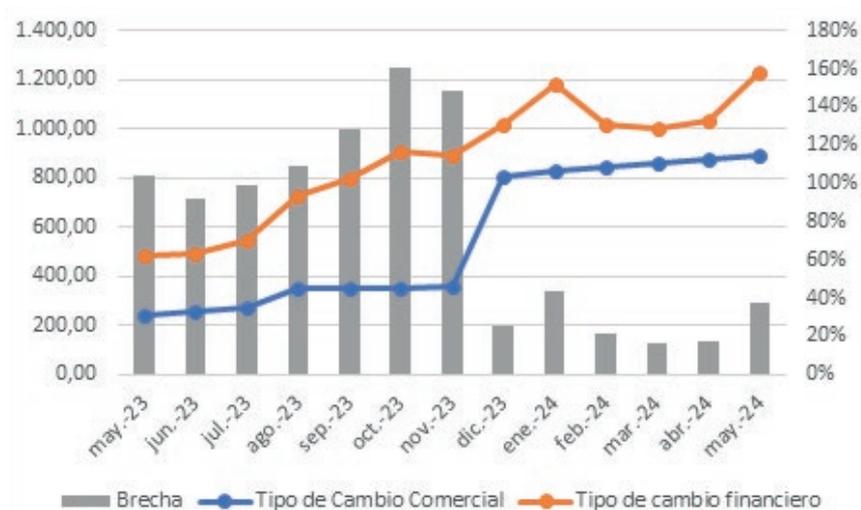
No obstante, la fuente de divisas proveniente de las liquidaciones extraordinarias se ha detenido por completo. En este contexto, parece ubicarse cierto límite a la acumulación de reservas por parte del BCRA dadas las necesidades de divisas utilizadas para el pago de intereses y capital de la deuda externa, que todavía define la principal tensión financiera de la Argentina para los próximos años, luego del mega endeudamiento producido entre 2017-2019, las reestructuraciones posteriores en 2020 con los acreedores privados y en 2021 con el FMI.

El haber encontrado este límite en la disponibilidad de divisas abun-

## Actividad económica, comercio exterior y brecha cambiaria

**Gráfico 6:** Evolución de los principales tipos de cambio \$/U\$S y de la brecha entre ambos.

dantes parece haber tenido un impacto directo en el tipo de cambio financiero el cual, sobre fines de mayo dio un salto devaluatorio de 200 pesos por dólar, en torno al 20%. Esto produjo un incremento en la brecha cambiaria que dejó atrás el valor mínimo del 17% en marzo, pasó al 38% a fines de mayo. En el gráfico 6 se registran estos cambios a lo que habría que agregar que, al momento en que se escribe este informe, el tipo de cambio financiero para la plaza local (MEP) ya alcanzó los \$1280/U\$S y el oficial los \$916/U\$S llevando la brecha al 39%.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA y ambito.com

Estas variaciones constituyen información relevante, en la medida en que ponen de manifiesto los límites que el tipo de política aplicada, basada en la caída de la actividad, tiene a la hora de enfrentar los problemas estructurales de la economía argentina. En particular, este fenómeno debe ser observado en el marco de las consecuencias financieras que han desencadenado el programa de devaluación, fijación de la pauta cambiaria y recorte del gasto público.

Mientras que la economía real, enfrentaba una caída significativa de su actividad, el peso argentino experimentó una fuerte apreciación, permitiendo una revalorización de los activos financieros en pesos contra la divisa internacional. Las ganancias financieras fueron la contracara de las pérdidas reales, y ante la visualización de un límite en el desarrollo de esta estrategia, se puso de manifiesto la sensibilidad del tipo de cambio financiero provocado por un cambio de cartera orientados a la dolarización. Naturalmente, esto trae problemas adicionales pues ante la apreciación del peso, las expectativas de devaluación financiera pueden motivar limitaciones en la liquidación de exportaciones como se vio durante todo 2023, y en particular en los últimos meses de este año 2024.

## Epílogo: ¿Un futuro de entrada de capitales?

Cada vez más incertidumbre se ciñe sobre este programa a la hora de evaluar su supervivencia, en particular en relación con las consecuencias directas que ha provocado. Sus defensores afirman que está basado en ventajas nominales sostenibles (estabilidad y reducción de la brecha cambiaria, desaceleración de la inflación) y desventajas reales transitorias (caída de los ingresos y de la actividad).

Si, como vimos en este informe, el sólo hecho de dejar de caer y encontrar un techo a la acumulación de reservas, implicó una aceleración cambiaria y una duplicación de la brecha entre el tipo de cambio comercial y el financiero, una recuperación mayor implicará probablemente un retorno decidido de la brecha y, de mínima, un límite a la desaceleración de la inflación, quedando estructuralmente por encima de la devaluación comercial. **Un retorno, a todas luces, al esquema de 2023 más inestable y con menor actividad.**

La alternativa, en este contexto, es romper la pauta de devaluación comercial, generar otro salto devaluatorio e inflacionario, volver a reducir los ingresos y la actividad económica y consolidar una economía estructuralmente estancada.

Parece ser que la promesa del modelo que propone el gobierno no puede cumplirse: o tiene estabilidad con recesión o tiene actividad con inestabilidad nominal. Esto deja en evidencia lo que ya era evidente desde un comienzo: **no se trata de un plan para reducir la nominalidad, que hubiese requerido un programa de acuerdos de precios más amplio, reducción de importaciones selectivas, administración de los ingresos de los distintos sectores, aliento de las exportaciones, etc., sino un plan de corto plazo, basado en la generación de recesión presente e inestabilidad futura.**

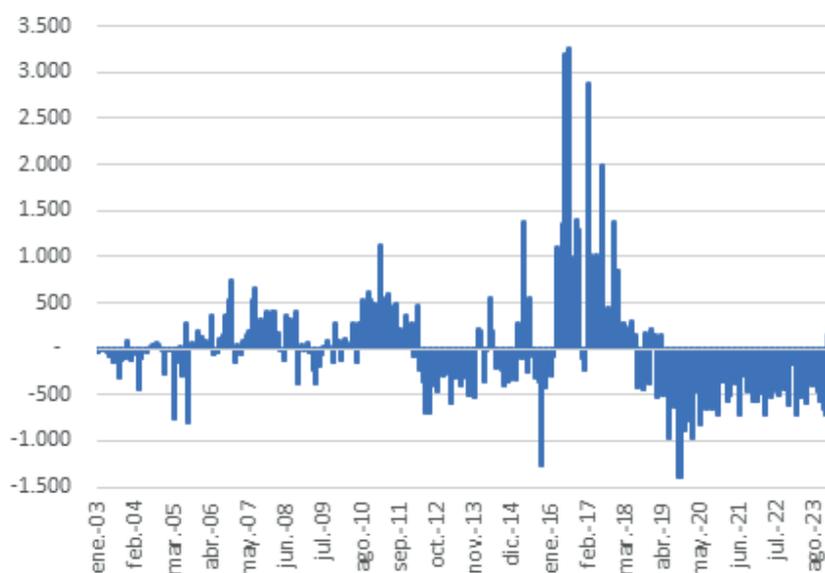
Finalmente, vale destacar que el ingreso de capitales ha sido la forma predilecta en tiempos de escasez de divisas para solventar ganancias financieras de corto plazo sin pagar los costos directos mediante baja de la actividad económica. **La deuda, o la entrada de capitales en general, parece ser la apuesta más importante del gobierno para sustentar el esquema macroeconómico.** De hecho, un indicador que puede verse para analizar estos procesos es el endeudamiento por préstamos, títulos y líneas de crédito en moneda extranjera netos, que expresa el ingreso de capitales líquidos al país y que deben ser liquidados en el mercado de cambios.

Como puede verse, entre marzo de 2016 y junio de 2018 se produjo un ciclo de endeudamiento de gran magnitud que finalmente acabó con una masiva devaluación y crisis de larga duración de la cual todavía

## Epílogo: ¿Un futuro de entrada de capitales?

**Gráfico 7:** Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito del sector privado no financiero.

no ha salido la Argentina. Sin embargo, después de casi cinco años, en enero, marzo y abril de 2024, se produjeron los primeros ingresos de capitales vía deuda, pero, en este caso, por vía del sector privado y no del sector público, como ocurrió en el ciclo 2016/19.



Fuente: elaboración propia en base a Balance Cambiario del BCRA

Más allá del dato relevante, todavía se trata de montos muy bajos como para dar lugar a un nuevo ciclo de dólar barato y crecimiento simultáneo. Pero no deja de ser un indicador de gran relevancia, en particular, cuando el país se encuentra discutiendo **una ley sumamente cuestionada** de promoción de grandes inversiones, **que parece responder más a las necesidades financieras de corto plazo que a un proceso de crecimiento sostenido, con estabilidad macroeconómica y cuentas financieras externas relativamente ordenadas.**



**DEMOS**  
MAYO 2024

## **LA MACRO EN LA MIRA**

Reservas internacionales, actividad e incertidumbre macroeconómica

---

**Staff editorial:**

Dr. Ignacio Trucco | Dra. Valentina Locher | Lic. Luisina Logiodice |  
Lic. Eduardo Alfaro