

16 de julio de 2026

Un gran semestre para el sector externo

Desde una perspectiva macrofinanciera, el primer semestre cerró de la mejor manera: estabilidad cambiaria, compras de reservas por parte del Banco Central, bajas tanto en el nivel como en la volatilidad de las tasas de interés en pesos, compresión del riesgo país y una sólida oferta tanto de dólares comerciales como financieros. En este *Resumen* nos centraremos en los números del sector externo, para una visión más completa de la macro y las inversiones. Los esperamos en nuestro call mensual que tendrá lugar el próximo jueves 23-07.

La dinámica más sorprendente en el mercado de cambios diríamos que viene por el lado de las importaciones. En el acumulado hasta mayo, las importaciones caen cerca de un 6%. Si bien la economía crece a un ritmo sereno (2% último dato del EMAE) y de forma heterogénea, la lentitud de las importaciones no deja de sorprender. Considerando que la economía argentina tiene un grado de apertura muy bajo y que la elasticidad de las importaciones en el corto plazo suele ser alta (cuánto crecen las importaciones por cada punto que crece la economía), creemos que el ratio de importaciones debería aumentar en el futuro. Solo para tomar dimensión, las importaciones de bienes de los países de la región rondan el 21% del producto, las nuestras el 11%.

Aun suponiendo una elasticidad baja de 2, para que la economía logre crecer al 3% anual, las importaciones deberían hacerlo por lo menos al 6%. Esto representaría un incremento anual cercano a los USD 4.500 millones o, visto de otra forma, a 150.000 barriles de petróleo equivalentes por día, un número bastante cercano al incremento de las exportaciones de crudo de Vaca Muerta. Este simple ejercicio, muy lejos de ser una estimación precisa, sirve para poner en evidencia algo claro: estamos lejos del escenario de enfermedad holandesa. Estamos frente a una inmensa oportunidad que brinda el sector exportador, que puede ser de vital importancia para financiar el crecimiento económico sostenido. Como hace 15 años que no crecemos, cuando hacemos los números del sector externo nos olvidamos del crecimiento necesario de las importaciones.

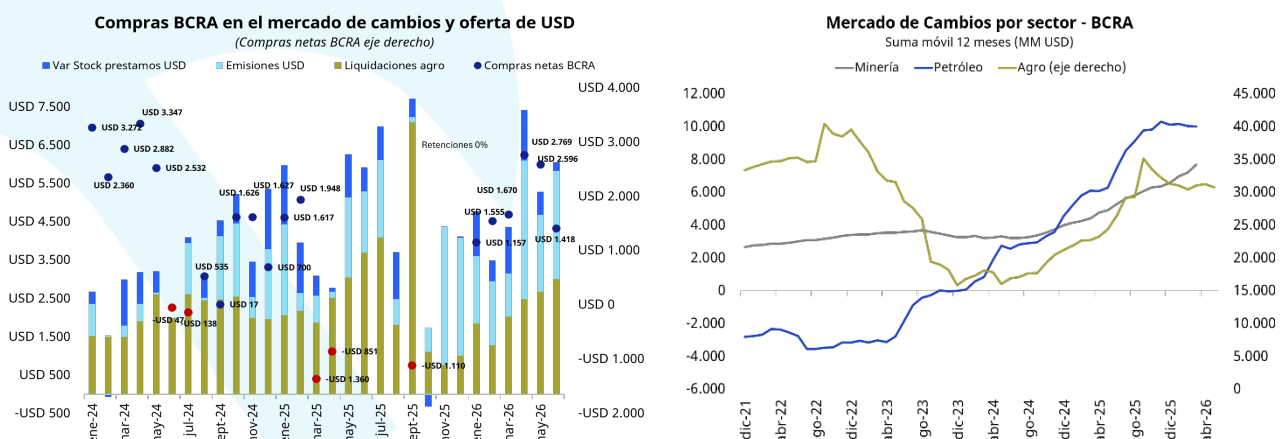
El sector externo ha traído muy buenas noticias en el primer semestre. Tanto la oferta comercial como la financiera exhibieron un gran dinamismo. En términos mensuales, el complejo agropecuario exportó cerca de USD 2.200 millones, mientras que Vaca Muerta y la minería, en conjunto, exportaron un monto muy similar, gracias tanto al incremento de las cantidades (crudo) como al excelente contexto de precios. Esto no es un dato menor: el complejo exportador está atravesando una profunda transformación. Hace tan solo unos años, como puede observarse en el gráfico a continuación, las exportaciones netas de la minería representaban menos de la mitad de las actuales, mientras que el sector de hidrocarburos, durante algunos años de desmanejo macroeconómico, fue incluso importador neto. Esto abre una gran oportunidad para la economía argentina: que el crecimiento de las exportaciones financie las importaciones que requiere cualquier sendero de crecimiento económico.

Solo una breve mención para quienes plantean un potencial escenario de enfermedad holandesa¹. Las exportaciones argentinas de recursos naturales hoy rondan los USD 1.500 per cápita. Con el crecimiento de las exportaciones mineras y de hidrocarburos, junto con menores retenciones y una menor brecha cambiaria para el agro, ese número podría duplicarse en la próxima década. Aun bajo ese escenario

¹ Fenómeno donde la entrada masiva de divisas por la exportación de un recurso natural aprecia la moneda local. Esto encarece la producción nacional y castiga la competitividad de otros sectores, como la industria manufacturera.

optimista, seguiríamos exhibiendo niveles incomparables con los de Canadá o Australia, y tendríamos exportaciones por habitante cercanas a las que Chile registra en la actualidad. Sin dudas, la dinámica exportadora representa una gran oportunidad, pero tiene poco que ver con un escenario de enfermedad holandesa.

La cuenta financiera también está abasteciendo al mercado de cambios de manera muy fluida. Los préstamos bancarios en dólares aportaron cerca de USD 1.000 millones por mes. Vale recordar que las empresas tienen la obligación de liquidar esas divisas en el mercado de cambios, por lo que todo incremento del stock de préstamos se traduce en mayor oferta de dólares. Por otro lado, las emisiones de deuda corporativa en moneda extranjera alcanzaron los USD 2.000 millones por mes. Cuando una empresa coloca deuda en dólares, por lo general dispone de un plazo de hasta seis meses para liquidar las divisas. Por ello, la oferta observada hoy corresponde, en parte, a las emisiones realizadas durante este semestre y, en parte, a las del semestre previo. De hecho, durante las últimas semanas las empresas continuaron aprovechando la ventana de financiamiento en los mercados internacionales. Del lado financiero, tampoco hay que olvidar la fuerte demanda de atesoramiento. A pesar de no tratarse de un año electoral, la demanda de divisas para atesoramiento alcanzó los USD 2.000 millones por mes, un nivel muy elevado y difícil de reducir, ya que responde más a nuestra historia de inflación y de escaso respeto por los contratos que a la dinámica macroeconómica actual.



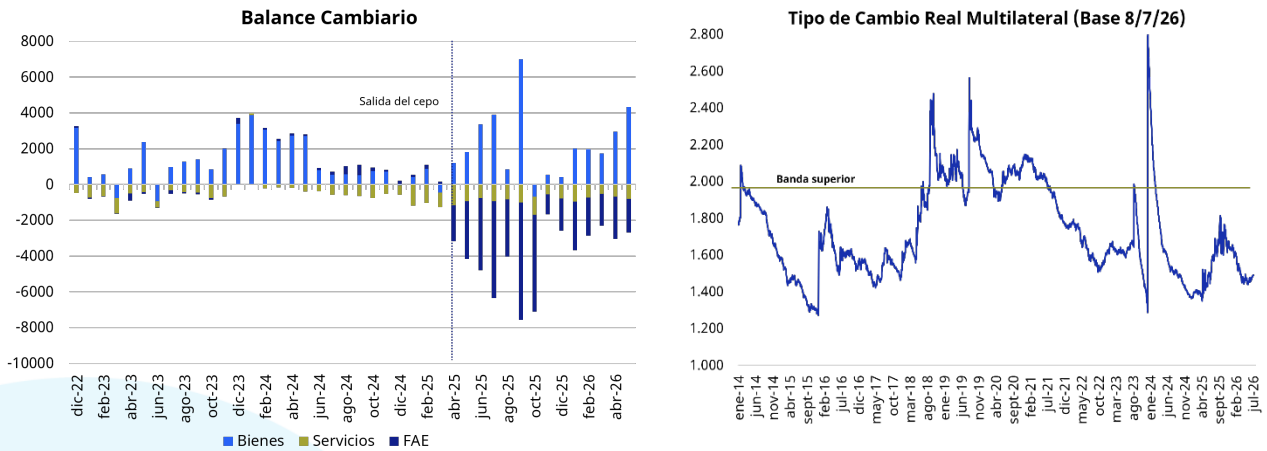
Fuente: Cucchiara Research en base a datos del BCRA y CIARA.

El dólar cayó en términos nominales entre enero y mediados de abril y, desde entonces, recuperó la senda alcista. Llamativamente, se encuentra en niveles similares a los de comienzos de 2026, lo que refleja la fortaleza de la oferta. El BCRA compró más de USD 12.000 millones aprovechando esa abundancia de divisas, una decisión muy acertada por parte de la autoridad monetaria para fortalecer las reservas internacionales. El tipo de cambio real multilateral (TCRM)², por su parte, se apreció un 8,5%, muy por debajo de la inflación acumulada. Dado que las monedas de nuestros principales socios comerciales se fortalecieron frente al dólar, la apreciación del TCRM fue más moderada.

Si bien el TCRM no deja de ser un índice que omite variables relevantes, como la productividad o el surgimiento de nuevas exportaciones, continúa siendo un indicador de gran importancia. A nuestro juicio, el nivel actual luce muy apreciado y creemos que un TCRM algo más cercano a la banda superior

² Mide el precio relativo de los bienes y servicios de la economía argentina con respecto al de los de los principales 12 socios comerciales del país, en función del flujo de comercio de manufacturas.

tendría mucho más sentido para la competitividad de la economía argentina, sobre todo para su competitividad promedio.



Fuente: Cucchiara Research en base a datos del BCRA y Mecon.

Dicho esto, si el BCRA compró USD 12.000 millones durante el primer semestre, tiene poco sentido hablar de una corrección cambiaria. El esquema actual, en el que la banda superior ajusta por la inflación pasada, nos parece mucho más sano que el anterior. De hecho, la banda superior prácticamente no se aprecia en términos reales.

Nuestra única inquietud pasa por el accionar futuro del BCRA. Si durante el segundo semestre, algo bastante probable dada la estacionalidad del mercado, el dólar comienza a estar más demandado, nos parece absolutamente saludable que el tipo de cambio se deprecie en términos reales, en una dinámica similar a la observada entre abril y julio de 2025. Si el BCRA decide moderar la volatilidad, no nos parece mal. Lo que no vemos con buenos ojos son eventuales intervenciones en el mercado de cambios, ya sea en el mercado spot, en futuros o mediante bonos dólar linked, para evitar cierta corrección real del tipo de cambio. Esa corrección nos parece necesaria no solo para el sector transable de bienes y servicios, sino también para la construcción. Veremos qué nos depara el segundo semestre en materia cambiaria.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmingino@cucchiara.com.ar

Jonathan Rung
jonathan@cucchiara.com.ar

Julieta Marchione
julietamarchione@cucchiara.com.ar