

# Semana Económica

## ¿Un cambio estructural en marcha? El peso de energía y minería en el balance cambiario

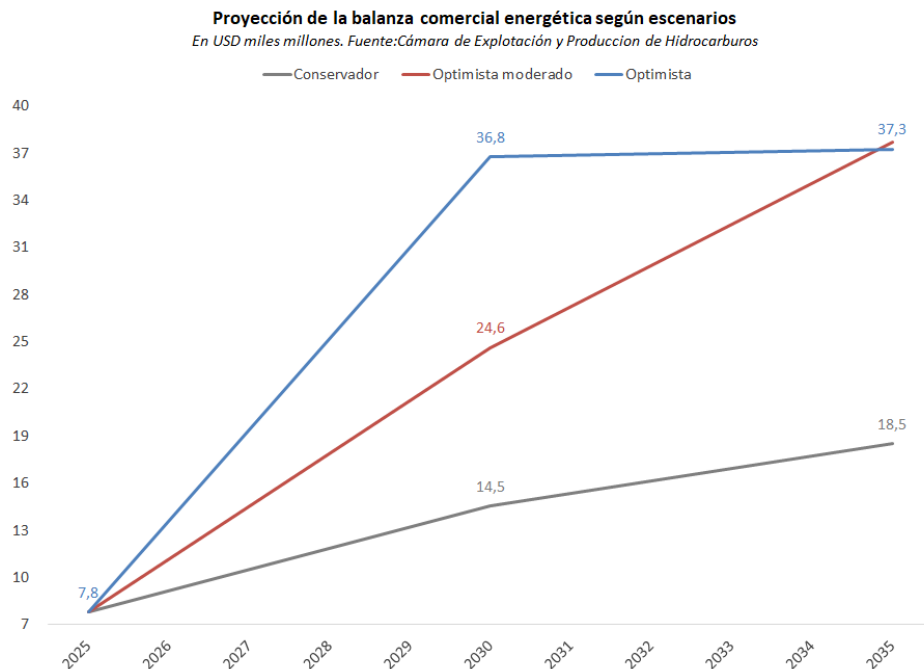
- ✓ En los últimos años comenzó a observarse un cambio de composición visible en lo que hace al comercio exterior del país: Vaca Muerta, litio y minería metalífera empiezan a alterar la estacionalidad del mercado cambiario y a complementar la importancia del complejo agroexportador.
- ✓ En este marco, diversas fuentes proyectan un fuerte crecimiento de las exportaciones energéticas. En particular, estiman que las exportaciones netas de combustibles podrían pasar de aproximadamente USD 8.000 millones el año pasado a un nivel cercano a USD 25.000 millones hacia 2030. No obstante, estas proyecciones presentan una elevada dispersión (más menos USD 10.000 millones), reflejo de la incertidumbre asociada a un contexto energético global complejo. La transición hacia energías alternativas se cruza con la geopolítica.
- ✓ Sin embargo, conviene introducir una cautela analítica: un mayor flujo de divisas no se traduce automáticamente en una acumulación de stock. La carga de vencimientos de deuda en moneda extranjera, la persistente demanda de atesoramiento y un bajo nivel inicial de reservas netas limitan la capacidad de convertir ese excedente externo en un “colchón” de liquidez comparable a estándares regionales.
- ✓ La aparente estabilidad cambiaria no solo responde a la aparición de nuevas fuentes estructurales de divisas, sino también a una demanda contenida. Si en el pasado esta restricción se explicaba por controles, en la actualidad también inciden factores como el menor nivel de actividad, la caída de las importaciones industriales y la contracción de los ingresos reales. A su vez, el tipo de cambio real introduce una tensión adicional que potencia la dualidad sectorial.
- ✓ En síntesis, la situación externa argentina todavía está lejos de algo parecido a un “blindaje macroeconómico”. El sendero 2026–2030 dependerá, en última instancia, de factores clave como la expansión de la infraestructura, la evolución de los precios internacionales, la continuidad de las inversiones, la normalización financiera y la gestión del tipo de cambio real.

## Un cambio estructural en marcha: energía y minería ya pesan en el balance cambiario

A diferencia de otros momentos en los que los dólares disponibles para la economía dependían casi exclusivamente de la cosecha, del impacto del nivel de actividad vía importaciones, del endeudamiento o de controles cambiarios más estrictos, en 2026 aparece un factor relativamente nuevo: el aporte creciente de energía y minería. No se trata sólo de una mejora coyuntural de precios. La evidencia disponible sugiere que el componente de cantidades -más producción exportable y menor necesidad de importaciones energéticas- empieza a ganar centralidad.

De esta forma, podemos explicar las compras de dólares del Banco Central por esta nueva conjunción: el mercado cambiario está recibiendo más dólares de sectores primarios y extractivos, al mismo tiempo que una demanda interna débil con un bajo nivel de actividad fabril genera menores importaciones de insumos y de bienes de capital.

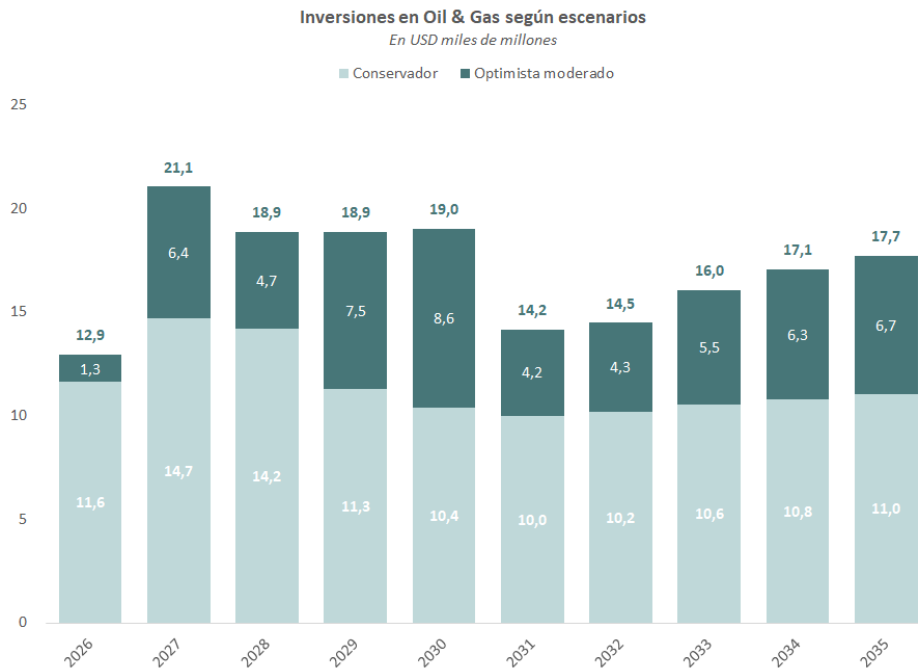
La foto, por lo tanto, es ambivalente. Por un lado, Vaca Muerta y la minería agregan una fuente estructural de divisas que puede mejorar la capacidad de pago externa. Por otro lado, parte del equilibrio reciente descansa en una economía real que no está funcionando a pleno. Empieza a haber una sostenibilidad de flujos. Que se transforme en una sostenibilidad sistémica exige reservas, profundidad financiera, tipo de cambio real consistente y demanda de pesos.



Las proyecciones disponibles son relevantes. La Cámara de Exploración y Producción Hidrocarburos estima que el saldo de combustibles podría crecer de USD 7.800 millones en 2025 a USD 24.600 en 2030 y USD 37.000 millones en 2035 en un escenario intermedio si se realizan las obras de infraestructura necesarias. Para minería, el BCRA estima que el sendero esperado pasa de USD 6.100 millones a USD 15.600 millones en el mismo período. En términos de inversiones los volúmenes de ingresos de divisas esperables de corto plazo tienen mucha variabilidad. Alcanzamos el cuello de botella donde ya no es la

capacidad de extracción el límite sino la gran infraestructura que permita procesar y transportar el combustible hacia el exterior. En particular el potencial gasífero de Vaca Muerta es mayor al petrolero, pero en la práctica el crudo ha sido más explotado hasta ahora por la infraestructura existente para el convencional y la menor complejidad técnica frente a la licuefacción necesaria en el gas. Todavía no son claras las tendencias del mercado una vez abierto Ormuz. Pero, si el mercado lo habilita, Vaca Muerta viviría un segundo ciclo inversor de la mano del gas.

**Si se materializara, este cambio generaría un flujo de divisas significativo y prolongado, con capacidad para reducir la vulnerabilidad externa que condiciona el frente macroeconómico argentino.**



Sin embargo, conviene evitar una lectura lineal. La mejora del complejo energético-minero no opera en el vacío: convive con pagos de deuda en moneda extranjera, normalización de importaciones, demanda privada de dólares, remisión de utilidades y un stock inicial de reservas todavía bajo. En otras palabras, aun un salto exportador importante puede ser necesario para reducir la probabilidad de una crisis de balance de pagos, pero insuficiente para lograr una acumulación de reservas comparable con los países de la región para anclar las expectativas una vez sucede ese shock.

La diferencia entre “evitar problemas” y “blindar” la economía es, entonces, un argumento de peso. El primer objetivo parece más alcanzable: si la infraestructura energética avanza, si los proyectos mineros escalan y si los precios internacionales no se deterioran de manera abrupta, el flujo adicional “resolvería” parte relevante de las necesidades externas. El segundo objetivo es más exigente: requiere que ese flujo no sea absorbido por vencimientos, importaciones rezagadas, formación de activos externos o salida de utilidades.

La discusión del tipo de cambio real obliga a matizar todavía más el diagnóstico. En apariencia, el mercado cambiario luce más estable: el Banco Central compró divisas, las brechas se mantuvieron contenidas y el tipo de cambio oficial no mostró una dinámica disruptiva. Pero esa estabilidad no

necesariamente prueba que el tipo de cambio real sea plenamente sostenible. Puede reflejar, al menos en parte, una demanda de divisas artificialmente contenida.

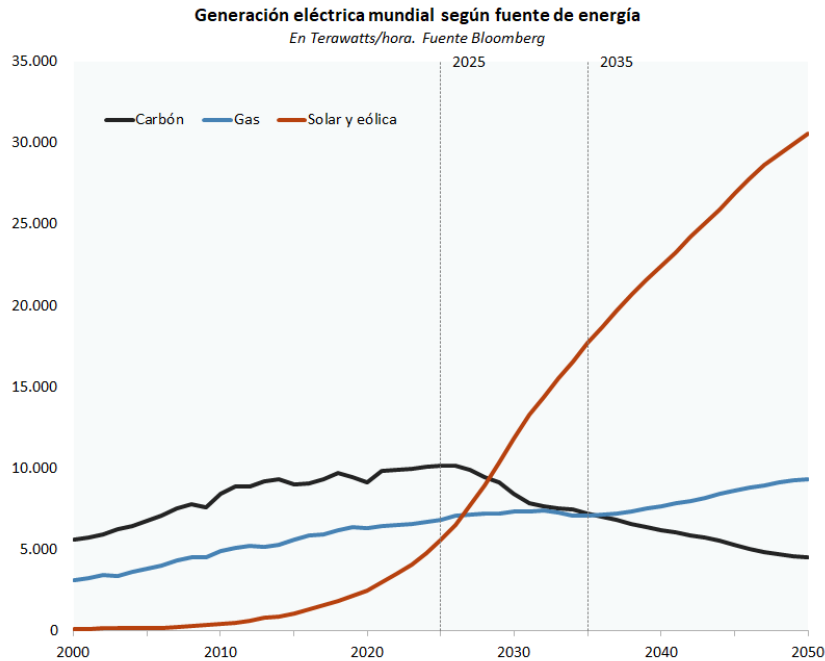
Antes, esa contención se explicaba de manera más directa por el cepo: restricciones al acceso al mercado oficial, postergación de pagos de importaciones, limitaciones a la formación de activos externos y múltiples regulaciones que comprimían la demanda efectiva de dólares. Hoy, con un esquema más flexible, la restricción opera de una forma distinta: no tanto por prohibición, sino por ingreso, actividad y crédito. Menor masa salarial, caída del consumo, deterioro industrial y menor demanda de insumos importados ayudan a mejorar el saldo cambiario, pero no necesariamente por una mejora competitiva estructural. Esta dinámica, ya insinuada en el balance comercial de los últimos trimestres, se cristalizó con el dato del PIB del primer trimestre.

La economía marca un pico de actividad de la mano de la maduración de las inversiones en estos nuevos sectores líderes. No obstante, el cuadro agregado exhibe una subutilización relevante en los factores productivos: el empleo acumula tres trimestres consecutivos de contracción, la inversión se ubica un 11% por debajo del nivel interanual y la economía tradicional atraviesa una fase de menor dinamismo. En este último segmento, las importaciones de bienes de capital (maquinaria) retroceden 7% interanual y las de piezas y componentes de bienes de capital lo hacen un 26,6%. Incluso las importaciones de bienes de consumo, en un contexto de mayor apertura comercial, se contraen 2,3% en los últimos doce meses. Así, las importaciones base caja para el período enero-mayo (último dato oficial) cayeron USD 4.000 millones respecto del mismo lapso de 2025, un monto equivalente al 40% de las compras de divisas del BCRA en esos meses. En términos macroeconómicos agregados, no solo no se ve derrame, sino que el aporte de los sectores exportadores es contrapesado, en varias dimensiones relevantes, por la situación de los sectores rezagados.

En ese sentido, una apreciación del tipo de cambio real puede convivir transitoriamente con compras de reservas si la economía se enfría lo suficiente o si ciertos sectores exportadores compensan al resto. Pero esa convivencia no debe confundirse con equilibrio estructural. Si la actividad repunta, las importaciones se normalizan, los salarios recuperan poder de compra y la demanda de atesoramiento vuelve a niveles más altos, el mismo tipo de cambio real que hoy es suficiente para la *city* pero no para el empleo formal o la inversión, podría inducir una presión cambiaria mayor. **Por eso, la pregunta relevante no es solo si hoy hay oferta de dólares, sino si el precio relativo vigente permite sostener simultáneamente crecimiento de la actividad y el empleo, acumulación de reservas y cumplimiento de deuda.**

Por lo tanto, el tipo de cambio real luce más sostenible que en un escenario sin energía ni minería, pero menos sostenible de lo que sugiere la calma financiera de corto plazo. La nueva oferta estructural de divisas tiende a ampliar el margen de funcionamiento del esquema cambiario vigente, sin necesariamente eliminar las tensiones subyacentes. Si la mejora exportadora es absorbida por atraso real, importaciones baratas y dolarización privada, el cambio de matriz puede perder potencia macroeconómica. Al mismo tiempo la experiencia histórica muestra que es riesgoso que la estabilidad económica dependa de pocos sectores.

Como contracara del boom esperado en el sector energético, la transición productiva que está haciendo Argentina va en sentido contrario a la transición energética que está encarando el mundo que dará un salto en el mismo horizonte en el cual proyectamos el boom energético nacional. Algo que la crisis de suministros energéticos que creó la guerra en Irán probablemente acelere.



Para finalizar, en la dinámica de corto plazo, no sólo Argentina deberá enfrentar las demandas propias de su nivel de actividad e ingresos, sino también el nivel de demanda potencial propios de los ciclos electorales. En este sentido vale tomar referencia de lo sucedido el año pasado. La propia información del mercado de cambios muestra que, después de la flexibilización, las personas humanas continuaron comprando divisas por montos significativos. Desde abril del año pasado, que se liberó la compra para personas físicas, a mayo de este año -último dato oficial- estas compras han promediado USD 3.100 millones por mes. Si bien una parte queda depositada en el sistema local y es reconvertida en crédito (se observa incremento de los préstamos de USD 650 millones por mes y de colocación de bonos de las empresas por USD 550 millones), la película fue más compleja en tanto el gobierno además de las ventas de divisas, se calmó el apetito por cobertura con instrumentos sustitutos de la divisa como ventas en el mercado de futuros y títulos públicos ajustados por el dólar (*dollar linked*), que en los meses electorales incrementaron su stock combinado en hasta USD 10.000 millones y que no se “reciclan en el sistema financiero como crédito hacia la economía real”.

Esta demanda compite con el objetivo de acumulación de reservas. En un país con baja profundidad en moneda local y memoria inflacionaria reciente, la liberalización cambiaria no elimina la dolarización de portafolios; puede incluso hacerla más visible favoreciendo la inestabilidad. **La sostenibilidad externa no depende únicamente de cuánto exporta Argentina, sino de cuánto de ese excedente logra retener el Banco Central una vez que se pagan deuda, importaciones, utilidades y atesoramiento.**

## Principales variables

Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. i.a. % o Diferencia
<b>Actividad</b>					
PBI precios constantes	%	s.e. y v%a	1-26	0,7%	2,3%
EMAE	%	s.e. y v%a	abr-26	-1,5%	1,6%
<b>Salarios privados registrados</b>					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v%a	abr-26	4,0%	29,3%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v%a	abr-26	1,4%	-2,3%
<b>Fiscal</b>					
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	may-26	5,5%	-0,6 p.p.
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	may-26	-4,8%	0,4 p.p.
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	may-26	0,7%	-0,1 p.p.
Intereses	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	may-26	-0,5%	0,0 p.p.
Resultado financiero	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	may-26	0,2%	-0,1 p.p.
<b>Precios</b>					
IPC Nivel General, Nacional	%	v% <sub>m</sub> y v% <sub>a</sub>	may-26	2,1%	33,2%
IPC Núcleo, Nacional	%	v% <sub>m</sub> y v% <sub>a</sub>	may-26	1,9%	32,0%
<b>Comercio exterior</b>					
Exportaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	may-26	9.537	95.002
Importaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	may-26	6.033	73.783
Balanza comercial (INDEC)	USD M	Mes y 12m	may-26	3.504	21.219
<b>Balance cambiario</b>					
Bienes (BCRA)	USD M	Mes y 12m	may-26	4.322	28.377
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	Mes y 12m	may-26	-2.445	-24.159
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	Mes y 12m	may-26	1.769	2.939
<b>Tipo de cambio</b>					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diario	7-jul-26	1.491,6	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	Diario	6-jul-26	1,2	
CCL	ARS/USD	Diario	7-jul-26	1.573,4	
CCL real multilateral	Dic 01=1	Diario	7-jul-26	1,3	
<b>Reservas</b>					
Reservas brutas	USD M	Diario	7-jul-26	49.536	
Compra neta de divisas semanal	USD M	Diario	7-jul-26	106	
<b>Títulos públicos</b>					
AL30	USD	Diario	7-jul-26	58,1	
GD30	USD	Diario	7-jul-26	60,7	
Riesgo País	USD	Diario	6-jul-26	409	
<b>Monetario</b>					
LECAP más corta	% TEM	Diario	7-jul-26	1,9%	
TAMAR Bancos privados	% TNA	Diario	5-jul-26	21,9%	
<b>Internacional</b>					
Real Brasil	BRL/USD	Diario	7-jul-26	5,1	-7,0%
Yuan China	CNH/USD	Diario	7-jul-26	6,8	-5,3%
Soja (tn.)	USD	Diario	7-jul-26	439,1	13,6%
WTI (Petróleo)	USD	Diario	7-jul-26	69,3	10,6%

El presente informe no podrá interpretarse o considerarse como un asesoramiento profesional para la realización de operaciones financieras. El Banco de la Provincia de Buenos Aires, sus directores, agentes o empleados no serán responsables por cualquier pérdida o daño, ya sea personal o patrimonial, que pudieran derivarse directa o indirectamente del uso y aplicación del contenido del presente informe. Para su reproducción total o parcial, agradecemos citar la fuente.