



ABECEB

Informe Quincenal de Coyuntura

Cambios sobre
la marcha

05/09/2025

Remar en la incertidumbre, pero mirando lo que viene

La exacerbación de las tensiones políticas en las proximidades de las elecciones es un hecho que, a fuerza de repetirse en los más de cuarenta años que llevamos en democracia, se ha convertido en un rasgo estructural de la dinámica política.

Quienes están a cargo de decisiones financieras y de negocios han tomado nota de este hecho y lo han incorporado en el proceso de formación de expectativas en períodos electorales, lo que sistemáticamente se refleja en un incremento en la aversión al riesgo.

Las tensiones políticas están expresándose con vigor y en diferentes frentes, desde los reveses del gobierno en el parlamento con el rechazo de los vetos y la activación de la comisión investigadora por el Libragate, a los supuestos actos de corrupción en el área de salud y las grabaciones clandestinas.

Las consecuencias en términos de aumento de la incertidumbre están siendo muy marcadas. Entre los datos financieros que reflejan ese hecho, el más representativo es probablemente el salto en el riesgo país. En el período de relativa calma que siguió a la firma del acuerdo con el FMI, ese indicador tocó un mínimo de 648 puntos y, sólo unas semanas después, está cerca de 900 puntos básicos.

Las medidas para mitigar los efectos de la incertidumbre

El rápido incremento de la incertidumbre en los mercados obligó a las autoridades a tomar medidas monetarias y cambiarias con el propósito de acotar el daño, pero la escasez de instrumentos en manos del equipo económico hizo que se apliquen medidas que pueden generar algunos efectos colaterales distorsivos:

→ Incremento de encajes

En sucesivas etapas el gobierno subió los encajes hasta alcanzar el 53.3%, en lugar de colocar bonos en el mercado abierto. Es un valor extremadamente elevado que no se registraba hace décadas. Esto obliga a los bancos a destinar parte de sus depósitos a financiar al Tesoro, lo que encarece y limita el crédito disponible para las empresas. Es una herramienta que resuelve la urgencia de corto plazo, pero a costa de tensionar la rentabilidad bancaria y el financiamiento privado.

Beneficios de la medida

En un marco de incertidumbre política, los mercados se mostraron muy reacios a tomar bonos públicos. Eso quedó en evidencia cuando los bancos optaron por quedarse líquidos luego del desarme de las LEFI o en la licitación de mediados de agosto en que la Tesorería sólo cubrió el 61% de monto de deuda a rolear. El gobierno optó por el mal menor y colocó deuda pública en los bancos bajo la forma de encajes, que es similar a una colocación forzosa de deuda remunerada a una tasa promedio muy inferior a la de mercado. **Sin esa medida, o bien el dólar se hubiese ido a la banda superior o las tasas de interés hubiesen incluso superado el 75% que pagó el fisco en la última licitación de agosto, cuando sí se logró rolear lo que vencía.**

Efectos colaterales negativos

El aumento del encaje desplaza el crédito privado que ha dejado de crecer en términos reales. Este efecto de crowding out distorsiona el manejo de la liquidez en las actividades de negocio y deprime la demanda agregada, sobre todo bienes durables. El incremento de los intereses en términos reales es tan alto que, si se mantuvieran un año, la deuda pública real subiría 35%. Pero aún si sólo operara por unos meses, incidiría muy negativamente sobre la percepción de sostenibilidad de la deuda pública. Si bien hubo razones estacionales, lo cierto es que el superávit financiero del sector público fue negativo en julio, lo que implica que el superávit primario fue menor a los intereses a pagar en ese mes. Además, debido a la eliminación del impuesto país y de la menor recaudación por retenciones en agosto, la recaudación se contrajo alrededor de 2% en términos reales.

→ Intervenciones en dólar futuro y cambio en normas sobre tenencia de dólares de los bancos

El gobierno ha estado muy activo en el mercado de futuros y, también, sacó de forma imprevista una resolución sobre la posición en dólares que los bancos deben mantener el último día del mes, que no podrá ser superior al día previo.

Beneficios de la medida

Las iniciativas apuntan a quitarle fuerza al precio del dólar y reafirman que el objetivo prioritario es mantener bajo control la evolución del tipo de cambio en los días que faltan para la elección.

Efectos colaterales

Como las tasas que resultan para los préstamos privados son extremadamente elevadas, el estrés financiero resultante abona el clima de inestabilidad; esto es, genera la expectativa de que el gobierno tendrá que recurrir a más medidas no anticipadas porque tasas tan elevadas no pueden mantenerse mucho sin generar conflictos en la cadena de pagos.

→ Intervenciones en el mercado de cambios vía Tesorería

Representa una modificación de alta relevancia en la política cambiaria, ya que rompe, de facto, con el compromiso que el gobierno se había autoimpuesto de no intervenir en el mercado de cambios. Ese compromiso se mantuvo –incluso la Tesorería compró algunos dólares en bloque– mientras las liquidaciones del agro eran elevadas. Pero en agosto esas liquidaciones, cayeron a menos de la mitad que en julio, el dólar subió 25 pesos el primer día de septiembre y el gobierno anunció que intervendría. La Tesorería venía ya vendiendo dólares –unos US\$ 300 millones– y recibiendo pesos a cambio, que engrosan sus depósitos de esa moneda en el Central.

Beneficios de la medida

Se busca mantener el dólar bajo control sin seguir presionando sobre las tasas de interés. Hasta ahora, secar la plaza de pesos sin intervenir en el mercado de cambios venía siendo la estrategia privilegiada, pero ya no queda lugar para subir las tasas sin tomar riesgos sustanciales. La intervención actúa directamente sobre el valor del dólar aumentando la oferta de esa moneda. Si, como se explica más abajo, la Tesorería usara sus acrecidos depósitos en el Central para completar el roll over en el futuro sin que se suban los encajes, las tasas de interés incluso podrían bajar.

Efectos colaterales

La actual interdependencia entre la Tesorería y el Banco Central juega en contra de la credibilidad de la política monetaria y abona la dominancia fiscal bajo la forma de distorsiones en la estrategia de manejo de la deuda pública. Hay un punto a remarcar: si la Tesorería no toca los pesos que acumulará en depósitos en el Central como contrapartida de los dólares que vende –unos US\$ 1700 millones–, los pesos que circulan en la economía, de hecho, se reducirían. Sin embargo, la Tesorería en varias ocasiones recurrió al uso de sus depósitos en pesos en el Central para repagar la deuda que no pudo rolear en las licitaciones. Si lo hiciera ahora, ello implicaría poner pesos en manos privadas que se irían, o bien a tasas –bajándolas– o bien al dólar. Ante esta última eventualidad no se podría descartar una nueva suba de encajes. Si fuera el Central el que interviniera en el mercado de cambios, los pesos que recibiría a cambio de sus dólares quedarían automáticamente fuera de circulación porque bajaría la base monetaria.

Después de las legislativas, ¿qué?

Por su carácter reactivo, no anticipado y ad hoc las medidas de las últimas semanas generaron dudas en los mercados sobre la consistencia del programa. Lo más probable es que, tras las elecciones, el gobierno busque recomponer credibilidad corrigiendo algunas de estas distorsiones.

Las autoridades cuentan con tres factores favorables para encarar las correcciones si ellas resultan necesarias:

Inflación controlada

Esto se está reflejando en un coeficiente de pass through mucho menor al que la economía estaba acostumbrada. Desde el 10 de abril, hubo una corrección del 18.2% en el tipo de cambio real multilateral y la expectativa de inflación sigue en el entorno del 2%. Si, en línea con lo que declaró Daza recientemente, el objetivo a futuro es pasar a una flotación sin bandas, contar con un coeficiente de pass through menor es un activo. Aunque, por supuesto, ese coeficiente no es cero. Si una flotación más libre llevara en el futuro a un tipo de cambio que tendiera a ser elevado –por ejemplo, en el marco de una mayor agresividad para recomponer reservas– ello va a repercutir en la inflación. Esto implica un escenario que exige cuidar márgenes.

Superávit fiscal

El ancla fiscal es, sin dudas, la columna vertebral de la actual política económica y sigue firme. Ya se acumulan hasta julio fondos equivalentes a 1.1% del PBI. De cualquier forma, hay que prestar atención a cómo va a impactar el amesetamiento de la actividad en la recaudación.

Tipo de cambio real más competitivo

Si la incertidumbre que hoy se palpa en los mercados se reducen luego del 26 de octubre, la demanda de cobertura cambiaria va a ceder. Si el gobierno resiste la tentación de dejar que el tipo de cambio vuelva a retroceder a los niveles que mostraba en algunos momentos antes de abril pasado, se abren dos ventanas de oportunidad.

La primera es la de reducir el déficit de cuenta corriente, lo que reforzaría la probabilidad de una vuelta más rápida a los mercados de crédito externo.

Esa vuelta es clave para rolear más deuda pública accediendo a fondos del exterior, de forma de tener más margen para ir dando mayor independencia al Central, acotar la dominancia fiscal y, de esa forma, reforzar la credibilidad de la política monetaria como ancla nominal de los precios.

La segunda ventana de oportunidad involucra al sector privado. Una menor demanda de dólares como cobertura haría posible una sustancial reducción de tasas de interés. Sería un bálsamo para las empresas que hoy tienen su liquidez afectada y permitiría ir expandiendo la oferta de crédito privado, con efectos positivos para la demanda agregada.

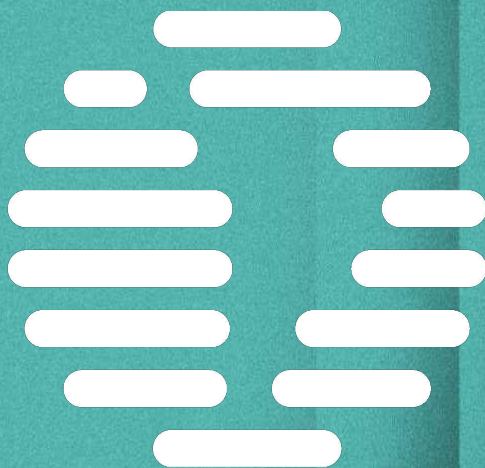
El mundo de los negocios: el camino que se define después de octubre

Un argumento central del oficialismo en la campaña es que un buen resultado de LLA no sólo blindaría la desinflación y el ajuste fiscal, sino que permitiría avanzar en la tarea fundamental para la segunda parte del mandato: poner en práctica las reformas estructurales –impuestos, trabajo, previsional– para volver a colocar a la economía en la senda del crecimiento sostenido de la actividad y, sobre todo, del empleo. Seguramente será el momento de romper con la inercia estructural de no crecimiento de empleo registrado en los últimos quince años más allá de los vaivenes de la coyuntura y reconsiderar el cambio que requiere conforme a la evolución del tipo de demanda y perfiles para poder hablar de inclusión.

A diferencia de lo que era la expectativa del gobierno, la macroeconomía aún muestra señales de fragilidad en un proceso de transformación hacia la consolidación. Por ende, las reformas deberán combinarse con las iniciativas que demande el afianzamiento del contexto macroeconómico. **El mayor o menor apoyo que consiga el gobierno define el timing, pero no cambia el rumbo**

En este marco, ¿cómo es la hoja de ruta?:

- ➔ **Liquidez y capital de trabajo:** con tasas altas y menor dinamismo de la actividad, conviene reducir inventarios y acortar el ciclo de conversión de efectivo. Hay que tratar de acortar al máximo la cantidad de días de cuentas por cobrar y de alargar los plazos correspondientes a los pagos a realizar. Los contratos con el Estado pueden enfrentar demoras de pago, un riesgo clásico en períodos de restricción.
- ➔ **Demanda y consumo:** como es posible que las tasas de interés se mantengan elevadas por un tiempo y que los salarios se ameseten junto con la actividad, la expectativa es que, tanto la demanda de durables como de consumo masivo, muestren escaso dinamismo. Hay que considerar que el crédito y la recuperación del salario real fueron dos factores clave en la recuperación que mostró la economía. La inversión, más que el consumo, será el motor de la recuperación.
- ➔ **Competencia externa:** el gobierno seguirá en el camino de las reformas. Por lo tanto, se espera que las desregulaciones y, sobre todo, la competencia de las importaciones siga presionando sobre las industrias que compiten con productos importados, tanto en bienes finales por el peso del e-commerce como en insumos intermedios, cuyas importaciones podrían recibir un impulso extra en la medida que se vayan sumando proyectos bajo el esquema del RIGI. La apertura no retrocede y hoy el Q depende del precio y la calidad.



15 FORO

CHAT ABECEB

TODAS LAS RESPUESTAS QUE NECESITÁS PARA
HACER NEGOCIOS EN ESTA NUEVA ERA

04 DE NOVIEMBRE 2025

FAENA ART CENTER

