



ABECEB

Informe Quincenal de Coyuntura

El dilema tasas
versus dólar

22/08/2025

Antes y después de octubre

El gobierno enfrenta el dilema propio de una transición económica: persistir en el apretón monetario con el riesgo de enfriar más la actividad y generar tensiones financieras para mantener el tipo de cambio alejado de la banda superior y la inflación bajo control o, por el contrario, suavizar el incremento de tasas de interés, con el riesgo de que el tipo de cambio toque la banda superior y requiera intervención con impacto sobre las reservas.

Esta segunda alternativa tendría dos ventajas centrales: por un lado, reduciría la presión de los intereses sobre el déficit fiscal y, por otra, disminuiría, también, el déficit de cuenta corriente al desincentivar las importaciones e incentivar la sustitución por producción nacional con efectos positivos sobre el empleo.

Pero la política condiciona el timing de las decisiones. Antes de octubre, la prioridad es clara: sostener la baja de la inflación –hoy el principal activo político y social–, lo que implica un período con tasas aún elevadas y un dólar contenido dentro de la banda.

Luego de octubre, y especialmente si gana el oficialismo, hay razones para creer que la opción será otra. Manteniendo el superávit fiscal primario –uno de los mayores logros de la gestión–, **el foco podrá desplazarse hacia la normalización financiera. Con estabilidad cambiaria y disciplina fiscal, el desafío será crear las condiciones de confianza que permitan volver a los mercados internacionales para facilitar el roll over de la deuda pública a tasas razonables y expandir el financiamiento al sector privado.** El “efecto Anker” –esto es, una mayor demanda de dinero y crédito al sector privado– en este sentido, sólo puede ocurrir de la mano de la confianza financiera y la estabilidad.

El impacto en la rentabilidad

Más allá del efecto negativo del incremento de tasas para el presupuesto público, sería difícil encontrar un sector de negocios que se beneficie significativamente con ese incremento, desde los bancos a los productores.

→ El sector bancario va a sufrir la volatilidad en primera persona

Por diseño del negocio, los bancos tienen una duración del pasivo (básicamente los depósitos que reciben) superior a la duración de su activo (los préstamos que otorgan). Por lo tanto, un incremento no anticipado en el encaje hace que el banco tenga que contraer los préstamos que otorga, por lo que no tiene incentivos a renovar los créditos que van venciendo.

Además, al tener que renovar depósitos a tasas más altas, cuando ya se pactaron préstamos más largos a tasas menores, supone un costo para la entidad. Por supuesto, los bancos podrían tratar de compensar cargando tasas mucho más altas sobre los créditos nuevos.

Sin embargo, un teorema muy conocido en el área de finanzas –referido al racionamiento de crédito– afirma que, en situaciones de fuerte iliquidez, a los bancos les resulta muy difícil ganar dinero subiendo las tasas de interés sobre préstamos ya que, junto con la elevación de las tasas, empeora el pool de deudores.

La consecuencia es que la rentabilidad del banco se resiente porque lo que gana por suba de tasas lo pierde por suba de atrasos o directamente no pagos. No sorprende, por lo tanto, que el banco decida no prestar bajo esas condiciones. Es lo que se conoce como racionamiento de crédito.

Esto es lo que ya está ocurriendo como muestra la caída del crédito. Por supuesto, la primera víctima de un banco que presta poco es la rentabilidad. No son tiempos buenos ni para el ROA, ni para el ROE.

→ Los mark ups –o márgenes– de las empresas se van a reducir

Si bien hay consenso en que el coeficiente de pass through –que mide el pasaje del incremento del dólar a los precios– es ahora mucho más reducido que en el pasado, existe aún incertidumbre respecto del valor actual de ese coeficiente.

Claramente, la ralentización de la actividad juega a favor de reducir el coeficiente. Pero hay un hecho que no se debe perder de vista: los precios mayoristas se aceleraron por segundo mes consecutivo hasta llegar al 2.8% mensual, con los precios importados aumentando 5.7%.

Así, se revierte la dinámica previa en que los mayoristas venían subiendo por debajo de los minoristas e, incluso, habían mostrado deflación.

En el corto plazo, las firmas que están al final de la cadena de distribución van a enfrentar presiones fuertes sobre sus márgenes debido a costos con tendencia al alza y una demanda que pierde empuje.



El capital de trabajo podría sufrir un debilitamiento fruto de dos factores.

Por un lado, si las ventas pierden dinamismo, habrá menos liquidez de caja y, por otro, va a ser muy caro cubrir baches de liquidez por el racionamiento del crédito y el brusco aumento de las tasas. Como el roll over de la deuda pública doméstica no parece que vaya a facilitarse a corto plazo, seguramente por un período el nombre del juego va a ser “prudencia” en el manejo financiero.

El gran resultado de la inflación opacado por las tasas

El beneficio más importante de la contracción monetaria, además de parar el dólar –logró reducir la cotización por debajo de 1300 pesos–, se materializó en la tasa de inflación minorista de julio que se ubicó en 1.9%.

Un dato positivo adicional es que la inflación núcleo fue de sólo 1.5%, lo que sugiere que el lento avance de los salarios reales está ayudando a la desinflación.

Hasta febrero los salarios se recuperaron, pero luego se amesetaron sin acercarse a sus niveles promedio previos para años de expansión. La última medición de junio indica que los salarios reales son todavía 18% más bajos que hace ocho años en el caso de los formales y alrededor de 25% en los públicos e informales.

Costos y consecuencias de la contracción monetaria

- **El mayor costo para la economía en la coyuntura actual está dado por el incremento en todo el espectro de tasas de interés,** que tuvo como disparador el desarme de las LEFI a principios de julio y fue acompañado de una inusitada volatilidad en los rendimientos. El gobierno pagó tasas de entre 50% y 70% anual, con el correlato de costos financieros, sobre todo en los mercados más sensibles a las condiciones de liquidez como es el caso de las cauciones y adelantos en cuenta corriente. Los resultados en términos de incremento de las tasas activas del crédito superan las ya elevadas que paga el gobierno, por lo que continúa el alza que ya se venía observando en los porcentajes de morosidad y de rechazo de cheques.

- **Un costo adicional de corto plazo en la política económica.** La implementación de la contracción monetaria generó ajustes repentinos en el sistema financiero –como el aumento de encajes y licitaciones no previstas– que obligaron a bancos y clientes a adaptarse a una liquidez más acotada. También pesa el hecho de que los mayores pagos de intereses suman presión a las cuentas fiscales. Sin embargo, más allá de estos episodios, el rumbo es consistente: el gobierno mantiene una disciplina fiscal inédita y un objetivo central de sanear el balance del Banco Central, condición necesaria para consolidar la estabilidad cambiaria, recuperar la confianza financiera y, en el mediano plazo, permitir la expansión sostenible del crédito y de la economía real.
- **Una consecuencia clara del ajuste de liquidez ha sido el freno en la expansión del crédito al sector privado.** En lo que va del mes, el stock de préstamos cayó en términos nominales, lo que puede impactar sobre la actividad, especialmente en bienes durables, que hasta hace poco eran uno de los motores del crecimiento. Entre mayo de 2024 y 2025, el crédito había avanzado 80% en términos reales, acompañando la recuperación económica, y ahora ese impulso se resiente justo en un contexto donde la industria ya mostraba cierta desaceleración y competencia creciente de importaciones.
- **Otro motor de la demanda que pierde potencia es la reversión del impuesto inflacionario.** En un año, gracias a la rápida caída de la inflación, el sector privado dejó de pagar ese impuesto por un monto de casi 2% del PBI. Sin embargo, como la inflación ya cayó sustancialmente, el aporte adicional al poder adquisitivo de los consumidores por esta vía va a ser marginal de aquí en adelante. Mientras tanto, siguen las correcciones en tarifas reguladas (2.3% en junio) que están absorbiendo una porción más elevada del presupuesto de las familias.

Repercusiones para la deuda pública

Sin embargo, hay una certeza: las tasas de interés no se pueden mantener por mucho tiempo en los niveles que estamos presenciando. Si la tasa de inflación se estacionara en 2% mensual (27% anual), tasas en el rango de 50/70% anual como las que pagó la tesorería, se incrementaría la deuda real entre 30 y 100% en sólo un año.

Si persiste esta situación, el salto de las tasas dejaría de estar reflejando un incremento de rendimientos para equilibrar la oferta con la demanda de fondos prestables ante un desequilibrio muy coyuntural, para convertirse en una señal de inestabilidad. Lo que define la inestabilidad en los mercados es, justamente, que las variaciones de los precios dejan de ser suficientes para reducir los desequilibrios. Es lo que ocurre, por ejemplo, cuando un deudor rolea la deuda a la tasa que le pidan simplemente porque no puede afrontar la totalidad de vencimientos. El creciente apalancamiento financiero, bajo esas condiciones, le daría señales negativas al mercado, aunque consideramos que su carácter es transitorio.

El FMI clasificó a la deuda pública de la Argentina como “sustentable, pero no con alta probabilidad” y en el último Staff Report que elaboró en ocasión de la primera revisión del préstamo de facilidades extendidas, llamó la atención respecto de que no se están computando en el déficit corriente los intereses que se devengan, porque sólo se pagan en la fecha de maduración del bono.

El superávit total –denominado financiero– pasaría a ser negativo si se computaran esos intereses. Esto implica que el superávit fiscal primario actual no es suficiente para dejar el déficit fiscal financiero en cero y ello implica que el gobierno tiene que aumentar su endeudamiento. La sostenibilidad de la deuda se haría aún menos probable si se considera que los devengamientos y pagos de interés con las tasas actuales son mucho más elevados. De hecho, las cuentas fiscales de julio son un buen ejemplo del tipo de desbalance que podría ocurrir y profundizarse: por el peso de los intereses, en julio hubo un déficit financiero de 600.957 millones de pesos.

El sustancial superávit primario de \$908.253 millones no fue suficiente para afrontar los \$1.509.210 millones de pagos de interés.

En las cuentas de sustentabilidad de la deuda pública, la tasa que se toma en cuenta para calcular el superávit primario requerido es la llamada tasa efectiva, que es la tasa de interés real que paga el sector público en promedio, pero descontando el crecimiento del PBI.

En este punto, el fuerte incremento del PBI de alrededor de 5% que se espera para este año juega claramente a favor de la sostenibilidad fiscal al reducir la tasa efectiva.

Uno de los factores que jugó en contra de la expansión del crédito es que hubo salida de fondos del carry trade, por el cambio de expectativas en el exterior al acercarse las elecciones, como claramente quedó reflejado en el informe de J.P. Morgan en julio aconsejando hacer una pausa. En realidad, la menor demanda de dinero ya se está reflejando en el dinero transaccional, que está cayendo en términos nominales un 13.7% en lo que va del mes.

En parte, lo que sale de transaccional fue a plazo fijo para aprovechar tasas, pero no compensó, ya que ese rubro quedó constante.

Ante un contexto de menor financiamiento externo y de menor ingreso de capitales de corto plazo, la Tesorería reforzó su presencia en el mercado doméstico para refinanciar deuda.

En ese marco, el aumento de encajes funcionó como un mecanismo de absorción adicional de liquidez, asegurando la colocación de títulos públicos.

Si bien es una herramienta que ya se utilizó en el pasado, en esta ocasión se aplicó con mayor rigurosidad al pasar de un cálculo mensual a uno diario, con multas importantes por incumplimientos, lo que obliga a los bancos a guardar liquidez excedente para evitar que un mal cálculo los deje en infracción por una cuestión de horas.

Para el sector privado, el desafío es transitar la coyuntura con prudencia ante el escenario de mayor volatilidad, pero no dejar de lado la mirada de planificación para el largo plazo en un contexto donde el rumbo no se negocia.

