

## Elecciones, tasas y dólar.

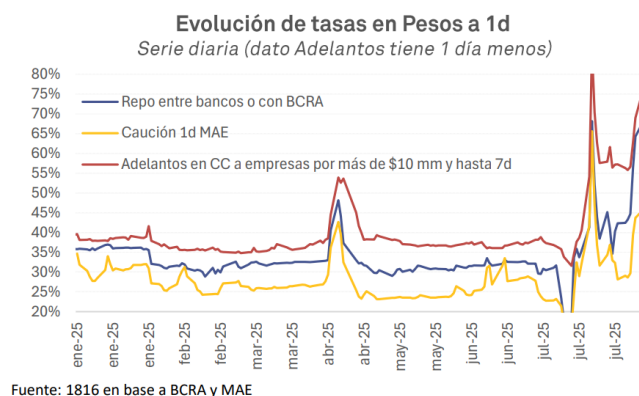
Como nos tiene acostumbrados, el último mes en Argentina estuvo cargado de noticias: movimientos bruscos del dólar, nuevas medidas en la política monetaria y volatilidad, en un escenario político que se prepara para las elecciones en la provincia de Buenos Aires.

El 10 de julio el Banco Central retiró las famosas Lefis, instrumento utilizado para regular la tasa de interés del mercado. El equipo económico, en todos los medios, aseguró que la tasa pasaría a ser “endógena”, dando a entender que se iba a definir por la oferta y demanda, sin intervención directa de la autoridad monetaria. La idea principal era que los bancos aumentaran los préstamos al sector privado y a plazos más largos, logrando así una baja en las tasas para dinamizar la economía.

Este cambio radical de política monetaria coincidió con el cierre de la cosecha gruesa y con un Tesoro que salió a comprar dólares para atesorar, posiblemente a pedido del FMI como señal frente a la revisión de metas. Dichas compras presionaron aún más al tipo de cambio en un contexto en el que, además, la demanda de pesos disminuía por factores estacionales. (En términos simples, la “demanda de pesos” refleja el interés del sector privado por mantener o ahorrar en moneda local en lugar de desprenderse de ella para ir a dólares u otros activos).

Desde el inicio, el mercado percibió como un problema que los bancos ya no pudieran colocar su liquidez en el día. Con las Lefis, al cierre de la jornada las entidades podían colocar sus excedentes a una tasa cercana al 29%. Al desaparecer esta opción, comenzaron las dificultades para el sistema financiero.

La eliminación de las Lefis trajo consigo una fuerte volatilidad en las tasas de interés. El primer día, los bancos salieron a colocar cauciones en el mercado de capitales para no dejar los pesos ociosos en sus tesorías. La sobreoferta de liquidez desplomó la tasa al 12%. Para contener la situación, el Banco Central comenzó a ofrecer REPOs (préstamos muy cortos entre entidades financieras, similares en la práctica a las cauciones) para ponerle un piso a la tasa, ya que un financiamiento tan barato generaba presión sobre el dólar.

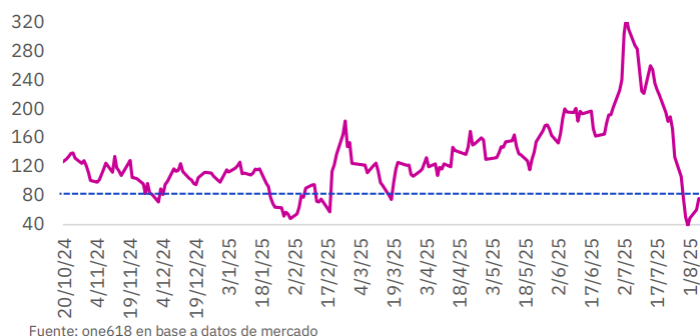


Desde entonces, el BCRA implementó una estrategia intermitente de REPOs, un día sí y otro no. Esto generaba confusión entre los operadores, ya que, en teoría, la tasa debía ser definida por el mercado (endógena). Al mismo tiempo, la autoridad monetaria impuso una suba de encajes al 40% para los bancos (encajes: proporción de depósitos que no pueden prestarse y deben mantenerse líquidos para eventuales retiros de clientes). Esta medida restringió aún más la disponibilidad de pesos y presionó las tasas al alza.

Mientras tanto, la cosecha gruesa impulsada por una reducción temporal de retenciones comenzaba a menguar. Esta liquidación extraordinaria del agro fue, en parte, absorbida por el Tesoro mediante compras directas en el mercado (block trades), acumulando alrededor de USD 1.000 millones.

Uno de los principales detonantes de la disparada del dólar —de \$1.290 a \$1.370— fue la escasa liquidación del agro (gráfico derecho) durante la última semana de julio. Esto se debió al anuncio de Milei en la Rural, el 26 de julio, sobre la reducción permanente de retenciones a partir del 1° de agosto. En ese contexto, ningún exportador tenía incentivos para liquidar en los últimos días de julio si, a pocos días, los impuestos serían más bajos. A ello se sumaba que el stock de granos disponible ya era reducido, tras la liquidación extraordinaria motivada por la baja temporal.

Liquidación diaria del agro  
USD millones - mm 5 ruedas



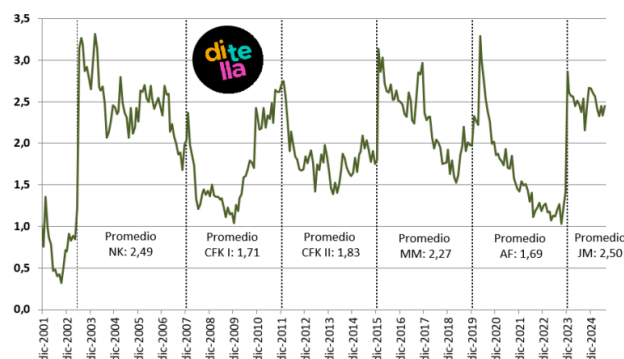
El Gobierno mostró incomodidad con un dólar por encima de \$1.300. El Banco Central llegó a estar vendido en alrededor de USD 4.000 millones en futuros con vencimiento julio (recordemos que en este mercado se opera por diferencias de precio en pesos, sin necesidad de entregar dólares físicos). El cierre de julio en \$1.351,83 implicó para el BCRA una pérdida en pesos equivalente aproximadamente a un mes de superávit financiero.

Desde el máximo de \$1.375, el tipo de cambio bajó gracias a tasas más altas y a una liquidación del agro que, si bien no fue abundante, tampoco resultó tan pobre como a fines de julio. Así, el dólar volvió a ubicarse en torno a los \$1.300. A simple vista, el objetivo del Gobierno parece ser llegar a las elecciones bonaerenses con un dólar en estos niveles.

El problema de esta estrategia es el impacto sobre la actividad: ningún sector puede sostenerse con un financiamiento al 70% anual cuando la inflación proyectada está por debajo del 30%. Probablemente, después de las elecciones sea necesario un sinceramiento de las tasas para poder reactivar la economía. En ese escenario quedará por verse dónde se estabiliza el tipo de cambio. Además, de acá a fin de año se deben acumular USD 6.000 millones, ya sea mediante compras en el mercado (más complejo cuando la estacionalidad de las exportaciones ya pasó) o a través de emisión de deuda, algo que dependerá en gran medida del resultado electoral.

Más allá de estas tensiones, no todo son malas noticias para el Gobierno. El dato de inflación de julio fue de 1,9% y la inflación núcleo se ubicó en 1,5%, confirmando la tendencia a la baja. Esto es clave para la recuperación de los salarios reales. Según varias consultoras, la inflación de agosto, a pesar de la devaluación, estaría en niveles similares, lo que sugiere que no hubo un traslado inmediato del dólar a precios. Esto mejora la competitividad externa y beneficia al sector exportador. Además, el índice de confianza en el Gobierno sigue alto, a pesar del fuerte ajuste fiscal, y suele correlacionar bien con los resultados electorales.

Índice de Confianza en el Gobierno



### **Conclusión**

Sigo optimista con los activos argentinos, tanto acciones como bonos, pero es fundamental que el mercado de dinero encuentre equilibrio y que las tasas regresen a niveles más razonables. Una economía con un costo de financiamiento más bajo, incluso con un dólar más alto, sería más saludable, sobre todo considerando que la devaluación reciente no generó un efecto inflacionario como en el pasado.

Saludos! Juan Pablo Petre