

INFORME SEMANAL

Semana #31/2025 | 1 de agosto de 2025 | Tiempo de lectura: 19m

1/ LA COMEZÓN DEL SÉPTIMO MES

Julio finaliza, probablemente, como **el peor mes en términos de gestión económica** del tándem Caputo - Bausilli. Y en este caso, no puede atribuirse la crisis ni a la herencia recibida, ni a la Ley Guzmán, ni a otro factor exógeno, sino que **pueden observarse claramente errores no forzados que llevaron a este punto**.

El séptimo mes del año venía muy probablemente acompañado por tensiones en el mercado cambiario, propias de ciertos **factores estructurales** que hemos venido comentando en estos informes:

- 1) **Finaliza la liquidación de la cosecha gruesa**, factor incrementado por la política de baja de retenciones temporales (ahora permanentes) que adelantaron liquidación de divisas al mes de junio como se comentó en la sección respectiva de este mismo informe.
- 2) **La cuenta de turismo se ve más presionada**, como sucedió en los meses de enero y febrero, debido a las vacaciones de invierno en un contexto de tipo de cambio históricamente bajo.
- 3) Los meses del invierno cuentan con una **mayor demanda de energía**, particularmente de gas, que históricamente implicó mayores importaciones del hidrocarburo. Hoy, con una balanza energética más sólida, al menos implica un menor superávit, en todo caso, mayor demanda de divisas.
- 4) La **proximidad del proceso electoral**, que permitía significar menor ingreso de extranjeros al carry-trade (como anticipó el informe de la JP Morgan) y mayor inclinación por una dolarización de las carteras a nivel local.

Sobre llovido, mojado. A pesar de que todos estos factores anticipaban muy claramente un contexto desafiante en materia cambiaria, **el Gobierno introdujo su propio elemento crítico: la eliminación de las Letras Fiscales de Liquidez (LEFI), que liberó en un principio 10 billones de pesos al mercado** que tuvieron que ser absorbidos de manera caótica con una emisión masiva de LECAP a altísimas tasas.

EN DOS MINUTOS

1/ La comezón del séptimo mes

La semana concluye de la peor manera posible. El tipo de cambio subió 4% en un sólo día acumulando un 14% durante julio. Las tasas que paga el Tesoro exceden por mucho la inflación y, aun así, no parecen calmar al dólar que se encuentra a sólo 6% de la banda superior. Las "buenas" noticias que llegan del Fondo plantean un dilema: hay dólares para intervenir y controlar la cotización pero ¿es una buena señal?

2/ Cambio y fuera

El balance del mercado cambiario de junio reflejó, una vez más, las limitaciones del programa económico en materia de flujos de dólares. Luego de 12 meses consecutivos de resultados negativos la cuenta corriente positiva fue una excepción explicada por la finalización del aliciente a liquidar exportaciones del agro. La formación de activos externos no se detiene y acumula casi 10.000 millones de dólares en solo 3 meses desde la apertura del cepo.

2/ Un ancla demasiado pesada

Los salarios de mayo le ganaron a la inflación por menos de un punto luego de dos meses consecutivos de caídas. Los vaivenes en la evolución salarial forman parte del paisaje macroeconómico y la recuperación en la actividad económica (aún con sus heterogeneidades) no pareciera estar garantizando una mejora en la percepción de los ingresos laborales.

Base Monetaria. Billones de pesos.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Esta actitud del Gobierno desencadenó un **verdadero caos en el mercado de pesos, trezandose en una batalla con las entidades financieras por la liquidez**. Desprovistos de las LEFI, los bancos demandan tener más caja, para no arriesgarse a tener que pagar caución a cualquier costo. Sin embargo, **el Tesoro y el BCRA se rehúsan a proveer dicha liquidez, ya que tiene efecto inmediato en el tipo de cambio**. De esta forma, el modelo terminó configurándose como de **"tasas endógenas al dólar"**: el Gobierno al ver tensión en el mercado de cambios sale a absorber pesos pagando la tasa que sea necesaria. De esta forma, **en la Licitación del martes 29 de julio llegó a pagarse una tasa de 4,3% mensual**, equivalente a una tasa real de 2,7% mensual o 37% anual, es decir, muy por encima de la inflación esperada y **complicando la estrategia fiscal-financiera del gobierno**.

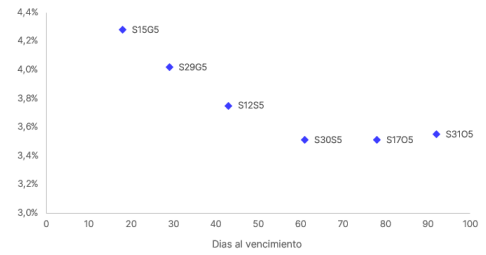
Otro error claro del Gobierno fue tratar de contener al dólar mediante la venta de Futuros, intentando crear una especie de "banda virtual" dentro de la banda, vendiendo gran cantidad de contratos alrededor del precio de \$1.270. Al pararse el BCRA como vendedor de futuros (llegó a vender a tasa negativa) esto incentiva a los actores financieros a comprar el futuro barato y vender dólares en el spot. El problema es que eso **va generando una posición vendida en el dólar cada vez mayor, que crece como una bola nieve**. Al finalizar el mes (cada contrato de Futuro vence el último día hábil) el BCRA debe ofrecer roll over para el mes siguiente, para evitar que los inversores cierren la posición. De esta forma, salvo que aparezca oferta genuina de dólares, la bola de nieve no para de crecer.

Llegado el día del vencimiento del contrato de julio, **el BCRA decidió correrse de la venta, disparando una gran corrida contra el dólar oficial** (dada por aquellos que cerraron posición y tomaron ganancias). De esta forma, **el 31 de julio el tipo de cambio sufrió una suba del 4,1% diario**, cerrando el mes de julio con un incremento del 13,8%, **el mayor desde la devaluación de fines del 2023**.

De esta forma, **la divisa se encuentra actualmente a sólo un 6% de recorrido alcista de la banda superior** (ya en \$1.452). Es decir, **de ocurrir otro jueves negro como el de ayer, el BCRA se verá obligado a vender reservas** para defender el esquema cambiario. La noticia de **la aprobación por parte del Board del FMI de la primera revisión del acuerdo con Argentina**, podría significar algún alivio a la tensa situación ya que implica el **desembolso inmediato de 2.000 millones de dólares**. La letra del acuerdo habilita al BCRA a vender reservas en caso que el dólar toque la banda superior.

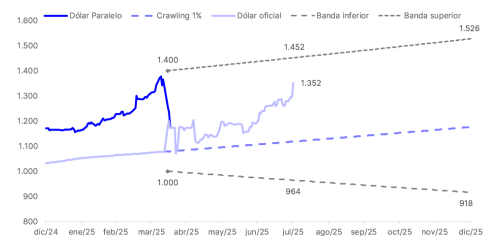
El "corrimiento" del BCRA del mercado de futuros del día jueves parece mostrar un timonazo del Gobierno, evitando que la bola de nieve siga creciendo. El problema hacia adelante, difícil de establecer, es si **la credibilidad del equipo económico ha quedado dañada con estas idas y venidas tanto en el mercado de pesos como en el mercado cambiario**. No tardará en llegar un prueba de fuego que responda la pregunta: **el monto total de vencimientos de Letras en agosto asciende a 36 billones, siendo el más importante**

Tasas licitadas el 29 de julio. Tasa efectiva mensual.



Fuente: Vectorial, a partir de datos de la Secretaría de Finanzas.

Tipo de Cambio



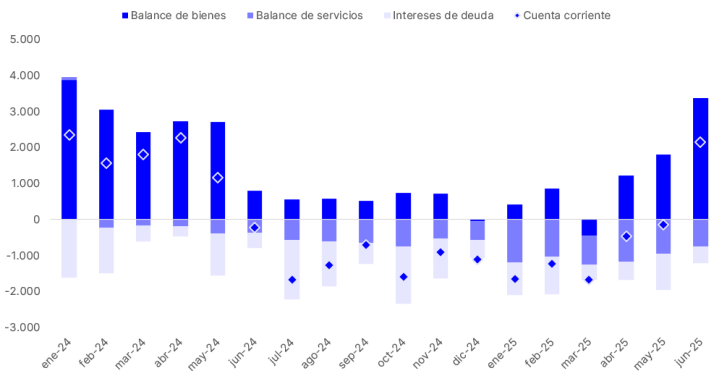
Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

desde el comienzo de la gestión. El roll-over de la última Licitación fue del 76% (a pesar de las tasas que comentamos). Parte del mismo se explica por un mayor requerimiento de encajes que empieza a correr a partir del 1 de agosto (los encajes de los depósitos a la vista aumentan del 20% al 30%). Sin embargo, **no es claro que las entidades financieras se encuentren cómodas con el nivel de liquidez actual.** Y con un dólar tan cerca de la banda superior, parece difícil pensar en que el Gobierno permita que se vuelquen al sistema varios billones de pesos de una sola vez. De esta forma, entramos al octavo mes del año logrando algo que parecía difícil: **asumiendo costos tanto en el nivel de tasas como en el nivel de tipo de cambio.**

2/ CAMBIO Y FUERA

En el mes de junio finalmente **se hizo presente el efecto de la baja temporal de retenciones,** generando que el sector agroexportador se apurara a liquidar el remanente de la cosecha gruesa antes de que volvieran a los niveles de 2024. Como producto de esto, **luego de 12 meses Argentina volvió a tener una cuenta corriente positiva en el Mercado cambiario,** compuesta por un notable superávit de 3.376 millones en bienes, déficit de -744 millones en servicios y pagos de intereses por -458 millones de dólares.

Cuenta corriente por componente. Millones de dólares.

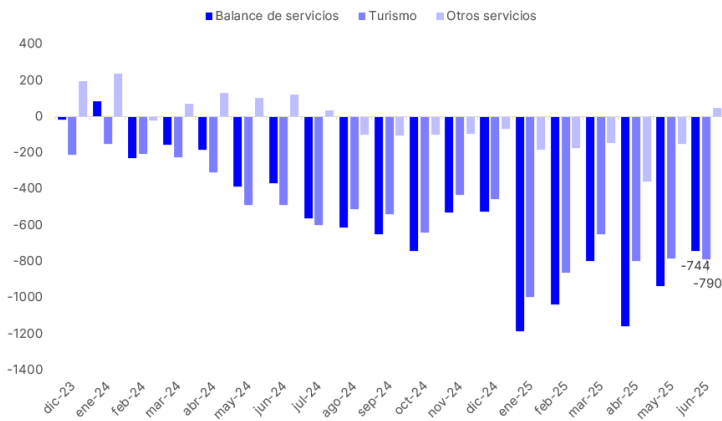


Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Para graficar el peso que tuvo esta liquidación extraordinaria, vemos que **el cobro de exportaciones en el mes totalizó 9.121 millones de dólares, lo cual es un 85% mayor que en junio del año pasado y un 75% mayor al 2023,** a pesar de peores precios internacionales de los principales commodities.

Como mencionamos, **la cuenta de servicios sigue presentando un déficit considerable, fundamentalmente debido al turismo.** En junio el déficit por pagos en dólares de viajes y otros pagos con tarjeta totalizó -790 millones de dólares. El promedio del primer semestre representa -814 millones de dólares. **Es probable que en los meses de julio y agosto veamos un crecimiento de este factor, debido al efecto estacional de las vacaciones de invierno.**

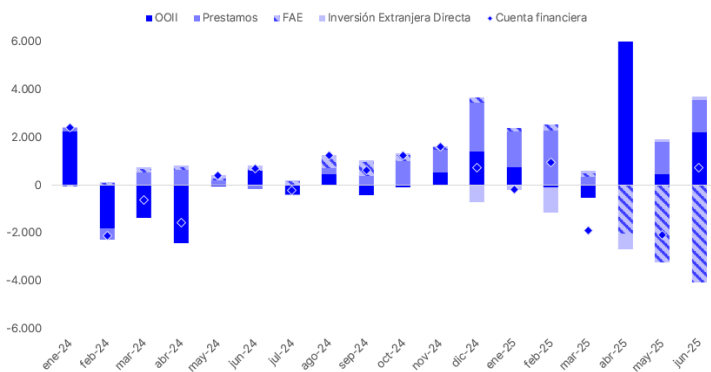
Déficit de servicios y turismo. Millones de dólares.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Por el lado de la cuenta financiera se registró un superávit de 745 millones de dólares, explicado por desembolso de organismos internacionales, préstamos privados y colocaciones del sector público (BONTE 2030) que se usaría en julio para el pago de Bonares y Globales. La inversión extranjera directa presentó un superávit de 145 millones de dólares, aunque cierra el semestre con un rojo de -1.526 millones, por ahora sin mostrar resultados positivos del RIGI aprobado el año pasado.

Cuenta financiera por componente. Millones de dólares.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Sin embargo, lo más notable del balance cambiario resulta el importante monto de formación de activos externos (FAE) del sector no financiero. El mismo alcanzó en junio los 4.051 millones de dólares, totalizando desde la apertura del cepo los 9.298 millones de dólares. Esto equivale al 77,5% del monto recibido por el FMI, pero no es financiada por el BCRA, sino que esos dólares son adquiridos a otros actores del sector privado en el mercado de cambios. Aún así, resulta una cifra preocupante: Macri abrió el cepo en diciembre de 2015, y un nivel semejante de FAE se alcanzó recién a los 30 meses, en mayo 2018 (9.058 millones de dólares en tres meses). En ese momento, dicho nivel de fuga de capitales fue acompañado por una depreciación del tipo de cambio del 24% (\$20,12 el 28 de febrero de 2018 a \$24,95 el 31 de mayo del mismo año). Sin embargo, como sabemos ese fue solo el inicio de las tensiones cambiarias.

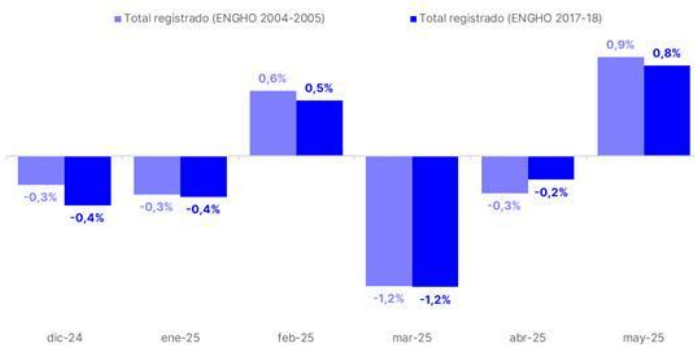
Parte de semejante volumen de FAE puede estar explicado también por el esquema regulatorio actual: las personas humanas son libres de acceder al dólar oficial pero no así las empresas. Lo que impide que haya brecha, por ende, es **la posibilidad de las personas humanas de arbitrar el dólar oficial con el MEP**. Presumiblemente, **parte del volumen de compras no es "atesoramiento", sino rulo de un mercado al otro.**

Según el Informe del Mercado Cambiario, **un millón de personas compraron billetes por un total de 2.416 millones de dólares**, mientras que 544 mil fueron vendedoras. La compra de billetes diarios (días hábiles) por personas humanas asciende a **127 millones diarios**.

Las posibles soluciones que tiene el Gobierno son establecer alguna limitante a este rulo (sería un retroceso en la liberalización cambiaria y traería nuevamente una brecha entre el oficial y el MEP) **o bien, liberar también el acceso de las empresas a la compra irrestricta de dólares en el mercado libre de cambios** (en este caso, disminuiría la FAE de las personas físicas pero podría incrementar la demanda de empresas, con un resultado incierto. Parte del berenjenal en el que se encuentra metido actualmente el plan económico.

3/ UN ANCLA DEMASIADO PESADA

Salarios registrados (privados y públicos). Variación real.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Luego de dos meses de caídas, **el salario registrado volvió a aumentar un ligero incremento en mayo de +0,9%** si lo calculamos con la inflación que actualmente publica el INDEC y de +0,8% si se utilizan los ponderadores de consumo actualizados para medir los niveles de precios. Durante lo que va del año **solo en febrero se había registrado una mejoría** mientras que el resto de los meses, a excepción del último publicado, ha habido retrocesos.

Esta mínima volatilidad muestra un **amsetamiento en la serie de los salarios registrados, tanto para públicos como para privados**, algo con lo cual el Gobierno parece sentirse cómodo y muestra una importante efectividad para mantener a raya estos niveles. Es

Salario real del sector registrado (privado y público). Índice base noviembre-2023=100.



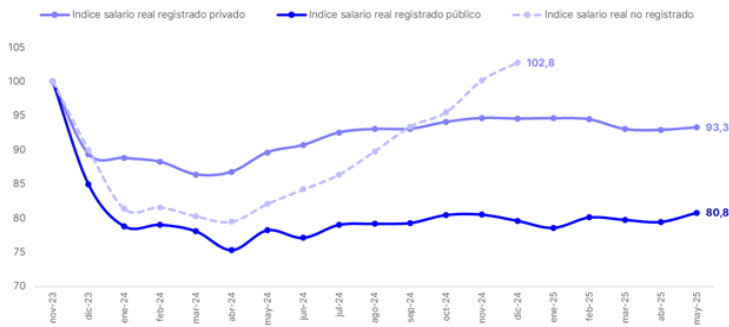
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

importante recordar en este aspecto la conocida posición oficial de **no homologar paritarias por encima del 1%**.

Tal como señalamos, el **freno en la recuperación salarial iniciado a fines de 2024** y consolidado durante este año impide que los trabajadores registrados recuperen el poder adquisitivo previo al inicio del gobierno de Milei. El punto más alto de dicha recuperación —posterior a la recesión de comienzos de 2024— se registró en noviembre. Desde entonces, **la tendencia se interrumpió con un patrón de dos meses de caída seguidos por uno de suba**. Si se deflacta por la inflación del INDEC, el salario real está hoy un 5,5% por debajo del nivel de noviembre de 2023. Si en cambio se utilizan los ponderadores de la ENGH0 2017-2018, la caída asciende al 11,2%.

Por otra parte, si desagregamos al segmento registrado en público y privado, podemos observar que **buena parte del ancla salarial se encuentra fundada en los ingresos de los trabajadores públicos, quienes aún se encuentran un 14% por debajo de los niveles pre Milei**, mientras que el sector privado orbita dentro de los valores de referencia.

Salario real en base a la inflación con los ponderadores de la ENGH0 2017-2018. Índice base noviembre-2023=100.

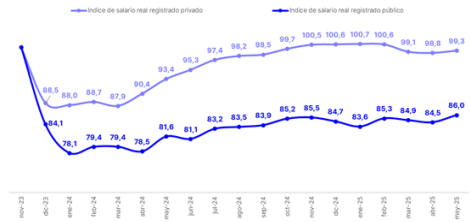


Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

El sector no registrado es el único que ha podido sortear la política del Gobierno Nacional de intervención en las paritarias, básicamente por las características inherentes a este segmento. Así, logró cerrar el 2024 con un 9,3% de incremento real respecto a noviembre de 2023, o un 2,8% si medimos con la canasta actualizada. **La dinámica de crecimiento sostenido de este sector contrasta fuertemente con lo observado para el sector registrado**. Uno de los interrogantes a desentrañar es cómo evolucionó el salario durante los primeros meses del año, y si esto constituye una preocupación para el gobierno o por el contrario si esto es un efecto deseable para generar incentivos a la oferta laboral para aceptar condiciones de contratación de mayor precariedad pero también mayor dinamismo en los ingresos.

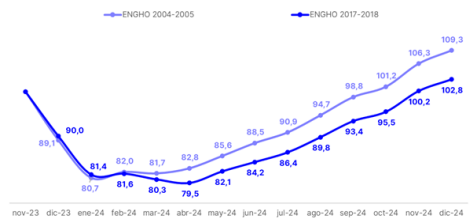
Por último, **la dinámica sectorial del sector registrado también se muestra heterogénea**. Si tomamos en cuenta el desempeño de la actividad por segmento productivo y la evolución de los salarios reales para el primer trimestre de 2025 y lo comparamos con la performance de 2023 se puede observar que **no existe en la un**

Evolución del índice de salarios reales del sector registrado privado y público. ENGH0 2004-2005. Índice base noviembre-2023=100.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

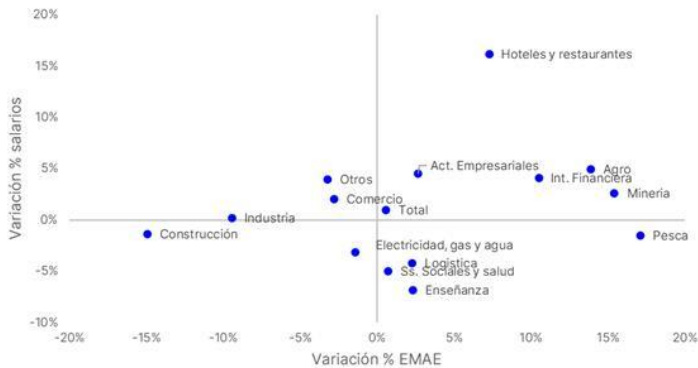
Salario real del sector no registrado. Índice base noviembre-2023=100.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

vínculo claro entre actividad e ingresos. Cuando el cruce es entre actividad y puestos de trabajo la relación pareciera aparecer, aunque con excepciones.

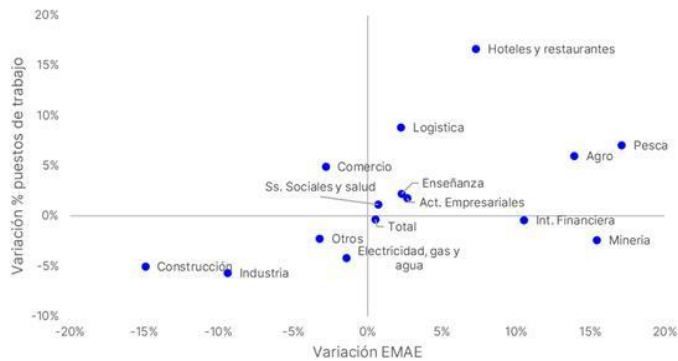
Relación entre los salarios reales y la actividad económica (I-25 vs I-23).



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Por lo tanto, **la recuperación económica observada - pese a los vaivenes actuales- no garantizará necesariamente una mejora en los ingresos**, al menos en el corto plazo.

Relación entre los puestos de trabajo registrados y la actividad económica (I-25 vs I-23).



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.