El escenario macroeconómico de cara a las elecciones

- **El inesperado resultado de las elecciones profundizó la corrección en los mercados**. Si bien la previa a las elecciones del pasado domingo ya había incluido una importante dolarización de carteras, la magnitud de la derrota del oficialismo parece haber sido mayor a la anticipada por los mercados, que reaccionaron negativamente; este lunes, el aumento en la percepción de riesgo se vio reflejado en una profundización del deterioro en las cotizaciones de bonos y acciones, y en mayores presiones sobre el tipo de cambio oficial, que escaló un 3,9% con respecto al viernes pasado.
- **El ausentismo fue un factor determinante en el resultado de las elecciones.** Si bien Fuerza Patria obtuvo un robusto 47,3% de los votos, en términos absolutos perdieron 441,095 votos con respecto a las elecciones provinciales del 2023. Por otro lado, la alianza entre La Libertad Avanza y Juntos por el Cambio capturó en esta oportunidad 2.723 millones de votos, cuando en 2023 los votantes de ambas fuerzas sumaron un total de 4.894 millones. Esta diferencia de 2.17 millones de votantes se encuentra alineada con la caída total en la participación entre ambas elecciones (1.99 millones). Esto resultaría indicativo de que, más allá de la eficiencia con la que el peronismo parece haber movilizado a sus votantes, la clave de la derrota del oficialismo se encontró en no haber podido mantener la participación del votante alineado con Juntos por el Cambio.
- **Más allá de la sorpresa en el resultado, el oficialismo se ha fortalecido en la legislatura bonaerense.** En la cámara de diputados por la provincia, la alianza LLA sumó 7 bancas, llegando a un total de 31 (33.7% de la cámara). En la cámara de senadores, el oficialismo suma 3 bancas, quedando con un total de 15 (32,6% de la cámara).
- **De cara a octubre, resulta esperable que el oficialismo logre aumentar significativamente su participación en el Congreso.** La Libertad Avanza no pone en juego ninguna de las 7 bancas de senadores nacionales con las que llega a octubre. Por otro lado, el PRO renueva 2 de sus 6 bancas, mientras que el Frente Nacional y Popular y Unión Ciudadana renuevan en conjunto 14 de sus 33 bancas en la cámara alta. En la cámara de diputados, el oficialismo renueva tan solo 7 de sus 38 bancas, mientras que el PRO renueva 25 de 37 (un 68%) y el peronismo 47 de 99 (47%). En este sentido, es esperable que incluso con un mal resultado electoral el gobierno sume participación en ambas cámaras.
- **Sin embargo, el gobierno necesariamente deberá buscar alianzas para conformar mayorías.** Ni siquiera en el caso extremo en el que LLA sumara todas las bancas que buscan renovar tanto el PRO como el peronismo podría llegar por sí solo a una mayoría en alguna cámara. Sin embargo, podría lograr una posición de primera minoría si fuera a consolidarse una alianza con el PRO; un resultado conjunto de 40 puntos para esta fuerza les

permitiría aumentar en 10 bancas su participación en el senado (llevándola al 32% de la cámara, idéntica al peso con el que quedaría Fuerza Patria) y en 27 bancas su participación en la cámara baja (pasaría al 40%, por encima del 37% con el que quedaría Fuerza Patria).

- **Si bien hasta el momento el tipo de cambio no ha alcanzado la banda superior establecida por el BCRA, esta situación bien podría darse.** Al momento de redactar este informe, el tesoro no ha intervenido activamente en el mercado de cambios desde conocido el resultado electoral. A pesar de ello, la cotización de la divisa permanece por debajo de la banda superior, en 1420 pesos por dólar, lo que podría interpretarse como una señal de que, por lo menos hasta ahora, el BCRA mantiene cierta credibilidad en su política cambiaria. Sin embargo, la banda superior se ubica a tan solo 4% del tipo de cambio actual; en un contexto de volatilidad e incertidumbre aún alta bien podría verse que este límite se alcanza, obligando al BCRA a vender reservas.
- **La credibilidad de la banda superior puede evaluarse planteando un escenario hipotético de corrida contra las reservas, considerando tanto el poder de fuego de la autoridad monetaria como la liquidez en pesos que podría buscar dolarizarse.** Uno podría suponer que, frente a un episodio de extrema desconfianza, en el que los agentes económicos buscan dolarizar sus tenencias de pesos, las entidades financieras enfrentan una salida del 30% de los saldos en cuentas a la vista, y del 10% del balance en depósitos a plazo. A esto se le puede sumar una corrida del 30% del dinero circulante y del 30% de los vencimientos de títulos públicos en pesos que se encuentran en manos de privados no bancarios (esto es, considerando lo que vence de aquí a las elecciones). Cabe mencionar que una salida de pesos del sistema de esta magnitud seria consistente con un escenario en el que la economía vuelve a niveles de monetización (liquidez en circulante y depósitos privados, como proporción del PBI) incluso inferiores a los mínimos alcanzados en 2024, que a su vez representaron un piso desde la salida de la convertibilidad.
- A la corrida de los pesos se sumaría potencialmente una salida de depósitos en dólares; puede suponerse un desarme del 30% de las cuentas con saldos superiores a los 3000 dólares (las cuentas con saldos inferiores se encuentran fuertemente atomizadas, y cuentan con un balance promedio menor a los 400 dólares, por lo que difícilmente busquen salida del sistema). En total, tomando el tipo de cambio vigente sobre la banda superior, los supuestos anteriores implican una corrida equivalente a 24,700 millones de dólares. Sin embargo, el BCRA cuenta actualmente con aproximadamente 27,400 millones de dólares en reservas líquidas, que podrían funcionar como una garantía efectiva contra un escenario de este tipo.
- **El gobierno debiera buscar dar una clara señal de tipo de cambio que permita mantener correctamente ancladas las expectativas del público.** Instaurar la credibilidad absoluta de la banda superior debiera ser una prioridad de la autoridad monetaria. Interpretamos que una clara señal de que las reservas disponibles se usarán para defenderla a ultranza en un escenario de estrés debiera ser suficiente para lograr ese objetivo. El correcto anclaje de expectativas sobre el tipo de cambio lleva a que las tasas en

dólares implícitas en los instrumentos en pesos se vuelvan fuertemente positivas, incentivando el rearme de estas posiciones.

- **Al mismo tiempo, tanto el Tesoro como el BCRA deberán continuar trabajando en normalizar las condiciones de liquidez.** Los niveles de tasas de interés alcanzados en vísperas de las elecciones, si bien contenían un claro componente de riesgo político, respondían en primer lugar a la postura fuertemente contractiva adoptada por el Tesoro y el BCRA desde el desarme de las LEFI. Esta postura no resulta sostenible fiscalmente, pesa fuertemente sobre los niveles de actividad económica, y probó tener una efectividad limitada a la hora de contener presiones cambiarias.
- En lo que va de la semana, el BCRA ha progresivamente reducido la tasa a la que interviene en la rueda de pases pasivos con entidades, induciendo caídas de entre 700 y 900 puntos básicos en el tramo corto de la curva de cauciones. El día de ayer, el tesoro llevó a cabo su primera licitación de deuda desde las elecciones, y si bien continuó convalidando altas tasas (en torno al 4% mensual), contribuyó a la normalización de las condiciones de liquidez dejando vencer 785 mil millones de pesos. Si la credibilidad de la banda superior se mantiene, la expansión monetaria debiera facilitar una recuperación en la cotización de bonos y acciones. Caso contrario, cualquier excedente que busque dolarizarse debiera ser decisivamente esterilizado por el BCRA en el mercado de cambios, defendiendo la banda superior.
- **Independientemente del estudio que pueda hacerse de las condiciones de liquidez, y el análisis normativo que puede plantearse, resta por verse como el equipo económico elegirá manejarse, y cuál será la reacción del mercado.** Hasta el momento, las señales han sido positivas; el gobierno avanza en la relajación de las condiciones de liquidez, y se ha remarcado el compromiso con el actual esquema cambiario. A su vez, luego de un sobresalto inicial, los bonos y acciones han recuperado algo de lo perdido, y las presiones cambiarias se han calmado. Sin embargo, aún es demasiado temprano para concluir si el equipo económico comparte nuestro diagnóstico, y que tan exitosos serán en consolidar la credibilidad de su programa en las próximas semanas.