

Centro de
Investigación de
Economía
Nacional

 @cien.centro

 @cien_centro

Informe especial: ¿qué está pasando con el dólar?

Intervención en el mercado cambiario en agosto

Resumen: El lunes el gobierno anunció oficialmente que el Tesoro empezará a intervenir en el mercado de cambios para “contribuir a su liquidez y normal funcionamiento”, algo que ocurrió durante agosto y varias consultoras habían anticipado. El esquema de estabilización venía sosteniéndose con dos pilares: por un lado, la venta de futuros baratos por parte del Banco Central y, por el otro, la colocación de deuda en pesos a tasas altísimas por parte del Tesoro. En los últimos días, el Tesoro comenzó a intervenir directamente en el mercado cambiario y, en paralelo, el Banco Central les prohibió a los bancos aumentar su posición en dólares el día de liquidación de futuros, un cambio que marca un endurecimiento en la administración de la tensión cambiaria. Este documento explica la lógica de estas medidas en mayor profundidad dada la política económica vigente desde el acuerdo con el Fondo.

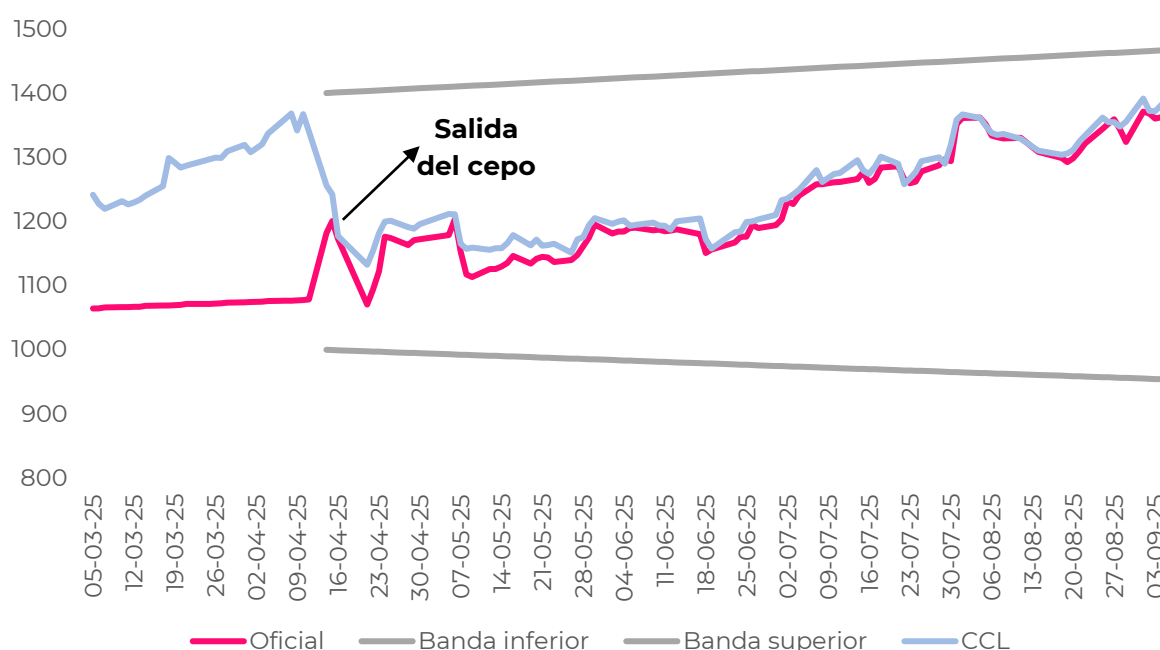
1. Introducción

Con la firma del acuerdo con el FMI, el gobierno logró revertir —transitoriamente las expectativas devaluatorias que llevaron la cotización del dólar paralelo de menos de \$1.100 en diciembre de 2024 a casi \$1.400 a comienzos de abril de 2025. La firma de un nuevo acuerdo con el FMI por USD 20.000 millones, de los cuales USD 12.000 millones ingresaron automáticamente en abril, fue una fuerte señal de que el gobierno tendría “poder de fuego” para sostener el tipo de cambio por un tiempo.

Como parte del acuerdo, el gobierno se comprometió a eliminar el cepo a las personas físicas e implementar un esquema cambiario de flotación entre bandas. Es decir, se abandonó el esquema anterior por el cual el tipo de cambio lo fijaba el BCRA y aumentaba al 1% mensual, para pasar a un esquema por el cual el dólar puede fluctuar libremente entre \$1.000 y \$1.400, sin intervención directa. El BCRA solo compra dólares por debajo de \$1.000 y vende por encima de \$1.400.

Si bien el acuerdo con el FMI admite la posibilidad de que el Banco Central compre dólares (pero no que venda) dentro de la banda, Milei y su equipo económico comunicaron abiertamente que el BCRA compraría únicamente en el piso de la banda, abandonando el objetivo de acumular reservas internacionales. De esta manera, el dólar bajó a \$1.132 durante los últimos diez días de abril y se mantuvo dentro del rango de los \$1.150-\$1.200 durante aproximadamente dos meses. La razón por la que el gobierno decidió no acumular reservas fue priorizar a toda costa el proceso de desinflación, basado en un tipo de cambio bajo y único activo de la narrativa oficialista.

Gráfico 1: cotización del dólar oficial y CCL

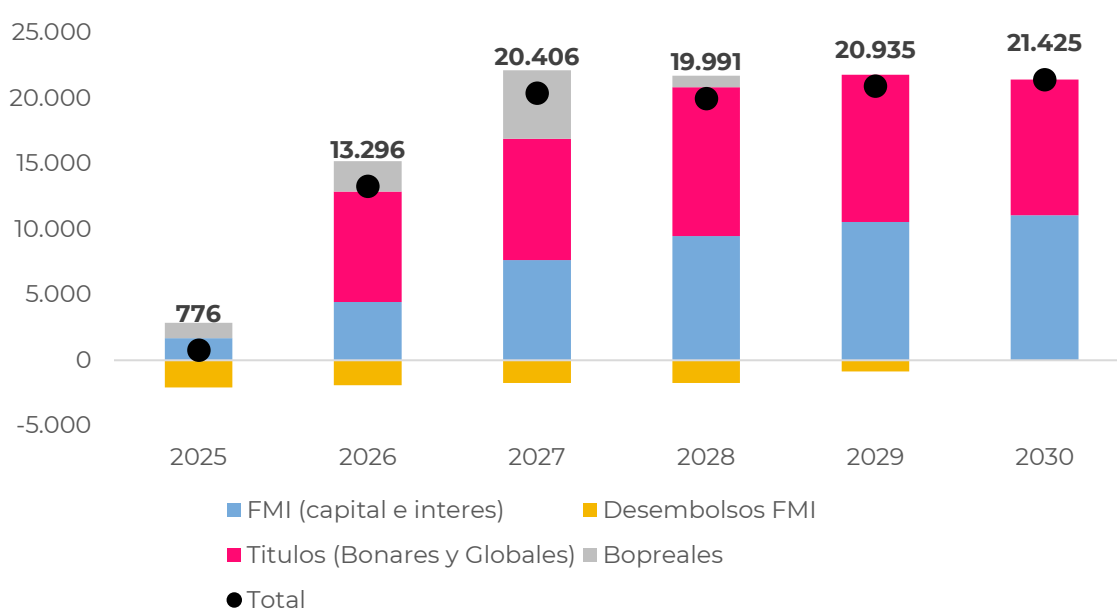


Fuente: Ámbito Financiero

En el marco de la primera revisión del acuerdo con el FMI, el propio Fondo otorgó un *waiver* a Argentina, bajando en 5.000 millones de dólares la meta de acumulación de reservas para este año, convalidando en parte la política de ancla nominal del gobierno con respecto al dólar. Sin embargo, el gobierno todavía tiene que acumular USD 4.000 millones a diciembre de 2025 para cumplir con la próxima revisión.

La tranquilidad cambiaria duró poco. La última semana de julio comenzó un proceso de aumento del dólar, causado por razones estructurales, estacionales y coyunturales. Desde lo estructural, el gobierno tiene que pagar vencimientos crecientes de deuda en dólares a partir del año que viene (ver gráfico 2), pero, como explicamos previamente, el Banco Central no acumuló reservas (más allá de lo que ingresó por el acuerdo con el FMI, que se supone que es para pagarle al propio Fondo). Además, hubo un fuerte aumento de la formación de activos externos del sector privado (FAE) como consecuencia de la salida del cepo y que desde entonces acumuló USD 14.730 millones, un valor muy significativo. Desde lo estacional, el fin de la cosecha gruesa y el inicio del segundo semestre del año, más complicado en materia de ingresos de divisas. Esto se vio agravado por la baja temporal de las retenciones hasta el 30/6 (luego devenida en permanente), que generó un adelantamiento de la liquidación, lo que permitió un holgado superávit comercial en junio y julio, pero dejó a los últimos días de julio con menos liquidación de lo normal. Por último, desde lo coyuntural, el abandono de las LEFIs que implicó una fuerte inyección de liquidez sobre el sistema y la compra de dólares por parte del tesoro para el pago de vencimientos de deuda en julio.

Gráfico 2: cronograma de vencimientos netos de deuda externa del sector público en millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a BCRA y Tesoro.

2. El abandono de las LEFIs: el detonante de una nueva corrida

En julio de 2024, el equipo económico encabezado por Caputo y Bausili anunció el fin de los pasivos remunerados del Banco Central, las letras que compraban los bancos a cambio de una tasa de interés, para gestionar su liquidez y obtener rentabilidad sobre los fondos captados. El motivo de esta medida era reducir la emisión asociada al repago de estas letras.

El mecanismo para ello fue la creación de las Letras Fiscales de Liquidez (LEFI), un instrumento emitido por el Tesoro, pero cuya tasa era determinada por el Banco Central. El Banco Central canceló la totalidad de los pasivos remunerados con los bancos a cambio de que estos últimos depositaran la liquidez en LEFIs, cuyos intereses serían pagados por el Tesoro, a través del superávit fiscal. La razón por la cual los bancos entraron en este esquema fue que las LEFI se caracterizaban por estar respaldadas. Esto quiere decir que, si bien eran un activo con fecha de vencimiento de entre un mes y un año, los bancos tenían la posibilidad de venderlas al Banco Central a valor técnico, reduciendo el riesgo para los bancos. El riesgo para el gobierno era que, en un hipotético contexto de incertidumbre financiera, los bancos podían vender las LEFIs masivamente al Banco Central quien, estando obligado a comprarlas, habría estado obligado a emitir.

Fue con el motivo de terminar con este riesgo que, en julio de 2025, un año después de su creación, el gobierno decidió eliminar las LEFI. El Banco Central le pagó la totalidad del stock de LEFIs a los bancos, buscando que estos depositen su dinero en LECAPs: las letras capitalizables emitidas por el Tesoro, cuya duración va de dos semanas a un año. Sin embargo, los bancos no intercambiaron la totalidad de las LEFI por LECAPs porque las letras del tesoro no cuentan con la posibilidad de ser vendidas a cualquier momento a valor técnico. Los bancos necesitan un instrumento de corto plazo para gestionar su liquidez y las LECAPs no cumplen con este requisito (pueden venderlas en el mercado secundario para hacerse de liquidez, pero eso conlleva “riesgo precio”). Esto provocó un aumento de la base monetaria de un 30% en un día y una rotunda caída de la tasa de caución en pesos, por el exceso de oferta de liquidez, a su vez bajando el rendimiento de los Fondos Comunes de Inversión que operan esos instrumentos y, en última instancia, incentivando la dolarización de las carteras.

Gráfico 3: base monetaria en pesos corrientes



Fuente: BCRA

El desarme apresurado de las LEFI, explicado por el equipo económico por la necesidad de alargar el plazo de los instrumentos en pesos de los bancos, en la previa de un escenario electoral incierto, resultó en una fuerte volatilidad del mercado de deuda, que sigue acomodada en una tasa alrededor del 70% de TNA, ampliamente superior a la inflación esperada para los próximos meses.

3. El juego entre tasa y dólar y su interacción con la demanda de dólares

La situación descrita pone en tela de juicio la estabilidad cambiaria a futuro, una condición indispensable para la continuidad del proceso de *carry trade*: **la tasa de interés de los activos en pesos tiene que superar a la tasa de depreciación para que haya ganancias en dólares por invertir en ellos**. Si aparecen expectativas de que esta condición no se cumpla, el incentivo para el capital financiero es vender activos denominados en pesos para comprar dólares, generando un aumento del precio del dólar por mayor demanda, lo que, a modo de profecía autocumplida, contribuye justamente a reducir la tasa de interés de los activos en pesos medida en dólares.

Las últimas medidas del gobierno están orientadas a impedir que esto pase, ya sea incentivando tanto una baja del dólar como una suba de las tasas de interés. La lógica radica en que una caída del rendimiento esperado de los activos en pesos medido en dólares generaría una dolarización de carteras y una devaluación en la previa electoral, dando lugar a aumento de precios y un retroceso en el sendero desinflacionario, el mayor activo electoral del oficialismo de cara a estas elecciones.

a. Intervención mediante la venta de contratos de futuros

Cuando, con el fin de la cosecha, el dólar empezó a marcar una tendencia al alza, el Banco Central empezó a ofrecer futuros de dólar, para bajar el precio negociado en ese mercado e, indirectamente, influir sobre la cotización actual del dólar.

Para entender este mecanismo, hay que detenerse un momento a explicar cómo funciona el mercado de dólar futuro. Se trata de un instrumento de cobertura: ante la incertidumbre respecto de cuánto va a cotizar el dólar más adelante, empresas y personas pueden pactar un valor anticipado y protegerse de una posible suba.

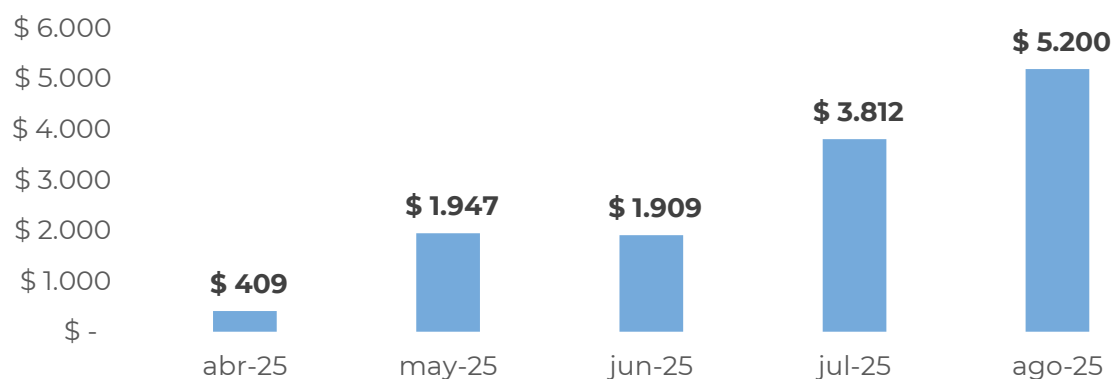
Veamos un ejemplo. Supongamos que una empresa importadora tiene que hacer un pago grande el 1/12 y quiere asegurarse una cotización. En ese caso, puede comprar contratos de futuros a noviembre (vencen el último día del mes) por el monto de la importación. El precio del contrato de noviembre va a depender de la oferta y la demanda: si hay mucha “demanda de cobertura”, el precio va a subir. Supongamos que hoy el dólar cotiza a \$1.350 y la empresa consigue comprar futuros de noviembre a \$1375. Entonces, llegado noviembre, si el dólar está cotizando \$1400, la empresa va a ganar \$25 por cada dólar del contrato. Si bien el contrato se liquida en pesos (es decir, la empresa no va a cobrar los dólares por esta operación), cuando vaya a comprar los dólares necesarios para hacer la importación al mercado de cambios va a contar con los pesos necesarios por lo que ganó del contrato de futuros (ya tenía “calculado” gastar \$1350 por cada dólar y ahora recibió \$25, llegando a los \$1375). En cambio, si el 30/11 el dólar cotiza solo \$1360, la empresa va a perder \$10 por cada dólar del contrato. En cualquier caso, termina gastando \$1.375 por dólar para realizar la importación: paga \$1.365 por cada dólar en el mercado de cambios y \$10 adicionales en el mercado de futuros.

El Banco Central interviene en el mercado de futuros por dos motivos. Por un lado, para actuar sobre las expectativas respecto de la evolución futura del dólar. Se trata de una herramienta de política, usada en todo el mundo. Para ello, el Banco Central hace lo contrario a la empresa importadora: vende contratos de futuro. Al aumentar la oferta, hace bajar el precio de los contratos. Eso muestra su “compromiso” con sostener el nivel de tipo de cambio. Si los inversores creen que se va a producir una devaluación el mes siguiente, tienen incentivos a comprar dólares hoy y anticiparse a la suba del tipo de cambio. En cambio, si el BCRA vende futuros, fija su precio y “convence” a los inversores de que el dólar se mantendrá estable, estos tienen menos incentivos a dolarizarse.

Por otro lado, los inversores que buscan mantener una ganancia en dólares — como quienes participan de un esquema de carry trade— suelen cubrirse ante el riesgo de una devaluación combinando dos posiciones: por un lado, adquieren un instrumento en pesos (por ejemplo, una LECAP) y, por el otro, compran dólar futuro. Esta estrategia conforma lo que se conoce como un *sintético de dólar*, ya que le permite al inversor asegurarse una determinada tasa de ganancia medida en dólares. En este esquema, cuando el precio de los contratos de futuros desciende, el dólar sintético se vuelve aún más atractivo que la compra directa de divisas: el futuro pactado por debajo de la expectativa de mercado garantiza una ganancia adicional que no obtendría quien simplemente se dolarizara en el presente. De esa forma, al ofrecer contratos de futuro e influir sobre su cotización, el BCRA logra mantener estable el precio del dólar en el presente (*dólar spot*).

Además, como incentiva la estrategia de *carry trade*, genera un ingreso de divisas vía cuenta financiera que también refuerza la estabilidad del dólar.

Gráfico 4: posición en corto de futuros de dólar del BCRA (en millones de dólares)



Fuente: BCRA.

En los últimos meses, el volumen negociado de futuros creció de forma significativa, lo que es un indicio de que el Banco Central está operando en ese mercado (la posición del BCRA sobre futuros se ubica en USD 5.200 millones). Si el tipo de cambio oficial termina el mes cotizando por encima del valor cerrado en los contratos futuros, el Banco Central le tiene que emitir para pagar esa diferencia en pesos por cada dólar acordado a los compradores. Esta inyección de liquidez puede contribuir a agravar el problema cambiario, pero el Banco Central puede evitar el problema con nuevas emisiones de futuros, aumentando su posición en los meses siguientes.

Sin embargo, cuando vencieron los contratos de julio, el Banco Central decidió no dar “rolleo”. Es decir, se liquidaron los contratos que tenía vendidos en julio y el BCRA no ofreció nuevos contratos con vencimientos más lejanos. Eso llevó a los bancos a comprar dólar *spot* (dólar hoy), en vez de comprar futuros (donde no había una oferta significativa) e hizo saltar el tipo de cambio el último día del mes.

En agosto, el BCRA otra vez quiso evitar dar rolleo a la totalidad de los contratos, para evitar un potencial riesgo de emisión monetaria a futuro. Pero, para que no ocurriera lo mismo que en julio, el 29 de agosto, día de la liquidación de futuros con vencimiento ese mes, el Banco Central prohibió el aumento de la posición en dólares de contado de los bancos el último día hábil del mes con respecto al día anterior. Así, evitó que el excedente de los contratos que no renovó presionara al alza el valor del dólar, con una medida que generó disconformidad en los bancos.

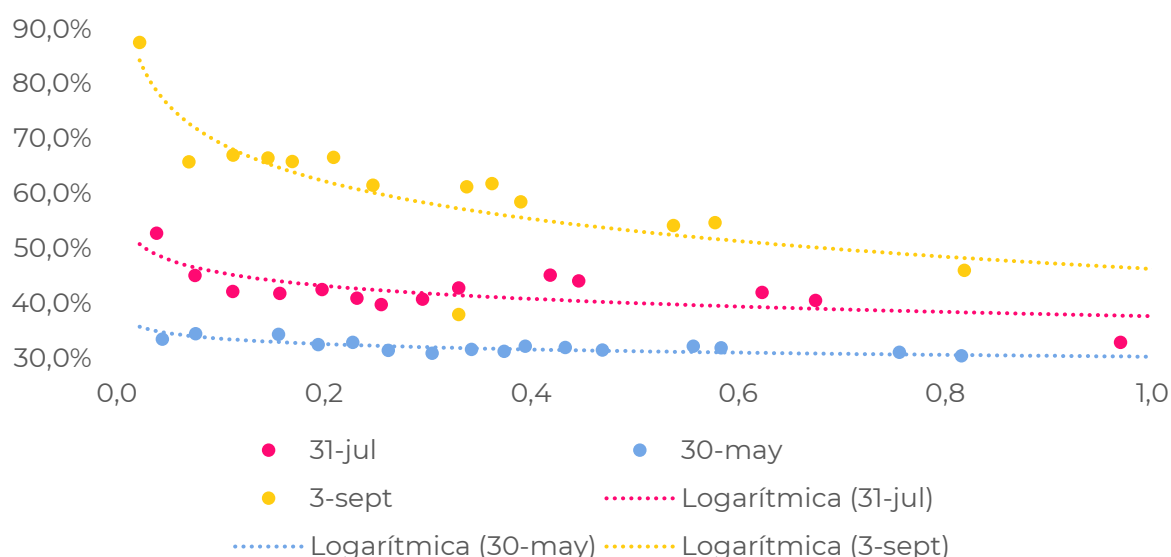
b. Colocación de deuda por parte del tesoro a una tasa de interés alta y encajes

Si la venta de dólar futuro busca incidir sobre la evolución del tipo de cambio, las últimas colocaciones de deuda por parte del Tesoro buscaron absorber los pesos excedentes generados por el desarme de las LEFI, para que estos no se volcaran

hacia la demanda de dólares. Para ceder la liquidez que se generó por el desarme de las LEFI, los bancos presionaron al gobierno con una fuerte alza de las tasas de interés. En la última licitación del 27 de agosto, la secretaría de finanzas colocó 1,6 billones de pesos a una tasa del 4,81% mensual que vencen el 30 de septiembre. Para tomar magnitud, la inflación proyectada por el REM para septiembre es del 1,7%, por lo que el gobierno se está endeudando a una tasa real del 3,1%. Estas tasas están prácticamente duplicando a las de hace cuatro meses.

El gobierno intentó extender los plazos de las colocaciones para despejar el panorama de vencimientos por lo menos hasta las elecciones, lo que se dificulta como consecuencia de la incertidumbre sobre la continuidad del esquema cambiario a futuro. Para forzar el ingreso de los bancos en estos instrumentos y absorber así los pesos, elevó los encajes bancarios, el porcentaje de los depósitos que los bancos están obligados a mantener en el BCRA inmovilizado, hasta el 50%, pero dando la posibilidad de que los bancos pudieran contabilizar como encajes a las letras cuyo plazo sea superior a sesenta días.

Gráfico 5: curva de rendimientos instrumentos a tasa fija

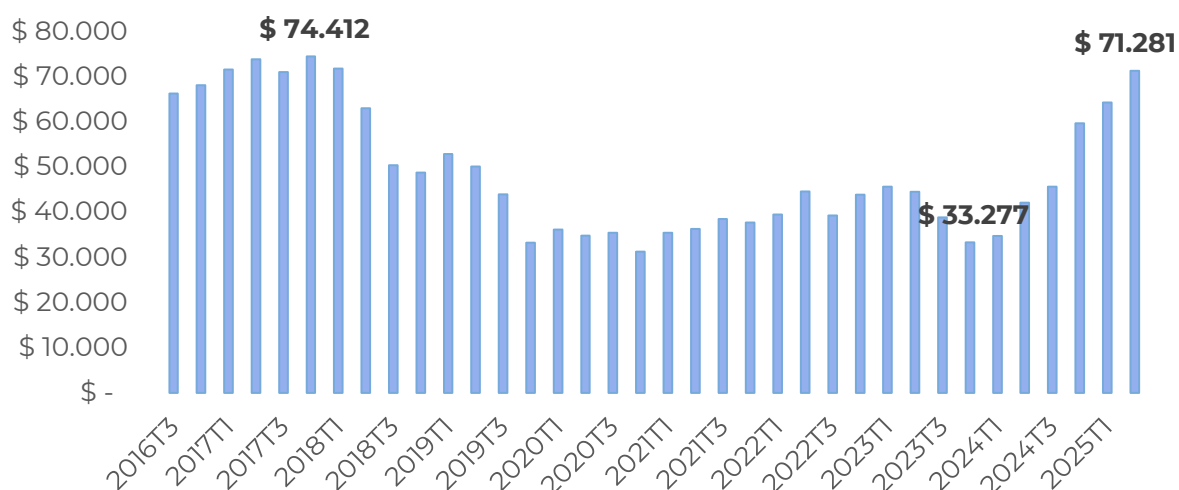


Fuente: Mercado Bursátil

La continuidad de tasas tan altas en el tiempo está atravesada por límites en el mediano y largo plazo. Por un lado, dificultan la solvencia intertemporal del sector público por el creciente gasto destinado a intereses, cuya magnitud supera ya al superávit primario. Además, de forma análoga a lo que pasó con las LEBACs de Macri, este stock de deuda es el que financia los intereses positivos que rinden actualmente los plazos fijos, lo que genera un crecimiento de los depósitos en pesos del sector privado medidos en dólares, cuya evolución aparece detallada en el gráfico 6. Este stock, ya casi a niveles de finales de 2017, podría alimentar una corrida cambiaria en caso de un aumento repentino de la expectativa de depreciación. Por otra parte, las tasas tan altas impactan sobre el nivel de actividad económica, al frenar la expansión del crédito (que venía financiando parte de la

recuperación del consumo) y encarecer los adelantos, descuentos de cheques y giros al descubierto para las empresas.

Gráfico 6: depósitos del sector privado medidos en dólares al CCL (en millones)



Fuente: Banco Central

Además de las colocaciones de deuda del Tesoro, la otra novedad de las últimas semanas es que el BCRA volvió a tomar pasivos remunerados. De esa forma, logró estabilizar la tasa de interés, en un nivel alto (y abandonando de hecho el esquema de política monetaria anunciado con el fin de las Lefis, donde la tasa de interés se suponía que sería endógena).

c. Venta de dólares del Tesoro

Como consecuencia del acuerdo con el FMI, el BCRA tiene prohibida la vender dólares dentro de las bandas. No obstante, este lunes el secretario de Finanzas, Pablo Quirno, confirmó que el Tesoro está interviniendo directamente sobre el mercado cambiario a través de sus propios depósitos en dólares. Si bien técnicamente no se está incumpliendo el acuerdo porque quien vende es el Tesoro y no el BCRA, se trata de una diferencia trivial: lo cierto es que el gobierno está interviniendo directamente el precio del dólar (y ya no indirectamente, al operar futuros o subir la tasa de interés de los activos en pesos). A diferencia del Banco Central, no hay información pública diaria sobre esta operatoria.

Después de la venta de dólar futuro y la fuerte contracción monetaria vía endeudamiento público, la venta de USD 150 millones de los depósitos en dólares del Tesoro implica la finalización del régimen cambiario de flotación libre entre bandas. El hecho de que en enero de 2026 el gobierno enfrente vencimientos de deuda en dólares por USD 4.600 millones probablemente explique la suba del riesgo país hasta casi los 900 puntos. La política actual de contención del dólar atenta contra el cierre del sector externo a futuro.

4. Conclusión

Los procesos electorales suelen estar atravesados por la volatilidad cambiaria y la inestabilidad macroeconómica. El Gobierno, en lugar de reconocer las inconsistencias de su programa económico, las atribuye a la oposición política. Sin embargo, más allá del resultado electoral, lo cierto es que, aun después de un ajuste fiscal cercano al 5% del PBI durante el último año, el sector externo continúa mostrando crecientes desequilibrios que ponen en riesgo la sostenibilidad del tipo de cambio, hoy convertido en la principal ancla del proceso desinflacionario.

El éxito del programa macroeconómico, en los términos en los que fue concebido, depende de una reducción sostenida del riesgo país que permita recuperar el acceso al financiamiento internacional perdido en 2018. Solo así el Gobierno podría enfrentar los crecientes vencimientos de deuda a partir del próximo año y sostener un tipo de cambio bajo. No obstante, las medidas recientes —venta de futuros, tasas reales elevadas e intervención cambiaria— juegan en contra de ese objetivo.

Frente a las presiones externas y a la imposibilidad de mantener tasas de interés tan altas por un período prolongado, la lógica parece indicar que, luego de las elecciones, podría producirse una devaluación. Esta podría equilibrar el mercado cambiario al reducir turismo e importaciones, además de habilitar una baja de tasas, aunque con un fuerte costo social. Pero una devaluación aislada, sin un replanteo integral del programa económico, difícilmente resuelva la dinámica inflacionaria que surgió tras la devaluación de diciembre de 2023.

En ese sentido, se vuelve imprescindible revisar el marco completo de políticas, en particular el DNU 70/2023, que habilitó la fijación de contratos en cualquier moneda y con libre indexación. Una estrategia de desinflación sostenible requiere abordar la inercia mediante políticas de ingresos que coordinen la reducción rápida de la nominalidad, evitando depender únicamente del ancla cambiaria o del freno a la actividad.

La implementación de un esquema de este tipo choca con los principios ideológicos del presidente. Pero mientras no haya cambios de orientación, las tensiones del sector externo seguirán profundizándose y la transición hacia otro régimen será cada vez más costosa para la sociedad.

Finalmente, incluso si el oficialismo lograra una victoria electoral y una repentina recuperación del crédito internacional, la combinación de obra pública paralizada, apertura importadora en un contexto de apreciación y deterioro del sistema educativo y científico configura una estructura productiva menos desarrollada de cara al futuro.