

POR DONDE VA ARGENTINA



La noticia económica de la semana fue el volantazo en la política monetaria-financiera que dio el Gobierno al esterilizar pesos y convalidar una suba significativa de la tasa de interés luego de la caída de la tasa de interés de “equilibrio de mercado” observada en las últimas semanas.

Esto había generado presiones depreciatorias sobre el tipo de cambio que resultaban incompatibles con el objetivo de reducción de la inflación en el corto plazo. Por ese motivo, el Gobierno decidió modificar los principios de “libre determinación de la tasa de interés” que había definido pocas semanas antes e intervino.

La suba de tasas de interés tiene consecuencias dispares en el corto y mediano plazo. En lo inmediato, contiene las presiones sobre el tipo de cambio. A mediano plazo, empeora el resultado fiscal y acelera la velocidad a la que la economía genera liquidez en pesos, lo que termina presionando sobre la cotización del dólar si no hay una expansión proporcional de la liquidez en divisas (“dólares”).

Debe destacarse que en las últimas semanas el Gobierno está comprando reservas. Probablemente, obedezca a la necesidad de mostrar cierta acumulación de reservas para obtener un waiver (“perdón”) por el incumplimiento de la meta de acumulación establecida en el programa con el FMI, y así poder acceder a un desembolso de 2.000 millones de dólares en las próximas semanas.

El resultado fiscal sigue actuando como un ancla fundamental de las expectativas de mercado, acompañado por un “ancla salarial” en lo que va del año marcada por una caída de los salarios reales. Esto último tiene consecuencias negativas para la demanda.

De todos modos, en el escenario preelectoral, hay una atención generalizada sobre la cotización del dólar posterior a las elecciones. La curva del dólar futuro muestra que, a pesar de las intervenciones del Banco Central, persisten presiones hacia una aceleración de la tasa de depreciación del tipo de cambio luego de los comicios. Si esa expectativa se afianza o se acelera, será esperable algo de “adelantamiento” de demanda de importaciones en los próximos meses.

LA INFLACIÓN SE CONSOLIDA DEBAJO DEL 2% MENSUAL, LOS SALARIOS NO SE RECUPERAN Y EL TESORO SALIÓ DE EMERGENCIA A ADMINISTRAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS DE CORTO PLAZO

En junio la inflación subió por debajo de lo esperado respecto al mes previo gracias al menor impulso de alimentos y bebidas no alcohólicas

Este lunes el INDEC informó la inflación minorista de junio, que aceleró ligeramente al 1,6% luego del 1,5% el mes previo, influenciada por el menor impulso de la inflación núcleo (1,7% vs 2,2% en mayo) y de una nueva deflación en los estacionales (-0,2% vs -2,7% el mes previo), categorías que representan cerca del 80% de la canasta del IPC Nacional.

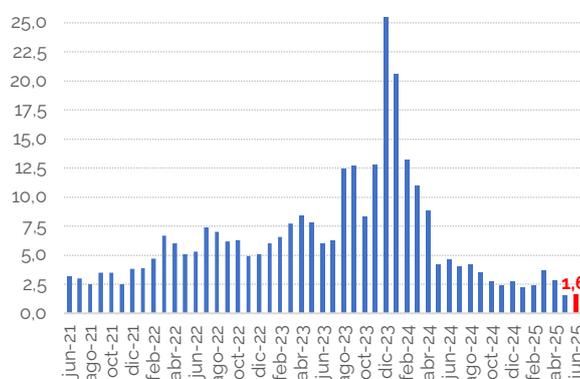
Así, la inflación acumuló un 15,1% en el primer semestre del año (vs 79,8% en igual período de 2024) y en la medición interanual registró un alza del 39,4% (contra el 43,5% del mes previo), la menor desde enero de 2021.

De este modo, el Gobierno logró consolidar un dato menor al 2% mensual de inflación y consiguió la cifra más baja para un mes de junio desde el año 2017.

Al observar la dinámica de la inflación por tipo de bienes se mantiene la tendencia de varios meses atrás: los bienes (ponderan el 66% del índice) retrocedieron desde el 0,9% en mayo al 0,8% en junio (el menor valor de la serie con base en diciembre de 2016), en tanto que los servicios aceleraron su incremento desde el 2,7% de mayo al 3,2% en junio.

Inflación minorista (IPC Nacional)

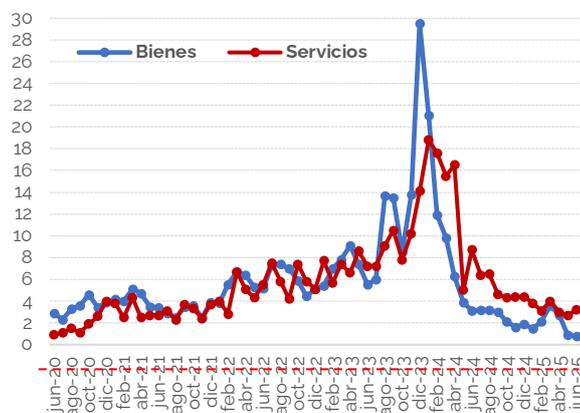
Variación mensual, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Inflación de bienes y servicios

Variación mensual, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

De este modo, a pesar de una mayor volatilidad del tipo de cambio, la apertura de importaciones y los menores márgenes empresarios han sido factores que explican la significativa desaceleración en el precio de los bienes, sobre todo de alimentos.

Sin embargo, la inflación núcleo todavía no logra perforar el piso de 2% en la medición móvil de 3 meses (2,4% en junio), lo que sugiere que la velocidad de la desinflación futura será más lenta que la observada al pasar del 3% al 2% mensual.

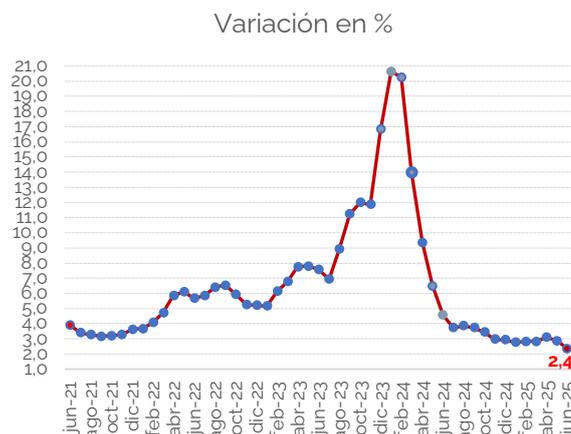
En tanto, se amplió en el año la divergencia en el ritmo de aumento de los precios de los bienes y los servicios: en el acumulado a junio la inflación de bienes suma 12,3% mientras que la de los servicios totalizó un 21,5%.

En este sentido, y como también venimos destacando en informes previos, al comparar respecto a un año atrás se mantienen las mayores alzas de los servicios (ej. Educación 74,4%, Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles 69,2% y) respecto a los bienes (ej. Prendas de vestir y calzado 30,6% y Transporte 29,6%).

El Gobierno continúa subordinando casi todos los instrumentos de la política económica a un rápido descenso de la inflación, a expensas de incrementar la vulnerabilidad externa de la economía, posiblemente considerando que la inflación es el principal "activo electoral" a consolidar en los próximos meses.

Esperamos una inflación que oscilará alrededor del 1,5% promedio en los meses previos a las elecciones de octubre próximo.

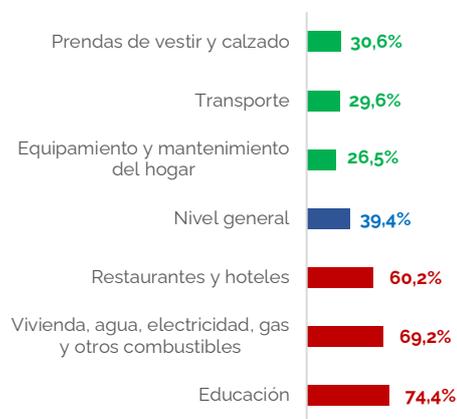
Inflación núcleo, promedio móvil 3 meses



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Inflación por capítulos (IPC Nacional)

Mayores y menores subas de 12 meses, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

El Tesoro salió a captar, por fuera del calendario de licitaciones anunciadas, parte de la liquidez bancaria ante el vencimiento de las Letras Fiscales de Liquidez (LEFI)

El Tesoro, por fuera del calendario de licitaciones programadas, salió a capturar la liquidez excedente del sistema financiero ante el vencimiento de las LEFI este jueves 17.7.

En la licitación se ofreció la reapertura de 6 LECAPs con plazos de vencimiento entre 13 a 91 días, por lo que el plazo promedio de los instrumentos emitidos fue de 40 días con un total adjudicado de \$4,7 billones.

Las tasas de corte se ubicaron en un rango de TEA 41-47%, superiores en cerca de 1 p.p a los rendimientos del mercado secundario. La tasa equivalente mensual (TEM) promedio ponderado resultó en 3,15%, superior al 2,38% que pagaban las LEFI y cerca del doble del dato de inflación del mes de junio (1,6%).

Hace cerca de un mes (9.6) el B.C.R.A. anunció la "Fase 3" de su programa de estabilización, que incluye como nueva meta cuantitativa el agregado monetario "M2 transaccional", donde la tasa de interés de corto plazo del sistema debería resultar "endógena" y ser "determinada por el mercado".

Sin embargo, como advertíamos en nuestro informe de la semana pasada, el tamaño de la liquidez bancaria era muy significativo dado el stock de LEFIs en poder de las entidades respecto al del mercado de capitales (cauciones) e interbancario (REPO) como para que no se produjeran efectos significativos en el nivel de la tasa de interés.

Así, las tasas de corto plazo se desplomaron a niveles 10 p.p. por debajo del nivel de las LEFI (29%) y el B.C.R.A. salió a intervenir en el

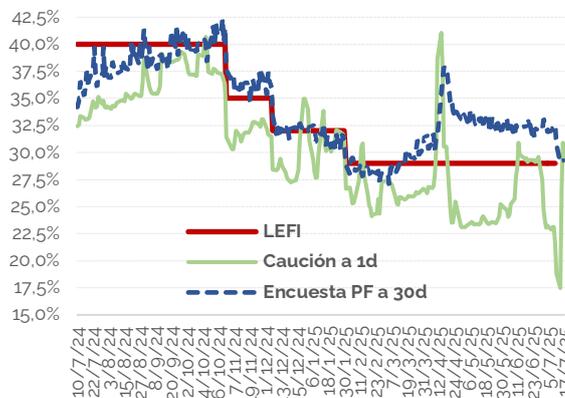
Resultados licitación Finanzas del 15.7

Instrumentos	Fecha de Vencimiento	Plazo de Emisión (días)	Valor Emitido (mill. de pesos)	Valor Efectivo (mill. de pesos)	Tasa de Rendimiento (TEA)	Participación por instrumento
Licitación 16.7						
Reap. LECAP Vto 31.07.25 (S31L5)	31/7/25	13	1.066.046	1.552.910	47,81%	33,0%
Reap. LECAP Vto 15.08.25 (S15G5)	15/8/25	28	573.744	815.577	47,07%	17,3%
Reap. LECAP Vto 29.08.25 (S29G5)	29/8/25	42	572.197	865.447	44,29%	18,4%
Reap. LECAP Vto 12.09.25 (S12S5)	12/9/25	56	185.601	279.514	43,46%	5,9%
Reap. LECAP Vto 30.09.25 (S30S5)	30/9/25	74	520.233	775.902	40,91%	16,5%
Reap. BONCAP Vto 17.10.25 (T17O5)	17/10/25	91	285.108	415.345	42,00%	8,8%
Totales		401*	3.202.928	4.704.696	45,12%	100,0%

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Tasas de interés de referencia

Último año, en TNA (%)



FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

mercado de cauciones y de REPO para establecer una suerte de “tasa piso” del sistema hasta tanto el Tesoro pudiera “absorber” temporalmente el exceso de liquidez.

De esta forma, el Tesoro compromete hacia futuro su superávit financiero (aunque esto no quede explicitado en las estadísticas oficiales debido a la capitalización de intereses de las LECAPs) absorbiendo el costo de administrar este exceso de liquidez, en un contexto donde posiblemente la demanda de crédito no se recupere a una velocidad suficiente para que esta liquidez pueda ser intermediada por el sistema financiero sin generar tensiones en las tasas de interés o en el valor del tipo de cambio.

En la última licitación del mes, prevista para el próximo martes 29.7, el Tesoro afrontará ahora vencimientos por cerca de unos \$8,5 billones.

Julio se encamina a cerrar con el mayor monto de liquidaciones desde el programa dólar Soja I en 2022

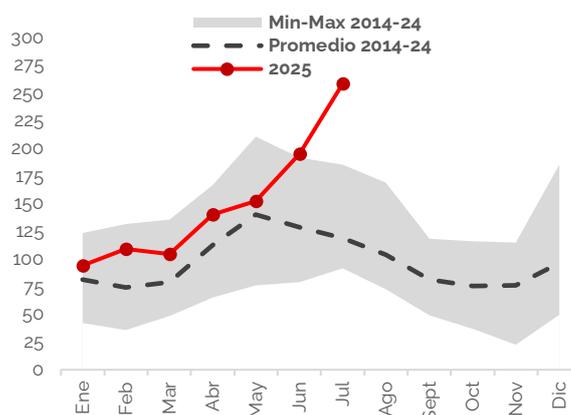
Con datos al 16.7, las liquidaciones del sector agroexportador totalizan en julio un promedio diario de USD258,4 millones y suben un 32,5% respecto a junio y se ubican un 101% por encima del promedio histórico 2014-24.

A lo largo de la primera quincena del mes se acumuló un total de liquidaciones de USD2.842,5 millones, superando ya en unos USD226 millones al total liquidado en el mismo mes de 2024.

Así, julio cerraría con liquidaciones superiores a los USD4.500 millones, un monto mensual no observado desde septiembre de 2022 cuando se habilitó el primer programa “Dólar soja” (ese mes las liquidaciones llegaron hasta los USD8.120 millones).

Liquidación divisas sector agroexportador

Promedio diario, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC

Escaso interés en la última licitación del BOPREAL 2028 dado el alto tipo de cambio implícito a convalidar por los participantes.

El miércoles 16.7 se realizó la última subasta del Bopreal serie 4 (BP28) emitido por el B.C.R.A. para “canalizar de forma ordenada las obligaciones con el exterior pendientes asociadas a stocks de dividendos y utilidades retenidas generadas hasta diciembre de 2024, servicios de deuda comercial y financiera con entidades vinculadas, y deudas comerciales acumuladas hasta el 12 de diciembre de 2023.”

En esta oportunidad, la tercera colocación, las ofertas adjudicadas apenas sumaron USD9,15 millones por lo que el total colocado de este instrumento fue de USD842,2 millones (contra un monto máximo autorizado de USD3.000 millones).

Dado el precio de suscripción en dólares (USD100,2) y su valor en el mercado secundario (USD81,6) el tipo de cambio implícito a pagar por los participantes era de \$1.548, lo que implicaba una brecha cercana al 23% respecto al tipo de cambio A3500.

De este modo, el instrumento no tuvo el efecto buscado ni como herramienta de absorción monetaria ni como vehículo de canalización de utilidades y dividendos retenidos por las empresas.

Las reservas se recuperaron luego del pago del 9.7 gracias a una nueva “compra en bloque” del Tesoro Nacional

Con datos al jueves 17.7, las reservas internacionales sumaban USD39.833 millones, acumulando en el mes una baja de apenas USD140 millones, a pesar de los pagos de la deuda reestructurada en 2020 el pasado 9.7.

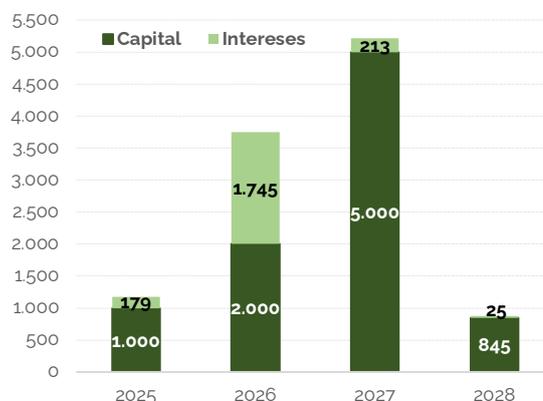
Licitaciones BOPREAL B.C.R.A.

Datos consolidados Licitaciones BOPREAL	BOPREAL 2027	BOPREAL 2025	BOPREAL 2026	BOPREAL 2028
Fecha Primera Licitación	28-12-24	08-02-24	29-02-24	18-06-25
Fecha Última Licitación	31-01-24	22-02-24	23-05-24	16-07-25
Fecha de Vencimiento	31-10-27	30-06-25	30-06-25	31-10-28
Cupón de interés anual	5%	0%	3%	3%
Monto máximo a emitir	USD 5.000 mill.	USD 2.000 mill.	USD 3.000 mill.	USD 3.000 mill.
Monto total ofertado	USD 5.727 mill.	USD 2.610 mill.	USD 2.939,7 mill.	USD 845,2 mill.
Monto total adjudicado	USD 5.000 mill.	USD 2.000 mill.	USD 2.939,7 mill.	USD 845,2 mill.
Cantidad de licitaciones	6	3	9	3

FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

Perfil de vencimientos actual BOPREAL

Valores por año, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

Durante la semana el Tesoro Nacional volvió a comprar un "bloque" de USD500 millones el miércoles 16.7, que se suma a los USD200 millones del pasado 3.7.

En tanto, el tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a \$1.266,25 acumulando una suba del 6% en el mes y del 17,4% desde el abandono del antiguo esquema de *crawl* al 1% mensual.

A pesar de la mayor oferta de divisas antes mencionada, la mayor volatilidad de las tasas de interés se trasladó a la curva de futuros de dólar, llevando a los contratos más largos cerca de los límites de la banda superior y con tasas implícitas en los contratos desde un nivel de TNA25,5% para junio '25 hasta TNA33% para el vencimiento diciembre '25.

Por otra parte, el cierre de este informe el dólar CCL cotizaba a \$1.281,80 y el MEP a \$1.277,14 con alzas cercanas al 1,2% respecto a los valores de la semana previa.

Aceleración de precios mayoristas en junio luego del dato de inflación del mes previo y desaceleración del costo de la construcción

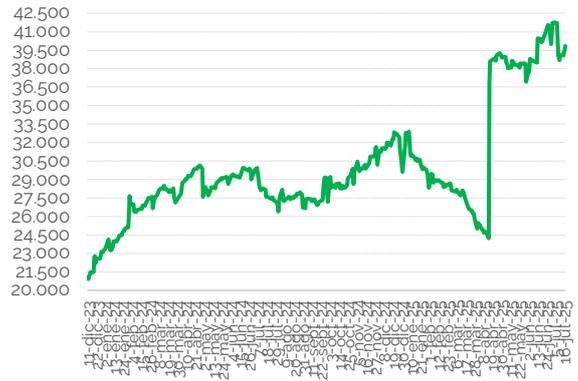
Este jueves se publicaron los datos de precios mayoristas (IPM) que durante junio aceleraron al 1,6% en junio (luego de deflación del 0,3% en mayo) a partir de un mayor impulso de los precios importados (1,3% en junio vs -4,1% en mayo) y de los nacionales (1,7% en junio vs 0% en mayo).

En tanto, el costo de la construcción (ICC) desaceleró al 1,3% (3,1% en mayo) por el menor impulso de los capítulos Mano de obra (1,4% en junio vs 5,9% en mayo) y Gastos generales (1,5% en junio vs 1% en mayo).

Recordemos que en junio pasado la depreciación promedio del tipo de cambio fue del 2,8% (vs 2,2%

Reservas internacionales del B.C.R.A.

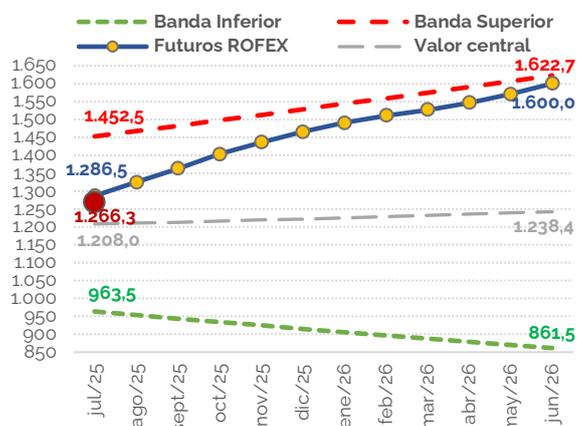
Valores diarios, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

Bandas cambiarias y futuros ROFEX

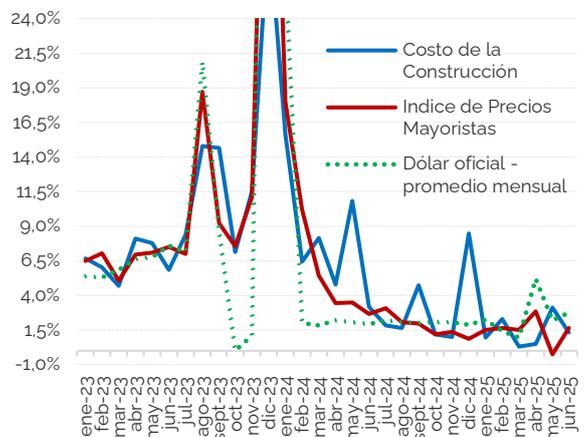
Valores a fin de mes, en \$



FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A. y ROFEX

Precios mayoristas, costos de la construcción y dólar oficial

Variación mensual, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

en mayo) por lo que la mayor volatilidad observada en julio podría implicar algún traslado adicional a los precios mayoristas el próximo mes.

El ancla fiscal se mantiene como sostén de la política económica al tiempo que se produjo un nuevo ajuste sobre la inversión pública

El ancla fiscal continúa funcionando como el principal sostén del programa económico que apunta a seguir bajando la inflación y administrando el tipo de cambio de cara a las elecciones legislativas.

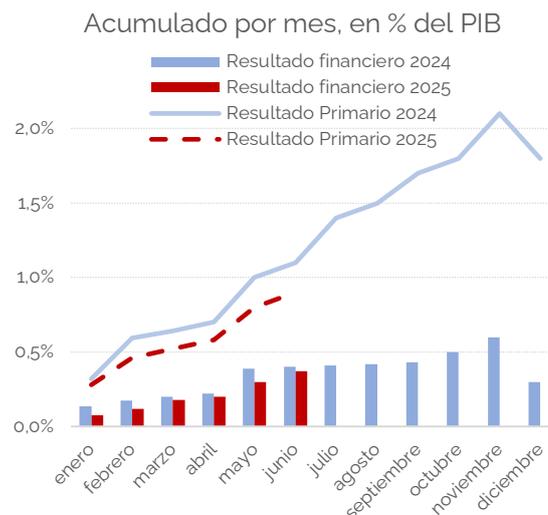
El superávit primario en el primer semestre fue 0,9% del PIB y el financiero alcanzó el 0,4%. Estos son valores algo inferiores a los del año previo, pero están en línea con los objetivos del gobierno.

Los ingresos cayeron 1,7% en el primer semestre del año y el gasto primario creció 4,7%, lo que redujo el superávit primario acumulado un 31,3%, a precios constantes. También se redujo 23,2% el superávit financiero, a pesar de un menor pago de intereses (-35,7% en el año).

Luego de sufrir la motosierra en 2024, la inversión pública había comenzado el año 2025 creciendo. Sin embargo, en los últimos 3 meses volvió a sufrir las consecuencias de ser una política subordinada al objetivo fiscal del gobierno, cayendo 30% i.a. en junio.

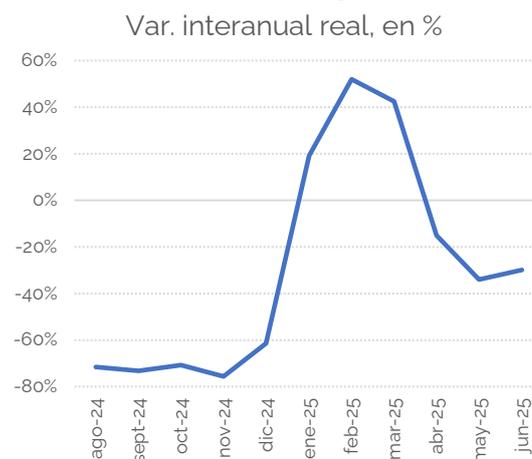
Finalmente, se destaca el aumento de las transferencias a las provincias: 132% en términos reales en el semestre. Algo comprensible en un año electoral signado por la disputa fiscal entre la nación y las provincias y la voluntad del Gobierno Nacional de mantener el

Resultado fiscal acumulado 2024-2025



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Gasto de Capital



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON e INDEC

superávit. Probablemente ingrese pronto en terreno negativo.

El RIPTE de mayo volvió a crecer en términos reales, aunque a menor ritmo, y se observan divergencias en las dinámicas salariales del mercado de trabajo

La Remuneración Imponible Promedio (RIPTE) correspondiente al mes de mayo de 2025 totalizó \$1.428.661 y subió en términos nominales un 1,9% respecto al mes previo (+0,4% real) en un mes donde la inflación se había desacelerado al 1,5%.

En tanto, si se considera la variación en términos reales respecto a igual mes de 2024 la suba volvió a moderarse, esta vez al 13,2% (en abril fue de 16,2%). En el acumulado de 2025 la suba en términos reales totaliza el 4,9%.

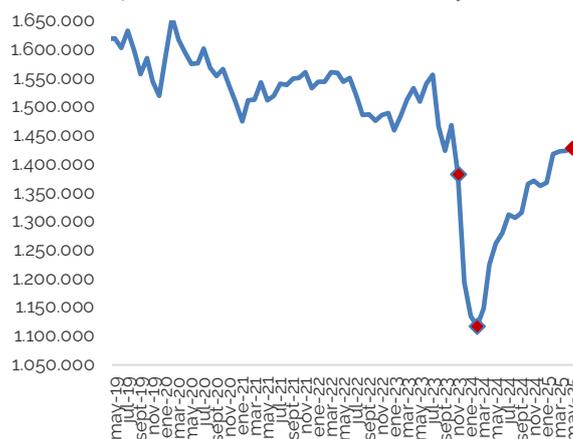
Al observar la serie de mayor plazo, el RIPTE de mayo de 2025 todavía se encuentra un 11,8% (en términos reales) por debajo del valor alcanzado en igual mes de 2019.

Sin embargo, si se considera otra estadística más amplia de la evolución de los salarios para la totalidad del empleo asalariado registrado (SIPA) publicados esta semana con datos a abril mostraron una caídas reales en el mes del 1,9% y del 3,9% en el acumulado de 2025.

Así, por primera vez desde 2023 los datos de remuneración del SIPA muestran caídas consecutivas en términos reales en la medición mensual, algo que aún no se observa en el RIPTE pero dada la desaceleración en la recuperación real evidenciada en los últimos tres meses muy probablemente ingrese pronto en terreno negativo.

Salario registrado (RIPTE)

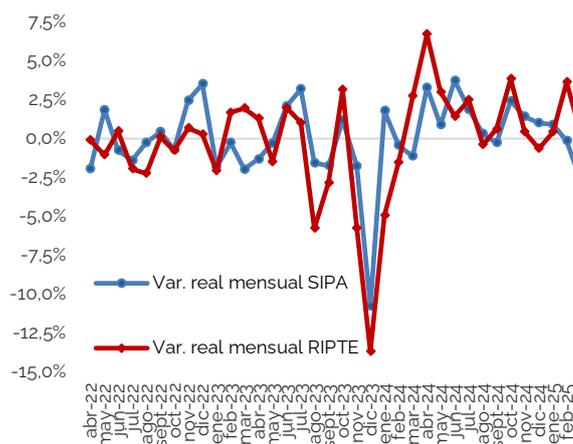
En precios constantes de Mayo-25



FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

Remuneración promedio (SIPA) vs RIPTE

Var. real mensual, en %



RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES (*)

(*) cierres al jueves 17.7

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año	
FED	4,33%	o	o	Oro	3.346,60	-0,3%	27,3%	
1M	4,36%	-1 pbs	-4 pbs	Petróleo	67,57	-1,3%	-5,8%	
3M	4,41%	o	4 pbs	Gas Natural	3,52	6,2%	-3,2%	
6M	4,31%	o	7 pbs	Trigo	145,33	-1,2%	-3,2%	
1Y	4,10%	1 pbs	-6 pbs	Maíz	130,43	4,4%	-8,2%	
10Y	4,47%	4 pbs	-11 pbs	Soja	279,57	2,3%	2,9%	
Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año	
	1,1605	-31,9%	11,5%	Dow Jones	44.484,49	0,3%	4,6%	
	1,3421	-1,2%	6,9%	S&P 500	6.297,36	0,6%	7,1%	
	148,50	1,5%	-5,4%	NASDAQ	20.885,65	1,5%	8,2%	
	7,1827	0,1%	-1,6%	Shenzhen	10.873,62	1,7%	4,4%	
	5,5485	0,3%	-10,2%	IBOVESPA	135.564,73	-0,5%	12,7%	
	1272,50	1,3%	23,4%	S&P BYMA	2.066.134,29	2,9%	-18,5%	
Tasas Argentinas		TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		748		113 pbs	CCL	1.281,80	1,3%	7,9%
Caución 1d	29,28%	34,00%		-785 pbs	MEP	1.277,14	1,0%	8,8%
BADLAR Priv.	28,75%	32,89%		-420 pbs	Turismo	1.646,13	0,4%	22,6%
TAMAR Priv.	29,50%	33,84%		-448 pbs	BCRA	1.266,25	0,4%	22,6%
TM20 Priv.	29,06%	33,27%		-382 pbs	ROFEX Dic '25	1.463,00	1,6%	15,2%
PF Personas	29,22%	33,47%		-362 pbs				

EQUIPO DE TRABAJO

Fundador y Presidente: Martín Guzmán

Elaboración del informe: Martín Guzmán, Guillermo Hang, Ramiro Tosi

DISCLAIMER: La información contenida en este documento se produce solamente con fines informativos y no constituye una oferta de compra ni una solicitud para vender, ni constituye base para ningún contrato o compromiso alguno que se adopte en materia de inversión.