

POR DONDE VA ARGENTINA



La industria y la construcción continuaron recuperándose en mayo, aunque a un ritmo más lento que el mes previo.

La última semana mostró un comportamiento previsible en el actual contexto macroeconómico de fragilidad: volatilidad cambiaria dentro de la banda de flotación. La depreciación del tipo de cambio nominal en las últimas dos semanas también derivó en una leve depreciación del tipo de cambio real, dado que el traspaso a precios sería acotado, aunque no nulo.

La noticia destacada de la semana fue el pago de los servicios de la deuda pública externa reestructurada en 2020 (emitida en años previos), que implicó una caída de casi USD 3.000 millones en las reservas internacionales en apenas dos jornadas. Sin acceso al financiamiento en los mercados internacionales, el perfil de vencimientos de la deuda externa representa un factor de tensión para la estabilidad cambiaria en 2026.

En las próximas jornadas la volatilidad cambiaria podría continuar en función de cómo se reconfigure el nuevo equilibrio de las tasas de interés de corto plazo a partir de la imposibilidad de las entidades bancarias de asignar su liquidez en las Letras Fiscales de Liquidez (LEFI) a partir de este jueves 10.7 (que vencerán el próximo jueves 17.7).

Si bien el Tesoro en la semana pudo captar cerca de un 38% de la liquidez bancaria asignada previamente en LEFI, el tamaño que queda por colocar (unos \$11 billones) es significativo respecto al volumen operado en otros segmentos del mercado de capitales (cauciones bursátiles, mercado secundario de LECAPs) y del mercado bancario/financiero (REPO, ruedas REPI/REPX).

LA INDUSTRIA Y LA CONSTRUCCIÓN VOLVIERON A MOSTRAR NÚMEROS POSITIVOS. EL TESORO COMIENZA A INTERMEDIAR PARTE DE LA LIQUIDEZ BANCARIA DE CORTO PLAZO

En mayo volvió a recuperarse la actividad de la construcción y de la industria respecto al nivel de 2024 pero sigue sin alcanzarse el nivel de noviembre de 2023

Este martes se publicaron los datos de abril correspondientes a la industria manufacturera (IPI) y de la actividad de la construcción (ISAC), que mostraron nuevas subas luego de los importantes incrementos de abril pasado.

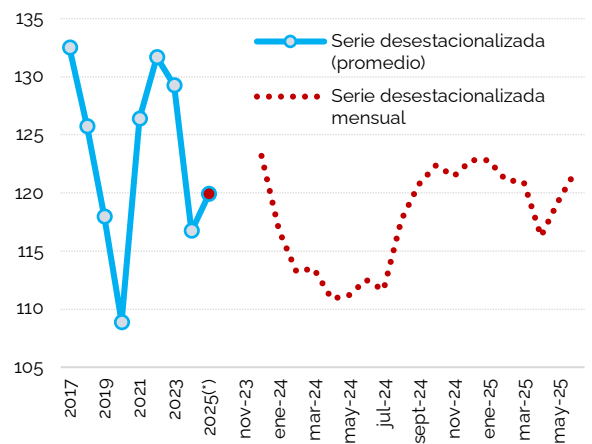
En el caso de la industria, mayo mostró un alza del 5,8% respecto a igual mes de 2024 sin estacionalidad (la sexta suba consecutiva luego de 16 meses consecutivos de caídas) y del 6,6% en el acumulado de 2025 respecto a igual período del año anterior.

En tanto, en la serie ajustada por estacionalidad se observó un alza del 2,2% respecto a abril, luego del 2,6% del mes previo. En tanto, el nivel de actividad promedio de los primeros cinco meses de 2025 todavía se encuentra un 2,7% por debajo del nivel de noviembre de 2023.

En tanto, la actividad de la construcción en mayo registró alzas del 8,6% respecto a igual mes de 2024 (luego del 25,9% del mes de abril) y del 10% en los primeros cinco meses de 2025 respecto a igual período de 2024.

Índice de Producción Industrial (IPI-INDEC)

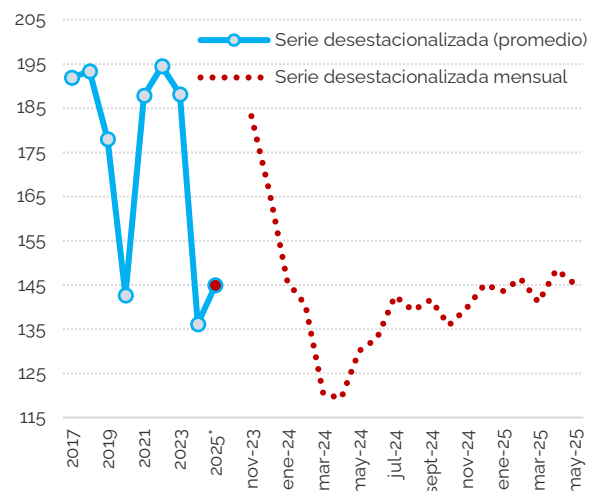
Series desestacionalizadas, prom. anual y por mes



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Índice de Actividad de la Construcción (ISAC)

Series desestacionalizadas, prom. anual y por mes



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Al diferencia de lo observado en la industria, la construcción en mayo cayó 2,2% respecto al mes previo. En tanto que el nivel de actividad promedio del acumulado del año 2025 todavía se encuentra un 20,9% por debajo del nivel de noviembre de 2023.

De este modo, se confirma que la caída de marzo fue un evento puntual y afectada por la volatilidad cambiaria previa al acuerdo con el FMI. Sin embargo, el ritmo de recuperación de ambos sectores, intensivos en uso de mano de obra, sigue siendo lento y todavía no se logra recuperar los niveles de noviembre de 2023.

El Tesoro comenzó a captar parte de la liquidez bancaria ante el próximo vencimiento de las Letras Fiscales de Liquidez (LEFI)

En la primera licitación del mes, el Tesoro obtuvo financiamiento por \$8,5 billones frente a vencimientos de \$2,9 billones, por lo que obtuvo un financiamiento neto de \$5,6 billones.

El rollover alcanzó el 295,2%, y de acuerdo con lo informado en la red X por el secretario de Finanzas "el excedente resultará en una cancelación de deuda con el sector privado".

El mensaje genera confusión dado que el resultado de la licitación explica un aumento en la deuda neta, y en caso de referirse al futuro vencimiento de las LEFI (próximo jueves 17.7) implicará luego un cambio de composición entre deuda cotizable en el mercado (LECAP) por otra exclusivamente dirigida a las entidades financieras (LEFI).

En esta oportunidad el menú ofrecido fue de 10 instrumentos: reaperturas de 3 LECAPs y 4 BONCAP, 1 Boncer y 2 Letras vinculadas al dólar.

Resultados licitación Finanzas del 7.7

Instrumentos	Fecha de Vencimiento	Plazo de Emisión (días)	Valor Emitido (mill. de pesos)	Valor Efectivo (mill. de pesos)	Tasa de corte (TEA)	Participación por instrumento
Licitación 7.7						
Reap. LECAP Vto 15.08.25 (S15G5)	15/8/25	36	2.967.997	4.219.601	38.99%	49.6%
Reap. LECAP Vto 12.09.25 (S12S5)	12/9/25	64	798.519	1.202.570	36.93%	14.1%
Reap. BONCAP Vto 17.10.25 (T17O5)	17/10/25	99	806.966	1.180.188	35.97%	13.9%
Nueva Letra DL Vto. 31.10.25 (D31O5)	31/10/25	113	USD 528	654.377	0.00%	7.7%
Reap. LECAP Vto 28.11.25 (S28N5)	28/11/25	141	175.723	192.592	36.72%	2.3%
Reap. Letra DL Vto. 16.01.26 (D16E6)	16/1/26	190	USD 370	446.611	5.06%	5.3%
Reap. BONCAP Vto 30.01.26 (T30E6)	30/1/26	204	335.516	400.103	37.31%	4.7%
Reap. BONCAP Vto 31.3.26 (T31M6)	31/3/26	264	110.907	181.444	12.48%	2.1%
Reap. BONCAP Vto 30.06.26 (T30J6)	30/6/26	355	21.110	22.419	37.65%	0.3%
Reap. BONCAP Vto 15.01.27 (T15E7)	15/1/27	554	1.301	1.357	33.27%	0.0%
Totales		791⁽¹⁾	\$ 2.218.936	\$ 5.012.261		100.0%
Vencimientos				2.879.432		
Financiamiento Neto				\$ 5.621.829		

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Las tasas de corte se ubicaron en un rango de entre TEA 36-39%, algo superiores a los rendimientos del mercado secundario. En el caso del bono ajustable por CER se convalidó una tasa real del 12,5%, en tanto que la nueva letra vinculada al dólar tuvo tasa del 0%.

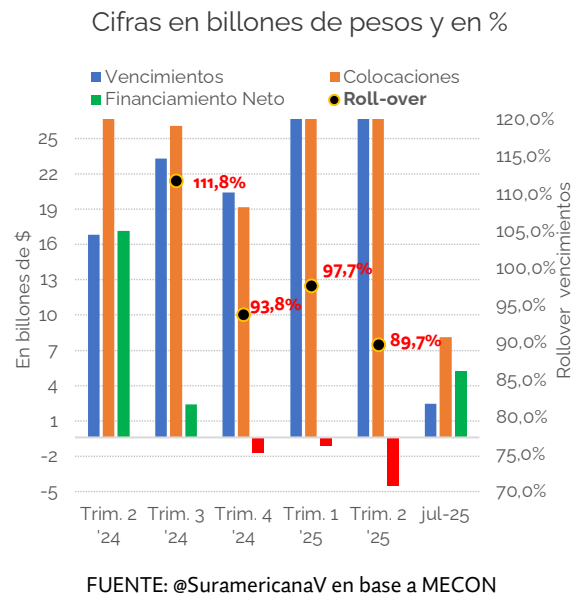
Cerca del 85% de los fondos obtenidos fueron adjudicados en los títulos de más corto plazo con vencimiento hasta el próximo octubre, por lo que el plazo promedio ponderado de licitación fue de apenas 79 días, el menor valor de la serie histórica que comienza en abril de 2020.

La estrategia financiera de acortar los plazos de emisión si bien aumenta las chances de capturar el excedente de liquidez bancaria actualmente asignada en LEFIs (cerca de \$19,6 billones) incrementa el costo de refinanciamiento de la deuda pública (se están convalidando tasas reales positivas cercanas al 10% real) y su riesgo de refinanciamiento (*roll-over*).

A modo de ejemplo, si suponemos que el 80% de las LEFIs en poder de los bancos (unos \$15,7 billones) se trasladará a LECAPs con vencimiento entre 30 a 90 días (como los ofrecidos en la última licitación), el costo de renovación mensual promedia el 2,6%, lo que implicaría una carga de intereses cercana a los \$408.000 millones (comparado con un resultado financiero promedio mensual de \$508.770 millones en los primeros cinco meses de 2025). En condiciones "normales" eso tensionaría significativamente el resultado financiero, algo que el Gobierno "esconde" a través de la estructura de capitalización del instrumento que no se refleja en las cuentas públicas.

En la última licitación del mes, prevista para el próximo martes 29.7, el Tesoro afrontará vencimientos por unos \$6,8 billones.

Vencimientos, financiamiento neto y *roll-over*



Plazo ponderado de los títulos emitidos



Julio comenzó con un ritmo excepcionalmente alto de liquidaciones por las ventas anotadas en la semana previa al fin de la rebaja temporal de retenciones.

Con datos al 8.7, las liquidaciones del sector agroexportador totalizan en julio un promedio diario de USD277,6 millones y suben un 28,6% respecto a junio y se ubican un 98,6% por encima del promedio histórico 2014-24.

A lo largo de estas primeras seis jornadas del mes se acumuló un total de liquidaciones de USD1.665 millones, cerca de unos USD1.000 millones del total liquidado en el mismo mes de 2024. Si bien es esperable que este efecto desaparezca en la segunda quincena del mes (cuando vence el plazo para liquidar las ventas anticipadas) el total liquidado del mes será el mayor de 2025 y superará con facilidad los USD4.500 millones.

Las reservas reflejaron el impacto del pago de los servicios de la deuda reestructurada.

Con datos al jueves 10.7, las reservas internacionales sumaban USD38.792 millones, acumulando en el mes una baja de USD1.181 millones.

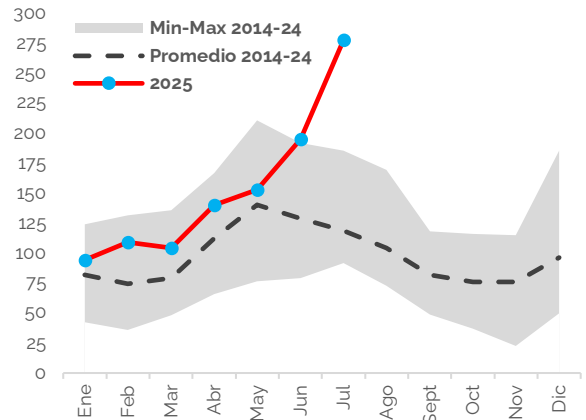
Los pagos de deuda de los bonos reestructurados en 2020 produjeron un retroceso de las reservas brutas por cerca de USD2.940 millones en las últimas dos jornadas.

En tanto, el tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a \$1.261,2 acumulando una suba del 5,6% en el mes y del 17% desde el abandono del antiguo esquema de *crawl* al 1% mensual.

A pesar de la mayor oferta de divisas antes mencionada, la curva de futuros de dólar sigue bajo presión, con los contratos más largos cerca

Liquidación divisas sector agroexportador

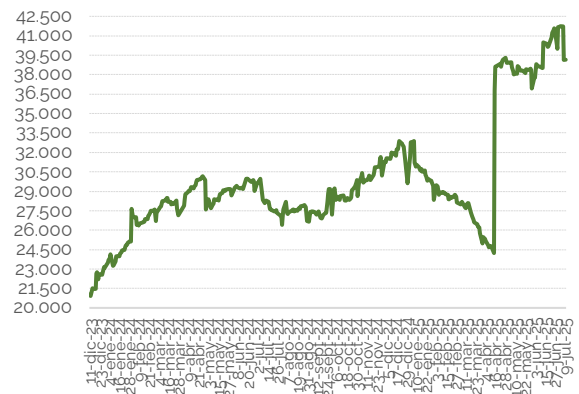
Promedio diario, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

Reservas interancionales del B.C.R.A.

Valores diarios, en millones de USD



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

de los límites de la banda superior y con tasas implícitas en los contratos desde un nivel de TNA28% para junio '25 hasta TNA31% para el vencimiento diciembre '25.

Por otra parte, el cierre de este informe el dólar CCL cotizaba a \$1.270,9 y el MEP a \$1.267,7, con alzas cercanas al 3% respecto a los valores de la semana previa.

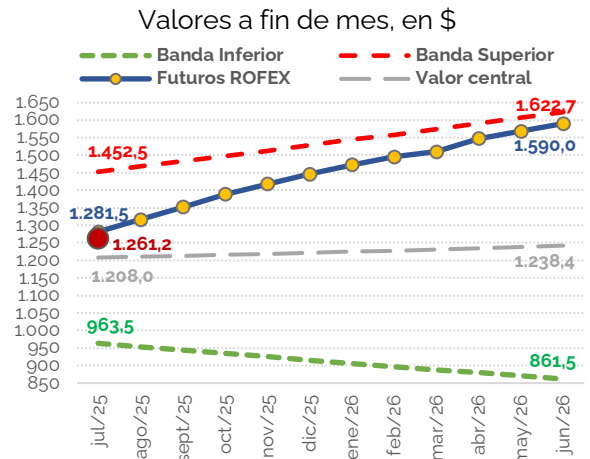
Las entidades financieras comienzan a administrar su liquidez *overnight* sin acceso a suscripción de LEFIs desde este jueves 10.7

En el marco de la "Fase 3 del programa económico" a partir de este jueves 10.7 el B.C.R.A. dejará de dar acceso a la suscripción diaria de LEFIs (que vencen dentro de 7 días) a las entidades financieras.

Los últimos datos disponibles, al 8.7, muestran un stock de LEFI por cerca de \$27,7 billones (respecto a los \$20 billones emitidos en julio de 2024 producto de la capitalización de intereses). De ese total, cerca del 44% estaba en cartera del B.C.R.A., un 34% en bancos privados y el restante 22% en poder de bancos públicos.

En la licitación de deuda del pasado lunes 7.7 (y que liquida este jueves 10.7), el Tesoro obtuvo financiamiento neto por cerca de \$5,9 billones que muy posiblemente corresponda en su mayor parte a liquidez que las entidades mantenían en LEFI, por lo que es esperable que disminuya casi en igual proporción la tenencia por \$15,5 billones en cartera de bancos públicos y privados. Así, cerca de un 38% de la liquidez mantenida en LEFI migró a títulos del Tesoro (con vencimiento en los próximos 100 días).

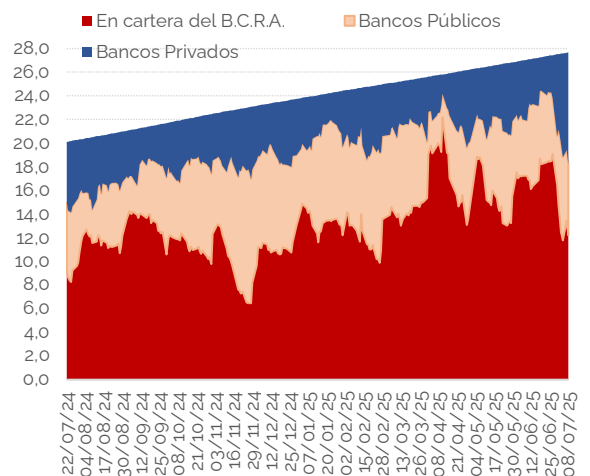
Bandas cambiarias y futuros ROFEX



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

Evolución tenencias de LEFI por acreedor

Datos diarios, en billones de pesos



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

Desde fines de junio pasado se venía observando una baja de las tasas de interés de corto plazo en anticipación a estas medidas del B.C.R.A. con la tasa de caución a 1 día retrocediendo desde un nivel del 29% al actual 21/22%.

De momento las tasas de plazo fijo no habían reaccionado a esta baja, pero las próximas jornadas serán claves para observar cómo esa liquidez excedente es asignada por el sistema financiero, sobre todo considerando que por su tamaño puede generar desequilibrios en el nivel de tasas del mercado de capitales (caución, rendimiento LECAPs de corto plazo) o financiero (REPO, ruedas REPI/REPX).

El R.E.M. del BCRA de junio mostró una estabilidad del sendero de desinflación esperada para los próximos seis meses

El pasado viernes se conocieron los resultados del relevamiento de expectativas de mercado (REM) del mes de junio.

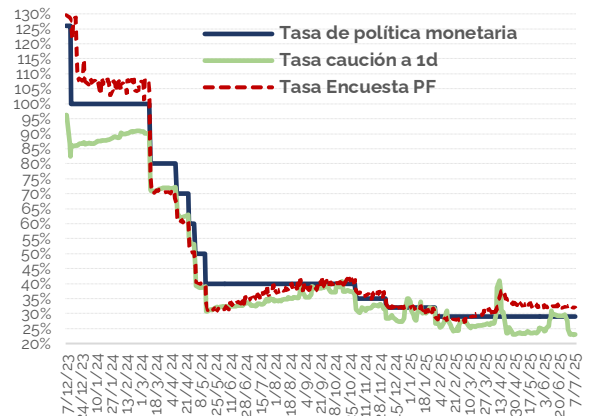
Para la inflación de junio, que se publicará el próximo lunes 14.7, se estima ahora un 1,9% (vs 1,7% en relevamiento de mayo). En tanto que para los próximos 6 meses se anticipa una estabilidad de la inflación mensual en torno al 1,6%.

En tanto, la volatilidad del tipo de cambio oficial de las últimas semanas de junio no afectó las expectativas del tipo de cambio para lo que resta de 2025: para diciembre se proyecta un dólar a \$1.298,6 (\$1.300 en relevamiento de mayo).

Por otra parte, se ajustó ligeramente a la baja la proyección de crecimiento del PIB desde el 5,1% al 5%.

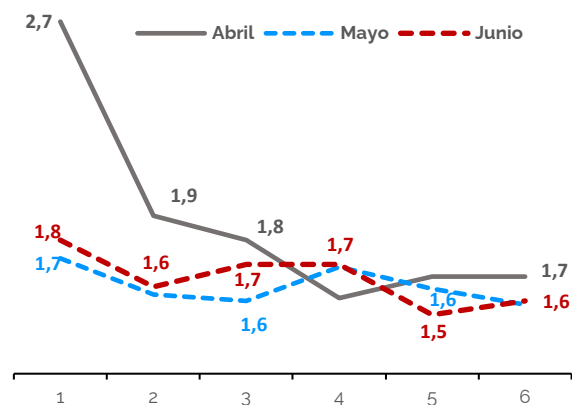
Tasas de interés de referencia

Datos diarios, en TNA (%)



Inflación esperada próximos seis meses

Resultados R.E.M Junio 2025 del B.C.R.A.



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

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES (*)

(*) cierres al jueves 10.7

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año
 FED	4,33%	0	0	Oro	3.326,10	-0,2%	26,5%
 1M	4,36%	1 pbs	-4 pbs	Petróleo	66,87	0,6%	-6,8%
 3M	4,42%	0	5 pbs	Gas Natural	3,37	-0,6%	-7,4%
 6M	4,31%	-3 pbs	7 pbs	Trigo	150,91	1,2%	0,5%
 1Y	4,07%	0	-9 pbs	Maíz	129,11	-3,5%	-9,2%
 10Y	4,35%	0	-23 pbs	Soja	275,97	-4,0%	1,6%
Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año
	1,1700	-0,6%	12,4%	 Dow Jones	44.650,64	-0,4%	5,0%
	1,3581	-0,6%	8,2%	 S&P 500	6.280,46	0,0%	6,8%
	146,20	1,0%	-6,9%	 NASDAQ	20.630,66	0,1%	6,8%
	7,1748	0,1%	-1,7%	 Shenzhen	10.631,13	1,2%	2,1%
	5,5323	2,3%	-10,5%	 IBOVESPA	136.743,27	-3,3%	13,7%
	1255,00	1,9%	21,7%	 S&P BYMA	2.068.736,04	-0,5%	-18,3%
Tasas Argentinas		TNA	TEA	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
 Riesgo País (EMBI+), en pbs		692	57 pbs	 CCL	1.273,68	2,4%	7,3%
 LEFI B.C.R.A.	29,00%	33,63%	-407 pbs	 MEP	1.271,42	2,3%	8,3%
 Caución 1d	21,49%	23,97%	-1788 pbs	 Turismo	1.639,52	1,7%	22,1%
 BADLAR Priv.	31,75%	36,85%	-25 pbs	 BCRA	1.261,17	1,7%	22,1%
 TAMAR Priv.	33,63%	39,33%	101 pbs	 ROFEX Dic '25	1.446,00	1,7%	13,9%
 PF Personas	32,02%	37,17%	7 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.