



Informe semanal

Semana del 11 de agosto



Por dónde va Argentina

Vamos con una buena y una mala de lo que está pasando en la economía argentina. La buena es que la inflación de julio fue menor al 2%, a pesar del salto cambiario del 13% en el mes (que en parte está siendo revertido en agosto). En el contexto de una economía fría, el traspaso a precios fue bajo, lo que mejora la competitividad cambiaria del país.

La mala es el costo enorme que se está acumulando para el Estado a partir del desentrañamiento de las inconsistencias en las cuentas externas, que se refleja en un aumento brutal en el nivel y en la volatilidad de las tasas de interés a las que se financia en moneda local.

La saga que nos llevó a este punto, que se ilustra en la figura “Tasas de interés de referencia” en la página 8 de este informe, se puede sintetizar del siguiente modo:

- El 12 de abril comienza un nuevo programa de endeudamiento con el FMI. Se anuncia un desembolso inicial de 12.000 millones de USD y el régimen vigente de flotación cambiaria entre bandas, junto a un compromiso del BCRA de intervenir vendiendo divisas si el tipo de cambio alcanza un techo. El compromiso se asume como creíble en el mercado, producto de que el BCRA pasa a contar con mayores reservas a partir del endeudamiento con el FMI.
- Las expectativas e incentivos de los participantes del mercado quedan definidos por ese régimen cambiario y el compromiso de intervención, lo que implica un valor de equilibrio temporario del tipo de cambio real menor (más apreciado) que si no existiese ese compromiso de intervención. En las primeras semanas, se da un fuerte comportamiento de “carry trade” en ese equilibrio, que va sembrando las propias condiciones para su reversión, ya que se crea liquidez en pesos creciente sin que haya un despegue de la inversión en los sectores de la economía que generan divisas (que no se benefician de la apreciación del tipo de cambio real).
- Tiempo después, con posiciones de carry trade desarmándose, el BCRA anuncia un cambio en el régimen de política monetaria, comprometiéndose a una libre flotación de la tasa de interés, y desarma las LEFI, que embolsaban una cantidad significativa de liquidez.
- Aquí hay un punto clave a entender: como el cepo se liberó para las personas físicas pero no para las empresas, cuando se toma una decisión de liberar liquidez, debe asumirse que la demanda de crédito privado por parte de las empresas “encepadas” no va a absorber esa liquidez, pues por definición esas empresas tienen exceso de liquidez. De modo que solo podía ser absorbida por las empresas no encepadas o por las personas físicas, pero la economía estaba lejos de tener una temperatura tal que hiciese eso plausible. De modo que, al no haber demanda por esa liquidez liberada, naturalmente se desplomaron las tasas de liquidez.

- Cuando ello ocurre, la conducción económica no sostuvo su compromiso, lo cual es bastante entendible, ya que generaba el temor a un salto mucho más grande del tipo de cambio, e intervino. ¿Cómo siguió la historia? Con el Estado pagando una tasa equivalente mensual de 3,95%, superior al 2,38% que pagaban las LEFI, y el doble de la tasa de inflación mensual de julio.

Hay un problema estructural con el diseño de la política financiera luego del desarme de las LEFI: como desarrolla el informe, se le ha dado al Tesoro un rol que en el resto del mundo tienen los bancos centrales o reservas federales, que es el de la gestión de la liquidez de corto plazo de la economía. Ahora el Tesoro gestiona el “exceso de liquidez” acumulada que antes estaba en LEFI a tasa fija del 29% capitalizable, y que estuvo así durante un año, que fue el plazo de emisión de la LEFI. Al haber liberado esos pesos, ahora el Tesoro tiene que renovar esos pesos que se les dieron a los bancos post-desarme más su propio stock de deuda en pesos, y como el Tesoro solo logra hacerlo a plazos más cortos (y que continúan achicándose), el Estado termina pagando un mayor costo financiero por la volatilidad de tasas.

Volvemos a insistir sobre un punto central de la normalización de la estructura económica argentina: normalizar el problema de la asignación de la liquidez en pos de mejorar la intermediación financiera (es decir, ir deshaciendo el rol del banco central de absorber el exceso “estructural” de liquidez) debía ser un objetivo fundamental del programa macroeconómico, pero ello requería de un abordaje macro integral organizado, y no solamente la fe en que haber obtenido superávit fiscal iba a anclar expectativas de forma infalible. La referencia para ahondar en el problema que enfrentaba (y aún enfrenta) Argentina es el documento “Asignación de la Liquidez y Política Monetaria”, publicado por Fundar y Suramericana Visión.

En definitiva, con la medida de aumentos de los encajes bancarios, analizada minuciosamente en el informe, el Gobierno busca contener el excedente de pesos a costa de incrementar la carga financiera de intereses del Tesoro, subir las tasas de interés de los tomadores de crédito, disminuir aún más la velocidad de la recuperación de la actividad económica y completar el período electoral sin aceleración en la tasa de inflación ni volatilidad adicional del tipo de cambio. Y esto se hace a pesar del bajo traspaso a precios que tuvo la devaluación del tipo de cambio del mes de julio.

¿Por qué el gobierno toma esta medida? Nuestra hipótesis es que la preocupación va más allá del riesgo al aumento de la inflación pre-elecciones, y que lo que pasa es que la conducción económica tiene una fuerte aversión a que el tipo de cambio toque el techo de la banda de flotación y fuerce al BCRA a revelar cuán aferrado está a su compromiso de intervención.

Los invitamos a leer el informe entero, que analiza en mayor detalle estas y otras características del panorama económico, incluyendo la evolución de la oferta de divisas en el mercado oficial de cambios y las expectativas para la cotización del dólar post elecciones. En esta edición debuta un nuevo formato, que esperamos que les guste. Buen fin de semana.

LA INFLACIÓN DE JULIO SUBIÓ MENOS DE LO PREVISTO A PESAR DEL MAYOR IMPULSO CAMBIARIO. EL TESORO PAGA UN ELEVADO COSTO FINANCIERO PARA LOGRAR OBJETIVOS CAMBIARIOS Y DE CONTROL DE LA CANTIDAD DE DINERO QUE DEBERÍAN SER PROPIOS DEL BCRA

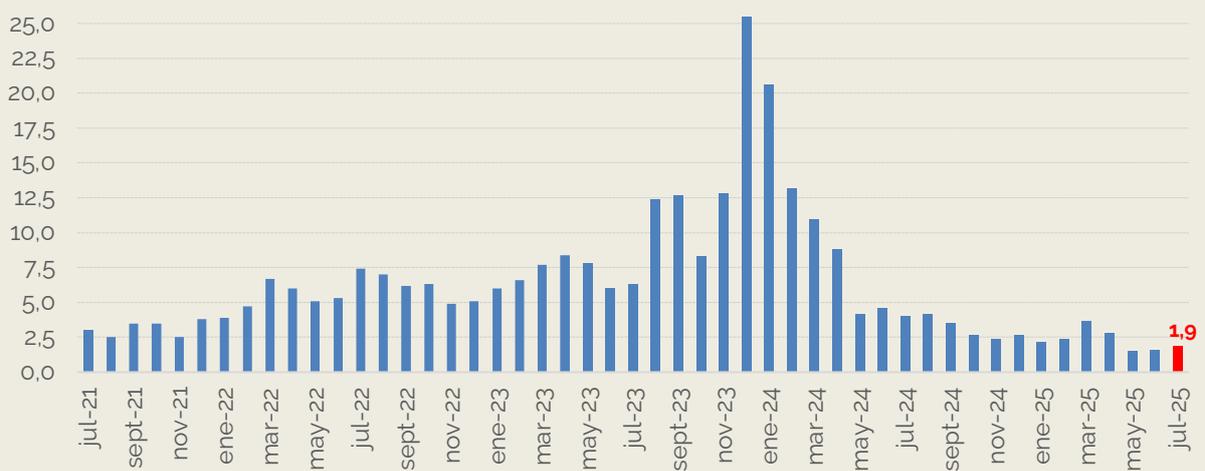
En julio la inflación aceleró respecto al mes previo por el mayor impulso de alimentos y bebidas no alcohólicas y de los precios estacionales

Este miércoles el INDEC informó la inflación minorista de julio, que aceleró al 1,9% luego del 1,6% el mes previo, influenciada por el mayor impulso de los estacionales (+4,1% vs -0,2% el mes previo) y del capítulo alimentos y bebidas alcohólicas (1,9% vs 0,6% en junio) que registró su mayor alza mensual desde abril pasado y representa cerca del 27% del IPC Nacional.

Así, la inflación acumuló a julio pasado un 17,3% (vs 87% en igual período de 2024) y en la medición interanual registró un alza del 36,6% (contra el 39,4% del mes previo), la menor desde diciembre de 2020.

Inflación minorista (IPC Nacional)

Variación mensual, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a I.N.D.E.C.

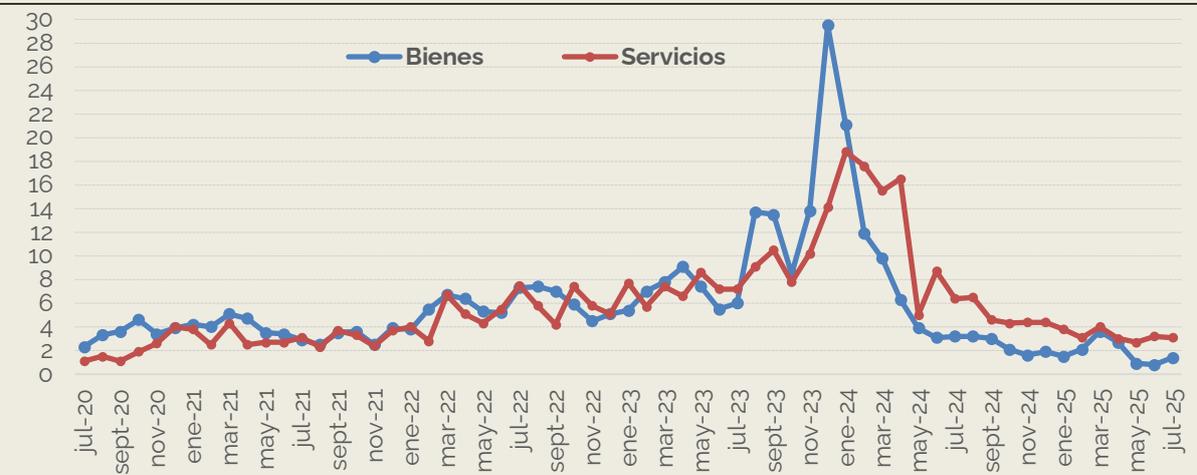
De este modo, si bien el Gobierno logró consolidar un dato menor al 2% mensual de inflación se trató del tercer mes consecutivo de aumento en la inflación respecto al valor previo.

Al observar la dinámica de la inflación por tipo de bienes se consolida la tendencia iniciada en noviembre de 2023: **los bienes** (ponderan el 66% del índice) **aumentaron desde el 0,8% en junio al 1,4% en julio** (el mayor registro desde abril pasado), **en tanto que los servicios desaceleraron ligeramente su incremento desde el 3,2% en junio al 3,1% en julio.**

De este modo, y como ilustra la figura a continuación, se observa cierta persistencia de la inflación en los servicios (menos dependiente del tipo de cambio) respecto a la de los bienes, que en julio no recibieron un impulso significativo a pesar del aumento del 13% en el valor del tipo de cambio (efecto que podría ser algo mayor durante el mes de agosto).

Inflación de bienes y servicios

Variación mensual, en %

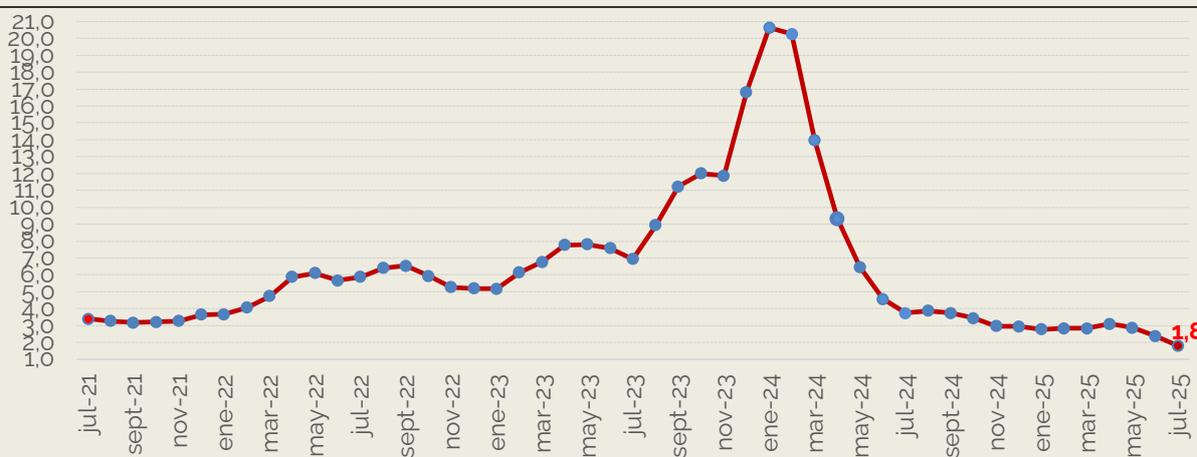


FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON e I.N.D.E.C.

En julio la inflación núcleo finalmente logró perforar el piso de 2% en la medición móvil de 3 meses, pero la velocidad de la desinflación futura será más lenta que la observada para llegar al 2% mensual y será difícil que en 2025 se logre perforar el piso del 1%.

Inflación núcleo, promedio móvil 3 meses

Variación en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON e I.N.D.E.C.

En tanto, continúa ampliándose en el año la divergencia en el ritmo de aumento de los precios de los bienes y los servicios: en el acumulado a julio la inflación de bienes suma 13,8% mientras que la de los servicios totalizó un 25,2%.

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 77,8%, Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles 71,7%) respecto a los bienes (ej. Equipamiento y mantenimiento del hogar 28,5% y Prendas de vestir y calzado 29,4%).



El Gobierno había subordinado casi todos los instrumentos de la política económica a un rápido descenso de la inflación, pero el apresurado y poco elaborado plan de desarme de los pasivos no monetarios (LEFIs) impactó en el nivel del tipo de cambio y de las tasas de interés, lo que pondrá un freno a la velocidad en la baja de la inflación.

Esperamos una inflación que oscilará alrededor del 1,8% promedio en los meses previos a las elecciones de octubre próximo.

El Tesoro no logró renovar sus vencimientos y el B.C.R.A. interviene para absorber la liquidez excedente remunerando encajes cuyo costo pondrá más tensión al programa financiero del Gobierno

El Tesoro no logró renovar los vencimientos por cerca de \$15 billones y obtuvo una tasa de *roll-over* del 61% al colocar instrumentos por un total de \$9,14 billones.

En la licitación se ofreció la reapertura de 4 LECAPs con plazos de vencimiento entre 25 a 84 días y reaperturas de Boncer, Boncap, letra dollar-linked y nuevas letras vinculadas a la tasa TAMAR. Tres de los instrumentos ofrecidos fueron declarados desiertos y el plazo promedio de los instrumentos emitidos fue de 82 días, con un 76% de las ofertas adjudicadas a plazos menores a los 84 días.

Las tasas de corte se ubicaron en un rango de TEA 53-69%, superiores en cerca de 1 p.p a los rendimientos del mercado secundario. La tasa equivalente mensual (TEM) promedio ponderado resultó en 3,95%, superior al 2,38% que pagaban las LEFI y duplicando el dato de inflación del mes de julio (1,9%).

Resultados licitación Finanzas del 13.8

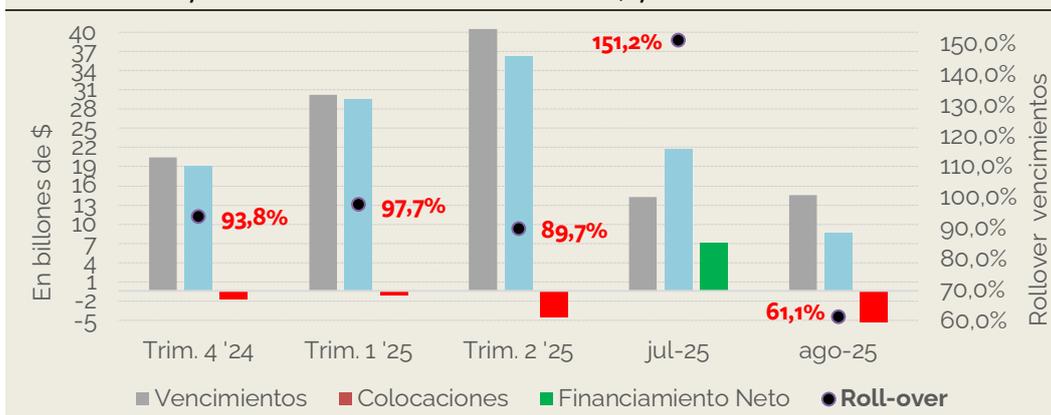
Instrumentos	Fecha de Vencimiento	Plazo de Emisión (días)	Valor Emitido (mill. de pesos)	Valor Efectivo (mill. de pesos)	Tasa de corte (T.E.A.)	Participación por instrumento
Licitación 13.8						
Reap. LECAP Vto 12.09.25 (S12S5)	12/9/25	25	1.359.114	2.086.240	69,20%	22,8%
Reap. LECAP Vto 30.09.25 (S30S5)	30/9/25	43	790.718	1.192.403	63,78%	13,0%
Reap. LECAP Vto 31.10.25 (S31O5)	31/10/25	74	578.440	699.913	58,36%	7,7%
Reap. BONCER Vto. 31.10.25 (TZXO5)	31/10/25	74			Declarada desierta	
Reap. LECAP Vto 10.11.25 (S10N5)	10/11/25	84	1.695.831	1.865.414	58,99%	20,4%
Nueva Letra TAMAR Vto 10.11.25 (M10N5)	10/11/25	84	1.149.492	1.149.492	TAMAR+6%	12,6%
Reap. Bono DL Vto. 15.12.25 (TZVD5)	15/12/25	119			Declarada desierta	
Nueva LECAP Vto 16.01.26 (S16E6)	16/1/26	151	773.502	773.502	52,87%	8,5%
Nueva Letra TAMAR Vto 16.1.26 (M16E6)	16/1/26	151	861.190	861.190	TAMAR+7,5%	9,4%
Nueva Letra TAMAR Vto 13.2.26 (M13F6)	13/2/26	179			Declarada desierta	
Reap. BONCAP Vto 13.02.26 (T13F6)	13/2/26	179	442.257	519.210	54,32%	5,7%
Totales		82(*)	7.650.544	9.147.363		100,0%
Vencimientos				14.978.489		
Financiamiento Neto				-5.831.126		

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Desde la segunda mitad de 2024 el Tesoro ha tenido una errática política financiera en la que alterna meses con *roll-over* menor a los vencimientos con otros donde se “sobrefinancia”. Luego del desarme de las LEFIs la situación se ha agravado, dado que el Tesoro ha estado asumiendo un rol que en la mayoría de los bancos centrales le es propio: la gestión de la liquidez de corto plazo de la economía.

Vencimientos, colocaciones y *roll-over*

Por trimestre y últimos dos meses. En billones de \$ y en %



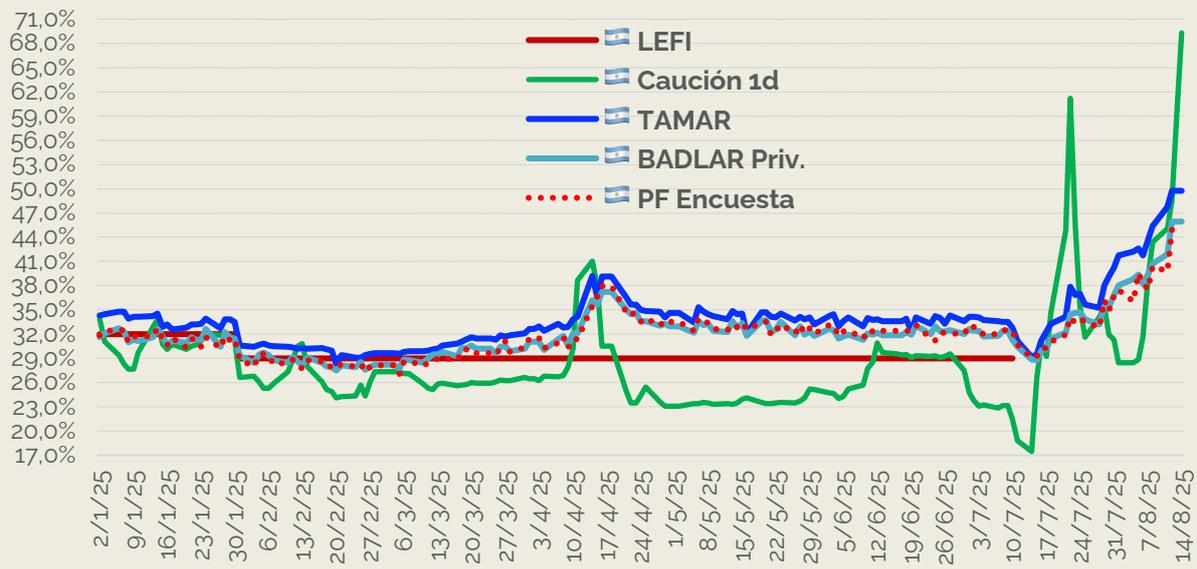
FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Luego de conocidos los resultados de la licitación, uno de los directores del B.C.R.A. utilizó la red social X para anunciar que “los pesos excedentes serán absorbidos mayoritariamente vía aumento de encajes remunerados con nuevos títulos públicos a ser suscriptos el lunes próximo, a través de una nueva licitación del Tesoro”.

Al estar ahora la gestión de la liquidez bancaria vinculada al cronograma de licitaciones del Tesoro, aumenta la volatilidad de tasas de corto plazo, incrementa el costo financiero de las renovaciones de deuda al tiempo que se acortan los plazos de financiamiento en moneda local del Gobierno. Durante la semana nuevamente se observaron incrementos de entre 10 a 15 p.p en las principales tasas de referencia que alcanzaron, y en algunos casos, superaron los niveles de las semanas previas.

Tasas de interés de referencia

Datos diarios, en T.N.A.(%)



FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA y BYMADATA

En la última licitación del mes, prevista para el próximo miércoles 27.8, el Tesoro afrontará vencimientos por unos \$8 billones.

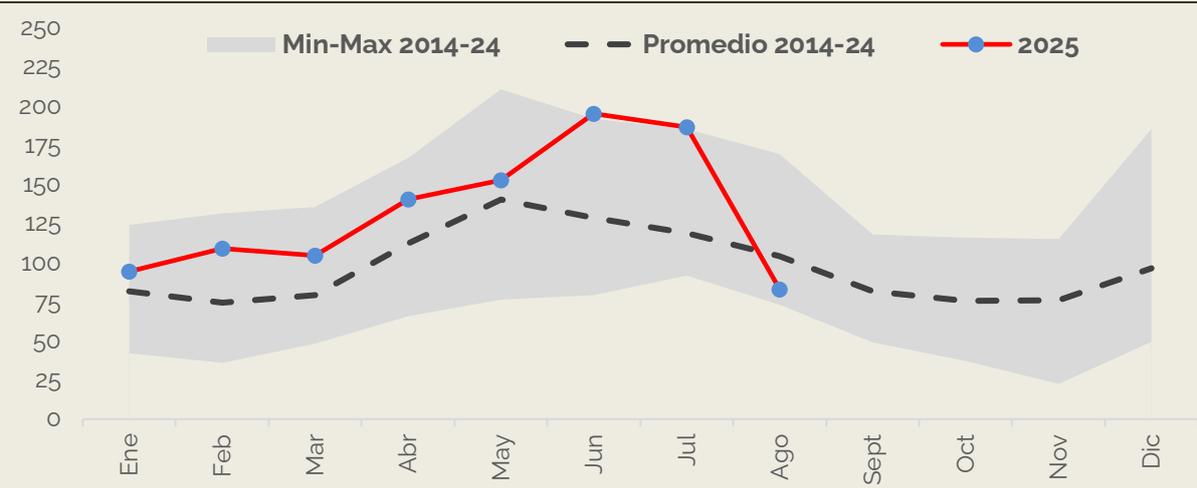
A pesar de la rebaja definitiva de retenciones a los principales cultivos, el mes de agosto comenzó con un débil ritmo de liquidaciones

Con datos al 13.8, las liquidaciones del sector agroexportador totalizan en el mes un promedio diario de USD82,9 millones y caen un 55,5% respecto al “extraordinario y excepcional” mes de julio pasado, pero también se ubican un 20% por debajo del promedio histórico 2014-24.

A lo largo de casi una quincena de agosto se acumuló un total de liquidaciones de USD746,3 millones, por debajo de los USD2.451 millones de igual mes de 2024 y de los USD2.178 millones si se considera el promedio de los meses de agosto de los últimos 10 años.

Liquidación divisas sector agroexportador

Promedio diario, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC

Sin embargo, esta menor liquidación del sector no parece haber influido en la dinámica del mercado oficial de cambios, que en lo que va del mes promedia un volumen diario de USD502 millones (vs USD518 millones en julio), lo que sugiere que ha aparecido oferta “financiera” (liquidaciones de endeudamientos en moneda extranjera de empresas).

Nueva suba de encajes del B.C.R.A. con cambio en su forma de integración busca eliminar, al menos hasta noviembre, el excedente de liquidez a un costo alto tanto para el Tesoro como para los demandantes de crédito

Luego de que el pasado 31.7 el BCRA, por Com. A8289, hubiese dispuesto incrementar 10 puntos porcentuales la exigencia de efectivo mínimo (encajes) de las entidades financieras (e igualado la exigencia para los depósitos de los fondos de inversión *money market*), este jueves publicó la Com. A8302 que dispone otro incremento de 5 puntos porcentuales de los encajes con efecto desde el próximo lunes 18.8 y hasta el 28.11.25.

Adicionalmente, se calculará y exigirá integrar los encajes en base diaria (en lugar de promedio mensual en base a datos diarios como hasta ahora) y las deficiencias serán penalizadas a un costo de tres veces la tasa TAMAR total bancos (hoy en TNA 49,44%).

A efectos de “mitigar” este mayor costo financiero de inmovilizar más fondos por parte de las entidades financieras, a partir del 19.8 se permitirá cubrir el aumento de 5 puntos en los encajes con títulos públicos “que sean adquiridos en suscripción primaria a partir del 18/08/25 en licitaciones especiales para las entidades financieras.” Además, las entidades podrán también integrar hasta 3 puntos porcentuales de la nueva exigencia sobre los depósitos a la vista (50 puntos porcentuales).

En este sentido, este mismo jueves la **Secretaría de Finanzas anunció una nueva licitación, fuera de calendario, para el próximo lunes 18.8** donde solamente podrán participar las entidades financieras usando fondos de “cartera propia” para suscribir una nueva Letra vinculada a la tasa TAMAR con vencimiento el 28.11. Se licitará el margen sobre la tasa TAMAR y cada entidad podrá participar sin límite monto de máximo, pero con oferta mínima de VN200 millones.

Con estas medidas el **Gobierno busca eliminar “cualquier excedente de pesos” a costa de incrementar la carga financiera de intereses del Tesoro, incrementar las tasas de interés de los tomadores de crédito, disminuir aún más la velocidad de la recuperación de la actividad económica y completar el período electoral sin aceleración en la tasa de inflación ni volatilidad adicional del tipo de cambio.**

La iliquidez de corto plazo presionó a la baja del tipo de cambio oficial y de los contratos de futuros de dólar con vencimiento en 2025

El tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a **\$1.308,33** y registró una **baja semanal del 1,7%** que llega al **3,2%** en el acumulado del mes de agosto. Así, el tipo de cambio retrocedió a un valor similar al del 30.7 pasado y “borró” casi la mitad de la suba que había registrado el dólar en la última semana de julio (7,1%).

Tipo de cambio B.C.R.A. A3500

Datos diarios, pesos por USD



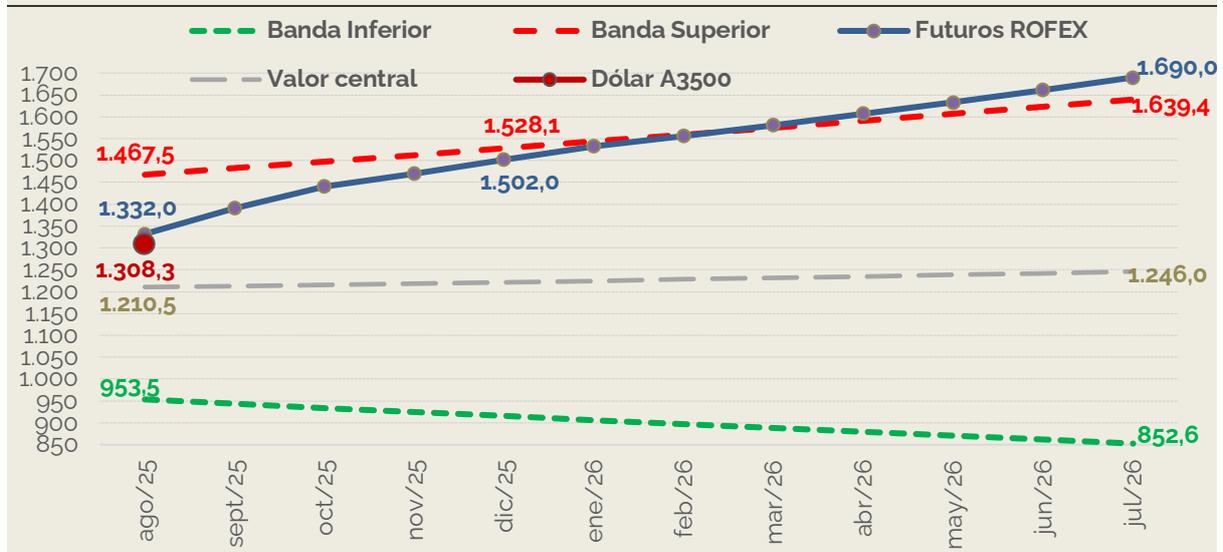
FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA

El elevado y volátil nivel que alcanzaron las tasas de corto plazo terminó impactando sobre los precios de los contratos de futuro dólar, especialmente en el contrato a fines de agosto (cayó desde \$1.357 el viernes pasado a \$1.332 este jueves) y algo menos en el de diciembre 2025 (\$1.502 este jueves contra \$1.505 el pasado viernes).

Sin embargo, a partir de los vencimientos enero hasta julio de 2026 los contratos de futuro siguen cotizando por encima de la banda superior, lo que implica que el mercado continúa anticipando un deslizamiento cambiario superior al 1% mensual al que se ajusta la misma.

Bandas cambiarias, dólar oficial y precios dólar futuros ROFEX.

Valores a fin de mes, en \$



FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA y ROFEX

Como mencionamos antes, el Gobierno paga un alto costo en términos de actividad y acceso al crédito para no correr riesgos de una aceleración de la tasa de inflación o del tipo de cambio mientras busca consolidar su fortaleza política en las elecciones de septiembre y octubre próximo.

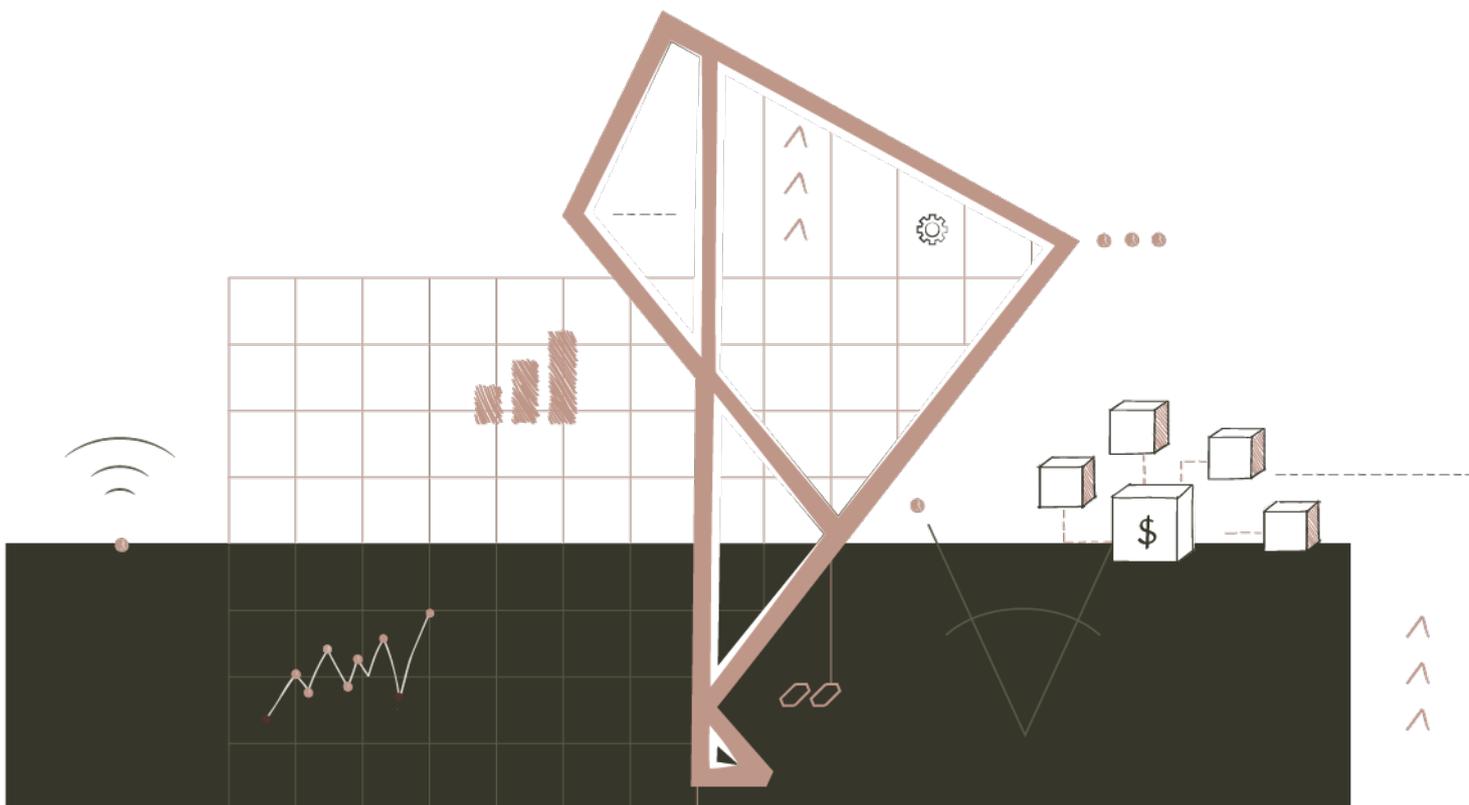
Resumen mercados internacionales(*)

(*) cierres al jueves 14.8

Tasas EE.UU.				Precios Commodities			
		Var. Sem	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
🇺🇸 FED	4,33%	0	0	Oro	3.380,90	-1,7%	28,6%
🇺🇸 1M	4,48%	0	8 pbs	Petróleo	63,90	0,0%	-10,9%
🇺🇸 3M	4,30%	-2 pbs	-7 pbs	Gas Natural	2,84	-5,1%	-21,9%
🇺🇸 6M	4,22%	-5 pbs	-2 pbs	Trigo	142,95	2,1%	-4,8%
🇺🇸 1Y	3,91%	-2 pbs	-25 pbs	Maíz	123,53	4,1%	-13,1%
🇺🇸 10Y	4,29%	2 pbs	-29 pbs	Soja	280,59	6,4%	3,3%

Monedas				Bolsas internacionales			
		Var. Sem	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
🇺🇸🇪🇺	1,1655	-0,2%	12,0%	🇺🇸 Dow Jones	44.911,26	1,7%	5,6%
🇺🇸🇬🇧	1,3529	0,6%	7,8%	🇺🇸 S&P 500	6.468,54	1,2%	10,0%
🇯🇵🇺🇸	147,78	0,6%	-5,9%	🇺🇸 NASDAQ	21.710,67	1,2%	12,4%
🇨🇳🇺🇸	7,1790	0,0%	-1,6%	🇨🇳 Shenzhen	11.451,43	2,9%	10,0%
🇧🇷🇺🇸	5,4108	-0,1%	-12,4%	🇧🇷 IBOVESPA	136.355,78	0,3%	13,4%
🇦🇷🇺🇸	1298,00	-2,1%	25,9%	🇦🇷 S&P BYMA	2.188.542,39	-4,9%	-13,6%

Tasas Argentinas				Dólar oficial, futuros y financieros			
	TNA	TEA	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
🇦🇷 Riesgo País (EMBI+), en pbs		711	76 pbs	🇦🇷 CCL	1.297,12	-2,3%	9,2%
🇦🇷 Caución 1d	69,30%	99,84%	5799 pbs	🇦🇷 MEP	1.288,89	-2,7%	9,8%
🇦🇷 BADLAR Priv.	45,94%	57,06%	1996 pbs	🇦🇷 Turismo	1.700,83	-1,6%	26,7%
🇦🇷 TAMAR Priv.	49,75%	62,84%	2452 pbs	🇦🇷 BCRA	1.308,33	-1,6%	26,7%
🇦🇷 TM20 Priv.	47,44%	59,26%	2217 pbs	🇦🇷 ROFEX Dic '25	1.502,00	-0,2%	18,3%
🇦🇷 PF Personas	44,94%	55,47%	1837 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.

SUR
AMERICANA



+54 9 2216 00 5547



info@suramericanavision.com.ar





SUR
AMERICANA

