



Informe semanal

Semana del 18 de agosto



Por dónde va Argentina

La atención en el frente macro-financiero continúa teniendo su principal foco en la evolución de las tasas de interés, hoy en niveles mucho más altos y volátiles que antes del desarme de las LEFI. Las preguntas clave son: ¿qué implica este nivel de tasas para el nivel de actividad en el corto plazo? ¿Qué consecuencias tiene para la dinámica fiscal, del tipo de cambio y la inflación? El informe de esta semana analiza en detalle los factores fundamentales para responder todas esas inquietudes.

Los datos de actividad de junio muestran algo que SURAMERICANA VISIÓN había anticipado en los informes de mayo: un enfriamiento de la economía, que experimentó una caída en junio respecto al mes previo, y una dinámica que sugiere que el crecimiento de la economía en 2025 será menor que el 5,5% proyectado en el programa de endeudamiento con el FMI, lo que ubicaría al nivel de actividad aún por debajo del de 2022.

En cuanto a la dinámica fiscal, el actual nivel de las tasas de interés reales actuales no es sostenible más allá de fines de noviembre. Mientras tanto, el Gobierno manifiesta que espera un positivo resultado electoral para volver a recuperar la dinámica previa al desarme de las LEFI.

Si por alguna razón las expectativas mejorasen de modo tal que aumente la demanda de pesos de manera significativa, entonces las subas de tasas se revertirían, los plazos de las nuevas emisiones de deuda del Tesoro se alargarían, y de ese modo la suba reciente de tasas no tendría un efecto fiscal tan duradero. De otro modo, la carga de intereses en el presupuesto continuará creciendo, desestabilizando las expectativas sobre la robustez y sostenibilidad de la consolidación fiscal. Una mejora significativa del resultado primario en ese escenario, para compensar la mayor carga de intereses, dada la actual coyuntura económica y social, no parece sostenible, aun si el oficialismo tuviese una mayor representación en el Congreso Nacional.

Para analizar el impacto de la evolución de las mayores tasas de interés en el resultado fiscal, se torna necesario desviarse de la metodología que utiliza la Secretaría de Hacienda para medirlo, dado que no computa como intereses la capitalización de las LECAPS, instrumento muy utilizado en su estrategia de financiamiento. De ese modo, el Sector Público Nacional (SPN) sobreestima su resultado fiscal financiero. Para ilustrar la magnitud de la diferencia, el FMI en su último Staff Report señaló que computando los intereses correctamente, el resultado fiscal financiero es deficitario, de -1,2% del PIB, en lugar de superavitario en 0,3% del PIB como reporta el Gobierno. La diferencia, 1,5% del PIB, es ya un número significativo y se seguirá ampliando en el escenario de tasas de interés más altas.

La situación de la carga de intereses en el presupuesto dejaría de ser preocupante si las tasas de interés bajasen. Pero si ello no ocurre, dado el nivel de tasas actuales, luego de las elecciones legislativas de

octubre la cuestión de la sostenibilidad fiscal se sumará a las ya existentes dudas sobre la sostenibilidad externa, aumentando de hecho las dudas sobre esta última.

En cuanto a la situación externa, las tasas altas son un instrumento de poca potencia y durabilidad para sostener la cotización del dólar. La suba de las tasas suele volver a generar un período temporal *de carry trade*, tal como ocurrió en los últimos días, pero ese mismo comportamiento de posicionamiento en activos en pesos en el escenario de tasas de interés reales altas acelera la velocidad a la que la economía crea liquidez en pesos, sembrando así las semillas de su propia reversión si la inversión en los sectores generadores de divisas no crece a la misma velocidad. En estas semanas observamos un período de tranquilización cambiaria pos aumento de tasas, pero en ausencia de un shock que vuelva a generar menores tasas de interés, volverá a haber presiones cambiarias.

En este sentido, el mercado parece estar viendo que, después de las elecciones, no se podrá sostener la política actual de actualización al 1% del techo de la banda de flotación cambiaria: a partir de los vencimientos de diciembre de 2025 hasta julio de 2026, los contratos de futuro siguen cotizando con una divergencia creciente respecto de ese techo.

El informe contiene un análisis mucho más detallado de los datos y de los mecanismos de transmisión para profundizar en cada una de estas cuestiones. Buena lectura y buen fin de semana.

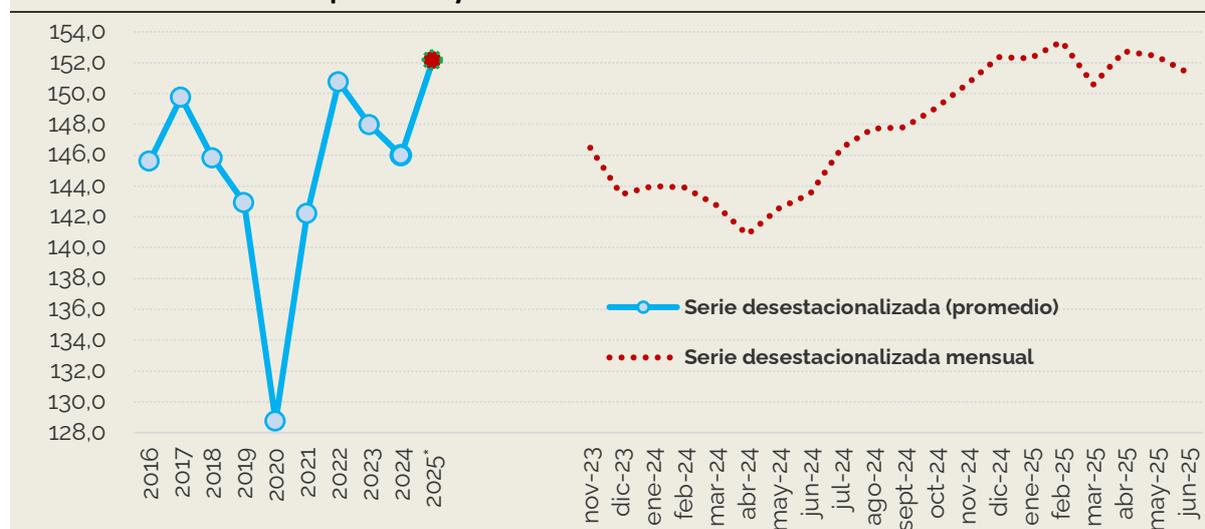
LA ECONOMÍA EN JUNIO VOLVIÓ A CAER RESPECTO AL MES PREVIO MIENTRAS EL CONSUMO MOSTRÓ LA MAYOR DEBILIDAD DESDE FEBRERO. VOLATILIDAD DE TASA DE INTERÉS FORZÓ NUEVAS INTERVENCIONES DEL B.C.R.A. Y EL TESORO

La actividad económica en junio tuvo su cuarta caída mensual del año, pero encadenó su novena suba interanual consecutiva respecto al bajo nivel de 2024

En junio la actividad económica, medida por el EMAE, registró la segunda merma mensual consecutiva, esta vez del del 0,7% (respecto a la caída del 0,2% en mayo de 2025). En tanto, respecto de igual mes de 2024 aceleró su suba al 6,4% (5,3% en mayo), su novena alza interanual consecutiva. De este modo, el nivel de actividad del primer semestre de 2025 (152,1 puntos) se ubica un 0,9% por encima del nivel máximo del año 2022 (150,8 puntos).

Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)

Serie desestacionalizada por año^(*) y mes



(*) Promedio de la serie sin estacionalidad en base a datos mensuales

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

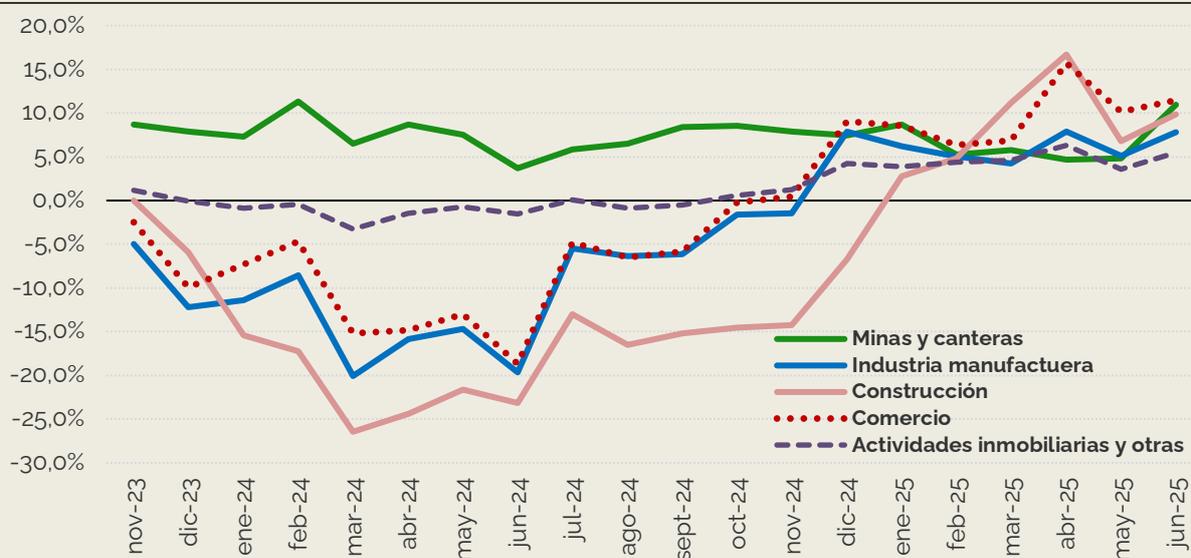
Al analizar la dinámica de la actividad a nivel sectorial, continúa la recuperación a nivel generalizado: de los 15 sectores que componen el indicador, 12 registraron crecimiento y los 3 restantes caídas respecto a junio de 2024.

Entre los sectores que registraron la mejor performance se destacaron: Intermediación Financiera (28,7%), Comercio mayorista, minorista y reparaciones (11,5%) y Construcción (9,9%). En tanto que el peor desempeño correspondió a Administración pública y defensa (-0,7%). Por sexto mes consecutivo desde enero de 2023 la Construcción registró un alza interanual, acelerando al 9,9% en junio vs el 6,8% de mayo.

Los próximos meses posiblemente muestren una mayor moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad a partir del salto cambiario de julio, la suba de tasa de interés en agosto y al efecto de la base de comparación (se comparará con mejores meses de actividad de 2024).

Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)

Variación interanual 5 principales sectores excluyendo Agro, en %



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

Para el año 2025, si se “congelara” el nivel de actividad a junio pasado, el crecimiento del PIB tendría un piso garantizado del 4,2% (“arrastre estadístico”), todavía inferior al previsto en el escenario macroeconómico del programa con el FMI (5,5%).

Licitación fuera de calendario para volver a equilibrar la asignación de la liquidez, reducir la volatilidad de las tasas de interés y contener la evolución del dólar oficial

Luego de haber “liberado” cerca de \$6 billones en la última licitación del pasado miércoles 13.8, la Secretaría de Finanzas organizó una nueva licitación dirigida exclusivamente para las entidades financieras que fueron alcanzadas por el aumento de 5 p.p. en los requisitos de efectivo mínimo según Com. A8302 del BCRA.

En la licitación se ofreció una nueva letra vinculada a la tasa TAMAR (depósitos a plazo superiores a los \$1.000 millones) con plazo de vencimiento 28.11.25, cuando vence el aumento transitorio de encajes dispuesto por la autoridad monetaria. El total adjudicado fue de unos \$3,788 billones, con el Tesoro aceptando el 99,7% de las 51 ofertas recibidas de las entidades financieras participantes.

La tasa de corte fue de TAMAR más un margen del 1%, equivalente a una TNA50,75% (última conocida al momento de la colocación) que si bien resultó algo menor al rendimiento de similares instrumentos en el mercado secundario, implicó una tasa equivalente mensual (TEM) del 4,17%, superior al 2,38% que pagaban las LEFI y más que el doble que la tasa de inflación del mes de julio (1,9%).

De esta forma, luego de esta nueva licitación el Tesoro mantiene su política de financiamiento que implica un acortamiento de los plazos de emisión de sus instrumentos al tiempo que aumenta la tasa de interés real pagada a los inversores.

Plazo promedio ponderado de instrumentos emitidos

En días, considerando la totalidad de las licitaciones por efectivo

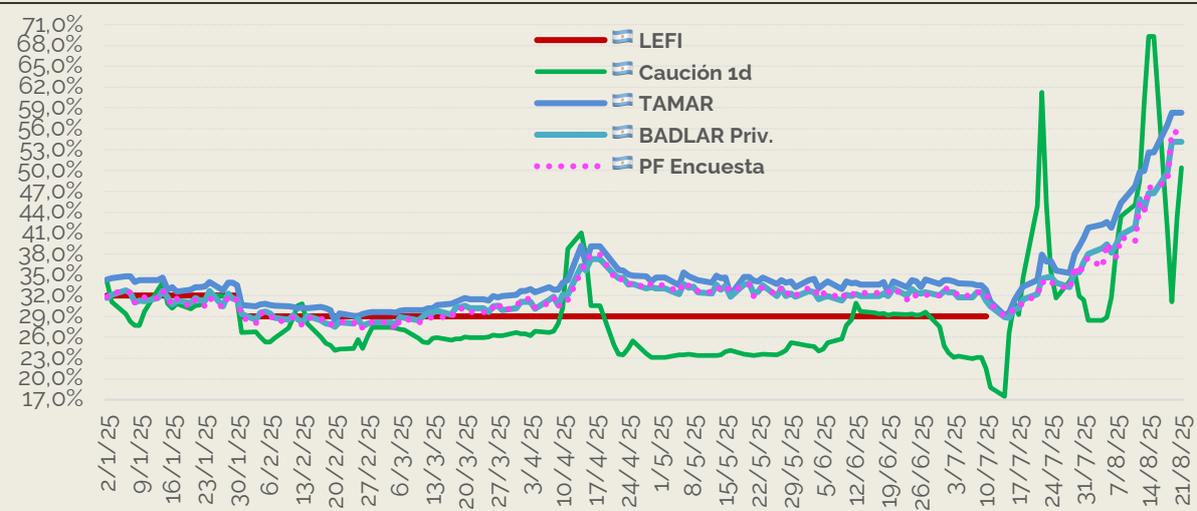


FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Mientras que en las jornadas posterior a la licitación de la semana previa la tasa de caución a 1 día se operó a un máximo de TNA69,3% (TEA99,84%), luego de esta reasignación de la liquidez como encajes remunerados la misma continuó mostrando una extrema volatilidad (iniciada a fines de julio cuando se dispuso el primer aumento de 10 p.p. en los encajes) y cerró este jueves a TNA50,40% (TEA65,48%) mientras que las tasas de plazo fijo siguieron al alza y acumulan en agosto una suba cercana a los 20 p.p.

Tasas de interés de referencia

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



FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA y BYMADATA

El B.C.R.A. en la semana se vio obligado a intervenir en forma “indirecta” y “esporádica” en el mercado de REPO para señalar un “piso” a la tasa en conjunción con el nivel máximo de la tasa de pases activos.

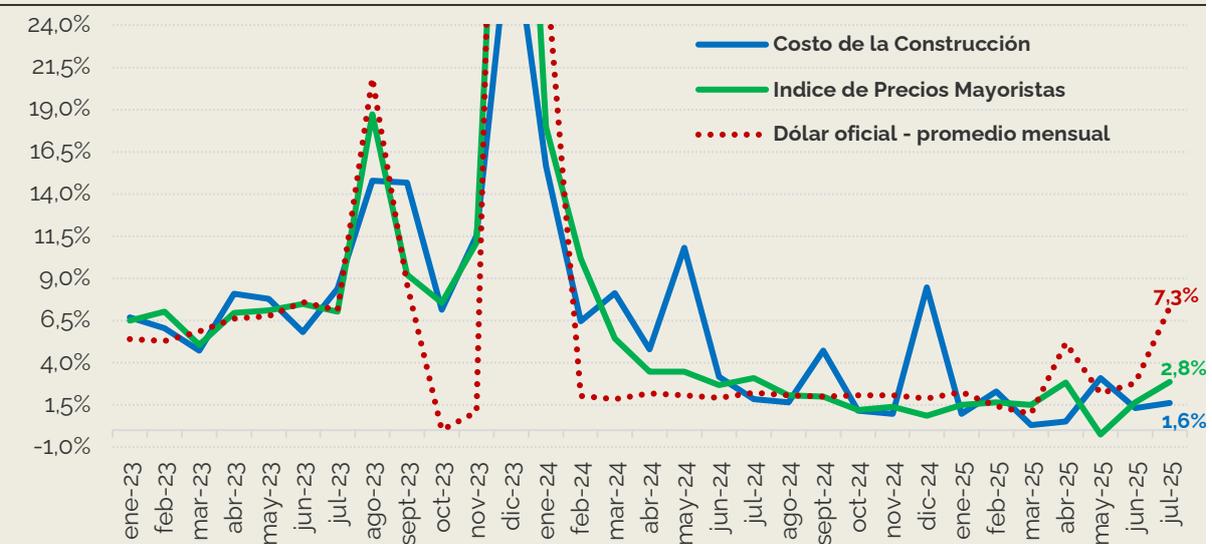
Así, abandona el “espíritu” de un sistema donde verdaderamente la tasa de interés se convierte en endógena como consecuencia de tener como objetivo un nivel de cantidad de dinero o agregado monetario, tal como el poco explicitado e informado “M2 transaccional”.

Nueva aceleración de precios mayoristas y del costo de la construcción en julio a partir del salto cambiario durante el mes

Este martes se publicaron los datos de **precios mayoristas (IPM)** que aceleraron al **2,8%** en julio (luego del **1,6%** en junio) a partir de un mayor impulso de los precios importados (**5,7%** en julio vs **-1,3%** en junio) que registraron la mayor alza mensual desde diciembre de 2023 y ponderan apenas un **7,3%** en el IPIM. Por su parte, los precios de los **productos nacionales** subieron **2,6%** (**1,7%**), destacándose el aumento del **2,8%** de los **productos manufacturados** (vs **1,7%** en junio) que son los que más ponderan en el IPIM (**71,5%**). Durante 2025 los precios mayoristas acumulan un alza del **12,3%**.

Precios mayoristas, costo de la construcción y tipo de cambio promedio mensual

Datos por mes, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC Y BCRA

En tanto, el costo de la construcción (ICC) aceleró al **1,6%** (**1,3%** en junio) por el mayor impulso de los capítulos **Materiales** (**1,5%** en julio vs **1%** en junio) y **Mano de obra** (**1,7%** en julio vs **1,4%** en junio). En el acumulado del año 2025 el alza del costo de la construcción totaliza el **10,9%**.

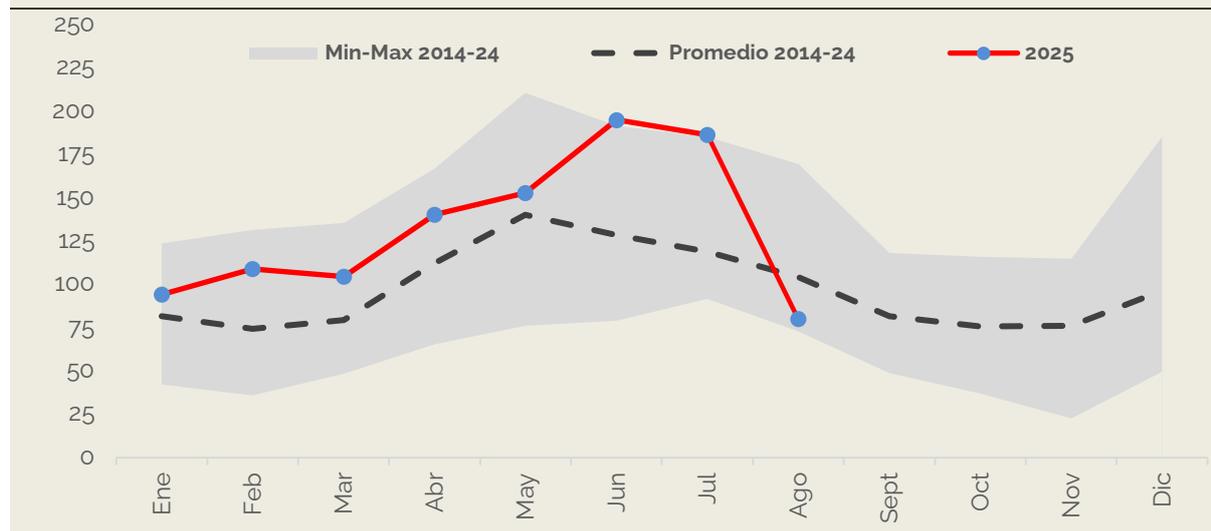
El salto cambiario del **7,3%** promedio durante el mes de julio tuvo un traslado mayor en los precios mayoristas respecto a lo observado en los minoristas. Probablemente, ante la incertidumbre sobre si el mismo tenía carácter permanente o transitorio los productores moderaron el traslado a los precios y prefirieron sacrificar algo de margen para sostener el volumen de ventas. Dado el descenso del **3,5%** del dólar oficial en el mes corriente a la fecha de cierre de este informe, **es esperable un menor impulso de los precios mayoristas en el índice de agosto que se publicará el próximo miércoles 17.9.**

El mes de agosto continúa con un débil y volátil ritmo de liquidaciones a pesar del incentivo de retenciones más bajas y de las altas tasas de interés en pesos

Con datos al 20.8, las liquidaciones del sector agroexportador totalizan en el mes un promedio diario de **USD76,2 millones** y caen un **59,2%** respecto al “extraordinario y excepcional” mes de julio pasado, pero también se ubican un **26,9%** por debajo del promedio histórico 2014-24.

Liquidación divisas sector agroexportador

Promedio diario, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC

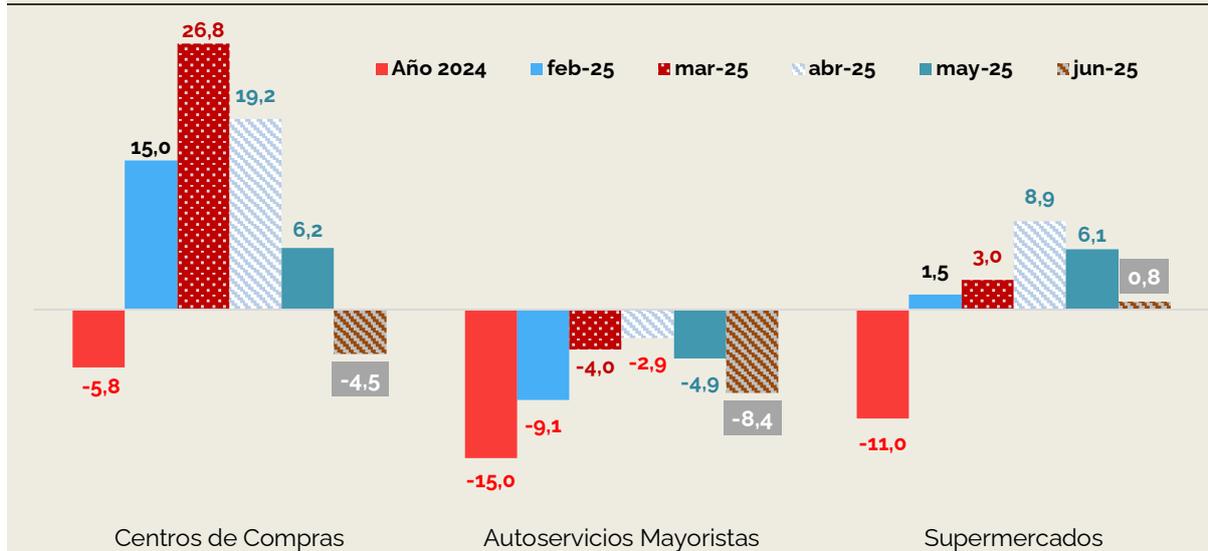
En lo que va de agosto se acumuló un total de liquidaciones de **USD990,1 millones**, por debajo de los USD2.451 millones de igual mes de 2024 y de los USD2.178 millones si se considera el promedio de los meses de agosto de los últimos 10 años. **De persistir este ritmo promedio diario de las liquidaciones el total liquidado en agosto apenas superaría los USD1.500 millones, cifra menor a los USD1.743 millones liquidados en el año 2023 en el contexto de una severa sequía histórica.** Así, ni la rebaja definitiva de retenciones ni los altos niveles de tasas de interés en pesos parecen ser incentivos suficiente para una mayor liquidación, lo cual parece reflejar que en varios segmentos de la producción la rentabilidad se encuentra tensionada y sólo se producen ventas para pagar deudas o costos de las próximas implantaciones de cultivos.

Los indicadores de ventas ligadas al consumo masivo de los hogares mostraron un debilitamiento en el mes de junio

Los supermercados y centros de compras mostraron en junio una brusca desaceleración del ritmo de recuperación de las ventas, en términos reales, que retrocedió a niveles observados en febrero pasado. Las ventas en supermercados crecieron 0,8% interanual (vs 6,1% en mayo) mientras que las de Centros de Compras disminuyeron, por primera vez desde octubre-24, un 4,5% tras haber aumentado 6,2% en mayo.

Ventas en Grandes Centros de Consumo

Var % i.a. - en precios constantes



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Al menor ritmo de crecimiento de los salarios en términos reales y el impacto de las mayores tarifas de los servicios públicos y de los combustibles, se sumará en los próximos meses el impacto de la política monetaria del BCRA que encarece el costo del crédito de los hogares e individuos y hace más dificultosa la gestión del menor ingreso disponible.

En tanto, **este martes el INDEC publicó la “Encuesta de Tendencia de Negocios”** que ofrece datos cualitativos sobre las perspectivas de los empresarios del sector. En este sentido, **con datos al mes de junio, la encuesta volvió a registrar su tercer saldo mensual negativo en forma consecutiva**, lo que sugiere un deterioro en las percepciones de los empresarios respecto a la situación comercial actual, el nivel de stocks y la perspectiva de la situación comercial futura. Al mismo tiempo, respecto a los tres meses previos, de los 10 componentes o factores que limitan la capacidad para aumentar la actividad comercial 4 empeoraron, 3 se mantuvieron y apenas 3 evolucionaron positivamente.

Estabilidad del tipo de cambio oficial de contado a partir del impacto de la política monetaria contractiva, mientras los contratos de futuros de dólar muestran las dudas de los agentes sobre el régimen cambiario luego de las elecciones legislativas

El tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a \$1.309,25, casi \$1 superior a la semana previa (\$1.308,33) y en el acumulado del mes de agosto baja 3,5%. De esta manera el tipo de cambio se mantiene en valores similares a los de fines de julio pasado pero **la economía real termina pagando un alto costo por esta estabilidad cambiaria que se produjo a expensas de una política monetaria muy contractiva que comenzará a tener un impacto mayor en los próximos meses dado el mayor nivel de la tasa de interés en pesos.**

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

Datos diarios, pesos por USD



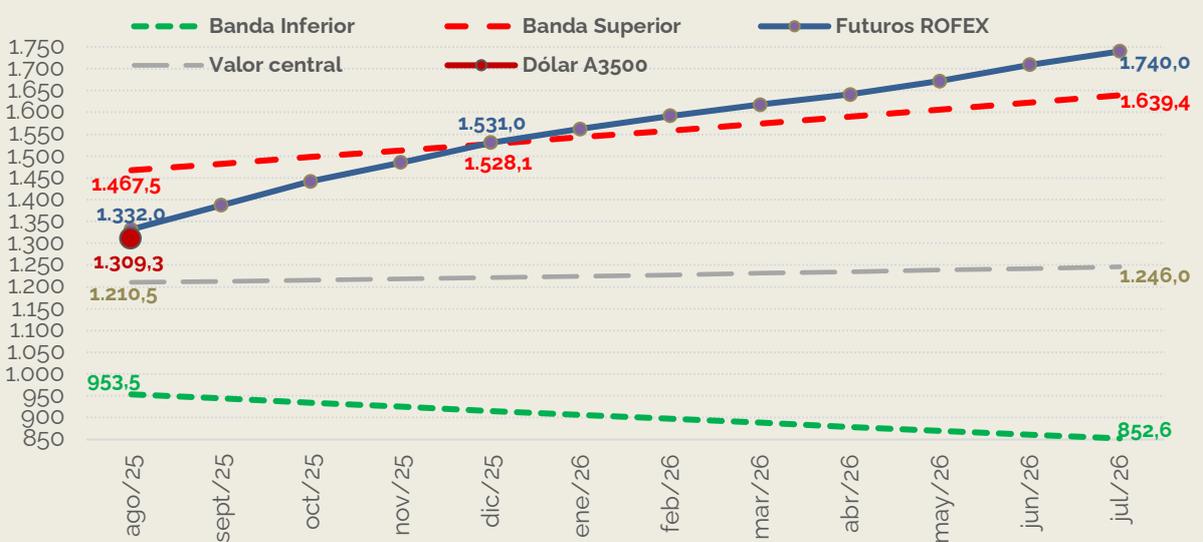
FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA

El alto y volátil nivel de las tasas de interés de corto plazo se trasladó a los precios de los contratos de futuro dólar, especialmente en el contrato a fin de agosto (\$1.332) que operó con una tasa implícita en pesos de TNA 58,9% mientras el de diciembre 2025 (\$1.531) lo hizo a una TNA 45,7%.

Como en semanas previas, a partir de los vencimientos de diciembre 2025 hasta julio de 2026 los contratos de futuro siguen cotizando con una divergencia creciente respecto a 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 \$



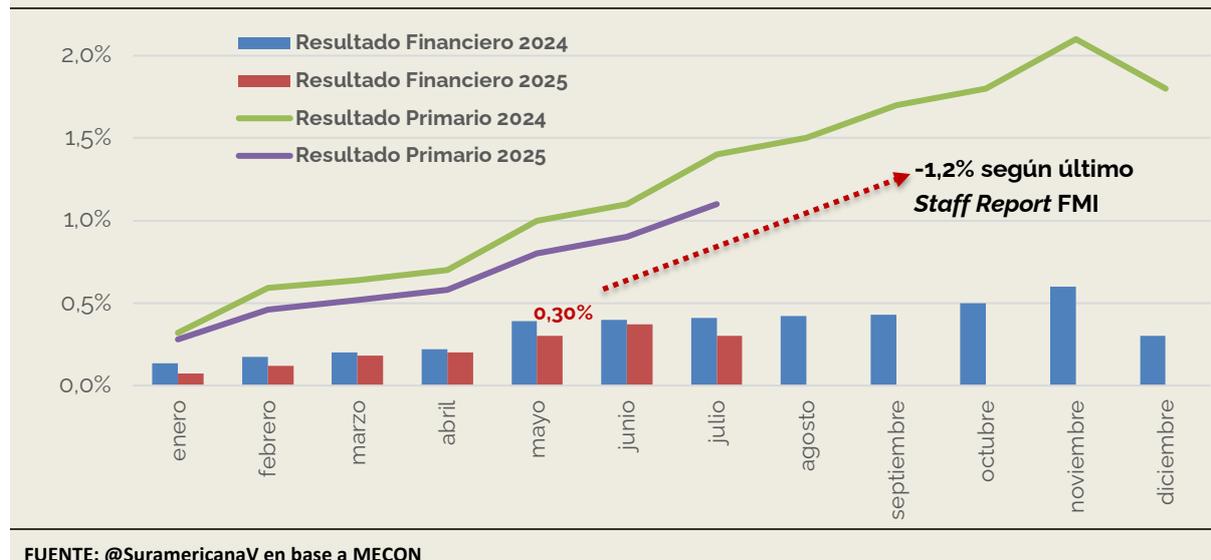
FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA y ROFEX

Julio registró el primer déficit financiero de 2025 por el pago de intereses de la deuda en moneda extranjera. El Gobierno se dispone a vetar distintas iniciativas de gastos del Congreso, luego de haber cedido recursos tributarios por la baja definitiva de retenciones

En Julio se observó por primera vez en el año un déficit financiero, un resultado esperable y poco cuantioso que estuvo explicado por el pago de intereses y capital de deuda en moneda extranjera por unos USD4.300 millones. De este modo, el Sector Público Nacional (SPN) reportó en el año un superávit financiero en torno al 0,3% del PIB y un superávit primario de 1,1% del PIB.

Resultado fiscal acumulado años 2024 y 2025

Siete meses de cada año, en % PIB



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Al analizar los principales componentes que explican la performance del Gobierno en estos siete meses de 2025 se advierte que mientras la recaudación total cayó un 1% los gastos primarios crecieron al 3,7%. En tanto, el resultado primario acumulado, medido en pesos, se redujo en términos reales casi un 25% mientras que el pago de intereses cayó un 30% respecto del año 2024.

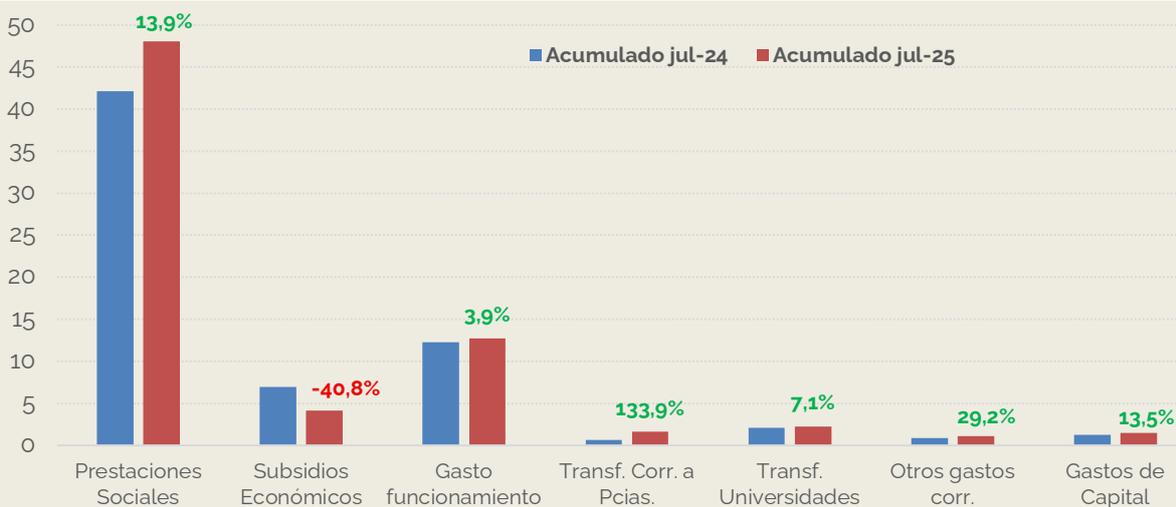
Las partidas correspondientes al gasto han mostrado una dinámica más expansiva – o menos contractiva – que en 2024, con excepción del gasto en subsidios a los servicios públicos que se redujo un 40,8% en términos reales en el acumulado anual.

El mayor impacto expansivo lo generó la recomposición de las prestaciones sociales, en especial las jubilaciones y pensiones que crecieron 13,9% en el año a partir del impacto de la nueva fórmula de movilidad. Por su parte, las transferencias corrientes a las provincias (+134%), otros gastos corrientes (29%) y los gastos de capital (13,5%) mostraron incrementos relevantes respecto al año previo.

Especialmente, las transferencias corrientes a las provincias más que se duplicaron en un contexto marcado por la disputa electoral y legislativa del Gobierno.

Gasto Primario acumulado a Julio 2025

En billones de \$ de julio de 2025



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

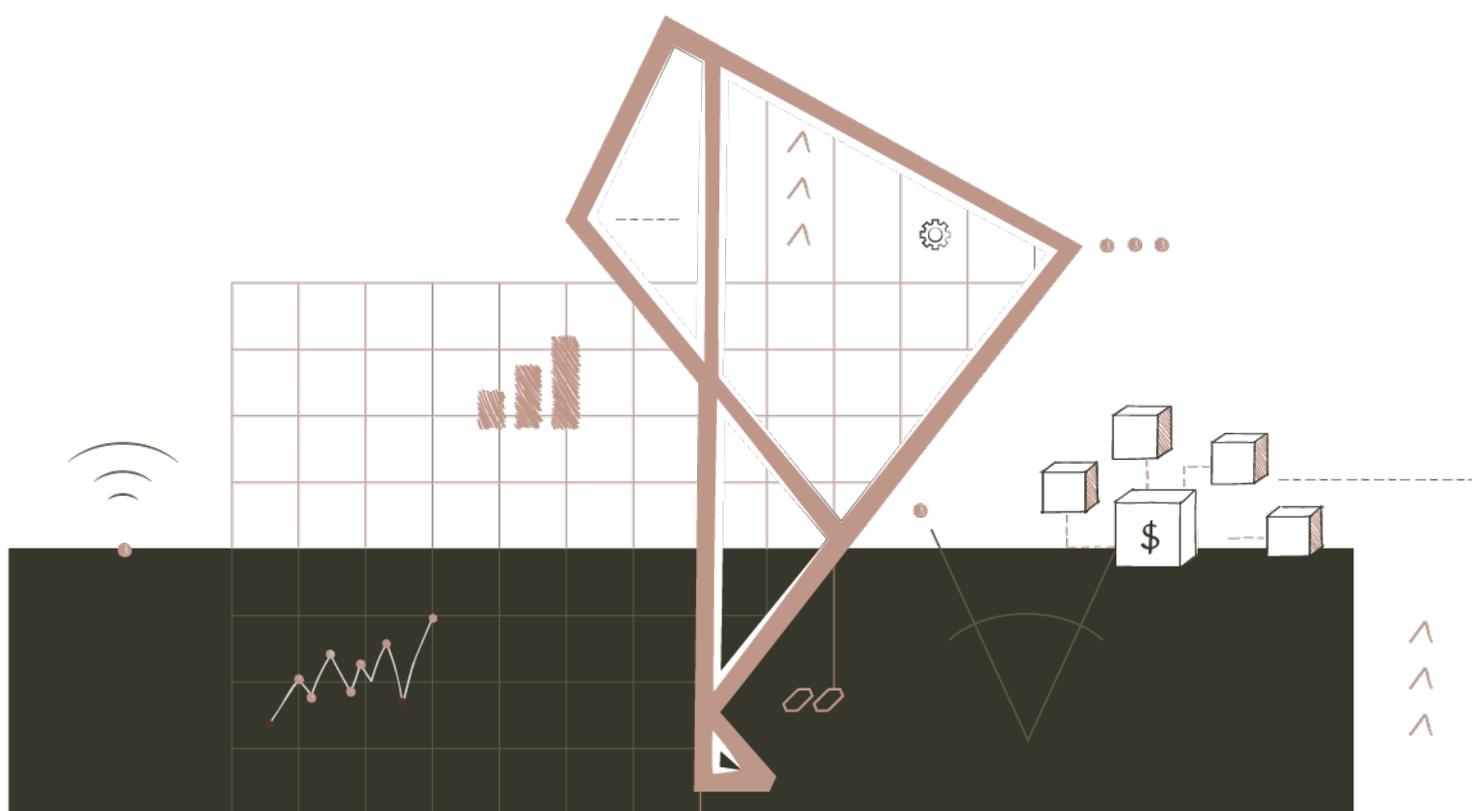
En medio de la volatilidad del mercado financiero, y a pesar del freno de la actividad en los últimos meses, el gobierno de Milei busca aferrarse al ancla fiscal como garante de la estabilización. **La persistente suba de las tasas de interés luego del desarme de las LEFI impondrá también desafíos en el frente fiscal, a pesar de que una parte de su efecto queda “invisible” por la metodología de contabilización de los instrumentos de deuda del Tesoro que capitalizan intereses.**

En este sentido, el propio staff del FMI, en su reporte luego de la aprobación de la última revisión, destacó que de computar “arriba de la línea” dichos intereses, el superávit financiero acumulado de 0,3% del PIB se convertiría en un déficit de 1,2% del PIB.

Resumen mercados internacionales(*)

(*) cierres al jueves 21.8

| Tasas EE.UU. | | | | Precios Commodities | |
|--------------------------------|---------|----------|----------|--------------------------------------|--------------|
| | | Var. Sem | Var. Año | | |
| 🇺🇸 FED | 4,33% | 0 | 0 | Oro | 3.383,50 |
| 🇺🇸 1M | 4,49% | 1 pbs | 9 pbs | Petróleo | 63,48 |
| 🇺🇸 3M | 4,32% | 2 pbs | -5 pbs | Gas Natural | 2,81 |
| 🇺🇸 6M | 4,14% | 2 pbs | -10 pbs | Trigo | 144,24 |
| 🇺🇸 1Y | 3,95% | 2 pbs | -21 pbs | Maíz | 127,95 |
| 🇺🇸 10Y | 4,33% | 0 | -25 pbs | Soja | 287,12 |
| | | | | | |
| Monedas | | | | Bolsas internacionales | |
| | | Var. Sem | Var. Año | | |
| 🇺🇸🇬🇧 | 1,1613 | -0,3% | 11,6% | 🇺🇸 Dow Jones | 44.785,50 |
| 🇺🇸🇬🇧 | 1,3414 | -0,9% | 6,9% | 🇺🇸 S&P 500 | 6.370,17 |
| 🇯🇵🇺🇸 | 148,33 | 0,4% | -5,5% | 🇺🇸 NASDAQ | 21.100,31 |
| 🇨🇳🇺🇸 | 7,1796 | 0,0% | -1,6% | 🇨🇳 Shenzhen | 11.919,76 |
| 🇧🇷🇺🇸 | 5,4662 | 1,1% | -11,5% | 🇧🇷 IBOVESPA | 134.510,84 |
| 🇦🇷🇺🇸 | 1300,52 | 0,2% | 26,1% | 🇦🇷 S&P BYMA | 2.103.162,67 |
| | | | | | |
| Tasas Argentinas | | | | Dólar oficial, futuros y financieros | |
| | TNA | TEA | Var. Año | | |
| 🇦🇷 Riesgo País (EMBI+), en pbs | | 747 | 112 pbs | 🇦🇷 CCL | 1.316,59 |
| 🇦🇷 Caución 1d | 50,41% | 65,48% | 2364 pbs | 🇦🇷 MEP | 1.320,02 |
| 🇦🇷 BADLAR Priv. | 54,13% | 69,95% | 3285 pbs | 🇦🇷 Turismo | 1.702,03 |
| 🇦🇷 TAMAR Priv. | 58,31% | 76,75% | 3843 pbs | 🇦🇷 BCRA | 1.309,25 |
| 🇦🇷 TM20 Priv. | 55,69% | 72,38% | 3528 pbs | 🇦🇷 ROFEX Dic '25 | 1.531,00 |
| 🇦🇷 PF Personas | 55,52% | 72,11% | 3501 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 9 221 600 5547



info@suramericanavision.com.ar



