

POR DONDE VA ARGENTINA



En las últimas dos semanas, la atención del frente económico-financiero se concentró principalmente en los movimientos de la tasa de interés, que mostró una alta volatilidad. Este fenómeno debe analizarse en el contexto general de la economía y no como un hecho aislado.

¿Cómo se llegó a esta situación?

Semanas atrás, el Banco Central anunció un cambio en su enfoque de política monetaria, promoviendo la “libre determinación de las tasas de interés”. Bajo este nuevo esquema, la autoridad monetaria perseguiría objetivos de agregados monetarios, dejando que el equilibrio entre oferta y demanda de dinero sin intervención del Estado determinaría las tasas de interés y, en consecuencia, el tipo de cambio, siempre que éste no superara el techo definido en el esquema cambiario acordado con el FMI en el marco del programa vigente.

Con el vencimiento de las Letras de Fijación de Liquidez (LEFI), que hasta entonces se utilizaban para esterilizar el exceso de dinero en la economía a la tasa de política monetaria, la tasa de interés se desplomó, generando nuevas presiones sobre el tipo de cambio. ¿Por qué ocurrió esto? Principalmente por dos razones:

- *La economía no muestra una fortaleza tal que permita una demanda privada de crédito lo suficientemente robusta como para absorber la liquidez a una tasa cercana a la que regía antes del cambio de régimen.*
- *Se asumió con cierta ingenuidad que podría desarrollarse rápidamente un mercado interbancario para canalizar el excedente de liquidez "overnight", como ocurre en economías estables, pese a décadas de un sistema financiero acostumbrado a que el Estado absorbiera esos excedentes..*

Si bien el objetivo de quitar al Estado del rol de esterilizador estructural de liquidez —y así corregir distorsiones en la intermediación financiera— es legítimo, alcanzarlo requiere preparación. Este tema se analiza en profundidad en el documento [“Asignación de la liquidez y política monetaria”](#) publicado por Fundar y Suramericana Visión en 2023.

POR DONDE VA ARGENTINA



Frente al derrumbe de las tasas, el Gobierno intervino: absorbió liquidez y así estableció un piso para la tasa de interés, que desde entonces entró en una dinámica errática. ¿Qué implicancias tiene esto y cómo continúa la situación?

En primer lugar, los cambios de reglas y la consiguiente volatilidad probablemente serán penalizados por el mercado, lo que implicará un mayor costo financiero para el Gobierno en lo que resta del año. Esto impacta negativamente en el plano fiscal, sobre el nivel de actividad y genera nuevas dudas sobre las perspectivas de reducción de la inflación luego de las elecciones legislativas. Esta última preocupación se sustenta en la idea de que resulta socialmente inviable sostener tasas reales demasiado elevadas, dado que ello implicaría un Estado aún más reducido para poder afrontar mayores pagos de intereses.

Por otro lado, se espera que la próxima semana el directorio del FMI apruebe un nuevo desembolso de 2.000 millones de dólares en el marco del programa de Facilidades Extendidas acordado en abril. Esto incrementaría transitoriamente la liquidez en dólares disponible para el Banco Central, contribuyendo a moderar las presiones cambiarias en el período preelectoral.

Asimismo, es probable que el Gobierno intente extender la fecha de corte para la siguiente revisión de las metas del programa, buscando ganar tiempo para acumular reservas. Esto permitiría suspender las compras de divisas tras el desembolso del FMI y hasta después del ciclo electoral, lo que también contribuiría a contener las tensiones cambiarias en ese interín.

En resumen, se proyecta una economía que, en la antesala electoral, logra mantener acotada la volatilidad del tipo de cambio y mantener la inflación por debajo del 2% mensual, a costa de una desaceleración del nivel de actividad, tasas de interés más altas y un mayor endeudamiento con el FMI. Es decir, se pagan costos futuros con el objetivo de evitar una reversión del proceso de desinflación en los meses previos a las elecciones legislativas provinciales y nacionales de septiembre y octubre, respectivamente.

LA ECONOMÍA EN MAYO MODERÓ SU RECUPERACIÓN, CON EL CONSUMO MOSTRANDO DEBILIDAD. VOLATILIDAD DE TASA DE INTERÉS FORZÓ INTERVENCIONES DEL B.C.R.A. Y EL TESORO

La actividad económica en mayo tuvo su tercera caída mensual del año, pero encadenó su octava suba interanual consecutiva

En mayo la actividad económica, medida por el EMAE, registró una merma del 0,1% respecto a abril de 2025. En tanto, respecto de igual mes de 2024 moderó su suba al 5% (8% en abril), su octava alza interanual consecutiva.

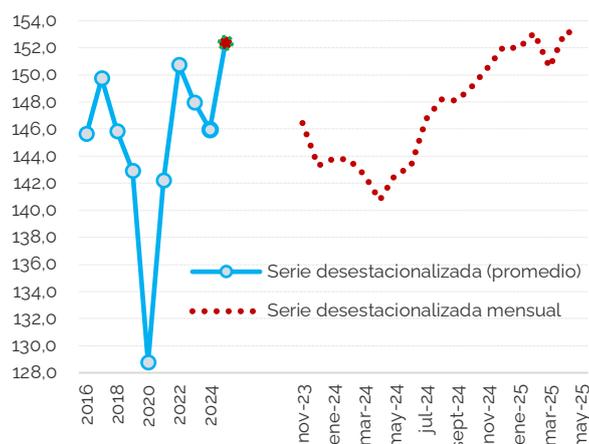
De este modo, el nivel de actividad de los primeros cinco meses (152,4 puntos) se ubica un 1,1% por encima del nivel máximo del año 2022 (150,8 puntos).

Al analizar la dinámica de la actividad a nivel sectorial, continúa la recuperación a nivel generalizado: de los 15 sectores que componen el indicador, 13 registraron crecimiento y los restantes 2 caídas respecto a mayo de 2024. Se trata del mejor registro a nivel sectorial desde enero de 2023.

Entre los sectores que registraron la mejor performance se destacaron: Intermediación Financiera (25,8%), Comercio mayorista, minorista y reparaciones (10%) y Construcción (6,7%). En tanto que los peores desempeños correspondieron a Electricidad, gas y agua (-9%) y Administración pública y defensa (-0,9%). Por quinto mes consecutivo desde enero de 2023 la Construcción registró un alza interanual, aunque desacelerando al 6,7% en mayo vs el 16,7% de abril.

Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)

Serie desestacionalizada por año^(*) y mes

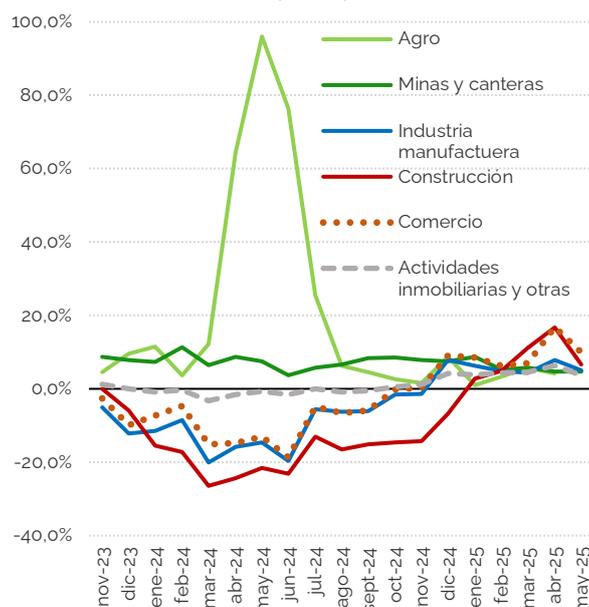


(*) Promedio de la serie sin estacionalidad en base a datos mensuales

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

Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)

Variación interanual 6 principales sectores, en %



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

Los próximos meses posiblemente muestren una moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad puesto que la comparación interanual de los últimos meses se mide con respecto a una baja base de comparación de 2024.

Para el año 2025, si se “congelara” el nivel de actividad a mayo pasado, el crecimiento del PIB tendría un piso garantizado del 4,4% (“arrastre estadístico”), todavía inferior al registrado en el año 2022 (6%) y al previsto en el escenario macroeconómico con el FMI (5,5%).

Julio termina con récord de las liquidaciones y la duda se traslada al comportamiento de los próximos tres meses

Con datos al 23.7, las liquidaciones del sector agroexportador totalizan en julio un promedio diario de USD237 millones, suben un 21,4% respecto a junio y se ubican un 84% por encima del promedio histórico 2014-24.

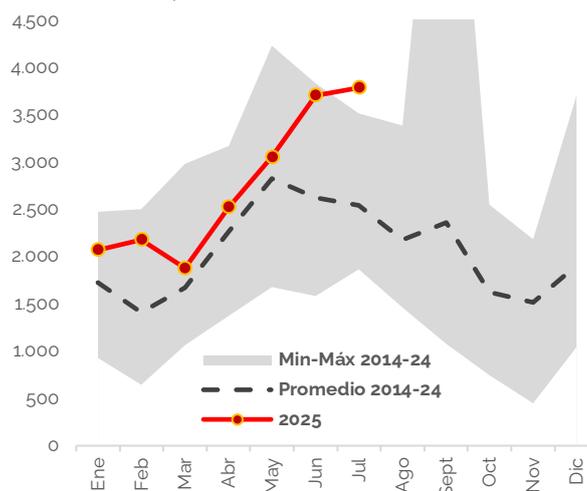
En lo que va del mes se acumularon liquidaciones por un total de USD3.788 millones, superando ya los USD3.706 millones de junio y constituyéndose en el segundo mayor valor de la serie desde 2002 (el más alto corresponde a los USD8.120 millones de septiembre de 2022 al inicio del dólar Soja I).

Esta semana venció el plazo para liquidar las ventas anticipadas que se declararon antes del vencimiento de la rebaja temporal de retenciones (30.6) por lo que se producirá una sensible merma en las liquidaciones, probablemente a poco más de la mitad del promedio observado hasta este semana del mes.

En tanto, en un gesto de acercamiento al sector, el próximo sábado se anunciaría una reducción de las retenciones a las exportaciones de carne, algo que

Liquidación divisas sector agroexportador

Totales por mes, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

no tendrá efecto significativo en el volumen liquidado.

Volatilidad de las tasas de interés de corto plazo y del tipo de cambio fuerza al Gobierno a intervenir para anclar expectativas

La falta de un adecuado diseño para la administración de la mayor liquidez bancaria resultante de la eliminación de las LEFI (el pasado 10.7) produjo una excesiva volatilidad de las tasas de interés de corto plazo (caución/repo) que contagió parcialmente a las tasas que las entidades deben pagar por su fondeo.

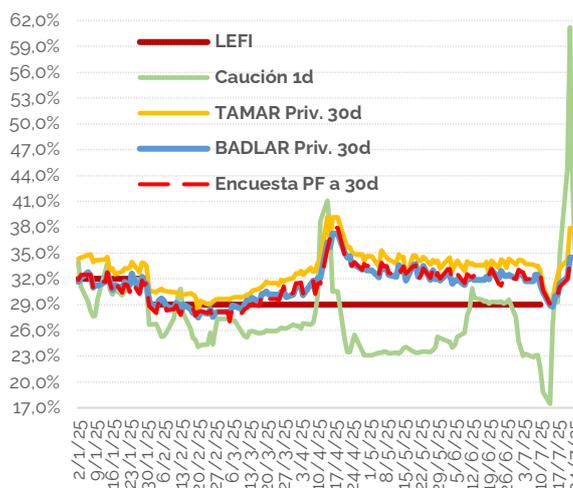
Así, en las últimas dos semanas la tasa de caución varió desde un mínimo del 17,5% a un pico del 61,2%, cerrando este jueves en 35,5%. En tanto, las tasas de depósito a plazo fijo mayoristas (TAMAR/BADLAR) experimentaron en la última semana aumentos promedio de 450-500 pbs.

Desde la apertura parcial del cepo, el pasado 11.4, el tipo de cambio oficial también exhibió amplia volatilidad fluctuando desde un mínimo de \$1.075 a un promedio de \$1.200 en la primera quincena de junio. Desde entonces, se observa una persistente tendencia depreciatoria, a pesar de la mayor oferta de los agroexportadores.

La falta de una variable objetivo del B.C.R.A. que pueda servir como nueva “ancla” de las expectativas no ha colaborado junto a la falta de diseño de un mecanismo para evitar una volatilidad excesiva de la tasa de interés de corto plazo.

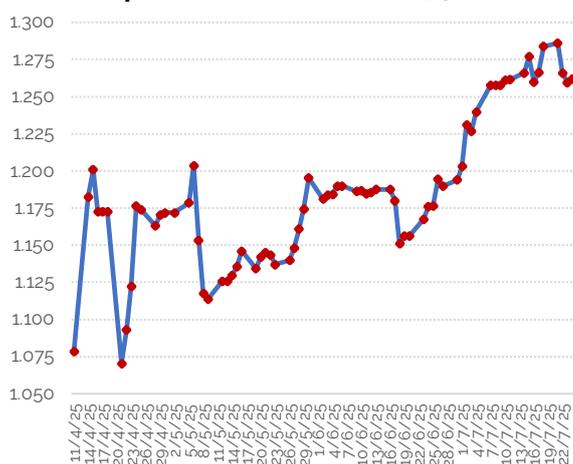
Así, el Gobierno se vio forzado a intervenir como comprador en el mercado cambiario (vía Tesoro) y de futuros (vía B.C.R.A.) para “anclar expectativas” sobre el tipo de cambio y la dinámica de las reservas internacionales.

Tasas de interés de referencia
Datos diarios, en TNA (%)



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

Tipo de cambio oficial A3500



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

El tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a \$1.262, acumulando un alza del 5,7% en el mes y una suba del 17% desde el abandono del antiguo esquema de *crawl* al 1% mensual.

La volatilidad de las tasas de corto plazo se reflejaron también en la curva de futuros de dólar, que cotizan cerca de los límites de la banda superior para los contratos con vencimiento en 2026. Así, las tasas implícitas en los contratos variaron entre TNA27% para agosto '25 hasta TNA33% para el vencimiento diciembre '25.

Por otra parte, el cierre de este informe el dólar CCL cotizaba a \$1.268,1 y el MEP a \$1.267,7 retrocediendo un 1,7% en promedio respecto a los cierres del viernes pasado.

Los indicadores de ventas ligadas al consumo masivo de los hogares mostraron menor ritmo de crecimiento en el mes de mayo

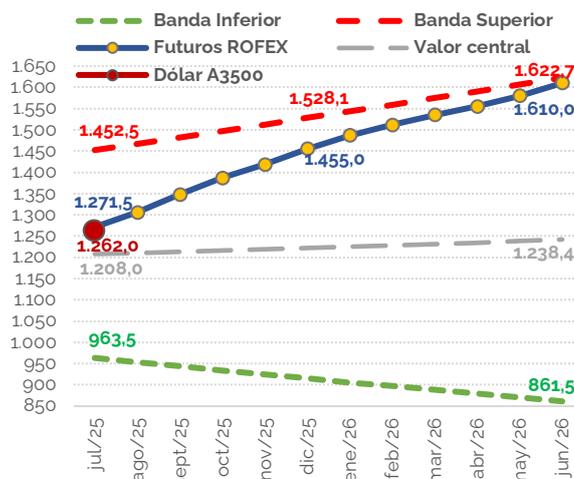
Los supermercados y centros de compras tuvieron en mayo un ritmo de recuperación de las ventas, en términos reales, menor al que habían mostrado el mes previo. Las ventas en supermercados crecieron 6,1% interanual (vs 8,9% en abril) y las de centros de compra 6,2% (vs 19,2% el mes previo).

El menor ritmo de crecimiento de los salarios en términos reales comienza a afectar las ventas de consumo masivo en un contexto donde el impacto de las tarifas de los servicios públicos más altas (que es más marcado en transporte) y los combustibles, deteriora el ingreso disponible de los hogares e individuos.

Este martes el INDEC publicó la "Encuesta de Tendencia de Negocios" que ofrece datos

Bandas cambiarias y futuros ROFEX.

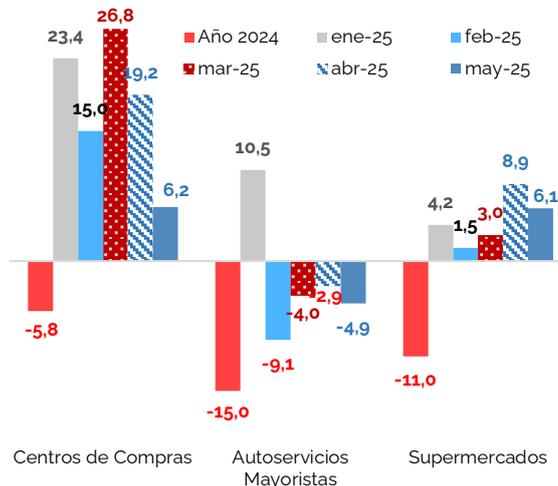
Valores a fin de mes, en \$



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

Ventas en Grandes Centros de Consumo

Var % i.a. - en precios constantes



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

cualitativos sobre las perspectivas de los empresarios del sector.

En este sentido, con datos a mayo, la encuesta sugiere que la percepción más difundida es que la falta de demanda constituye el principal factor (61,6% vs 57,1% en abril) que está limitando la actividad de los supermercados y centros mayoristas. Al mismo tiempo, las expectativas para los próximos tres meses son de menores pedidos a proveedores y de disminución en el número de personas empleadas.

En febrero volvió a contraerse el superávit comercial a partir de la mayor actividad y a pesar del impulso positivo de Vaca Muerta

En junio, la balanza comercial registró un superávit de USD906 millones, que se compara con un superávit de USD1.890 millones en igual mes de 2024.

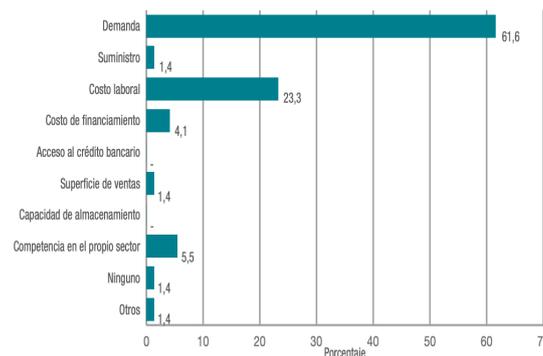
Si consideramos el saldo de la balanza comercial acumulado de los últimos 12 meses el total es de USD9.499 millones, continuando la tendencia decreciente iniciada el pasado mes de enero y se ubica en registros similares a los años 2019 y 2021.

Las exportaciones sumaron USD7.275 millones (+10,8% i.a.) con nueva caída de precios (-1,6% i.a) y alza en las cantidades (+12,0% i.a.). En tanto, las importaciones totalizaron USD6.370 millones (+29,4%) explicado también por merma en los precios (-8,5% i.a.) y un significativo incremento en las cantidades (+42,3% i.a.).

Al observar el promedio móvil de 3 meses (a efectos de suavizar la serie y los valores extremos) de las importaciones se observa la continuidad de la recuperación iniciada en el segundo trimestre de 2024 y el actual nivel (USD6.439

Encuesta de Tendencia de Negocios

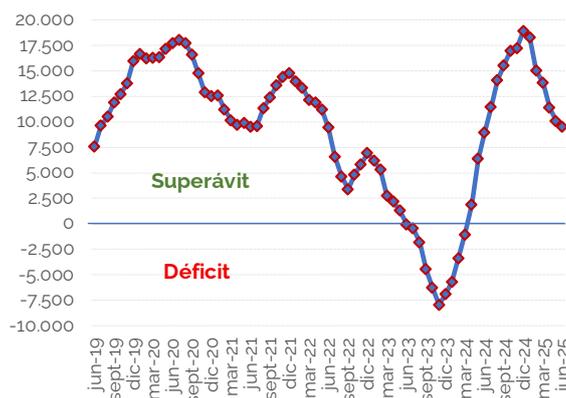
Factores que limitan la actividad comercial



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Balanza comercial 2019-2025

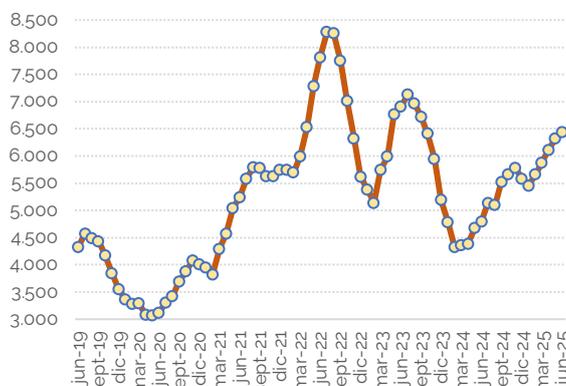
Acumulado últimos 12 meses, en mill. de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Importaciones, promedio móvil 3 meses

En millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

millones) iguala el mayor valor de los últimos 5 años si en 2022 descontamos el efecto precio por la guerra en Ucrania y su impacto en las mayores importaciones de energía respecto a 2025.

Cabe recordar que en 2022 el PIB creció 6% y este 2025 se anticipa un valor en torno al 4,5/5% por lo que esperable un impulso de las importaciones (técnicamente “elasticidad importaciones a producto” que suele tener un valor de 3 o superior).

Como destacáramos en informes previos, el aporte del sector energético está colaborando a mejorar la performance de la balanza comercial. **En junio, el superávit energético sumó USD739 millones (vs. déficit de USD160 millones un año atrás) y si nuevamente consideramos el promedio móvil de 3 meses sumó USD547 millones.**

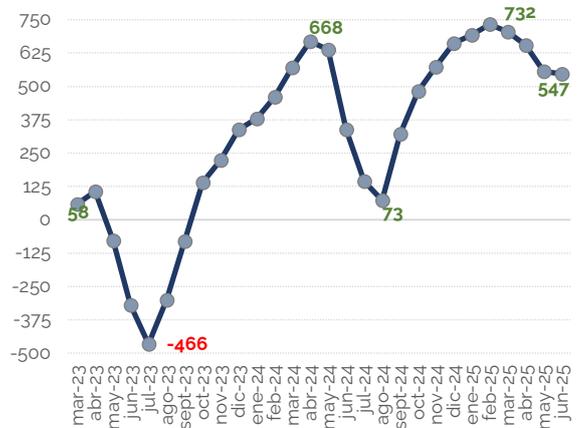
La mejora en la capacidad de evacuación a partir de ampliaciones en la infraestructura existente permitirá seguir incrementando la producción del sector: **en el acumulado de 2025 el superávit energético sumó USD3.754 millones (vs USD2.729 millones en igual período de 2024) y fue determinante para lograr el resultado positivo acumulado de la balanza comercial (USD2.788 millones).**

INTERNACIONAL: Trump logra acuerdo comercial con Japón a días del vencimiento de su ultimátum, pero todavía siguen las discusiones con la Unión Europea

Faltando pocos días para que venza el plazo fijado por la administración de Trump (viernes 1.8) para fijar unilateralmente sus tarifas arancelarias, en caso de no lograrse acuerdos bilaterales previos, **se anunció este miércoles un acuerdo con Japón que elevará la tarifa al 15% a sus exportaciones.**

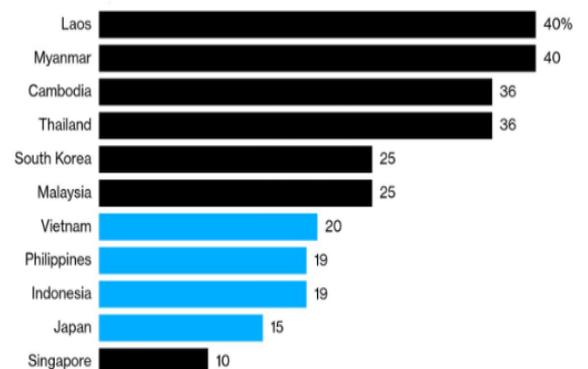
Balanza comercial energética

Promedio móvil 3 meses, en mill. de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Tarifas recíprocas planeadas EE.UU.



FUENTE: @SuramericanaV en base a Bloomberg

En tanto continúan las negociaciones con la Unión Europea, en las que Trump amenazó con imponer un 30% de aranceles.

Los analistas especializados en la materia estiman que luego de todo este proceso la tarifa recíproca comercial promedio se ubicará entre el 10 al 15% (respecto al 3% vigente).

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES (*)

(*) cierres al jueves 24.7

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año	
FED	4.33%	0	0	Oro	3.375,20	0,7%	28,4%	
1M	4.37%	2 pbs	-3 pbs	Petróleo	66,04	-1,9%	-7,9%	
3M	4.42%	2 pbs	5 pbs	Gas Natural	3,10	-13,0%	-14,6%	
6M	4.32%	2 pbs	8 pbs	Trigo	147,44	-0,8%	-1,8%	
1Y	4.10%	2 pbs	-6 pbs	Maíz	130,50	3,1%	-8,2%	
10Y	4.43%	-1 pbs	-15 pbs	Soja	278,96	-0,3%	2,7%	
Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año	
	1.1756	1,2%	13,0%	Dow Jones	44.693,91	0,8%	5,1%	
	1.3506	0,5%	7,6%	S&P 500	6.363,35	1,1%	8,2%	
	146,99	-1,0%	-6,4%	NASDAQ	21.057,96	0,8%	9,0%	
	7.1536	-0,4%	-2,0%	Shenzhen	11.193,06	2,6%	7,5%	
	5.5217	-0,4%	-10,6%	IBOVESPA	133.807,59	0,3%	11,2%	
	1272,00	-0,1%	23,4%	S&P BYMA	2.135.086,53	2,9%	-15,7%	
Tasas Argentinas		TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		773		138 pbs	CCL	1.268,07	-1,8%	6,8%
Caución 1d	35,48%	42,57%		73 pbs	MEP	1.267,66	-1,6%	8,0%
BADLAR Priv.	34,44%	40,48%		338 pbs	Turismo	1.640,60	-1,7%	22,2%
TAMAR Priv.	37,88%	45,20%		689 pbs	BCRA	1.262,00	-1,7%	22,2%
TM20 Priv.	35,44%	41,81%		472 pbs	ROFEX Dic '25	1.453,00	-1,4%	14,5%
PF Personas	33,95%	39,77%		268 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.