



Informe semanal

Semana del 25 de agosto

• Licitación • Tasa de interés •

• Encajes • Dólar •

• Salarios •



Por dónde va Argentina

En un escenario de tasas de interés reales insostenibles, el foco de la discusión macro-financiera está puesto en cuáles serán las implicancias de las elecciones legislativas sobre las expectativas.

Una visión, sostenida por el Gobierno, es que un triunfo del oficialismo generaría un shock positivo de expectativas que provocaría una entrada de capitales al país y, en consecuencia, una reducción de las tasas de interés a niveles consistentes con los objetivos del programa macroeconómico.

Otra visión, más escéptica y que sostenemos desde SURAMERICANA VISIÓN, es que resulta improbable que, cualquiera sea el escenario electoral, se produzca un shock de expectativas de magnitud suficiente como para impulsar un ingreso relevante de capitales. La misma discusión tuvo lugar en 2017, en la previa a las elecciones legislativas bajo el gobierno de Macri, cuando la economía enfrentaba una dinámica aún más preocupante en la cuenta corriente. Si bien los números fiscales lucían entonces peores que en la actualidad, en aquel momento la incertidumbre global era menor y las tasas internacionales más bajas.

Considerando el escenario interno y externo, y el hecho de que existe una percepción instalada de que la suerte del gobierno de Milei está estrechamente ligada a la situación política en Estados Unidos —que tampoco es estable—, cuesta encontrar fundamentos para pronosticar un impulso de la Inversión Extranjera Directa. Por otra parte, un ingreso de capitales de portafolio de corto plazo, orientado a aprovechar oportunidades de *carry trade*, no resolvería ningún problema de fondo y, por el contrario, aumentaría la inestabilidad macroeconómica y tendría efectos negativos sobre la competitividad de los sectores productivos.

En ausencia de un shock positivo, el régimen cambiario deberá ser modificado luego de las elecciones, pues se revelaría insostenible. Las cotizaciones del dólar futuro para el año próximo en parte están contemplando esta posibilidad.

En paralelo, el escándalo de las presuntas coimas desatado a partir de la revelación de audios de quien hasta ese momento era funcionario del Gobierno incrementó las dudas sobre la fortaleza y capacidad de gestión oficial, con consecuencias inmediatas en los precios de las principales variables financieras.

Mientras tanto, la gran preocupación de la conducción económica en lo inmediato es lograr el refinanciamiento de la deuda en pesos. El resultado obvio será la aceptación del Gobierno de subas de tasas de interés de la magnitud necesaria para evitar recurrir a opciones que signifiquen el final de la relación con el mercado —como ocurrió con el reperfilamiento/default de 2019, altamente costoso para la economía y que debe descartarse de las alternativas de política si se pretende fortalecer el crédito en moneda local, o el financiamiento monetario. Asimismo, se busca evitar que el tipo de cambio alcance el techo de la banda, algo que el Gobierno parece querer impedir a toda costa, posiblemente como parte de las condicionalidades acordadas con el FMI en el programa de endeudamiento vigente. La última suba de encajes, analizada en este Informe Semanal, debe entenderse dentro de este marco de preocupaciones y objetivos de corto plazo.

En cuanto a la actividad económica, proyectamos una continuidad en el enfriamiento, en un contexto de salarios bajos, tal como muestran los datos analizados en este Informe.

Esperamos que disfruten la lectura. Buen fin de semana.

NUEVAS MEDIDAS DEL B.C.R.A. PARA REDUCIR LA VOLATILIDAD DE TASAS DE INTERÉS. EL TESORO RENOVÓ VENCIMIENTOS CONVALIDANDO ALTAS TASAS DE INTERÉS. LOS SALARIOS DISMINUYERON NUEVAMENTE EL RITMO DE SU RECUPERACIÓN



En la última licitación el Tesoro volvió a incrementar el costo de su financiamiento y, a pesar de ello, no pudo renovar todos sus vencimientos del mes de agosto

En la última licitación del mes, el Tesoro colocó instrumentos por valor de \$7,66 billones frente a vencimientos por \$6,69 billones y obtuvo un refinanciamiento (*roll-over*) del 114,6%. Sin embargo, considerando todas las licitaciones efectuadas en agosto, el *roll-over* alcanzó el 95,6% y el Tesoro tuvo que utilizar cerca de \$1,06 billones con sus depósitos en el BCRA para cubrir la diferencia.

En la licitación se ofrecieron la reapertura de dos LECAPs y una nueva con vencimiento en febrero de 2026; la reapertura de letra vinculada a la tasa TAMAR con vencimiento en enero de 2026 y una nueva a febrero de 2026 y dos Letras vinculadas al dólar (dollar-linked) que fueron declaradas desiertas (se recibieron ofertas por apenas USD38 millones). **El total adjudicado fue de unos \$7,66 billones**, con el Tesoro aceptando el 92,3% de las 8.104 ofertas recibidas de los participantes de la licitación.

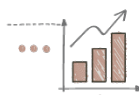
Resultados licitación Finanzas del 27.8

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 27.8						
Reap. LECAP Vto 30.09.25 (S30S5)	30/9/25	32	1.050.808	1.599.015	75,66%	20,9%
Nueva Letra DL Vto 30.09.25 (D30S5)	30/9/25	32	Declarada desierta			
Reap. LECAP Vto 16.01.26 (S16E6)	16/1/26	140	889.696	904.216	51,58%	11,8%
Reap. Letra DL Vto 16.01.26 (D16E6)	16/1/26	140	Declarada desierta			
Reap. Letra TAMAR Vto 16.1.26 (M16E6)	16/1/26	140	3.220.408	3.337.953	TAMAR+1,64%	43,5%
Nueva LECAP Vto 27.02.26 (S27F6)	27/2/26	182	545.587	545.587	59,18%	7,1%
Nueva Letra TAMAR Vto 27.2.26 (M27F6)	27/2/26	182	1.280.163	1.280.163	TAMAR+1,5%	16,7%
Totales		127(*)	6.986.662	7.666.934		100,0%
Vencimientos				6.690.170		
Financiamiento Neto				976.765		

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

La tasa de corte para la LECAP de fines de septiembre (32 días) fue de TEA 75,66%, lo que implica una tasa equivalente mensual (T.E.M.) del 4,81% que más que duplica la tasa de inflación esperada, al igual que la emitida a febrero de 2026 con una T.E.M. de 3,95% (según el último REM la inflación esperada para los próximos 6 meses promedia el 1,7% mensual).

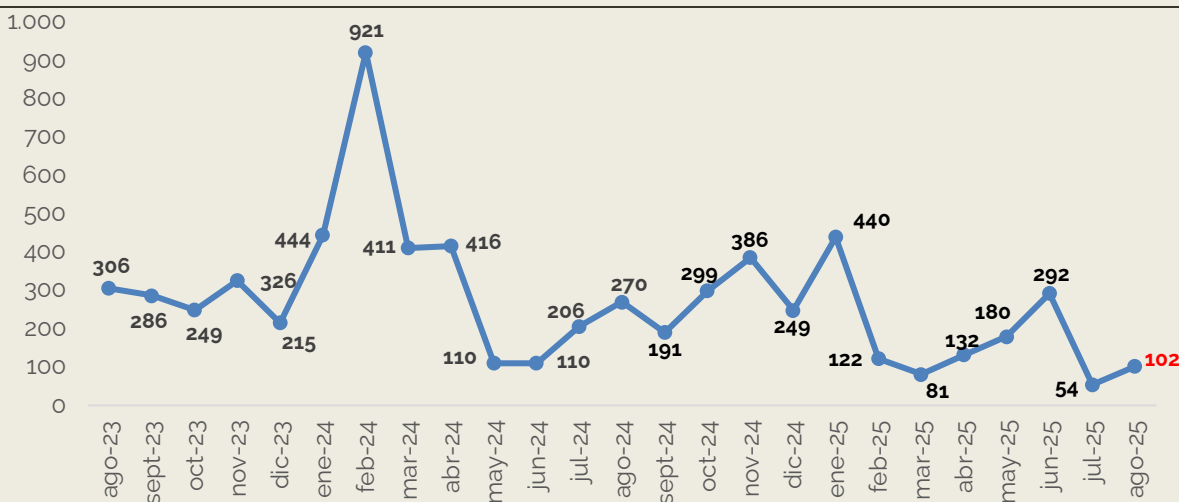
En tanto, las dos letras vinculadas a la tasa TAMAR, que fueron elegibles para integrar los mayores encajes que dispuso el lunes pasado el BCRA, tuvieron tasas de corte con un margen del 1,64% y 1,5% respectivamente, con un nivel de tasa de TNA 64,125% (última conocida al momento de la colocación).



De esta forma, luego de esta licitación el Tesoro logró cierta “extensión” en los plazos de emisión de sus instrumentos considerando todas las colocaciones del mes de agosto, al pasar del mínimo de 54 días alcanzado en julio pasado a los 102 días. Sin embargo, esto se logró a expensas de remunerar una mayor proporción de los encajes de las entidades financieras y de aumentar la tasa de interés real pagada a los inversores participantes.

Plazo promedio ponderado de instrumentos emitidos

En días, considerando la totalidad de las licitaciones por efectivo

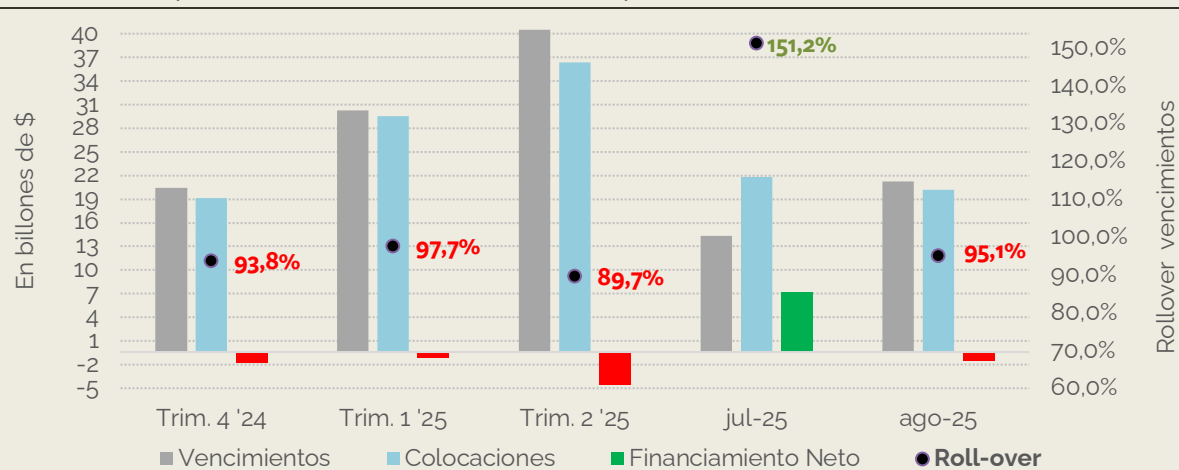


FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Durante el mes de agosto la tasa de refinanciamiento cayó al 95,2% de los vencimientos, comparado con el 151,2% que se había alcanzado en julio pasado. En el acumulado del año el *roll-over* alcanza el 101%, lo que implica un financiamiento neto de unos \$1,6 billones.

Vencimientos, colocaciones y *roll-over*

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



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

En la próxima licitación, prevista para el próximo miércoles 10 de septiembre, el Tesoro afrontará vencimientos por cerca de \$17 billones.

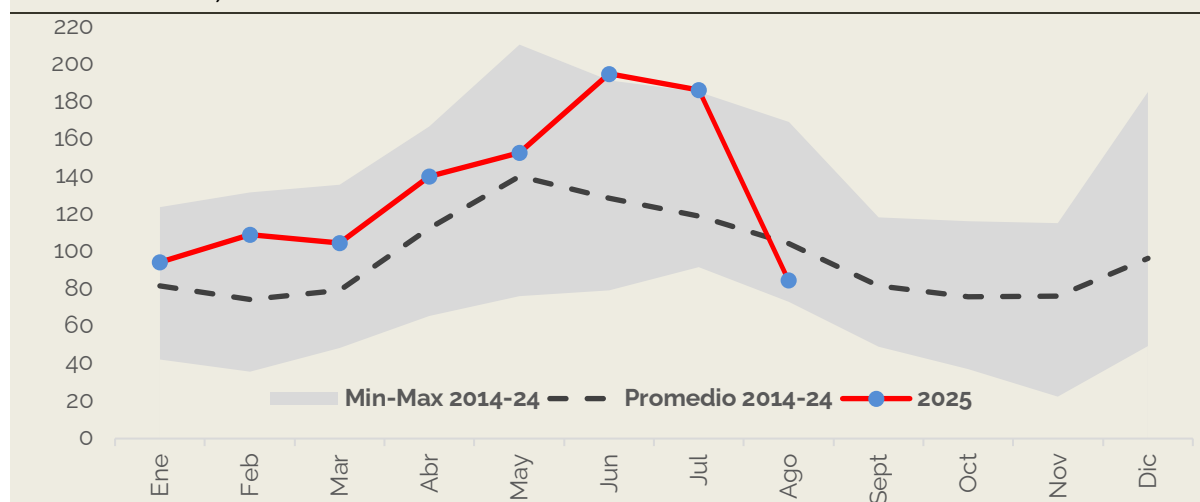


A pesar del repunte en las últimas jornadas, de la mano del alza del tipo de cambio, el mes de agosto se encamina a ser el más bajo en liquidaciones desde el año 2015

Con datos al 27.8, las liquidaciones del sector agroexportador totalizan en el mes un promedio diario de USD86,4 millones y caen un 53,7% respecto al “extraordinario y excepcional” mes de julio pasado y se ubican un 17% 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 USD1.555 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 últimos 10 años. De este modo, el monto liquidado por los agroexportadores en agosto cerraría apenas por encima de los USD1.511 millones de igual mes de 2015. En las últimas jornadas se observó una aceleración del ritmo de las liquidaciones, desde un promedio en la semana previa de unos USD67 millones a unos USD131 millones en las últimas tres jornadas. Esto coincide temporalmente con el repunte del tipo de cambio oficial durante la semana pero continúa la tendencia, que anticipamos en informes previos, respecto a que las ventas parecen tener como destino el pago de deudas o afrontar los costos de las próximas implantaciones de cultivos.



Tercer alza de encajes del B.C.R.A. en el último mes con el objetivo de continuar “apuntalando” las licitaciones de deuda del Tesoro y “reconfigurar”, a un costo mayor en términos de tasa y nivel de actividad, la asignación de la liquidez

El pasado lunes, en forma previa a la licitación del Tesoro de este miércoles, el BCRA publicó la Com. A8306 que por tercera vez en menos de un mes dispone un aumento en los requisitos de efectivo mínimo (encajes) a cumplimentar por las entidades financieras a partir del próximo lunes 1.9

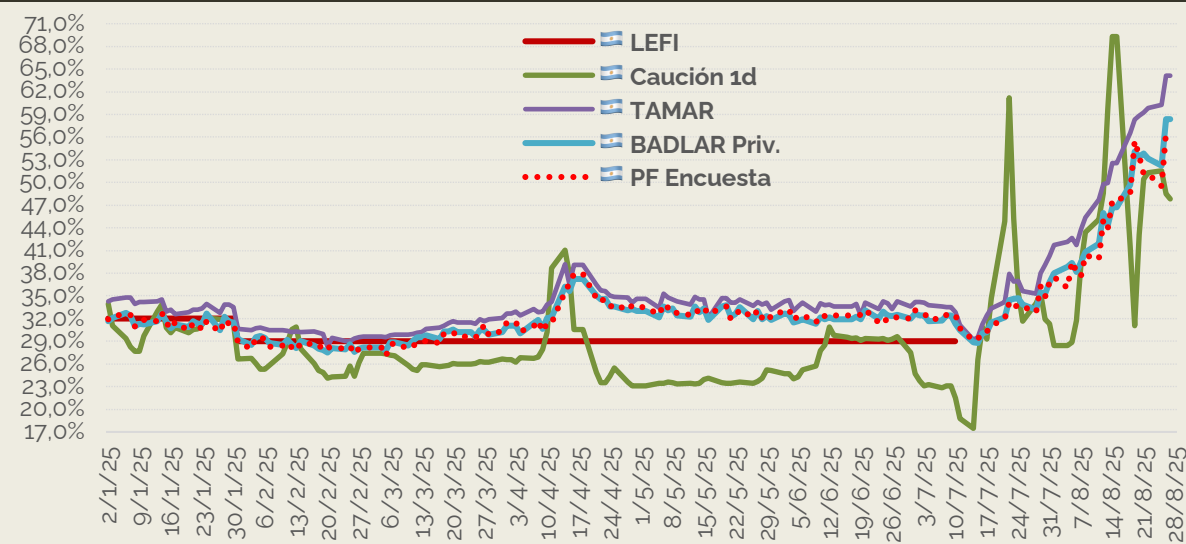
En esta oportunidad, se incrementa en 3,5 p.p. el encaje para todas las obligaciones en pesos, lo que implica que para depósitos a la vista (caja de ahorros y cuenta corrientes) la exigencia sube del 50% al 53,5%, pudiendo integrarse totalmente con títulos públicos los 3,5 p.p. de aumento del encaje. En tanto, para los plazos fijos la exigencia final depende del plazo residual al vencimiento de los mismos (para los de 30 días sube del actual 14% al 17%).

En simultáneo, y a fines de alentar la participación de las entidades financieras en la licitación del Tesoro de esta semana, se incrementó en 2 p.p. la proporción del encaje que puede ser integrado con títulos públicos adquiridos en licitación primaria y que al momento de suscripción tengan plazo no menor a 60 días. Así, en el caso de la exigencia de depósitos a la vista, de los 53,5 p.p. de la exigencia se podrá integrar ahora hasta 18,5 p.p. utilizando títulos del Tesoro (anterior 13 p.p.), por lo que poco más de un tercio del encaje exigido pasa a ser remunerado.

Esta medida, junto a la publicada el viernes de la semana pasada (Com A8305) que permite a las entidades financieras “netear” (compensar) las operaciones de pases pasivos y cauciones tomadoras (cuando se trate del mismo vencimiento y se opere en un mercado autorizado por la CNV), parece haber logrado comenzar a estabilizar la volatilidad de la tasas de corto plazo aunque en niveles más de 20 p.p. superiores a los observados en las jornadas previa al desarme de las LEFI el pasado 10.7. A modo de ejemplo, la caución a 1 día cerró este jueves a 48%, cerca de 25 p.p. inferior al valor de cierre de 23,13% observado el 8.7.

Tasas de interés “pasivas” de referencia

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

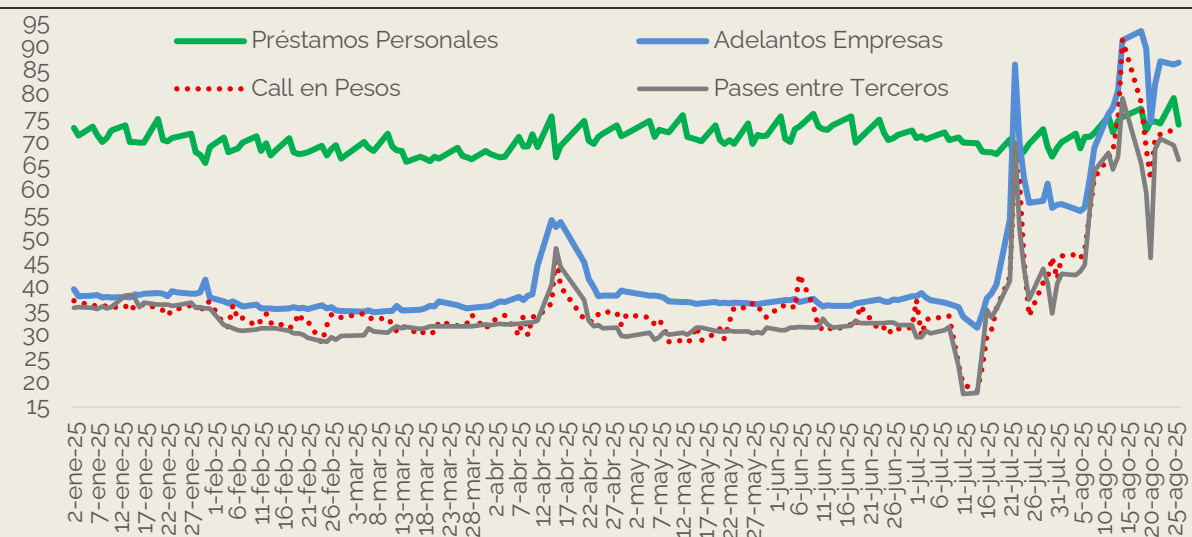


FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA y BYMADATA

Sin embargo, el “costo” de esta estabilización de la tasa se trasladó tanto al Tesoro Nacional, que en el período vio incrementado el costo de su financiamiento y el acortamiento de los plazos de los instrumentos que emite, como también al sector privado puesto que tanto los individuos como las empresas experimentaron significativas alzas en las tasas de interés de las principales líneas de crédito (ver gráfico siguiente).

Tasas de interés “activas” de referencia

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



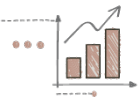
FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA y BYMADATA

Adicionalmente, el elevado nivel de los encajes, los más altos en más de 30 años, para las entidades financieras implica disminuir tanto su capacidad prestable cómo sus márgenes de intermediación. Esto tendrá, además, impacto en la actividad económica dado que afecta a las empresas que utilizan el financiamiento bancario para sus actividades como así también la capacidad de compra de bienes durables por parte de las familias (que suelen depender de esta forma de financiamiento).

Los indicadores relacionados a la evolución de los salarios dieron señales de desaceleración en términos interanuales y no permiten anticipar un impulso positivo a un nivel de actividad que ya mostraba señales de debilitamiento

Durante la semana se conocieron dos indicadores que, a pesar de sus diferencias metodológicas y de cobertura y plazo de los datos, permiten observar la dinámica de los salarios en la economía. La Remuneración Imponible Promedio (RIpte) correspondiente al mes de junio de 2025 totalizó \$1.491.626 y subió en términos nominales un 2,8% respecto al mes previo (+1,1% real) mientras que si se considera la variación en términos reales respecto a igual mes de 2024 la suba nuevamente se moderó al totalizar un 12,9% (a mayo era de 13,2%).

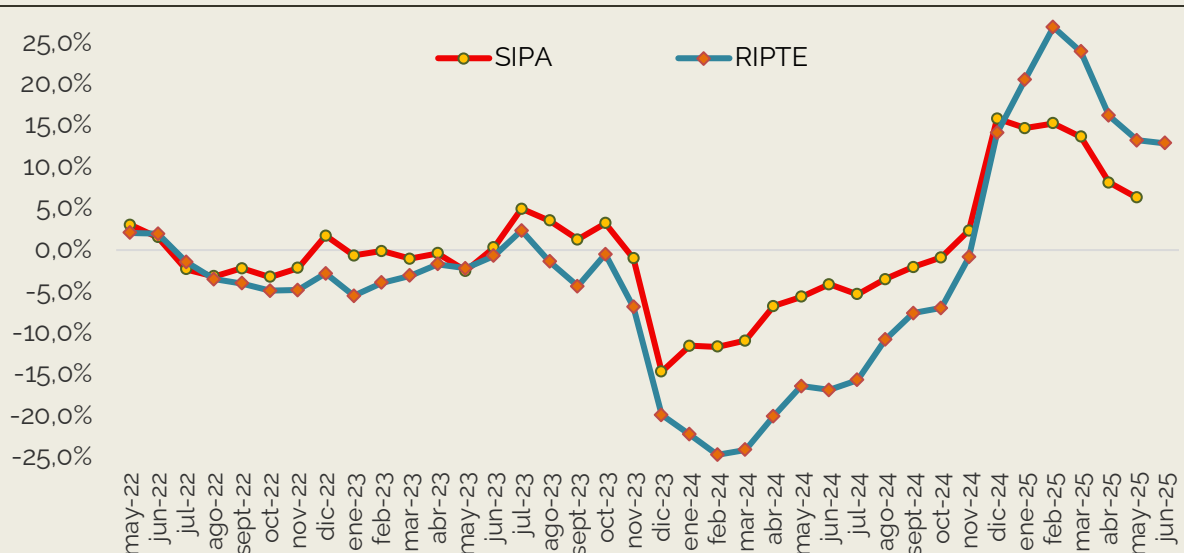
La recuperación iniciada desde el piso de febrero de 2024 ha ido perdiendo impulso en cuanto al ritmo de mejora y el dato del RIpte de junio se encuentra todavía un 5,9% por debajo, en términos reales, del nivel observado en noviembre de 2023. En tanto, en la comparación contra diciembre de 2024 la recuperación alcanzada al primer semestre de 2025 es de apenas un 4,9%, que se compara con la pérdida del 10,6% que se había experimentado en el primer semestre de 2024.



Por su parte, con datos de mayo pasado, la remuneración bruta promedio (ajustada por estacionalidad) de los asalariados registrados del sector privado (SIPA) alcanzó los \$1.606.163 y observó una caída en términos reales del 0,8% en el mes y una recuperación del 6,3% respecto a igual mes de 2024 que desaceleró respecto al 8,1% registrado en abril. En el acumulado a mayo de 2025, la remuneración bruta en términos reales cae 4,2% a partir de tres meses consecutivos de caídas iniciadas en marzo pasado que no lograron ser compensados por las subas que se habían observado en el primer bimestre del año.

Remuneración bruta asalariados registrados del sector privado (SIPA) y Remuneración imponible promedio (RIPTE)

Variación interanual en términos reales (%)

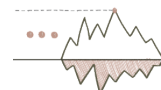


FUENTE: @SuramericanaV en base a Ministerio de Capital Humano e INDEC

De este modo, los datos referidos a la evolución de los salarios no anticipan un impulso positivo para un nivel de actividad que venía mostrando una desaceleración en los meses previos al salto del tipo de cambio en el mes de julio y el posterior “apretón monetario” que implicó un aumento significativo en las tasas de interés.

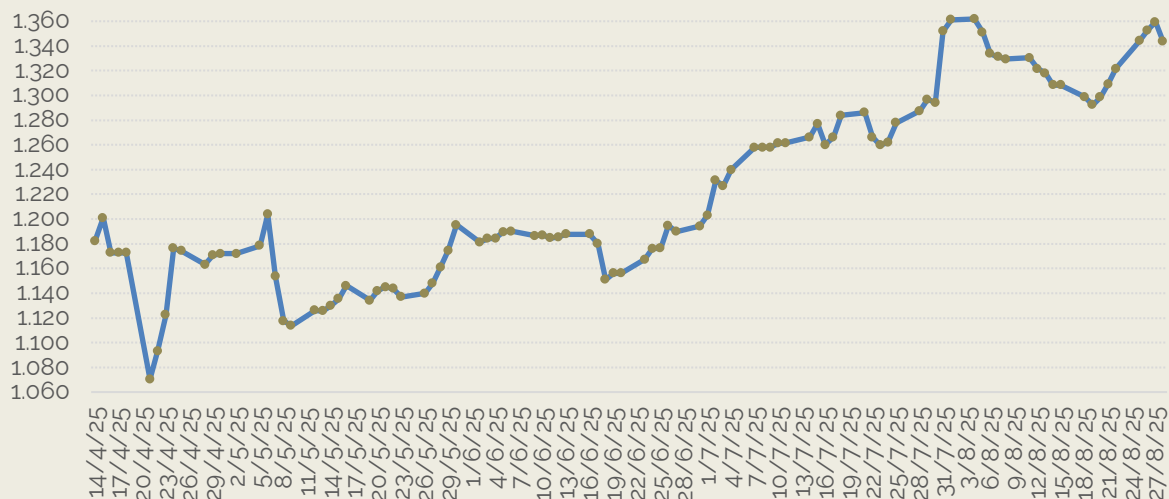
Estabilidad del tipo de cambio oficial de contado a partir activas intervenciones del BCRA tanto en el mercado de futuros como de tasas de interés de corto plazo con un calendario electoral que se inicia próximamente y podrá adicionar mayor volatilidad

El tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a \$1.343,67, unos \$22 por encima de la semana previa (+1,7%) aunque en el acumulado del mes de agosto baja 0,6% luego del retroceso diario del 1,2% registrado este jueves. De esta manera el tipo de cambio se mantiene en valores similares a los de fines de julio pasado, con una activa intervención del BCRA tanto en el mercado de futuros (con el contrato a fines de agosto cotizando por debajo del valor de contado del tipo de cambio oficial) como en el mercado de tasas de interés de corto plazo (operaciones simultáneas en BYMA y operaciones de repo en A3).



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

Datos diarios, pesos por USD

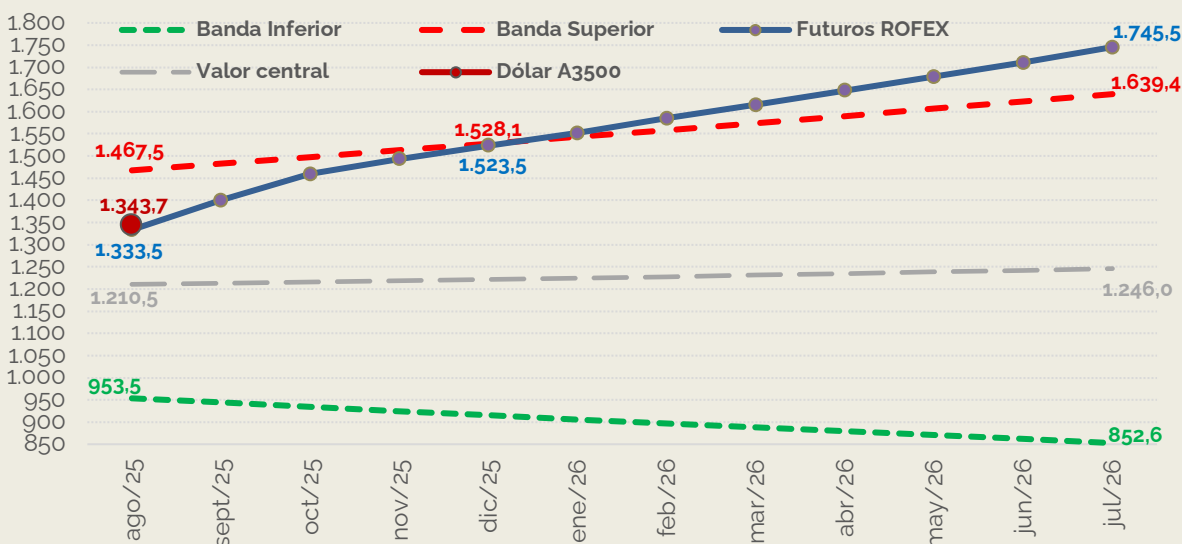


FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA

La estabilización del nivel de las tasas de interés de corto plazo junto a la ya comentada intervención del BCRA se trasladó a los precios de los contratos de futuro dólar, especialmente para los contratos con vencimiento en el año 2025, que volvieron a operar dentro de las bandas superiores y con tasas implícitas en pesos de TNA 55,5% para fines de septiembre y de TNA 42,1% para fines de diciembre.

Bandas cambiarias, dólar oficial y precios dólar futuros ROFEX.

Valores a fin de mes, en \$



FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA y ROFEX

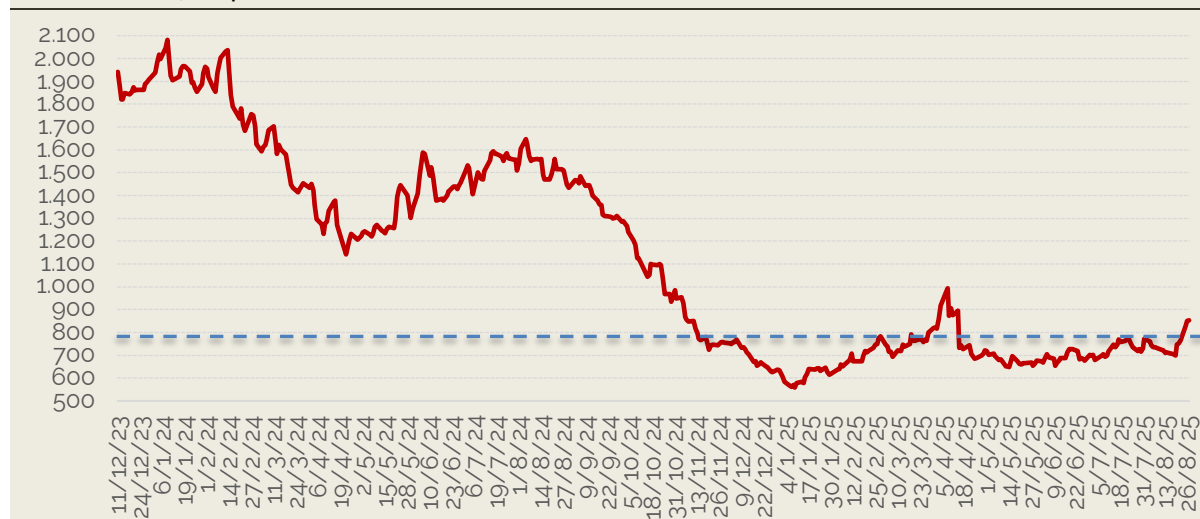
En las próximas semanas será clave para el Gobierno estabilizar tanto las tasas de interés como el valor del tipo de cambio alrededor de estos niveles en un contexto donde la proximidad de las elecciones (provincia de Buenos Aires el domingo 7 de septiembre) podría imprimir algo más de volatilidad a la observada durante el mes de agosto.

El riesgo país registró su mayor nivel desde las jornadas previas a la firma del acuerdo con el FMI, a partir de las mayores dudas de los inversores sobre la consistencia de las últimas medidas y las consecuencias judiciales de las escuchas de un ex funcionario del área de discapacidad

En la semana el riesgo país argentino volvió a superar el umbral de los 800 pbs, un nivel observado en la primera semana de abril pasado y en las jornadas previas a la firma del acuerdo EFF con el FMI.

Riesgo país argentino (EMBI+)

Datos diarios, en puntos básicos



FUENTE: @SuramericanaV en base a J.P. Morgan

Cierra este jueves alrededor de los 850 pbs, unos 150 pbs por encima del nivel observado el 10 de julio cuando se inició el proceso de desarme de las LEFI y acumuló una suba de igual magnitud en las últimas cinco jornadas que coincide con la difusión de los audios de un ex funcionario del área de discapacidad.

De este modo, el actual nivel de riesgo se encuentra unos 350 pbs por encima del spread que asume el programa con el FMI (500 pbs) al que el país accedería en el año 2026 para colocar deuda en los mercados internacionales por un monto de USD4.000 millones. A los niveles de cierre de esta semana, el costo de financiamiento en moneda extranjera sería del 12,7% anual.



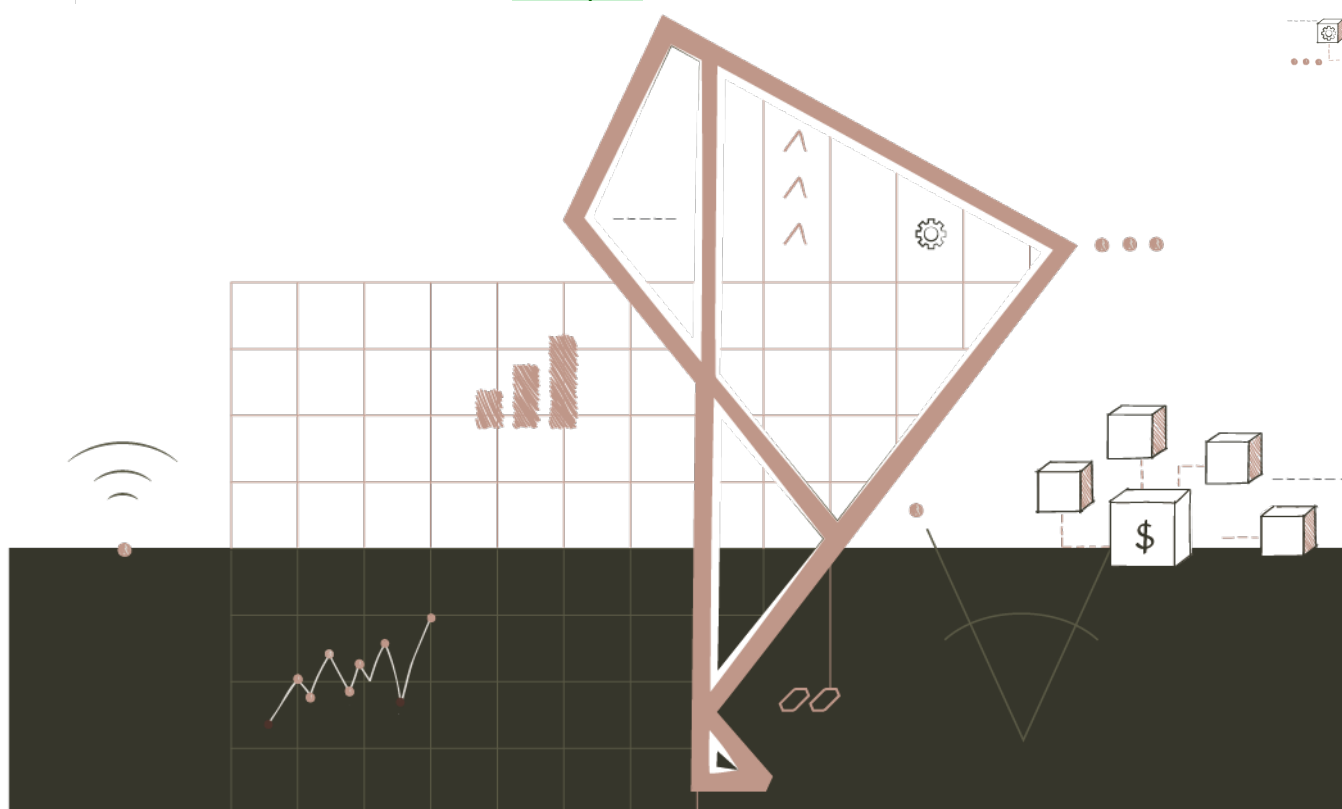
Resumen mercados internacionales^(*)

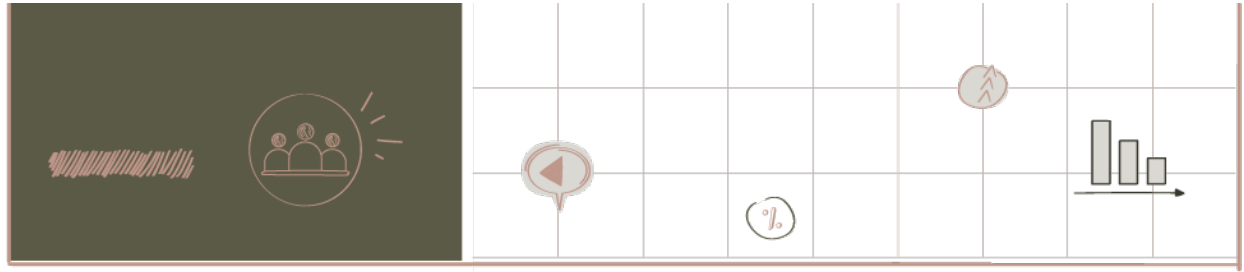
(*) cierres al jueves 28.8

Tasas EE.UU.				Precios Commodities			
		Var. Sem	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
FED	4,33%	0	0	Oro	3477,20	3,0%	32,3%
1M	4,42%	-5 pbs	2 pbs	Petróleo	64,30	1,0%	-10,3%
3M	4,26%	-1 pbs	-11 pbs	Gas Natural	2,99	10,7%	-17,8%
6M	4,04%	-4 pbs	-20 pbs	Trigo	144,17	5,0%	-3,9%
1Y	3,85%	-2 pbs	-31 pbs	Maíz	127,33	5,8%	-10,4%
10Y	4,22%	-4 pbs	-36 pbs	Soja	285,29	1,1%	5,0%

Monedas				Bolsas internacionales			
		Var. Sem	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
	1,1684	0,6%	12,3%	Dow Jones	45.636,90	0,0%	7,3%
	1,3512	0,7%	7,7%	S&P 500	6.501,86	0,5%	10,5%
	146,94	-1,0%	-6,4%	NASDAQ	21.705,16	1,0%	12,4%
	7,1301	-0,7%	-2,3%	Shenzhen	12.571,37	3,3%	20,7%
	5,4141	-0,9%	-12,4%	IBOVESPA	141.049,20	2,2%	17,3%
	1331,00	1,3%	29,1%	S&P BYMA	1997.378,72	-5,2%	-21,2%

Tasas Argentinas				Dólar oficial, futuros y financieros			
	TNA	TEA	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		853	218 pbs	CCL	1343,25	1,8%	13,1%
Caución 1d	48,04%	61,63%	1978 pbs	MEP	1341,70	1,9%	14,3%
BADLAR Priv.	58,38%	77,01%	3992 pbs	Turismo	1746,77	1,7%	30,1%
TAMAR Priv.	64,13%	86,81%	4849 pbs	BCRA	1343,67	1,7%	30,1%
TM20 Priv.	60,63%	80,69%	4360 pbs	ROFEX Dic '25	1523,50	-0,7%	20,0%
PF Personas	56,66%	73,98%	3689 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

