

POR DONDE VA ARGENTINA



El foco de la economía se desplazó esta última semana desde la dinámica de las tasas de interés hacia la evolución del tipo de cambio nominal, que en julio acumuló una suba cercana al 14%. ¿Qué explica esta dinámica y qué implicancias tiene hacia adelante?.

En primer lugar, el aumento del dólar puede interpretarse como parte de un ajuste en las expectativas del mercado. La evolución de las cuentas externas venía mostrando señales de inconsistencia, aunque el techo al tipo de cambio respaldado por un nuevo programa de endeudamiento externo con el FMI había generado una renovada apuesta al carry trade. Sin embargo, esta propia dinámica alimenta una expansión de la liquidez en pesos que tiende a revertirse por sí sola, en ausencia de un despegue de la inversión en los sectores de la economía real que generan divisas. Esa reversión comenzó semanas atrás y se aceleró con el desplome de las tasas de interés tras el vencimiento de las Letras de Liquidez Fiscal (LEFI).

El problema macroeconómico central es que la respuesta del gobierno a esta dinámica –vía suba de tasas de interés para frenar la corrida hacia el dólar– termina trasladando al fisco el costo de las inconsistencias externas. Esto debilita las condiciones para lograr una desinflación sostenida con una economía en funcionamiento normal.

En el plano fiscal, cabe señalar que el plazo promedio ponderado de la última licitación en pesos para financiar al Tesoro fue de apenas 38 días, el menor en seis años. Si se considera todo julio, el plazo promedio de colocación fue de 54 días, una caída significativa respecto a los 292 días registrados en febrero. Se trata del peor registro desde la recuperación del mercado de deuda en pesos en 2020.

Por el lado externo, el informe del balance cambiario del BCRA muestra que en junio el déficit de la cuenta de “viajes y otros pagos con tarjeta” fue de USD 863 millones, prácticamente igual al de mayo. En el primer semestre, el déficit acumulado ascendió a USD 5.364 millones, casi alcanzando el total de todo 2024 (USD 5.688 millones), a pesar del alto nivel de liquidaciones del sector agroexportador en los últimos meses.

POR DONDE VA ARGENTINA



Respecto al traslado a precios de la reciente suba del tipo de cambio, estimamos que debería ser bajo en términos relativos a la historia reciente, en un contexto en el que buena parte la actividad asociada al mercado interno aún está “fría” y en el que los precios de los granos en el mercado internacional han disminuido en las últimas semanas.

Finalmente, en el frente cambiario, se destacó esta semana que la cotización del dólar futuro para 2026 se ubicó por encima del techo de la banda cambiaria, aunque aún está por debajo para el año 2025. ¿Cómo interpretamos esto? Primero, que el gobierno buscará evitar tocar el techo cambiario antes de las elecciones, agotando de ser necesario otras herramientas como la suba de encajes bancarios –anunciada este jueves– y posibles nuevos aumentos de tasas. En caso de alcanzarse el techo, el BCRA intervendría vendiendo divisas.

Segundo, crece la probabilidad percibida por el mercado de que, tras las elecciones, se modifique el techo de la banda cambiaria. Esta visión es coherente con nuestra expectativa de que en 2025 el país podrá financiar un déficit de cuenta corriente cercano al 2% del PBI, principalmente vía endeudamiento externo, pero que 2026 será un año con mayores riesgos de inestabilidad macroeconómica y financiera, dados los desequilibrios que la economía viene acumulando.

EL TESORO PAGA CON MÁS TASA LA INCOSISTENCIA DEL RÉGIMEN MONETARIO Y EL DÓLAR ANOTÓ SU MAYOR SUBA MENSUAL DESDE EL DEBUT DE LAS BANDAS CAMBIARIAS

La licitación del Tesoro mostró los costos asociados al nuevo esquema monetario y de intervención en el mercado de futuros de dólar

En la última licitación del mes, el Tesoro no logró renovar los vencimientos de \$11,82 billones, aunque en el acumulado del mes el *roll-over* fue del 151,2% gracias a la licitación fuera de calendario efectuada el pasado 18.7 luego del vencimiento de las LEFI el 17.7.

En esta oportunidad el menú de instrumentos ofrecidos se concentró en la reapertura de 5 LECAPs con vencimiento entre mediados de agosto y octubre de 2025, la reapertura de un bono cupón cero ajustado por CER a octubre 2026 y cuatro instrumentos *dollar linked* con vencimiento entre fines de agosto y mediados de diciembre de este año.

Las tasas de corte se ubicaron entre 3,75% al 4,28% efectivo mensual (TEM) cerca de 1 p.p. promedio por encima de las últimas licitaciones de LECAPs; en los instrumentos *dollar linked* se declararon desiertas 3 de las 4 letras ofrecidas; en tanto que en el Boncer se convalidó una tasa real del 16%.

La tasa de refinanciamiento (*roll-over*) de la última licitación alcanzó el 76,3%, en tanto que el mes de julio cerró con un *roll-over* del 151,2%. Así, el Tesoro pudo volver a renovar la totalidad de sus vencimientos luego de tres trimestres consecutivos con tasas de *roll-over* menores al 100%.

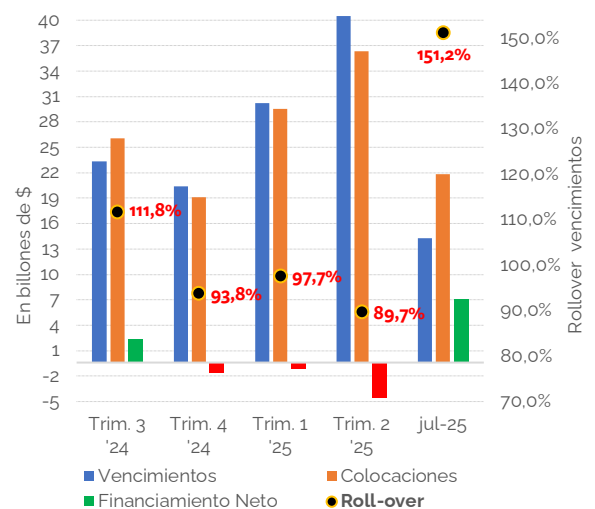
Resultados licitación Finanzas del 29.7

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 29.7						
Reap. LECAP Vto 15.08.25 (S15G5)	15/8/25	15	2.606.818	3.731.660	65,33%	41,4%
Reap. LECAP Vto 29.08.25 (S29G5)	29/8/25	29	1.613.178	2.448.804	60,54%	27,1%
Reap. LECAP Vto 12.09.25 (S12S5)	12/9/25	43	940.406	1.420.103	55,47%	15,7%
Reap. LECAP Vto 30.09.25 (S30S5)	30/9/25	61	287.075	427.997	51,26%	4,7%
Reap. BONCAP Vto 17.10.25 (T17O5)	17/10/25	78	188.717	274.442	51,21%	3,0%
Reap. LECAP Vto 31.10.25 (S31O5)	31/10/25	92	459.975	550.236	51,99%	6,1%
Reap. Bono DL Vto. 15.12.25 (TZVD5)	15/12/25	137	USD 42	53.092	5,54%	0,6%
Reap. BONCER Vto. 31.12.25 (TZXD5)	30/10/26	456	111.410	116.702	16,24%	1,3%
Totales		381	6.207.681	9.023.036		100,0%
Vencimientos				11.819.539		
Financiamiento Neto				-2.796.503		

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Vencimientos, financiamiento neto y *roll-over*

Cifras en billones de pesos y en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Cerca del 90% de los fondos obtenidos fueron adjudicados en títulos con vencimiento en los próximos 60 días, por lo que el plazo promedio ponderado de la licitación fue de apenas 38 días, el menor valor de los últimos 6 años.

Si consideramos el plazo promedio ponderado de los títulos emitidos en el mes de julio, el mismo retrocedió a los 54 días (vs 292 días en febrero), el peor registro de la serie luego de la recuperación del mercado de deuda en pesos durante el año 2020.

A la errática política de financiamiento del Tesoro en los últimos meses se sumó la falta de diseño de un esquema alternativo para administrar la liquidez excedente luego del vencimiento de las LEFI.

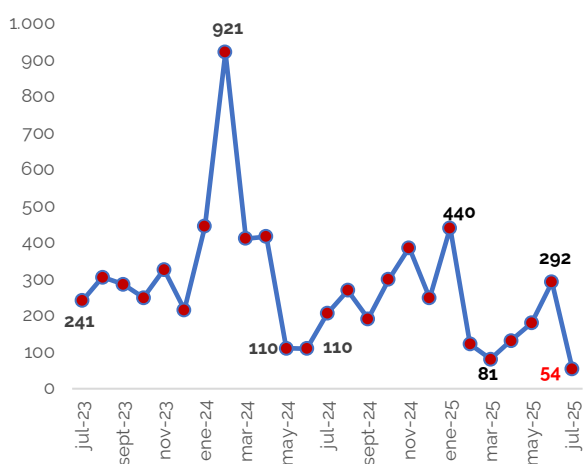
La falta de claridad sobre el nuevo esquema monetario y su consistencia con el nuevo régimen cambiario está impactando en el costo de financiamiento del Tesoro, comienza a contagiar al resto de las tasas de interés del sistema y pone en evidencia que una desaceleración adicional de la tasa de inflación será a un costo cada vez más creciente en términos de actividad y empleo.

En agosto el Tesoro afrontará vencimientos por cerca de \$38 billones, con la próxima licitación prevista para el miércoles 13.8.

El balance cambiario del BCRA en junio mostró la continuidad de la dinámica negativa de la cuenta corriente cambiaria y de la mayor formación de activos externos del sector privado luego del levantamiento parcial del cepo cambiario

Durante el mes de junio el balance cambiario revirtió su déficit luego de 12 meses y registró un

Plazo promedio ponderado de los títulos emitidos, en días



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

superávit de USD2.158 millones gracias al decisivo aporte del sector agroexportador.

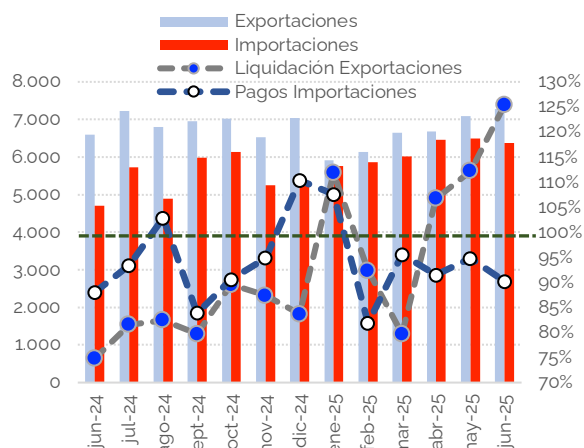
Observando la cuenta corriente cambiaria continuó la normalización de los pagos de importaciones (90% en el mes y 94% en el acumulado 2025) al tiempo que se reflejó con particular intensidad el impacto del régimen de baja transitorio de retenciones que vencía el 30.6, que hizo que las liquidaciones de las exportaciones sumen USD9.121 millones (125,4%) y superen al valor de las exportaciones registradas en la balanza comercial del INDEC (USD7.275 millones). El valor de las liquidaciones en junio fue el segundo mayor registro desde la implementación del "dólar soja I" que en septiembre de 2022 alcanzó liquidaciones por USD12.891 millones.

En tanto, según el informe del balance cambiario del B.C.R.A., en junio se mantuvo el déficit de la "cuenta de viajes y otros pagos con tarjeta" al sumar USD863 millones (vs USD889 en mayo) y en el primer semestre del año el déficit acumuló USD5.364 millones, cifra que casi iguala el valor de todo el año 2024 (USD5.688 millones).

Los datos divulgados esta semana por el INDEC (Encuesta de Turismo Internacional) permiten anticipar un mes de julio donde se ampliará el déficit, por lo que el año 2025 podría alcanzar los niveles máximos de los años 2018 (USD8.008 millones) y 2019 (USD10.709 millones).

En tanto, en junio se volvió a destacar el aumento en la formación de activos externos netos del sector privado, al totalizar USD4.051 millones. Desde la salida del cepo, en abril pasado, totalizaron unos USD9.298 millones, el mayor registro desde el bimestre septiembre-octubre de 2019.

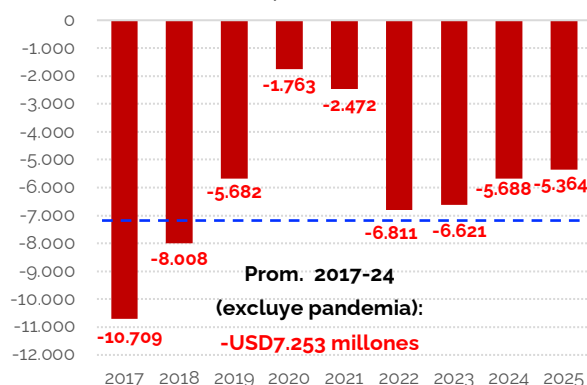
Liquidación de exportaciones y pagos de importaciones en MULC vs ICA



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

Déficit viajes y otros pagos con tarjeta

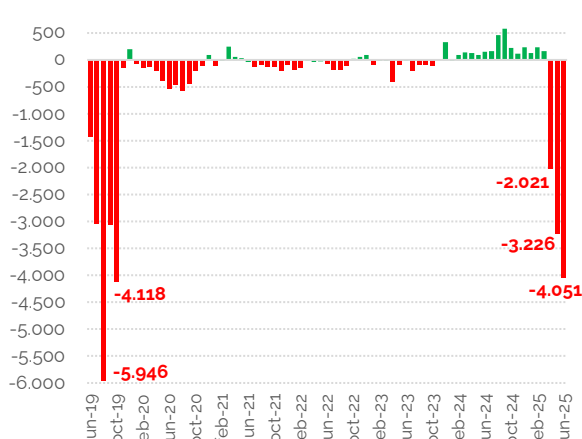
Datos acumulados por año, en mill. de USD



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

Formación de activos externos netos del sector privado no financiero

Total por mes, en millones de USD



En tanto, la cuenta financiera volvió a mostrar un superávit, esta vez de USD745 millones luego del déficit de USD2.054 millones del mes previo, explicado por el saldo positivo de USD3.214 aportado por la cuenta “Gobierno general y BCRA” que reflejó las colocaciones del Bonte 2030 y el nuevo REPO del B.C.R.A.

De este modo, en el acumulado del primer semestre de 2025, el déficit de la cuenta corriente cambiaria (USD2.670 millones) fue “financiado” por el superávit (producto de endeudamientos netos con el exterior y el aporte del FMI) de la cuenta financiera por USD11.237 millones.

Contrario a la narrativa oficial, la inversión directa de no residentes acumuló en el semestre un déficit de USD1.525 millones, por lo que la mayor necesidad de dólares de la economía se está cubriendo con endeudamiento externo, incrementando los riesgos de sostenibilidad en el mediano plazo y de reversión abrupta de estos flujos ante cambio en las condiciones locales o internacionales.

En el año 2025 se proyecta un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos cercano al 2% del PIB, cifra que podrá ser financiada, pero 2026 comienza a volverse más desafiante.

Julio con récord de liquidaciones, pero con marcada desaceleración en la última semana a pesar de la nueva baja definitiva de retenciones a los principales cultivos

Con datos al 30.7, Las liquidaciones del sector agroexportador acumulan en julio USD4.039 millones y suben 9% respecto al mes previo y 54% respecto a igual mes de 2024. En tanto, respecto al promedio 2014-24 el alza se acelera al 58,6%.

Balance cambiario B.C.R.A.

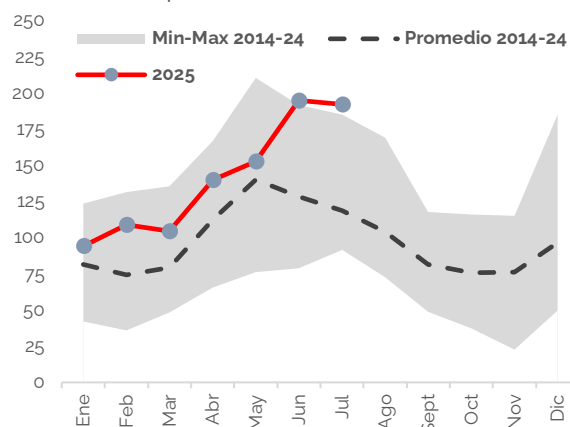
En millones de USD

	2023	2024	Ene-Junio
(A) Cuenta Corriente Cambiaria (A)=(1)+(2)	-3.581	1.707	-2.670
(1) Bienes y Servicios	6.290	13.802	1.371
(2) Intereses y Utilidades	-9.872	-12.095	-4.041
(2.1) Intereses netos	-9.534	-11.850	-3.969
Ingresos	827	965	585
Egresos	10.361	12.815	4.554
FMI	3.017	3.098	1.206
Bilaterales y otros Organismos	2.166	2.288	1.044
Otros Sector Público	2.072	4.269	701
Otros pagos de intereses	3.106	3.160	1.604
(B) Cuenta Capital cambiaria	12	68	53
(C) Cuenta Financiera total	-18.106	4.302	11.237
IED y Portafolio	919	12	-1.780
Préstamos	-5.373	5.513	7.450
FMI	-5.079	927	12.396
OOII	1.134	-2.018	4.148
FAE	-724	2.360	-8.767
Resto	-8.983	-2.493	-2.211
(D) Variación de Reservas Internacionales (D)= (A) + (B) + (C)	-21.675	6.077	8.620

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

Liquidación de divisas agroexportadores

Totales por mes, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

Sin embargo, al analizar la evolución de las liquidaciones en base semanal se observa una **alta volatilidad**: mientras que en las primeras dos semanas del mes promediaron USD268,7 millones, en los últimos cinco días promediaron los USD50,2 millones.

En las próximas jornadas será **clave monitorear el nuevo nivel en el que se estabilizan las liquidaciones** luego de la rebaja definitiva de las retenciones a los principales cultivos (reducción promedio de 20% en las alícuotas) dado que una menor oferta podría acrecentar las recientes tensiones en el mercado de cambios.

Aceleración del tipo de cambio oficial y de los contratos de futuros de dólar

El tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a \$1.351,83 y registró su mayor suba diaria (4,5%) desde el pasado 24.4 (4,8%). En el mes acumuló una suba del 13,2% en el mes y un alza del 25,4% desde el abandono del antiguo esquema de *crawl* al 1% mensual (11.4).

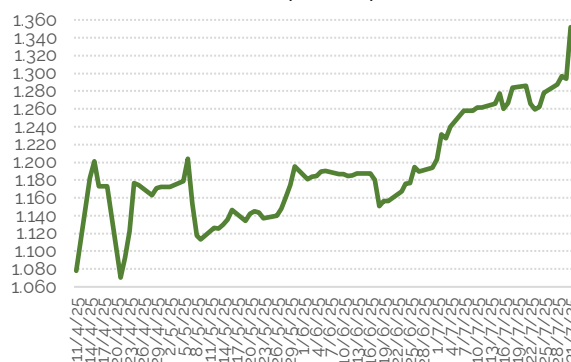
La volatilidad de las tasas de corto plazo terminó impactando sobre el tipo de cambio, a pesar de una activa intervención del B.C.R.A. en el mercado de futuros que no logró ser eficaz para suavizar estos movimientos (suba del 7,1% en apenas cinco jornadas).

Por primera vez desde el debut del nuevo régimen cambiario, las bandas cambiarias fueron “quebradas” en los precios de los contratos de futuro dólar.

En este sentido, todos los contratos con vencimiento desde enero de 2026 cotizan por encima de la banda superior, lo que implica que el mercado anticipa un deslizamiento cambiario superior al 1% mensual al que se ajusta la misma.

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

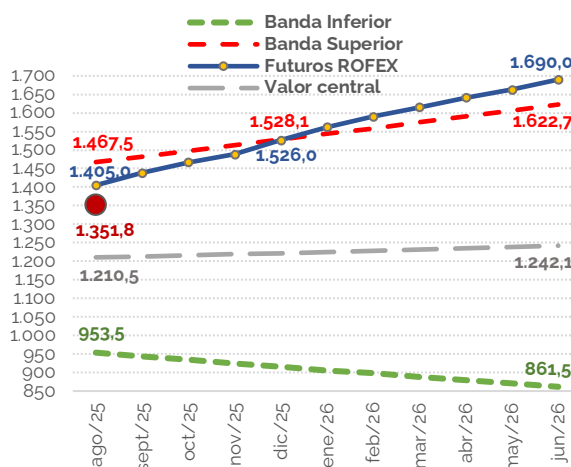
Datos diarios, pesos por USD



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

Bandas cambiarias y futuros ROFEX.

Valores a fin de mes, en \$



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

Acuerdo a nivel staff con el FMI aprobado por el Directorio y próximo desembolso para cubrir vencimiento de intereses

Luego de que el pasado jueves 24.7 el staff técnico del FMI alcanzara un acuerdo con las autoridades argentinas y que ayer jueves 31.7 lo aprobase el directorio del FMI, en el marco de la primera revisión del acuerdo celebrado el pasado 12.4, se espera el desembolso por DEG1.529 millones (USD2.081 millones) que permitirá cubrir el vencimiento del próximo viernes 1.8 por DEG612 millones (USD833 millones). En noviembre próximo vence un monto similar de intereses.

A partir del año 2027 los vencimientos con el FMI superarán los montos pendientes de desembolsos del acuerdo EFF 2025.

La FED mantuvo sin cambios su tasa de política a pesar de las presiones de Trump

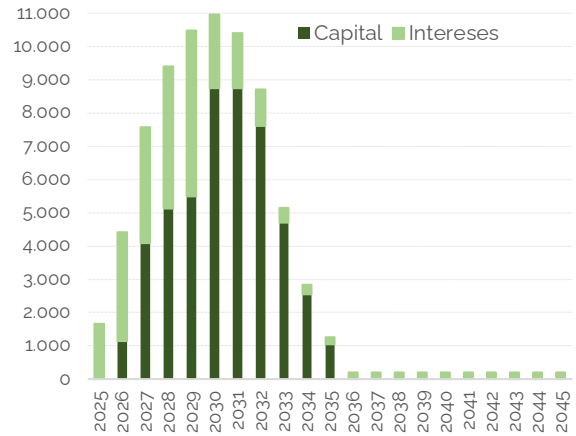
Como se anticipaba, la FED decidió mantener sin cambios su tasa de política (4,25/50%) y Powell afirmó que “a mí y a casi todo el comité nos parece que la economía no está funcionando como si una política restrictiva la estuviera frenando de forma inapropiada”.

Este tono repercutió en las expectativas de recorte de tasas para la próxima reunión del 17.9: bajaron desde el 58% la semana previa al actual 41%.

Esto implica un dólar más fortalecido y tasas altas por mayor tiempo, algo que repercutirá en el costo financiero de las empresas argentinas y la tasa de interés que aplica a la deuda con el FMI.

Perfil de vencimientos con el FMI

Datos por año, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a FMI

Probabilidades nivel de tasa de la FED

Agrupadas por nivel de tasa y fecha de la reunión

MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
17/9/2025	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	41.02 %	58.98 %
29/10/2025	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	79.50 %	20.50 %
10/12/2025	0.00 %	0.00 %	0.00 %	40.07 %	59.93 %	0.00 %
28/1/2026	0.00 %	0.00 %	0.00 %	75.50 %	24.50 %	0.00 %
18/3/2026	0.00 %	0.00 %	26.47 %	73.53 %	0.00 %	0.00 %
29/4/2026	0.00 %	0.00 %	57.50 %	42.50 %	0.00 %	0.00 %
17/6/2026	0.00 %	20.88 %	79.12 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
29/7/2026	0.00 %	61.50 %	38.50 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
16/9/2026	5.04 %	94.96 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
28/10/2026	30.50 %	69.50 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
9/12/2026	61.50 %	38.50 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %

FUENTE: @SuramericanaV en base a CME Watch Tool

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

(*) cierres al jueves 31.7

Tasas EE.UU.				Precios Commodities			
		Var. Sem	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
FED	4.33%	0	0	Oro	3.343,50	0,3%	27,2%
1M	4.49%	12 pbs	9 pbs	Petróleo	69,37	6,5%	-3,3%
3M	4.41%	-1 pbs	4 pbs	Gas Natural	3,10	-0,2%	-14,6%
6M	4.31%	-1 pbs	7 pbs	Trigo	142,61	-2,6%	-5,0%
1Y	4.10%	0	-6 pbs	Maíz	128,26	3,6%	-9,8%
10Y	4.37%	-6 pbs	-21 pbs	Soja	269,50	-0,9%	-0,8%
Monedas				Bolsas internacionales			
		Var. Sem	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
	1,1413	-2,9%	9,7%	Dow Jones	44.130,98	-1,7%	3,7%
	1,3202	-2,3%	5,2%	S&P 500	6.339,39	-0,8%	7,8%
	150,82	2,6%	-3,9%	NASDAQ	21.122,45	0,1%	9,4%
	7,2002	0,7%	-1,3%	Shenzhen	11.009,77	-1,4%	5,7%
	5,5996	1,4%	-9,4%	IBOVESPA	133.071,05	-0,3%	10,6%
	1369,00	7,5%	32,8%	S&P BYMA	2.319.510,48	5,6%	-8,5%
Tasas Argentinas				Dólar oficial, futuros y financieros			
	TNA	TEA	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		716	81 pbs	CCL	1.359,48	6,0%	14,5%
Caución 1d	31,32%	36,76%	-508 pbs	MEP	1.356,84	6,0%	15,6%
BADLAR Priv.	35,44%	41,86%	476 pbs	Turismo	1.757,38	5,8%	30,9%
TAMAR Priv.	38,00%	45,38%	706 pbs	BCRA	1.351,83	5,8%	30,9%
TM20 Priv.	36,31%	43,02%	593 pbs	ROFEX Dic '25	1.526,00	4,5%	20,2%
PF Personas	36,14%	42,77%	568 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.