

INFORME SEMANAL

Semana #29/2025 | 18 de julio de 2025 | Tiempo de lectura: 22m

1/ DISASTER CLASS

Cada semana que pasa, la placa de “sin intervención”, que publica diariamente el BCRA, queda más limitada. Esta semana, a la venta de dólar futuro (que crece exponencialmente) se suma la venta de LECAP en el secundario para absorber pesos y la reintroducción de los pasivos pasivos (pasivos remunerados eliminados a mitad del año pasado), además de una Licitación “de emergencia”, todo en pos de contener la escalada del tipo de cambio.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC

Semanas atrás, advertimos que el entorno de **menos dólares (que se inaugura formalmente recién la próxima semana) y más pesos (que se inauguró la semana pasada con la torpe eliminación de las LEFI)** probablemente llevaría a un alza en la cotización del tipo de cambio, que por otro lado resulta lógica en el marco del déficit creciente de la cuenta corriente. En efecto, **desde el 18 de junio el dólar oficial acumula un incremento del 12%**, y si tomamos la fecha de salida del cepo el 11 de abril el mismo llega hasta el 19%, lejos de la apreciación a la que “inevitablemente” iba a llevar el modelo según el equipo económico.

Esta suba se aceleró desde el viernes pasado, cuando se liquidaron las Letras Fiscales de Liquidez (LEFI). Recordemos que las mismas son un pasivo del Tesoro pero administrado por el BCRA, que nacieron para reemplazar a los Pasivos Remunerados

EN DOS MINUTOS

1/ Disaster class

Intervención en el dólar futuro, torpe eliminación de las LEFI, licitación de emergencia a pedido de los bancos convalidando tasas de casi 50%, reintroducción de pasivos remunerados que se pagan con emisión monetaria a tasas por encima de lo que se venía pagando, el Tesoro comprando en bloque dólares a \$1.270 mientras declara que se rehúsa a hacerlo a \$1.000. En, tal vez, la peor semana del equipo económico sorprendió su impericia en la materia en la que más se jacta de dominar: el manejo de los mercados. El cartel de “sin intervención” que publica todos los días el BCRA, cada vez más deslucido.

2/ Re-acomodando lo áspero

Durante junio los precios relativos al interior del IPC volvieron a “corregirse” luego del “desacomodamiento” autoinfligido en los últimos meses. Las tarifas crecieron por encima de los demás rubros del IPC y el costo de esa jugada fue muy bajo, apenas 1,6% de inflación. La estrategia pendular (pisar dólares o pisar tarifas o, lo que es lo mismo, empeorar las cuentas externas o desanclar el gasto) enfrenta un gran desafío en julio con el dólar cada vez más cerca de la banda superior.

3/ Superávit con anabólicos

Ante magros ingresos fiscales, el abultado resultado fiscal de junio se apuntaló una vez más en el recorte de los gastos de capital (obra pública) y los subsidios. El aumento de las transferencias a universidades y provincias esconde bajas bases de comparación, sueldos y aguinaldos de docentes “pateados” al mes de julio y fondos transferidos a la Ciudad de Buenos Aires por el traspaso de la policía.

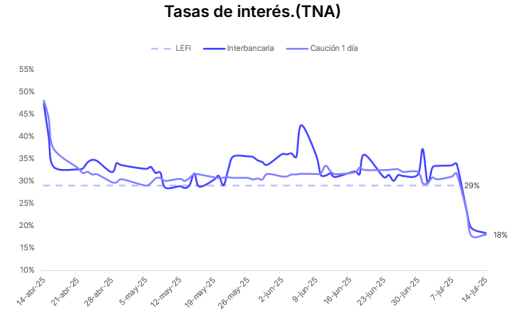
(ex-LEBAC, ex-LELIQ, ex-Pases). Las LEFI funcionaban también como un pasivo a un día, sólo que sus intereses corren a cargo del Tesoro, no del BCRA (al menos formalmente, ya que recordemos que el Tesoro se fondeó en mayo con “utilidades del BCRA”, **todos los caminos conducen a Roma**).

Al momento de su eliminación, **los bancos aún eran tenedores de \$9 billones de pesos colocados en LEFI, que al no disponer de otro instrumento público de cortísimo plazo se volcaron a caución** (préstamos privados a un día) y préstamos interbancarios, reduciendo las mismas a niveles inferiores al 20%. **Esto puede impactar en el mercado cambiario en varias direcciones:** por un lado, al cobrar menos tasa, **los bancos reducen la tasa de los plazo fijos, incentivando a los ahorristas a volcarse al dólar.** Por otro lado, **los inversores en el mercado financiero se ven tentados de tomar caución a bajo costo y comprar instrumentos en dólares.**

Ante esta situación, **la primera reacción del Gobierno fue vender LECAP a un mes desde el BCRA** (la S15G5 que vence a mitad de agosto) para absorber pesos e intentar forzar arriba las tasas. El día 11 de julio el volumen operado de dicha letra saltó de 96 mil millones de Valor Nominal hasta 426 mil millones (344% de aumento). Como no fue suficiente, el Tesoro decidió convocar a una **licitación de emergencia para el día jueves, ofreciendo más LECAP cortas (la diferencia entre ofrecerlas el BCRA y el Tesoro, es que el primero elimina los pesos, mientras que el Tesoro los guarda en su cuenta para futuras operaciones de deuda.**

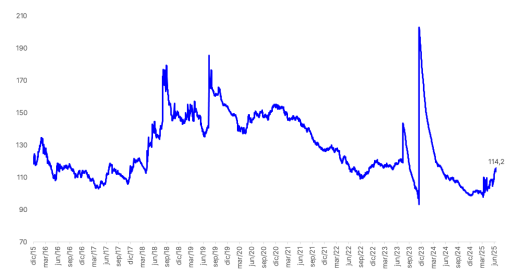
Siendo insuficiente para frenar una corrida que acercaba al dólar al valor de \$1.300, **el Gobierno tomó otra medida de emergencia: la reintroducción de los Pasivos Remunerados del BCRA**, que habían sido erradicados al crearse las LEFI, como mencionamos. En este caso **se tomaron pases pasivos a un día, primero a una tasa del 29%, pero que luego llegó a rozar el 40%, ante la desesperación por “secar la plaza”.** Esta medida podría ser transitoria hasta normalizar la situación post-LEFI o podría mantenerse, lo cual generaría un gran daño en la credibilidad del programa, dado que los Pases Pasivos se remuneran con emisión monetaria pura.

Para coronar una maniobra muy desprolija, **en la licitación del miércoles, supuestamente solicitada por los bancos, el Tesoro convalidó tasas astronómicas para las letras, hasta casi un 48%.** Es decir, **si el problema es el “exceso de pesos” que generó el final de las LEFI ¿por qué para absorberlos el Tesoro debe pagar tasas mayores a una semana atrás?** La respuesta es que **sobran pesos para ir al dólar, faltan pesos para hacer carry.** Se exige una tasa superior al 3% mensual con una inflación del 1,6% debido a las expectativas de que el tipo de cambio siga su curso ascendente, con el fin de la liquidación la próxima semana. **Si nos basamos en el tipo de cambio real multilateral, si bien ha**



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Tipo de cambio real multilateral. Base: 10/12/2023=100..



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

recuperado terreno, se encuentra muy por debajo de los niveles de "equilibrio" del pasado.

Como si estas maniobras fueran poco, el día miércoles trascendió que el Gobierno habría efectuado una compra por 500 millones de dólares. Resulta bastante curioso que el Tesoro salga a comprar con fuerza a un precio de \$1.270 cuando se rehusaba a hacerlo debajo de los \$1.100, y además en medio de una corrida cambiaria. Sin mencionar que la compra de dólares inyecta pesos en la economía, al mismo tiempo que intenta reducirlos pagando tasas cercanas al 50% anual. Es decir, el principal desarmador de carry trade hoy es el propio Gobierno, tomando deuda a tasas astronómicas y comprando dólares cerca de la banda superior.

Una jugada difícil de entender, salvo que exista una presión decisiva del FMI. Vale recordar que aún no hay noticias de la aprobación del desembolso de 2.000 millones, que debía efectuarse el mes pasado.

2/ RE-ACOMODANDO LO ÁSPERO

La inflación del mes de junio se ubicó muy cerca al número obtenido en mayo, en este caso con un 1,6% para el nivel general, que se compone de 1,7% núcleo, -0,2% estacionales y 2,2% regulados. Se trata de un buen dato en comparación al Relevamiento de Expectativas del BCRA, que esperaba un 1,8%. Es el primer dato desde enero donde regulados volvieron a estar por encima de la núcleo, marcando cierta corrección de precios relativos que estaban volviendo a retrasarse. La variación interanual cae ahora hasta el 39,4%.

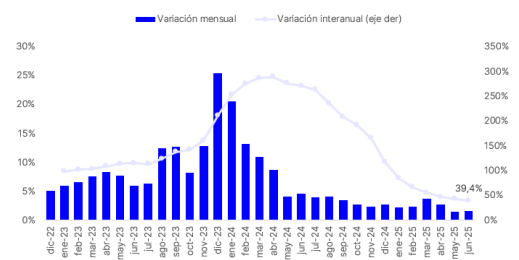
El Gobierno ha mostrado prestancia en su capacidad para administrar tipo de cambio y tarifas, de manera que la suba de tarifas del año pasado se moderó con el tipo de cambio y la suba del dólar post-salida del cepo se moderó con tarifas pisadas.

Resulta un desafío clave ver qué sucede en julio, dado que el tipo de cambio está mostrando nuevamente un movimiento fuerte al alza.

Es preciso mencionar el riesgo que tiene esta estrategia. Cuando el Gobierno refuerza el ancla fiscal se acumulan desequilibrios en el frente externo (aumenta tarifas, pisa el dólar con intervención). Si ante un segundo semestre de mayor volatilidad cambiaria decide volver a retrasar las correcciones tarifarias, en línea como viene haciendo, podría tener impacto en el frente fiscal. Es decir, esta estrategia de control de la inflación pendular tiene como reflejo la posibilidad de generar doble desequilibrio.

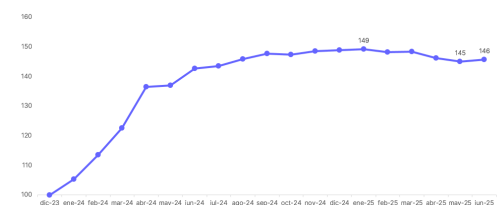
Por el lado de la dinámica de bienes y servicios, los primeros nuevamente se encontraron fuertemente por debajo del índice general, como viene siendo la regla luego de la mega devaluación de diciembre de 2023. De esta manera, la relación entre ambos se

Índice de Precios al Consumidor.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Precios regulados sobre inflación núcleo. Base: Diciembre 2023 = 100.

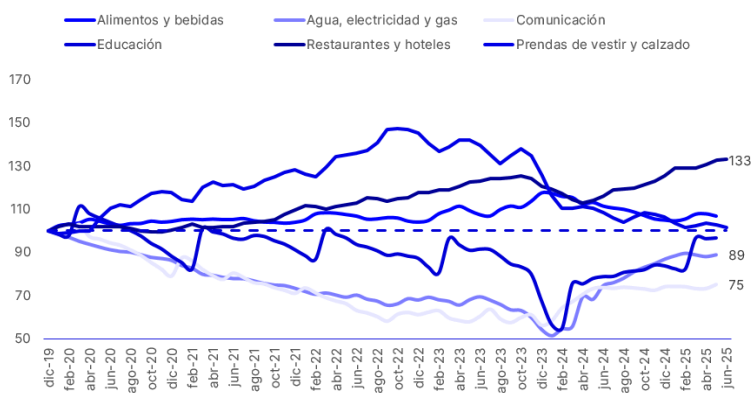


Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

encuentra casi en los mismo niveles a diciembre de 2019. Sin embargo, **la inercia dentro de los servicios hace suponer que los mismos se ubicarán en un nivel más alto a los bienes.**

La dinámica de los servicios en gran medida se ve motorizados por restaurantes y hoteles que es el rubro que ha mostrado más vigor en esta etapa (+33% que el nivel general de precios respecto a 2019). Por su parte, educación corrigió casi todo su desequilibrio luego de marzo, mientras que los más atrasados respecto a 2019 continúan siendo tarifas (-11%) y comunicación (-25%), ambos **precios regulados indicando que, si bien se continúan "acomodando", resta todavía un tramo para su corrección.**

Índice de Precios al Consumidor (IPC). Precios relativos por rubros, respecto al nivel general de precios. Base diciembre 2019 = 100



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC

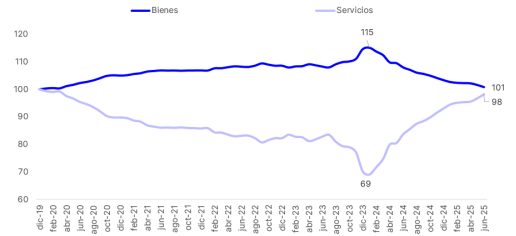
3/ SUPERÁVIT CON ANABÓLICOS

En junio, el Gobierno Nacional registró un **superávit primario superior a los \$790 mil millones y aproximadamente \$551 mil millones en el resultado financiero.** Este desempeño se explica por un crecimiento del **1,5% en los ingresos totales en términos reales anuales, frente a un aumento de sólo el 0,6% en los gastos,** en comparación con junio de 2024, mes en el que ambos indicadores habían experimentado una fuerte caída.

Destacan los recursos tributarios, que crecieron un 1,9%, superando la tendencia general, mientras que **los gastos de capital retrocedieron casi un -30% anual,** en sintonía con una política deliberadamente ausente del Gobierno Nacional en materia de infraestructura.

En junio, el Gobierno Nacional registró un **superávit primario superior a los \$790 mil millones y aproximadamente \$551 mil millones en el resultado financiero.** Este desempeño se explica por un crecimiento del **1,5% en los ingresos totales en términos reales anuales, frente a un aumento de sólo el 0,6% en los gastos,** en comparación con junio de 2024, mes en el que ambos indicadores habían experimentado una fuerte caída.

Índice de Precios al Consumidor (IPC). Precios relativos bienes y servicios. Base diciembre 2019 = 100



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

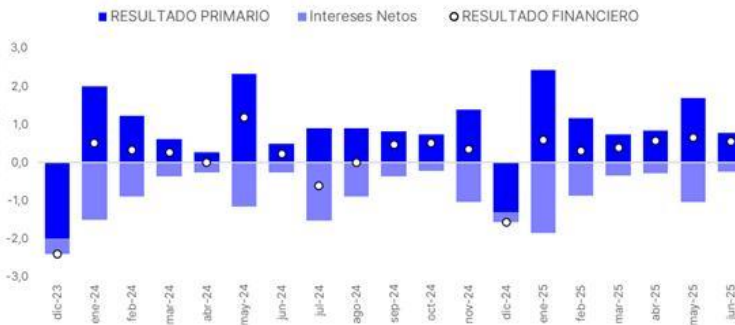
Ingresos y gastos del Sector Público Nacional. Junio de 2025. En millones de pesos

Descripción	jun-25	Variación real anual
Ingresos totales	11.583.223	1,5%
Tributarios	10.830.062	1,9%
Rentas de la propiedad	325.375	-26,6%
Otros ingresos corrientes	385.403	15,4%
Ingresos de capital	42.383	121497,4%
Gastos primarios	10.792.690	0,6%
Gastos corrientes	10.556.478	1,6%
Gastos de capital	236.212	-29,9%
Resultado primario	790.533	16,1%
Intereses pagados	239.299	-31,4%
Resultado financiero	551.234	66,0%

Fuente: Vectorial, a partir de datos de MECON en INDEC.

Destacan los recursos tributarios, que crecieron un 1,9%, superando la tendencia general, mientras que **los gastos de capital retrocedieron casi un -30% anual**, en sintonía con una política deliberadamente ausente del Gobierno Nacional en materia de infraestructura.

Resultado fiscal. En billones de pesos.



Fuente: Vectorial, a partir de datos de MECON

Aunque el resultado primario de junio fue mejor que el del mismo mes del año anterior, se ubica como el segundo más bajo del año, solo superado por el de marzo. Cabe destacar que **el pago de transferencias a las universidades, que incluyen los aguinaldos de los trabajadores, se realizó en su mayoría en julio, por lo que no fue contabilizado en junio**. Según la ejecución presupuestaria nacional, los salarios pagados en julio ascendieron a \$444 mil millones, lo que **habría reducido el superávit primario de junio a \$346 mil millones, el más bajo de la gestión actual**, excluyendo los meses de diciembre de 2023 y 2024, que tradicionalmente registran mayores erogaciones.

No obstante esto, **la meta fiscal pactada con el FMI para el mes de septiembre parece ciertamente alcanzable**. Más allá de que julio es un mes donde el resultado financiero sería adverso por el pago de cupones de bonos soberanos, es importante recordar que el objetivo planteado es vía resultado primario, el cual excluye estos pagos.

Volviendo a los ingresos fiscales, **la recaudación tributaria creció un 1,9% en términos reales anuales**. El impuesto a las Ganancias registró una caída del -29,1%, atribuible a la reducción en los anticipos de sociedades tras la modificación de su régimen, que bajó la alícuota del primer anticipo del 25% al 11,1%. Además, en 2024 hubo un incremento extraordinario en el impuesto del sector financiero, que no se repitió este año.

Respecto a las subas de mayor resonancia, **los derechos de exportación mostraron un notable crecimiento debido al vencimiento de la baja de retenciones, lo que incentivó la liquidación de divisas** del sector agropecuario. Los derechos de importación también aumentaron, impulsados por el mayor volumen de compras al exterior.

Esquema de metas del superávit fiscal primario con el FMI. En billones de pesos.



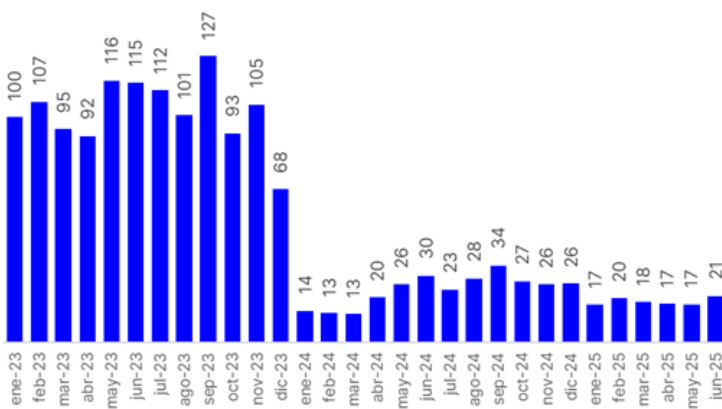
Fuente: Vectorial, a partir de datos de MECON y FMI.

Por último, en **bienes personales**, el gran incremento real de **160,5%** se debe también a la prórroga del vencimiento de personas humanas hacia agosto y septiembre durante 2024, lo cual disminuyó la base de comparación. A esto se le suma que en junio de 2025 se venció el saldo restante del Régimen especial de ingreso del Impuesto sobre los Bienes Personales (25%) por los bienes regularizados en la fase 3.

Con respecto a los gastos, **los subsidios económicos continúan en caída libre, con una baja del -28,4%** en línea con la política del Gobierno Nacional de reducir esta partida. **Las prestaciones sociales solamente anotan una suba real del 2,2%**, la más baja del año. Por último, **las transferencias a universidades y provincias si bien parecen tener un crecimiento formidable, en ambos casos esconden particularidades que le quitan potencia al número**. En relación a las transferencias a las **universidades públicas, tanto durante este año como en el 2024, los salarios y aguinaldos fueron pagados durante julio, por lo cual las bases de comparación en ambos casos son bajísimas** y poco representativas de las necesidades del sector. En el segundo caso, las **provincias, tienen un fuerte incremento debido a los fondos transferidos a la Ciudad de Buenos Aires por el traspaso de la policía**. Por ende la base de comparación en este caso no sería una referencia válida.

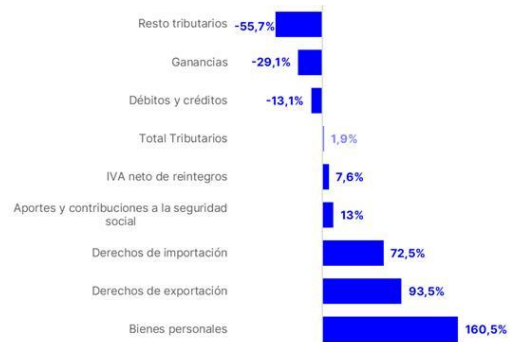
La estrategia del Gobierno Nacional para mantener a raya el apartado fiscal, dado que buena parte del gasto está actualmente indexado (los haberes jubilatorios se actualizan respecto a la inflación con dos meses de lag desde julio del 2024), es **ajustar fuertemente en subsidios económicos y también en otros programas sociales, los cuales no tienen una fórmula de actualización tan definida como las jubilaciones y pensiones**. Si se observa un esfuerzo importante en fortalecer la asignación universal para la protección social, algo que junto con el sendero de desinflación, puede explicar parte de la reducción de la pobreza.

Gasto de capital en pesos constantes. Índice base enero 2023 = 100.



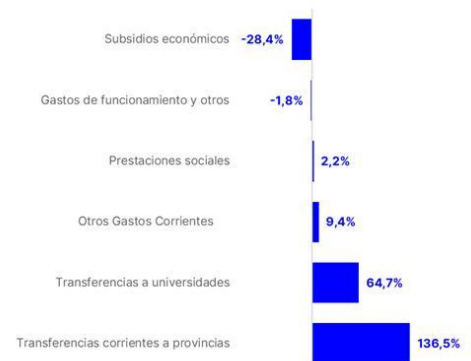
Fuente: Vectorial, a partir de datos de MECON e INDEC

Ingresos tributarios. Junio 2025. Variación anual en términos reales.



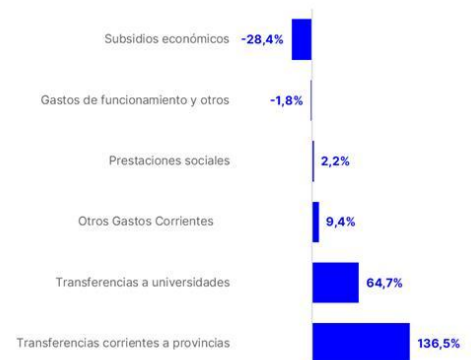
Fuente: Vectorial, a partir de datos de MECON e INDEC.

Gasto corriente. Junio 2025. Variación anual en términos reales.



Fuente: Vectorial, a partir de datos de MECON e INDEC.

Gasto en prestaciones sociales. Junio 2025. Variación anual en términos reales.

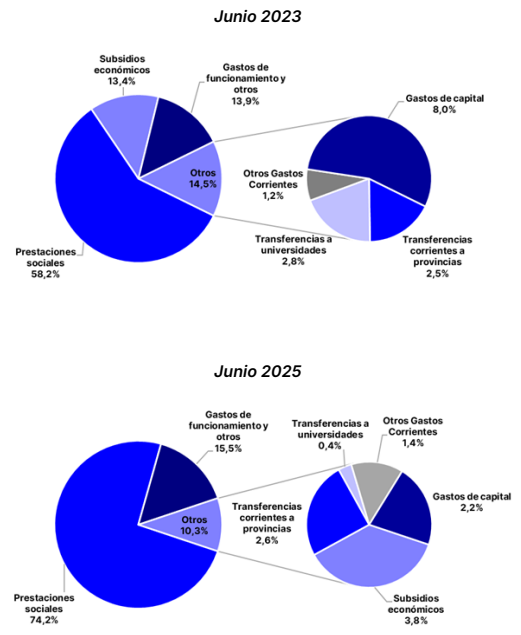


Fuente: Vectorial, a partir de datos de MECON e INDEC.

Para finalizar, el retiro del Gobierno Nacional de la inversión en infraestructura ya lleva 18 meses sin tregua. En junio, de cada 100 pesos que el gobierno destinaba en enero de 2023, se gastaron solamente 21, en términos reales. Desde abril de este año, el Gobierno ha decidido recortar aún más los bajísimos niveles de gasto de capital respecto de un 2024 que parecía ser el umbral inferior. Si se hubiera mantenido constante esta variable, el superávit primario se hubiera reducido en más \$100 mil millones.

Todos estos movimientos en el gasto terminan por configurar un incremento y protagonismo, casi excluyente a esta altura, del gasto en prestaciones sociales y un retiro claro del Gobierno en el resto de las funciones.

Composición del gasto en % del total.



Fuente: Vectorial, a partir de datos de MECON.