

INFORME SEMANAL

Semana #30/2025 | 25 de julio de 2025 | Tiempo de lectura: 15m

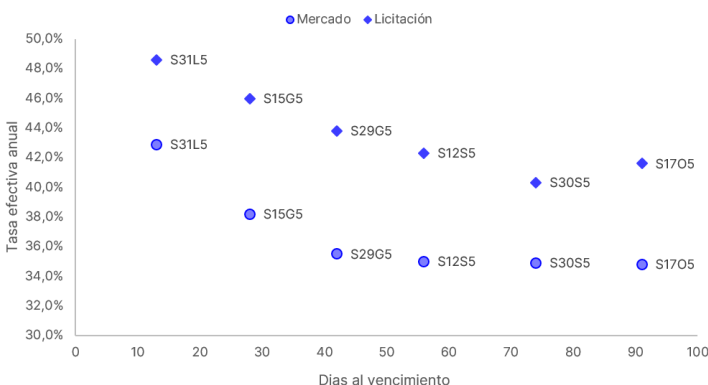
1/ LA SEMANA QUE VIVIMOS EN PELIGRO

La decisión del Gobierno de **profundizar el esquema de control de agregados monetarios y tasas endógenas**, en el marco de un modelo económico con profundos desequilibrios que pretenden resolverse mediante estrategia financiera, podría **poner en el peligro los logros conseguidos en materia de baja de inflación y recuperación de algunos sectores en la actividad**.

La semana pasada el Tesoro llevó adelante su **licitación de emergencia, donde absorbió \$4,7 billones de los pesos** que quedaron sin destino luego de la eliminación de las Letras Fiscales de Liquidez (LEFI). Hubo una intención en dicha Licitación por no solamente regular el nivel de liquidez excedente, sino utilizarla como una **herramienta para calmar al mercado cambiario**.

Esa intención se expresó en los **niveles de "premio" ofrecidos en las tasas, que fueron mucho más altas a las vigentes en el mercado**. En el caso de la letra más corta, la S31L5 con vencimiento a fin de julio, se comerciaba a una tasa de 42,9% (TEA) media hora antes del cierre de mercado y en la Licitación se pagó 48,6%.

Tasas de la Licitación del 16 de julio versus tasas de mercado (TEA)



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del mercado.

Esta **absorción de pesos desmedida** logró frenar momentáneamente la divisa, pero **no fue gratuita**. La falta de liquidez durante las jornadas del viernes, lunes y martes se hicieron sentir con fuerza. Toda **la curva pesos se desplomó y las tasa de caución a un**

EN DOS MINUTOS

1/ La semana que vivimos en peligro

La aprobación de la primera revisión del acuerdo con el FMI (pese al incumplimiento de metas y sin waiver de por medio) no pudo llegar en un mejor momento. El desmanejo financiero de los últimos días pareciera haber concluido y el tipo de cambio se alejó de la banda superior. Aún así, las tasas de interés quedaron muy elevadas y probablemente impacten en menor apetito por el crédito. El tipo de cambio multilateral mejora, sobre todo, por Brasil que mantiene al Real en mínimos. Las reservas del BCRA comienzan a crecer mayormente por endeudamiento con organismos y en menor medida por compras que realiza el Tesoro por fuera del mercado de cambios. El proceso electoral, sin embargo, amenaza la tensa calma.

2/ Golpeando las puertas del segundo semestre

Las "buenas" noticias en los mercados financieros contrastan con una economía real que no termina de despegar. En mayo, la actividad económica cayó por tercera vez en el año y el crecimiento acumulado es de apenas +0,7%. Pese a Vaca Muerta el saldo comercial es muy inferior al registrado el año pasado si bien en junio mostró un leve aumento y las ventas en supermercados muestran su primera caída en el año. La combinación de un consumo rezagado, un crecimiento sostenido de las importaciones y la posibilidad de un retroceso del crédito (por tasas de interés más elevadas) configura un panorama complejo para la actividad económica en lo que resta del año.

día (préstamo entre participantes del mercado) llegaron a tocar el 80%.

Esta suba abrupta de tasas repercute directamente en la economía real debido a que vuelve mucho más caro el financiamiento para las empresas, en particular las PYME. Por ejemplo, el costo de adelantos ascendió al 86%, poniendo en serio riesgo la cadena de pago. Pisar el dólar con tasas astronómicas tendría consecuencias mucho más negativas en la actividad a lo que hemos visto hasta ahora.

A partir del miércoles se vio mayor inyección de liquidez en el sistema, si bien el Gobierno niega haber intervenido desde el BCRA o el Tesoro. Las tasas volvieron a niveles entre el 35% y 40% anual que podemos considerar "normales" en comparación a la crisis de los primeros días de la semana, pero que con una inflación viajando al 20% anual (dato del último bimestre anualizado) representa una tasa real entre el 12% y 17%, absolutamente destructiva tanto para la producción (encarece el crédito) como para el resultado fiscal (se precisará de más resultado fiscal para hacer frente a los compromisos financieros).

Aún así, el Gobierno parece haber logrado momentáneamente su objetivo: el tipo de cambio se alejó de la banda superior y flota actualmente entre los \$1.250 y \$1.260. En estos niveles el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) oscila alrededor de los 115 puntos (con base 100 el 10 de diciembre de 2023). Se trata de un nivel históricamente bajo, pero no deja de ser un 13% superior al promedio del primer trimestre de este año.

Una de las razones para que esto ocurra (la devaluación relativa) es que actualmente el Gobierno recibe gran ayuda de un aliado inesperado: Lula da Silva. Brasil mantiene el real en su nivel más bajo del último año, en 5,50 reales por dólar. Si el tipo de cambio de nuestro principal socio comercial volviera a ubicarse por encima de los 6 reales por dólar, esto dejaría al tipo de cambio argentino nuevamente en un nivel insostenible bajo.

En ese marco, el Tesoro salió con fuerza a comprar Reservas la semana pasada, probablemente para recortar distancia hasta la meta, lo cual es consistente con la demorada aprobación del personal técnico del FMI de la Primera Revisión del Programa, que recién se conoció ayer. Los depósitos en dólares del Tesoro se incrementaron en 890 millones de dólares entre el 10 de julio y el lunes 21 de julio. Una parte del incremento se trata de un desembolso de la CAF por 300 millones, con lo cual estimamos compras entre 550 y 600 millones de dólares. También se aprobaron dos créditos por parte del BID por 1.200 millones de dólares. Independientemente de las metas, el desafío reside en acumular 8.600 millones para los pagos de deuda del Tesoro entre agosto y enero del 2026 más 1.160 millones de dólares que debe enfrentar el BCRA por los BOPREAL.

La aprobación tardía del FMI implica el desembolso de 2.000 millones de dólares, cuando sea ratificada por el Directorio, proba-

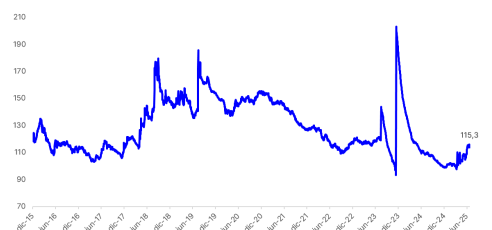


Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.



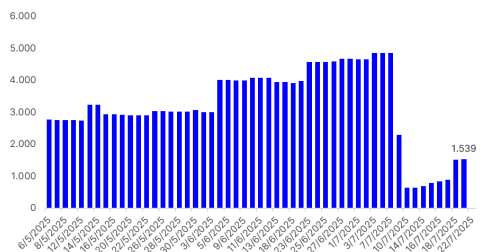
Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA y estimaciones propias.

Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM). Base 10 de diciembre de 2023 = 100.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Depósitos del Tesoro en dólares. Millones de dólares.



blemente a la brevedad. La misma se da **sin haber llegado a cumplir la meta de Reservas y sin waiver**. Actualmente las Reservas Netas se sitúan en los 5.000 millones de dólares, y **no hay ninguna perspectiva de que el tipo de cambio caiga al piso de la banda**. Esto obliga al Tesoro a continuar comprando, lo que inevitablemente pondrá más **presión alcista el tipo de cambio**. La banda superior actualmente se encuentra en \$1.448. **La combinación de tasas reales altas y el dólar yendo a testear la banda superior en el marco del proceso electoral, parece un escenario tan probable como terrible**.

2/ GOLPEANDO LAS PUERTAS DEL SEGUNDO SEMESTRE

Desde comienzos del 2025 observamos una **dinámica ambivalente en la actividad económica**. Si bien existe una **mejoría evidente con relación a la performance de la primera mitad del 2024**, algo lógico debido a los bajísimos niveles exhibidos en dicho periodo. Sin embargo, también convive una **seria dificultad por mantener un crecimiento sostenido** respecto a los niveles alcanzados a finales del año pasado.

Es decir, hasta ahora el arrastre estadístico le habilita al Gobierno Nacional poder celebrar una recuperación económica aunque **la dinámica actual ya exhibe síntomas que generan incertidumbre en lo inmediato y alertas que avisan probables agotamientos**.

Las cifras del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) respaldan esta caracterización. **En mayo, la actividad creció +5% interanual, pero registró una leve caída mensual del -0,1%, la tercera en los primeros cinco meses de 2025**. Como resultado, **el crecimiento acumulado desde diciembre de 2024 es de apenas +0,7%**. Este dato revela las dificultades del Gobierno para consolidar un sendero de expansión, especialmente considerando que, en la segunda mitad del año, el efecto del arrastre estadístico se diluirá y las comparaciones interanuales serán más exigentes.

El rebote económico está impulsado, inédita y principalmente por la intermediación financiera, que desde comienzos de 2025 crece a tasas interanuales superiores al +24%. No obstante, **sectores clave como el comercio, la construcción y la industria continúan rezagados**. En mayo, presentaron caídas interanuales del -4,3%, -16,4% y -10,4%, respectivamente, en comparación con el mismo mes de 2023, lo que demuestra una recuperación parcial y aún insuficiente.

Reservas Internacionales. Millones de dólares.

Reservas brutas	40.650
Encajes	15.204
SWAP	18.129
Otros pasivos	2.268
Reservas Netas	5.049
Depósitos del Gobierno en USD	1.539
BOPREAL a 1 año	3.330
Reservas "Super Netas"	180

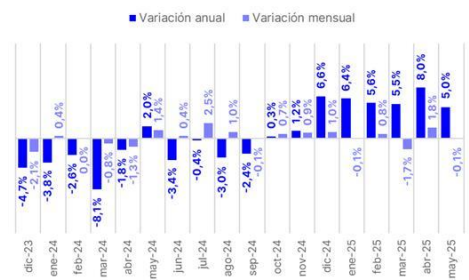
Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Serie original y desestacionalizada. Índice base 2004 = 100.



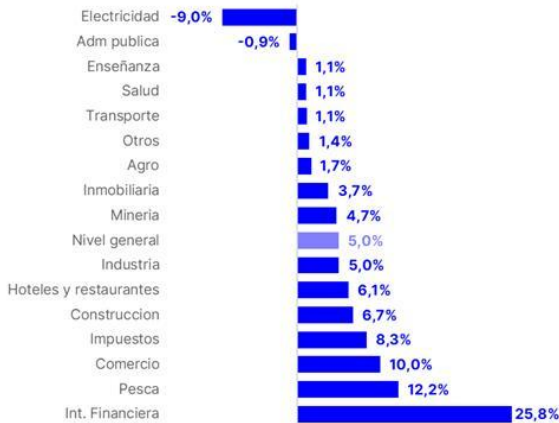
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Variación anual y mensual.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

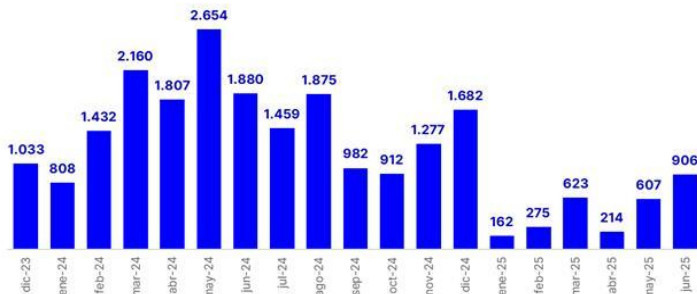
Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Por rubros. Mayo 2025.
Variación anual.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

A este panorama incierto en el frente productivo se suma un **de-
sempño decepcionante del comercio exterior de bienes en lo
que va del 2025**. Aunque las exportaciones de combustibles y
energía mantienen su expansión —una tendencia que probable-
mente se sostendrá en los próximos años—, **el fuerte aumento de
las importaciones ha reducido drásticamente el saldo comercial**.
En este sentido, el superávit acumulado en la primera mitad del año
es un 74% inferior al registrado en el mismo período de 2024.

Evolución del saldo del intercambio comercial argentino. Millones de USD.

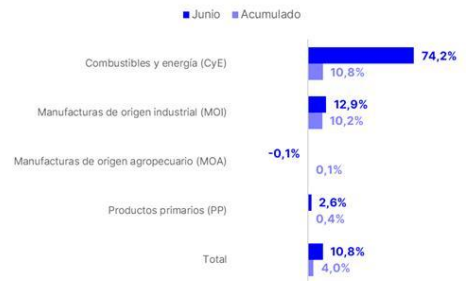


Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

**El sostenimiento de un tipo de cambio real bajo es una limitante
adicional a la mejoría de la actividad interna**. El incremento de las
importaciones en bienes de consumo (+73,5% acumulado en el
año), vehículos (+132,6%) e incluso bienes de capital (+73,8%)
constituyen un incremento general acumulado de las compras al
exterior del +34,6%, lo cual implica un **corrimiento de la oferta lo-
cal en favor de la producción en otros países**. Esto es consistente
con lo planteado previamente respecto a las dificultades que en-
frenta la producción interna a la hora de experimentar un creci-
miento respecto a los valores de fin de año.

Por último, y en función de lo relevado por el INDEC en materia de
**ventas en supermercados, se observó una caída del -1,2% res-
pecto a abril siendo el primer retroceso del año**. Sin dudas este
dato es un elemento adicional para avizorar aún mayores dificulta-

Variación anual de las exportaciones por grandes rubros



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Variación anual de las importaciones por uso económico



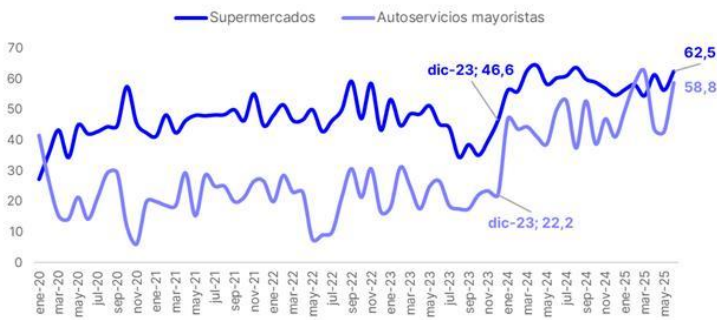
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

des a la hora de pensar una segunda mitad de 2025 con niveles de crecimiento en la actividad considerables, dado que la demanda aún se encuentra experimentando dificultades para retornar a niveles pre Milei.

En definitiva, **la combinación de un consumo rezagado, un crecimiento sostenido de las importaciones y la posibilidad de un retroceso del crédito (por tasas de interés más elevadas) configura un panorama complejo para la actividad económica en lo que resta del año.**

Esta percepción es compartida incluso por los empresarios del sector comercial, especialmente supermercados y mayoristas, quienes **identifican a la demanda deprimida como el principal factor que limita su capacidad para aumentar las ventas.**

Porcentaje de supermercados y mayoristas que consideran que la demanda afecta su capacidad para aumentar la actividad comercial



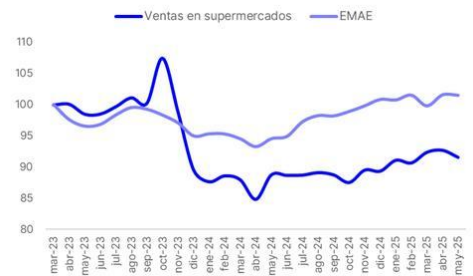
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Variación anual y mensual de las ventas en supermercados



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Evolución de las ventas en supermercados y EMAE. índice base marzo 2023 = 100.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.