

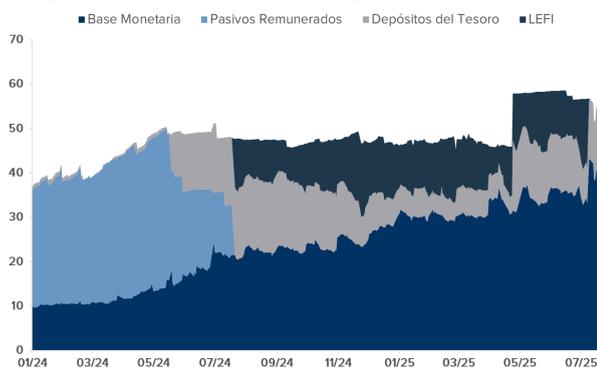
Adaptándonos a la tasa endógena

25 de julio de 2025

Economía

Como explicó el presidente del BCRA, el proceso de vencimiento de las LEFls transitó el escenario más desordenado de los tres que tenían previstos. Si bien nos encontramos en la Fase 3 del programa económico, donde la política monetaria está orientada hacia el M2 transaccional, resulta útil analizar brevemente la situación considerando el denominado “almacén de pesos” propio de la Fase 2 del programa económico. Este almacén —definido como la diferencia entre la base monetaria ampliada (que incluía las LEFls y los depósitos en pesos del Tesoro en el BCRA) y la base monetaria— no se encontraba agotado al momento del vencimiento de las LEFls, lo que indica que el sistema, en términos agregados, disponía de liquidez.

Composición de la Base Monetaria Amplia - AR\$ BB

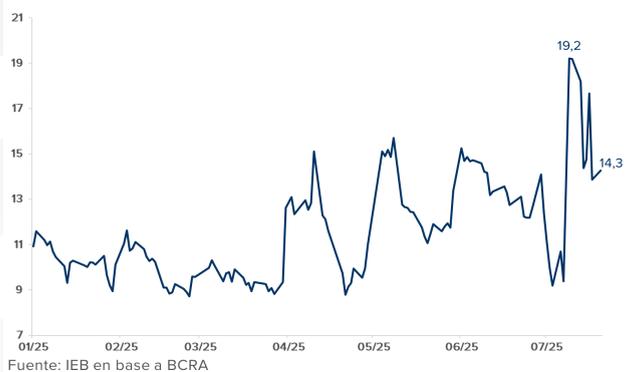


Fuente: IEB en base a BCRA

En dicho contexto, era crucial que las entidades financieras hicieran el cálculo de numerales como en los 90' para integrar los efectivos mínimos necesarios y el resto invertirlo en LECAPs según sus preferencias de “duration”. En esta fase del programa económico, el BCRA tiene decidido retirarse como facilitador de la liquidez intra sector financiero. El sistema debe hacer su estimación de numerales y transaccionar los excesos y defectos mediante las nuevas ruedas REPI y CALL habilitadas por el mercado A3 y que de esa forma el sistema determine el nivel de tasas en forma endógena.

La autoridad monetaria, estimaba que el sistema debía aumentar la integración de efectivo mínimo en AR\$ 5,3 BB. Sin embargo, como se puede apreciar en el gráfico correspondiente, el sistema aumentó la misma en casi AR\$ 10 BB. Es decir que, puesto en términos menos sofisticados, el conjunto de bancos privados y públicos se “sobre encajó” por AR\$ 4,7 BB.

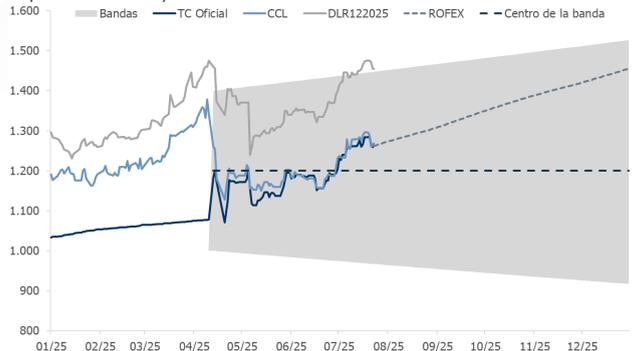
Efectivo mínimo - AR\$ BB



Fuente: IEB en base a BCRA

Ese exceso de liquidez del sistema bancario llevó a una ridícula reducción de las tasas de interés, al mismo tiempo que generó las circunstancias para provocar una presión sobre el tipo de cambio, registrando un máximo de AR\$/USD 1.301.

Tipo de Cambio y Bandas



Fuente: IEB en base a BCRA, ROFEX y LSEG

Ante tal contexto, como lo explicó Santiago Bausilli, el BCRA tuvo que absorber temporalmente el exceso de liquidez de AR\$ 4,7 BB y coordinar con el Tesoro Nacional una licitación fuera de cronograma.

En dicha licitación los bancos pudieron invertir dicho sobrante. Frente a un total ofertado de AR\$ 4,9 BB, el Tesoro adjudicó AR\$ 4,7 BB, como ya comentamos en el reporte anterior. No obstante, según también explicó el titular del BCRA, al momento de la licitación (miércoles 16 de julio) el sistema habría licitado por encima de sus necesidades: AR\$ 4,7BB versus AR\$ 4,4 BB.

De esta forma, el proceso de vencimiento de las LEFIs generó inicialmente un exceso de liquidez dentro del sistema, que presionó a las tasas a la baja y, tras la licitación extraordinaria, un posterior faltante que impulsó a las mismas al alza.

Al igual que la ola que recorre las tribunas de un estadio, el desorden generado por las tesorerías bancarias terminó repercutiendo sobre las tesorerías corporativas. Más aún, como una ola que impacta contra un murallón, los fondos de deuda en pesos y en particular los “money markets” sufrieron fuertes rescates. Dicho fenómeno se vio potenciado por el aumento de la tasa de efectivo mínimo de las cuentas remuneradas, una de las principales colocaciones de dichos fondos junto con las cauciones en BYMA y las cascadas de plazos fijos.

En este delicado contexto, es probable que se hayan sumado especuladores que considerando que el tipo de cambio pudiese proyectarse hacia el techo de la banda, se hayan caucionado para fondear su estrategia, al mismo tiempo de la coexistencia con arbitrajistas que se caucionaron para aprovechar potenciales mayores rendimientos en instrumentos de deuda del Tesoro.

En este intrincado escenario, titulamos nuestro reporte anterior como “Tiempo de Carry”. Tal recomendación se basó en dos modelos propietarios. Por un lado, a partir de los balances sintéticos semanales del BCRA y de nuestras proyecciones de evolución de las reservas, construimos lo que denominamos nuestro “benchmark del CCL”, el cual estimamos por

debajo de los AR\$/USD 1.300. Si bien este valor fluctúa diariamente, al cierre del presente informe lo estimamos en AR\$/USD 1286.

Paralelamente, consideramos que la tasa nominal anual de la economía —relacionada con la tasa de préstamos interbancarios, la tasa de interés por depósitos TAMAR y la tasa de cauciones a 30 días— mantiene una estrecha correlación con las expectativas de inflación a 12 meses y con el rendimiento de la deuda ‘Hard Dollar’, la cual a su vez está vinculada con el riesgo país.

Siguiendo el análisis, tanto en las últimas estimaciones del REM, como el “post” reciente del presidente de la Nación, retuiteado por el ministro de Economía, coinciden en que las expectativas de inflación se ubican en 20%. Paralelamente, el AL30D —el bono en dólares de mayor liquidez— presentaba al cierre de este reporte una TIR estimada del 13,4%. **Por lo tanto, según nuestro benchmark de tasa de interés nominal de equilibrio, consideramos que no debería superar el rango de 33-34%.**

La evidencia empírica ha confirmado nuestro análisis: el tipo de cambio retrocedió del pico de AR\$/USD 1.301 el viernes pasado a AR\$/USD 1.262 al cierre de ayer. Paralelamente, las tasas de caución e interbancarias, que habían alcanzado picos rondando el 70%, se ubicaron al cierre del presente reporte en 31% para la caución a un día y, 32,6% para la caución a 30 días.

Como señaló el viceministro de Economía, cuando una economía enfrenta vaivenes de corto plazo, un equilibrio interno respaldado por un superávit fiscal financiero tiende a estabilizar a las variables macroeconómicas, tal como reflejan nuestros modelos propietarios.

Así, pese a las dudas iniciales respecto al contexto de la próxima licitación del Tesoro, la semana concluyó con un clima mucho más constructivo y dio oportunidades de “carry trade”.

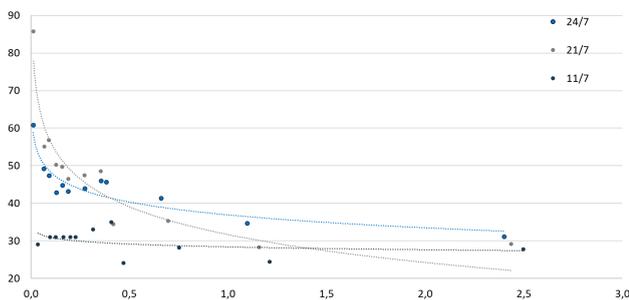
Renta Fija

La semana ha transcurrido con una inusitada volatilidad en las tasas de interés, que se pudo ver tanto en la curva de LECAPs/BONCAPs, como en la de CER-L. Además, llamó la atención la suba en el interés abierto de dólar futuro, que alcanzó los USD 6,2 BB, y denotó la intervención del BCRA. Los incrementos de mayor monto se dieron en los contratos de julio y agosto.

Por su parte, la LECAP más corta, S31L5, alcanzó 85% TNA el lunes, mientras que luego redujo sustancialmente su rendimiento hasta el actual 60% TNA. Asimismo, el TZXO5 trepó hasta cerrar en torno a 22% TIREA el lunes, para luego estabilizarse cerca del 15% TIREA.

Curva LECAPs

Cambios en la curva de pesos al precio de cierre - Eje. Ver (TNA) - Eje. Hor (MD)



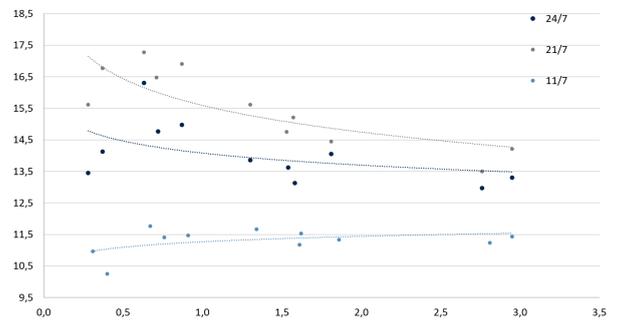
Fuente: IEB en base a Reuters

La volatilidad observada impactó de forma severa tanto en las expectativas de inflación, o la denominada inflación “Break-Even”, y en la tasa real de referencia. Por ciertos momentos, la inflación BE alcanzó un 1% para julio, para situarse en 2,2%. En cuanto al segundo punto, la dispersión de tasas reales no permitía establecer cuál era aquella a la que el mercado esperaba una convergencia.

En este sentido, el sistema fallaba en delinear expectativas, y los flujos se perdían en una caución a un día ofreciendo hasta 92% TNA. Esto generó un “sell-off” masivo en la mayoría de los activos.

Curva CER

Cambios en la curva CER a precio de cierre - Eje. Ver (TNA) - Eje. Hor (MD)



Fuente: IEB en base a Reuters

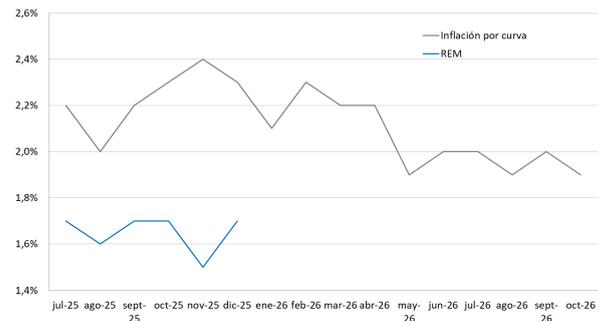
Si bien el dramatismo cesó, hay una gran expectativa con respecto a lo que podría suceder en la próxima licitación del 29 de julio. No solo si el Tesoro convalidará las tasas de referencia, sino también si logrará hacer un “roll-over” cercano a los AR\$ 11 BB que vencen.

A su vez, la venta masiva también alcanzó a los globales y soberanos, que continúan con rendimientos cercanos a Ecuador. Esto en un marco donde los EM continúan alcistas.

Dado este marco de incertidumbre, si bien la estabilización no es inevitable en el corto plazo, las curvas deberían volver a reflejar las expectativas de los agentes sobre las principales variables macroeconómicas. Tomando en cuenta, que la forward entre el TZXD5 y el TZXD6 se mantuvo cercana al 12%, para actualmente ubicarse en 10,2%, creemos que podría ser la tasa a tomar de referencia para evaluar un marco de convergencia.

Inflación Breakeven

Inflación esperada, según REM y curva de LECAPs vs CER



Fuente: IEB en base a Reuters

Asimismo, partiendo de la elevada inflación BE, las LECAPs/BONCAPs ofrecen un potencial mayor retorno que la curva CER-L, para cualquier plazo. Esto lo analizamos en un [reporte](#) con fecha del 23 de julio.

A su vez, consideramos que la deuda soberana argentina mantiene potenciales retornos positivos luego del conocimiento de los resultados electorales. Aún así, no hay opciones de cobertura para la volatilidad ni de las tasas de interés, ni de los vaivenes de los globales, con lo cual ante escenarios disruptivos el potencial retorno podría variar enormemente.

Renta Variable

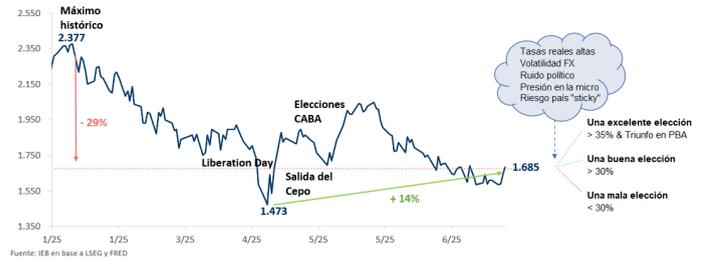
Continúa la tendencia de lateralización / corrección del índice de acciones argentinas. Nuestra visión y estrategia continúa sin cambios en la antesala del comienzo de la temporada de presentación de balances.

Calendario de Presentación de Resultados 2T25				
A definir	Martes 29/07	Miércoles 30/07	Jueves 31/07	Viernes 01/08
CREBUD, SCP, edenor	Treintin			
Lunes 04/08	Martes 05/08	Miércoles 06/08	Jueves 07/08	Viernes 08/08
Transener	tgs	Pampaenergía, EOGAS	YPF, BYMA	Metrogas
Lunes 11/08	Martes 12/08	Miércoles 13/08	Jueves 14/08	Viernes 15/08
Virgor, TSN, telecom	CFH	SUPERVIELLE	Globant	
Lunes 18/08	Martes 19/08	Miércoles 20/08	Jueves 21/08	Viernes 22/08
		BBVA	Grupo Galicia	
Lunes 25/08	Martes 26/08	Miércoles 27/08	Jueves 28/08	Viernes 29/08
		Macro		
Lunes 01/09	Martes 02/09	Miércoles 03/09	Jueves 04/09	Viernes 05/09
		Bioceres	A3	VALO

Fechas tentativas que pueden sufrir modificaciones. Calendario que iremos actualizando a medida que surja más información.

Como venimos sosteniendo, la temporada de balances no luce como un evento que pueda constituirse como un catalizador para la renta variable argentina. **Cuesta encontrar sectores que vayan a reportar resultados extraordinarios.**

S&P Merval (en USD CCL y ajustado por inflación de EE.UU.)



A nuestro entender el evento que los inversores podrían eventualmente tomar como relevante serán las elecciones de medio término. El tránsito hacia dicho evento seguramente venga signado de volatilidad, ruido político y seguidilla de encuestas.

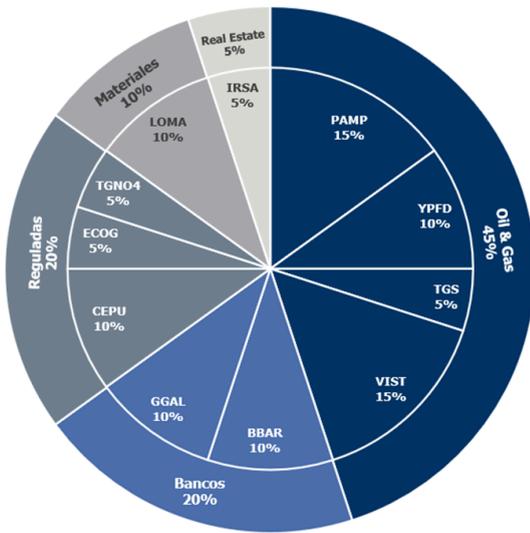
Consideramos que este proceso de lateralización del S&P Merval, con altas probabilidades que el mismo presente puntos de entrada más bajos, otorgará una buena oportunidad para comenzar a jugar “el trade electoral”. Nos queda claro que la gradación en la que se produzca este triunfo tendrá relación directa con el potencial de “upside”.

Así el proceso implica mantenerse “underweight” en el equity argentino hasta que comiencen a evidenciarse signos de inicio del “trade electoral” y en el trayecto tomar ventaja de potenciales puntos de entrada.

Sector	Outlook	Recomendación CP	Recomendación Outcome
Bancos	ROEs bajos Continúa expansión de crédito / No explosión Incremento NPLs Valuaciones > 1,3x P/BV	UW	OW
Oil & Gas	Brent en niveles de USD 65 factorizado Odeval otorga aire para incrementar prod. VMOS comienza su camino Valuaciones atractivas	OW	NW
Reguladas	Incremento tarifario casi terminado Excelente generación caja Defensividad “real” Valuaciones razonables	NW	UW
Materiales	Construcción continúa atrasada Acero presionado por M & actividad Alumino: ¿Barreras EE.UU.? Alta capacidad ociosa Valuaciones atractivas	NW	NW
Real Estate	Sector muy dinámico Valor m2 todavía con upside Sigue récord escrituras	OW	OW

En materia de estrategia para nuestra cartera de acciones argentinas, mantenemos sin cambios la misma. Viene siendo acertada la decisión de subponderar fuertemente al sector bancario.

(VIST) en la siguiente carretera dado que es un CEDEAR, pero sigue siendo uno de nuestros Top Picks del sector.



Seguimos insistiendo en el atractivo del sector de **Oil & Gas**, el cual nos permite adoptar una postura defensiva ante la incertidumbre del contexto actual, y además es un sector que cuenta con altas expectativas de crecimiento en el mediano y largo plazo. Cabe destacar, que no incluimos Vista Energy

GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IEB RESEARCH

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

VALENTIN VEDDA

Analista - Macro

vvedda@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

MATEO MARZANO

Analista - Renta Fija

mmarzano@grupoieb.com.ar

IGNACIO HERNANDEZ MORAN

Research Assistant

ihmoran@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.