

Informe de mercado | 7 de julio 2025

Novedades financieras del mes de junio

Con el primer semestre en el pasado, el mercado se prepara para un segundo semestre en que habrá que monitorear varias cuestiones en simultáneo. Desde lo macro-financiero, lo principal pasará por la acumulación de Reservas Netas (y las cuentas externas en general), el plano cambiario y las tasas reales en pesos. Entendemos que la acumulación de Reservas Netas es fundamental para que el Riesgo País baje un escalón adicional y se acerque la posibilidad de volver a los mercados. Desde lo político, la confirmación de la condena a CFK por parte de la Corte Suprema implicará para el peronismo una reorganización, a la vez que sigue en duda la alianza del PRO con LLA de cara a los comicios. El objetivo prioritario del gobierno seguirá siendo la desinflación y la calma nominal, para llegar lo mejor parado a las elecciones de medio término.

En relación a las cuentas externas, los números (rezagados) de cuenta corriente al primer trimestre de 2025 evidencian, tanto desde el balance comercial de Indec como del el balance cambiario del BCRA, que el peso se apreció fuertemente en términos reales a lo largo del mandato actual y junto al rebote en la economía desde el piso de abr-24, presionan sobre las salidas de dólares. Ingresamos en el segundo semestre, en que, si bien parte de julio puede verse favorecido por el flujo de dólares que ingrese producto de la liquidación efectiva del agro por declaraciones juradas realizadas en junio, el período agosto-noviembre no mostraría en principio grandes flujos de entrada. En un esquema de tipo de cambio flexible, el ajuste podría ser vía precio, aunque dado el impacto potencial sobre inflación y el objetivo del gobierno de contener presiones nominales, podríamos ver, de haber tensión, medidas sobre tasas u operaciones sobre futuros de dólares para contenerlas. El déficit de cuenta corriente no es malo per se, pero debe haber vías de financiamiento para evitar disrupciones en la balanza de pagos.

La flexibilización del esquema cambiario trajo consigo algunas cuestiones positivas, destacándose una menor inflación y volatilidad cambiaria desde el comienzo del régimen. Dicho esto, aún existen varios focos que el inversor no deberá perder de vista a la hora de tener un panorama completo del escenario económico. Destacamos entre estos, además de la inflación y el tipo de cambio, a la acumulación de Reservas Netas, la liquidez y las tasas reales en pesos, los flujos de dólares, la dinámica del crédito privado y la actividad económica y de la recaudación tributaria. Asimismo, factores de armado político tendrán también su impacto, tanto por el lado de la oposición como del oficialismo.

FX oficial y CCL, y volatilidad anualizada



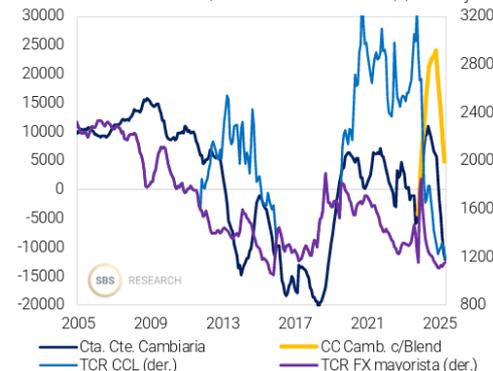
RRNN a precios del EFF y metas FMI

RRNN ex desembolsos FMI y metas, en USDmn



Cuenta corriente cambiaria base caja del BCRA y TCRs

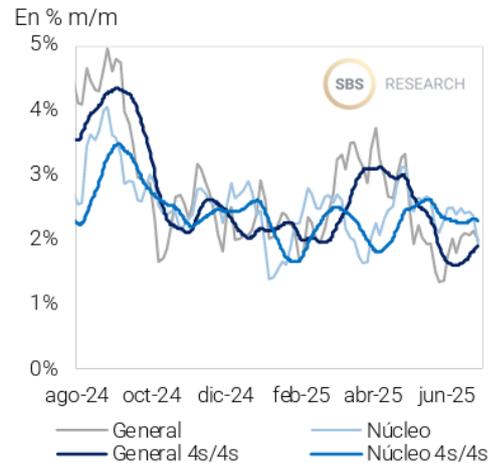
CC Cambiaria acum. 12m, USDmn TCR*, \$ de may-25



En lo que refiere a inflación, la misma volvió a sorprender a la baja en may-25, anotando un 1,5% mensual a nivel general, que significó el menor registro desde nov-17 si excluimos abr-20 (plena pandemia Covid, con actividad y velocidad de circulación del dinero desplomada). La desinflación se ve apuntalada por varios factores, que repasamos a continuación. Una mirada a la evolución de los agregados monetarios como % del PBI muestra que las condiciones de liquidez en pesos de la economía son restrictivas. Como consecuencia, las tasas reales se han ido moviendo hacia niveles más elevados y vemos a este factor como el que contiene las presiones nominales estructuralmente, tanto sobre precios como sobre tipo de cambio.

Finalmente, en materia fiscal, en may-25 se anotó un nuevo mes de superávit fiscal primario y financiero, alcanzándose así en 5 meses un superávit de 0,85% y 0,35% de nuestro PBI estimado, respectivamente. Una vez más, destacamos que, corrigiendo por Imp. PAIS de 2024, el acumulado de 2025 supera al del año pasado, aunque seguimos marcando los desafíos a contemplar para llegar al 1,6% del PBI planteado por el gobierno para el superávit primario. Los ingresos dependerán no sólo de mantener un sendero decreciente de inflación sino de también la dinámica de la actividad económica, que en los últimos meses habría perdido la fuerza del segundo semestre de 2024.

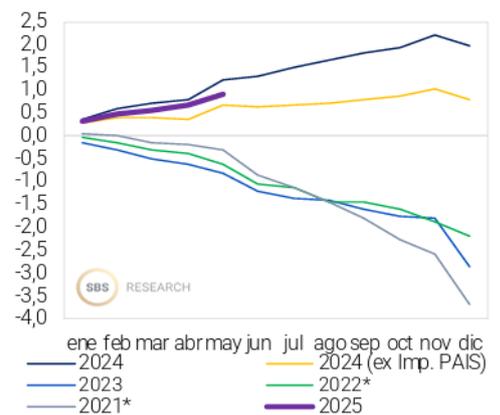
Inflación de alta frecuencia



*Calculado en base a inflación semanal del IPC-OJF de Ferreres. **Fuente:** SBS Research, OJF & Asociados

Resultado fiscal primario base caja

Acum. por mes, en pp del PBI



Que está pasando con los dólares financieros

Llevamos algo más de dos meses y medio de vigencia del nuevo esquema cambiario tras el acuerdo con el FMI, y si bien hay cuestiones positivas como la desaceleración inflacionaria y una volatilidad en el tipo de cambio que tendió a caer desde el cambio de régimen, sigue habiendo cuestiones a monitorear en el horizonte. Una de ellas es, por ejemplo, la suba de tasas, a la cual vemos como el factor estructural detrás de un tipo de cambio calmo (salvo las últimas jornadas, aunque la volatilidad tampoco se disparó a niveles de meses previos) y de la desinflación del bimestre abril-mayo, pero es clave monitorear como este nivel de tasas impacta sobre otras variables como la actividad y el empleo.

Concretamente, al cierre de junio el dólar MEP mostró una cotización de 1.211,10, es decir, un 1,43% superior al dólar oficial mayorista, el cual cerró en 1.194,08. Teniendo en cuenta el mes de junio completo, el primero de ellos registró una suba del 2,19%, mientras que el segundo registró una suba de 2,29%, moviéndose de manera similar y confirmando la existencia de arbitraje entre ambos mercados.

USD MEP			
Fecha	Valor	Tasa Directa	Tasa Anual
Cierre hoy	\$ 1.211,10		
Última semana	\$ 1.185,15	2,19%	112,61%
Últimos 30 días	\$ 1.235,31	-1,96%	-6,03%
Últimos 90 días	\$ 1.314,47	-7,86%	-31,46%
Últimos 180 días	\$ 1.170,41	3,48%	6,88%
Últimos 360 días	\$ 1.409,05	-14,05%	-14,05%
YTD	\$ 1.170,41	3,48%	6,88%

USD Mayorista			
Fecha	Valor	Tasa Directa	Tasa Anual
Cierre hoy	\$ 1.194,08		
Última semana	\$ 1.167,33	2,29%	117,85%
Últimos 30 días	\$ 1.064,38	12,19%	37,49%
Últimos 90 días	\$ 1.074,54	11,13%	44,50%
Últimos 180 días	\$ 1.032,50	15,65%	30,96%
Últimos 360 días	\$ 916,00	30,36%	30,36%
YTD	\$ 1.032,50	15,65%	30,96%

Evolución de los tipos de cambio nominales



Oportunidades de mercado actual

SMS- San Martín Suarez y Asociados

Bernardo de Irigoyen 972
C1072AAT Buenos Aires
Argentina
Tel (+54 11) 5275-8000
info@sms.com.ar
www.sms.com.ar

SMS - San Martín Suarez y Asociados es Firma Miembro de SMS Latinoamérica, una red de Firmas profesionales cuyos integrantes son entidades legales separadas, autónomas e independientes operando bajo su nombre particular e identificándose como integrantes de SMS Latinoamérica.

En Pesos

La elección de dónde posicionarse en materia de inversiones en pesos dependerá de una serie de factores, y del view del inversor sobre la evolución de estos. Consideramos que, tras el cambio en el esquema de liquidez que implicará la eliminación de las LEFIs, el tramo corto de Lecaps podría verse favorecido y mostrar compresión de tasas desde estos niveles, dado que parte de ese stock de pesos hoy en LEFIs tendría como destino las Lecaps. Aquí, lo que habrá que ir monitoreando será qué tanto adjudica el Tesoro en las licitaciones, considerando que en el nuevo esquema ofrecerá Lecaps cortas en todas las licitaciones. Otro punto para considerar, del que habrá más color en poco tiempo, será de qué forma interviene, si es que lo hace activamente, el BCRA en el mercado secundario de Lecaps. De existir presiones cambiarias, es de esperar que busque restringir liquidez y suban las tasas cortas.

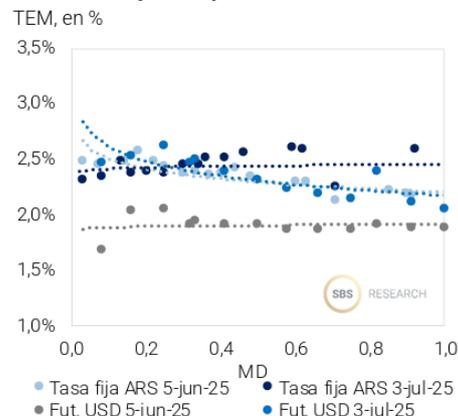
Así, quienes consideren atractivas las tasas de Lecaps cortas, pueden apuntar a ganancias de carry trade, especialmente tras la suba reciente del tipo de cambio. Como siempre, remarcamos que esta estrategia es arriesgada dado que el nivel del Tipo de Cambio Real es bajo para las últimas décadas, el déficit externo persiste y nos acercamos cada vez más a las elecciones, evento que suele impulsar cierta dolarización de carteras.

Pensando en el tramo más largo, la curva tasa fija mostró fuerte debilidad desde el mes pasado, dejando tasas que pueden resultar atractivas a mediano plazo. Para perfiles optimistas respecto al devenir macro, este tramo en tasa fija pura y en duales TAMAR puede ser interesante, aunque lo dicho sobre el tipo de cambio pone valor a cobertura vía futuros, aún tras la suba en las ruedas recientes.

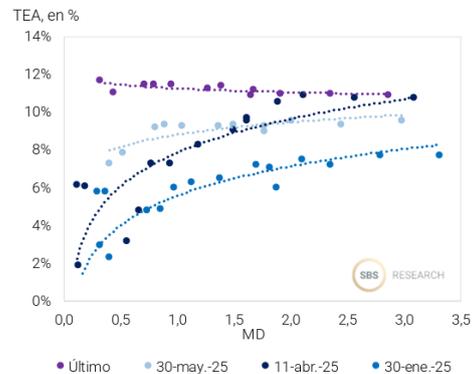
En Dólar oficial

Con relación a posiciones vinculadas al dólar oficial, bajo el nuevo esquema cambiario se hace nuevamente importante adoptar estrategias de cobertura para todo aquel inversor que se vea afectado por las variaciones del Tipo de Cambio. Por ejemplo, exportadores intentarán cubrirse de una caída del tipo de cambio que reduzca sus márgenes, para lo cual pasa a ser una buena alternativa la venta de futuros de dólar en Rofex, en tanto y en cuanto dicho valor sea razonable para el flujo del negocio. Importadores, por su parte, intentarán cubrirse de una suba del tipo de cambio que afecte significativamente sus costos. Allí, la compra de futuros en Rofex o la inversión en títulos dólar linked, se presentan como alternativas hoy muy razonables. Tanto títulos soberanos como corporativos, se observan hoy con tasas positivas, en zona de devaluación más 6 a 12%.

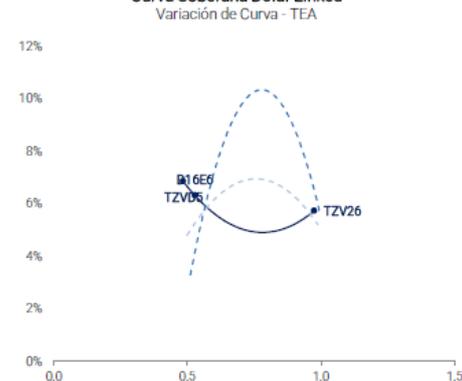
Curva tasa fija ARS y futuros USD



Curva CER a distintas fechas



Curva Soberana Dólar Linked

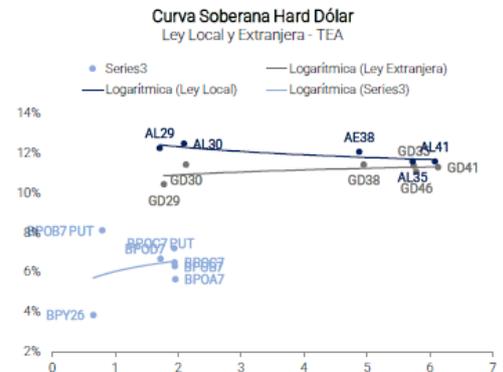


En Dólar financiero

Pasando a inversiones en renta fija en USD, seguimos sosteniendo que el poder acumular eventualmente Reservas Netas genuinas daría un impulso extra a la deuda en dólares soberana y a una compresión en el Riesgo País. Mantenemos a GD35 como principal recomendación en la curva de Globales, aunque de ocurrir una mejora rápida en Reservas Netas o un resultado electoral bien visto por el mercado, el tramo corto (GD29/30) también sería ganador. Respecto a las elecciones, la incógnita pasa por el armado de la oposición tras la condena ratificada a CFK por la Corte Suprema, y a si ocurren o no sobresaltos nominales que pudieran erosionar la imagen de LLA.

Respecto a catalizadores externos para los bonos soberanos en USD, destacamos la propuesta de la Fed por reformar al Enhanced Supplementary Leverage Ratio (eSLR), que implicaría una reducción en algunas restricciones a la capitalización de los bancos en EEUU que, de acuerdo con los impulsores de los cambios (como el presidente de la Fed Jerome Powell), limita la capacidad bancaria de participar en operaciones de bajo riesgo. Esto podría tener dentro de sus consecuencias una mayor demanda por USTs, pudiendo presionar tasas a la baja. Dicho esto, el otro punto a monitorear será el impacto final del paquete fiscal de Trump sobre el déficit, y la dinámica resultante sobre tasas.

Pasando a otras opciones en renta fija en dólares, mantenemos preferencia por créditos corporativos de primera clase (PAE, Aluar, Pampa, Tecpetrol, Vista, YPF Luz) para perfiles más conservadores y por Bopreales serie 1 B y C, pese a rendir menos que los soberanos, recordando que, en tiempos de stress de los años previos, el mercado los pondera muy bien.



Conclusiones y recomendaciones

Para las compañías que tienen que mantener su capital de trabajo protegido en el contexto actual insistimos que su foco este en función a su moneda de transacción.

Para inversiones de corto plazo (máximo 3 meses), entendemos que la inversión en pesos será la mejor opción. Pero ya pensando en el mediano y largo plazo, si la compañía busca cobertura en dólares, hoy encontrará fácilmente cobertura contra movimientos del tipo de cambio oficial (ahora casi libre) en todo tipo de activos dólar linked (con tasas positivas tanto en títulos corporativos como en soberanos) si entendemos que podría darse cierta volatilidad del tipo de cambio oficial dentro del esquema de bandas. Para aquellos interesados en mantenerse en instrumentos en dólares financieros, los BOPREAL 2027 nos parecen algo mejores que los bonos corporativos por su menor duration respecto a estos y porque los vencimientos se producen en este mandato de gobierno.

Si el objetivo es protegerse de la inflación, ya todo el abanico de bonos CER se encuentra con rendimientos positivos, por lo que entendemos que pueden ser atractivos frente a tasas fijas.

Lo más importante hoy, sobre todo para compañías, es mantenerse invertido en activos con relativa liquidez para poder venderlo rápidamente en caso de cambio de expectativas.

Por SBS Capital:

Alejandro Giambirtone - ag@gruposbs.com

Marcelo Lanche Bode - mlb@gruposbs.com

Por SMS:

Daniel Hirsch, Socio Finanzas Corporativas –

dhirsch@sms.com.ar

Silvia Tedin, Socia Tax & Legal – stedin@sms.com.ar