

Tiempo de carry

18 de julio de 2025

Economía

Mientras que la apertura del cepo fue un proceso prácticamente perfecto, donde el tipo de cambio lateralizó con baja volatilidad por debajo del centro de las bandas, la finalización de las LEFIs y su reemplazo por una canasta de Lecaps no tuvo la misma fluidez sino que generó algunas sorpresas. En efecto, su temprano desarme resultó inesperado y tuvo una marcada incidencia en la liquidez.

Haciendo un repaso, las Letras de Liquidez (LEFIs) fueron introducidas en el marco de la Fase 2 del programa económico, con el objetivo de sanear la hoja de balance del Banco Central y sustituir a los pasivos remunerados heredados de la administración anterior. Éstos últimos generaban un déficit quasi fiscal del 10% del PIB, una magnitud preocupantemente alta.

Emitidas el 17 de julio de 2024 con vencimiento a un año, las LEFIs sinceraron el hecho de que los pasivos remunerados del BCRA habían sido originados por la acumulación de déficits del Tesoro y que, ante la inviabilidad de su financiamiento y consecuente emisión monetaria, provocaron la necesidad de esterilización por parte de la autoridad monetaria. Si bien las LEFIs eran un pasivo del Tesoro, el BCRA funcionó como una suerte de agente financiero que a través de ellas administró la liquidez del sistema. Por lo tanto, fueron un pasivo del Tesoro que se ubicó en los balances de los bancos y el BCRA.

En el marco de la Fase 3 del programa económico, tanto el presidente del BCRA como el ministro de economía anticiparon que las mismas serían reemplazadas por una canasta de LECAPs tras su vencimiento, es decir a partir del 18 de julio. También anunciaron que el BCRA dejaría de operar las LEFIs a partir del 10 de julio. La interpretación de aquellos

anuncios, hizo parecer que el efecto monetario podría ser neutro.

No obstante, al transformarse el stock de LEFIs en una canasta de LECAPs, los bancos, tanto públicos como privados, podían vender a las mismas para incrementar su integración de efectivo mínimo en el BCRA o bien para cambiar la “duration” promedio de la canasta ofrecida por el Tesoro.

Se observó que, apenas realizado el anuncio y ante un nuevo esquema de administración de liquidez –donde el sistema definiría endógenamente la tasa de interés y el BCRA se retiraría salvo condiciones excepcionales– los bancos privados comenzaron rápidamente a desprenderse de las LEFIs y aumentar su liquidez. La misma fue destinada a integrar efectivo mínimo, que aumentó en la misma magnitud que varió la base monetaria simple, AR\$ 10 BB. Al comparar el promedio de efectivo mínimo integrado por el sistema durante junio, de AR\$ 13,7 BB con los AR\$ 19,2 BB encajados tras los anuncios, concluimos en que los bancos quedaron sobre integrados por AR\$ 5,5 BB, lo que da cuenta del exceso de liquidez. Así, se generó una integración técnica superior a la exigida por el BCRA, de acuerdo con las tasas definidas por la comunicación “A” 8277 del BCRA, considerando la composición de los distintos tipos de depósitos.

Nos encontramos en un esquema financiero más parecido al de los 90', donde los bancos deben administrar sus numerales e intercambiar sus excesos o faltantes entre ellos. Por su parte, el mercado A3 (Matba-Rofex + MAE) ya se adecuó a esta nueva dinámica al implementar la nueva rueda “REPI” y más aún, rememorando aquellas épocas, al lanzar la rueda “CALL”. Para quienes transitaron aquellas épocas de mercado, recordarán el circuito de “Call Money” con el cual las tesorerías bancarias ajustaban sus desequilibrios de numerales.

A la anticipación de los bancos por desprendérse de las LEFIIs, se sumó la licitación del Tesoro del 7 de julio que tuvo resultados complejos de entender. Alejándose del denominado “Punto Anker”, el Tesoro adjudicó AR\$ 8,5 BB, implicando un roll over de 295% de los vencimientos. Según explicó el Secretario de Finanzas, el excedente por sobre los vencimientos resultaría en una cancelación de deuda con el sector privado.

Ante tales circunstancias, el proceso de reemplazo de LEFIIs por LECAPs no terminó siendo indiferente en el comportamiento de la base monetaria simple, sino que, cómo ya se ha mencionado, ésta aumentó en AR\$ 10 BB. La misma pasó de AR\$ 33,1 BB al 8 de julio a AR\$ 43,0 al 10 de julio. Este incremento explicó el derrumbe de la tasa de caución a un día y la escapada del tipo de cambio, en un contexto de alto ritmo de liquidación de agro dólares.

Si bien el proceso no fue ejecutado con la misma fluidez y suavidad que la salida del cepo, lo relevante a destacar es que tanto el BCRA como el Tesoro tuvieron reflejos para reaccionar y salir a absorber los excesos de liquidez para normalizar el costo del mercado de pesos y restablecer tranquilidad en el mercado cambiario. Esto resulta especialmente importante de cara al objetivo central del gobierno que es consolidar la baja de la inflación y sus expectativas.

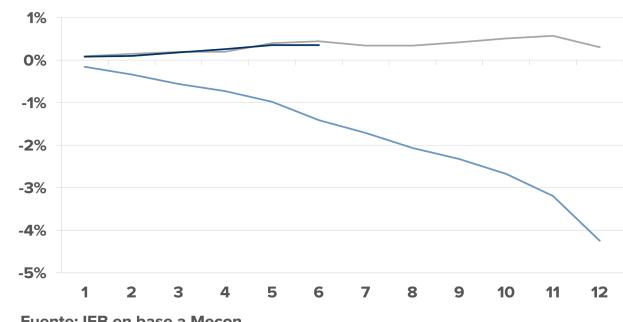


Por su parte, el Tesoro anunció una licitación fuera de calendario para el miércoles pasado (ver detalle

en la sección Renta Fija) con el objetivo de absorber el excedente de liquidez en cuestión.

Al mismo tiempo, el BCRA también se involucró excepcionalmente en contener el excedente de liquidez. Al mismo tiempo de seguir operando en el mercado de futuros de dólar. La vuelta de los pasos pasivos funcionó como estacionamiento temporal de liquidez, el BCRA operó AR\$ 3,5 BB.

Resultado Financiero Acumulado - % del PIB
—2024 —2025 —Promedio 2021-2023

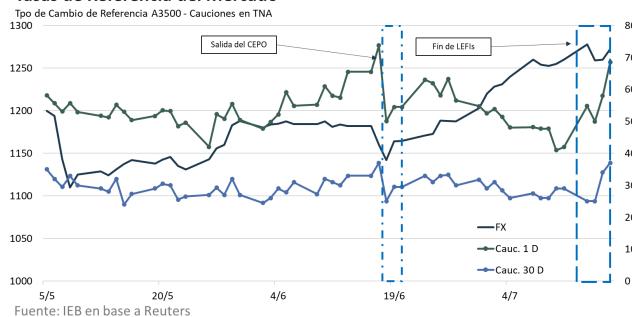


Por último, el miércoles se publicó el dato de resultado fiscal para el mes de junio. Se registró un superávit fiscal financiero de 0,4% del PIB, con un superávit primario de aproximadamente 0,9% del PIB. El resultado financiero fue de AR\$ 551.234 MM, luego del pago de intereses por AR\$ 239.299 MM. Se trata del mes número 17 consecutivo de superávit fiscal, de los 18 meses de gestión.

Renta Fija

Las LECAPs ofrecidas en la licitación fuera de calendario presentaron un perfil descendente de tasas en función del plazo, comenzando en 3,31% TEM para la S31L5 con vencimiento el 31/07/25, y bajando progresivamente hasta 2,90% TEM en la S30S5, con vencimiento el 30/09/25. En ese rango se ubicaron también la S15G5 (3,27%), S29G5 (3,10%) y S12S5 (3,05%).

Por su parte, el BONCAP con vencimiento el 17/10/25 (T17O5) se colocó a una tasa intermedia de 2,97% TEM. De esta forma el Tesoro logró adjudicar AR\$ 4,7 BB de los AR\$ 4,9 BB ofertados.

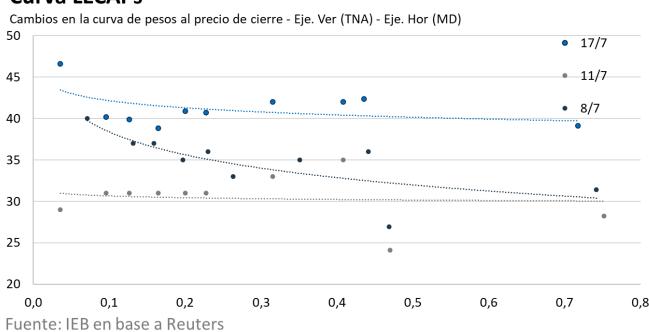
Tasas de Referencia del Mercado

Pasemos a explicar la dinámica del mercado ocurrida desde el 11 de julio. El fin de la operatoria de las LEFIs redundó en una caída sustancial de la tasa de interés de ambos instrumentos.

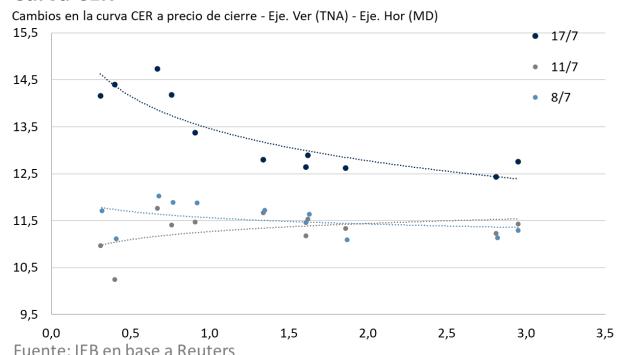
Ante este escenario, volvió a surgir la iniciativa de comprar dólares, dado que las tasas de interés no ofrecían un reaseguro ante una suba del tipo de cambio. **Así es como el FX subió 3,5% entre el 7 y 14 de julio.**

Como reacción, el BCRA volvió a abrir la ventanilla de pases pasivos, intervino a través de REPOS y vendió la letra S15G5 en el mercado secundario y -como mencionamos anteriormente- el Tesoro anunció una licitación por fuera del calendario.

La batería de operaciones apuntó a sustraer el excedente tendiendo a normalizar el mercado monetario y logrando una cierta estabilización en el FX.

Curva LECAPs

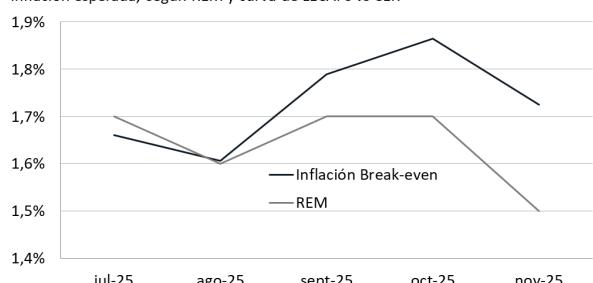
Pasando a los impactos en las curvas, la pendiente de las LECAPs se redujo a principios de semana, para luego volver a recuperarse tras el anuncio de la licitación, marcando un atractivo para hacer “carry trade” en el corto plazo dada la estabilización lograda en el FX.

Curva CER

La curva CER, por su parte, se invirtió positivamente marcando expectativas de tasas reales más altas; retornando a una pendiente negativa tras las acciones mencionadas anteriormente.

Inflación Breakeven

Inflación esperada, según REM y curva de LECAPs vs CER



Fuente: IEB en base a Reuters

En comparativa, la inflación “break even” entre ambas curvas marca un período de estancamiento en el proceso de desinflación, al menos hasta noviembre. De este modo, ante este supuesto, y viendo que la inflación podría sorprender a la baja, más que a la suba, los instrumentos cortos de tasa fija presentan un atractivo relativo ante los instrumentos atados al CER.

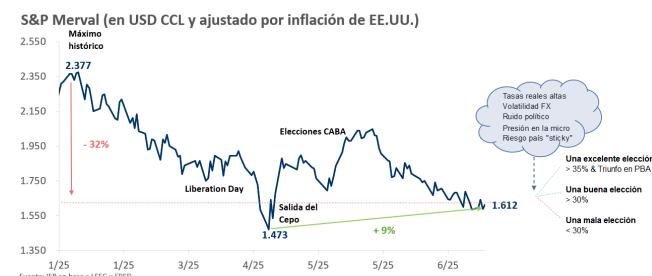
Renta Variable

La performance de la renta variable argentina no ha experimentado ninguna sorpresa y continúa comportándose en línea con lo que venimos expresando en las últimas semanas. Un mercado que continúa expectante a nuevos “drivers”. ¿Cuáles consideramos que son los potenciales “drivers”?

La temporada de balances que está por iniciarse a la brevedad no parecería un evento que pueda disparar un catalizador para la renta variable. ¿Por qué? La razón es la que hemos brindado en semanales anteriores, haciendo un repaso sector por sector. **No vemos sectores que vayan a reportar resultados extraordinarios.** Incluso, para sectores como el bancario y el de materiales consideramos que los números serán igual o incluso más débiles que los del 1T25.

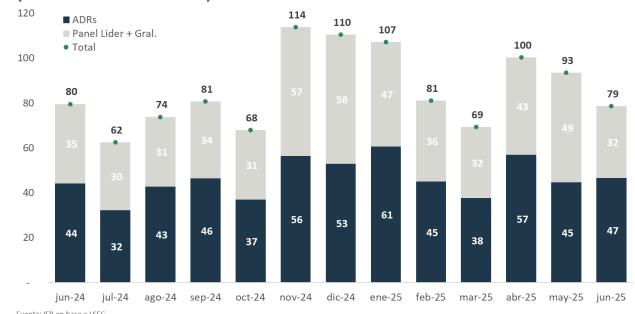
Para no reiterar nuestra visión estratégica, expresada en el semanal anterior; consideramos que el evento que estarán monitoreando los inversores son las elecciones de medio término.

Nuestro escenario base sigue siendo un triunfo del oficialismo; claro está que la gradación en la que se produzca este triunfo será importante para el futuro de la renta variable.



Resulta interesante analizar el comportamiento del volumen negociado durante los últimos meses. En paralelo con el modo correctivo que vino exhibiendo el índice, se observó una disminución en el volumen operado. Este efecto se observa tanto en volúmenes en USD como en nominales.

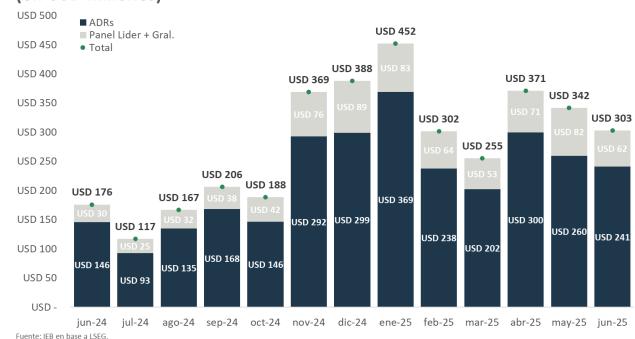
Volumen promedio diario negociado en acciones argentinas (millones de nominales)



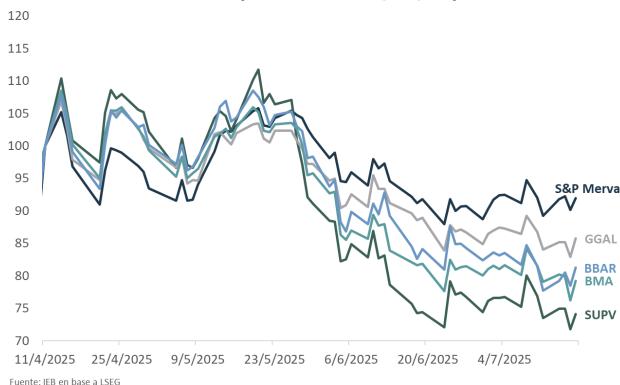
Así, luego de hacer un máximo de USD 452 MM de volumen promedio diario en enero de este año el mismo comenzó a declinar significativamente hasta ubicarse actualmente en cerca de USD 300 MM diarios.

Este hecho combinado con la lateralización del S&P Merval, parece indicar que el mercado está expectante a los resultados electorales de octubre. Las correcciones son con un volumen operado mucho menor.

Volumen promedio diario negociado en acciones argentinas (en USD millones)



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

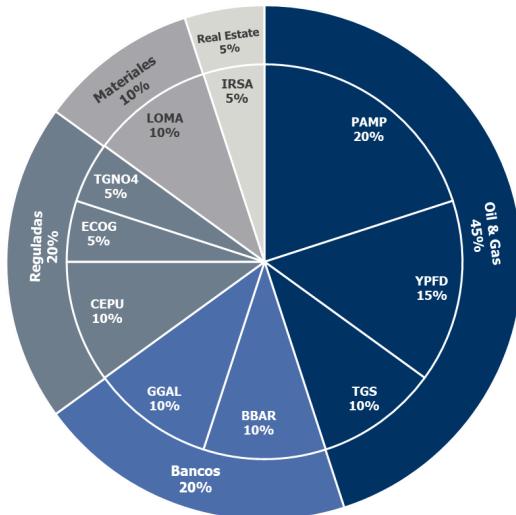
Bancos vs S&P Merval (Base 100 = 11/04/25)

Parece aún existir cierta contradicción en la valuación que exhiben los bancos. Cotizando a un P/BV de 1,2x y ROEs proyectados para 2025 de entre 12% a 16%, dicha valuación luce algo elevada. Una explicación posible es que los inversores no están mirando la foto actual, sino la película en la que Argentina tendrá un ciclo de fuerte explosión del crédito. Es claro que en procesos de fuerte aceleración del crédito, los inversores convalidan valuaciones que pueden llegar fácilmente a 3x y hasta 4x P/BV. Ha ocurrido en Argentina y en diversos países de la región frente a ciclos expansivos en el crédito. Esa era la narrativa que se esperaba para el sector a fines de 2024 y de allí el rally que tuvo el sector y la expansión notable en múltiplos: llegaron a valer más de 2x P/BV.

El año 2025 vino, sí, con expansión de crédito, pero no con explosión y ya a partir del 2T25 vemos el impacto negativo que está teniendo en el sector una

tasa real muy alta. Al no haber drivers, creemos que se podría esperar una comprensión aún mayor de estos múltiplos en el corto plazo.

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 (VIST) en la siguiente carretera dado que es un CEDEAR, pero sigue siendo uno de nuestros Top Picks del sector. **La cartera queda compuesta de la siguiente manera:**



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

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@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

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

VALENTIN VEDDA

Analista - Macro

vvedda@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 nº 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula nº 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) nº 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) nº 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) nº 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) nº 546.