

Sin indicios de “pass-through”

8 de agosto de 2025

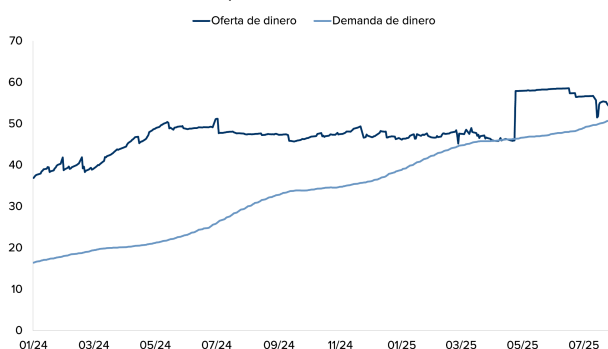
Economía

La publicación del REM de julio mostró que las expectativas de inflación se mantienen estables para los próximos meses. Su lectura, no obstante, debe ser matizada ya que el relevamiento fue realizado a fines de julio y éste no incorpora, aún, la volatilidad en el tipo de cambio que se viene registrando.

Datos concretos convergen a un valor de 1,9% para julio. La mediana de inflación esperada para agosto publicada en el REM es 1,8% (un leve ajuste al alza de 0,1 p.p.), el consenso de las consultoras se sitúa en 1,9% y el IPC de CABA, ponderado de acuerdo al índice nacional, arroja una inflación del 1,9%.

El interrogante que se plantea para el dato de agosto: ¿habrá “pass-through”? La historia económica argentina ha sido consecuente en este efecto: un incremento en el tipo de cambio deviene en aumentos en la tasa de inflación.

Mercado de Dinero - AR\$ BB



Fuente: IEB en base a BCRA

Esta vez, sin embargo, las condiciones monetarias son diferentes ya que observamos un equilibrio en el mercado de pesos dado que su oferta (Base Monetaria Ampliada) y su demanda (M2 Privado Transaccional, en el gráfico como media móvil de 60 días) están prácticamente igualadas. De acuerdo a los últimos datos disponibles, la primera es de ARS

57,0 BB y la segunda de ARS 55,3 BB, presentando una diferencia del 3%.

Cabe destacar que a comienzos de 2024, dicho diferencial alcanzó picos de 100%, lo que evidencia condiciones actuales significativamente más robustas.

A priori, con un mercado de dinero cercano al equilibrio, una suba del tipo de cambio no implicaría necesariamente un incremento en los precios. Aún cuando un FX más elevado podría implicar costos mayores para las empresas.

Si el IPC de julio y agosto se ubica cerca del 2%, en línea con lo que indica el REM, el traslado a precios por parte de las empresas no estaría siendo convalidado por la demanda y el efecto del “pass-through” sería nulo. Podría darse un escenario intermedio en el cual los precios aumentan pero los comercios recurren a promociones o descuentos temporales para sostener el nivel de ventas, atenuando así el impacto efectivo sobre el consumidor.

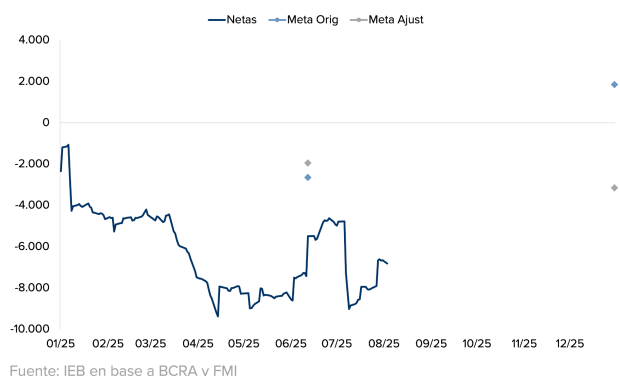
Las expectativas a 12 meses muestran un leve aumento de 0,4 p.p. a 21,1%, que indica que el anclaje continúa sólido. No obstante, es importante considerar que la volatilidad observada en el tipo de cambio no está incluida en la proyección.

Finalmente se conoció el Staff Report correspondiente a la primera revisión. El FMI anunció una flexibilización de la meta de reservas netas y remarcó que espera un rol más activo del BCRA en la acumulación de divisas.

Puntualmente, el organismo ajustó a la baja la meta de reservas netas para el cuarto trimestre de 2025 en USD 5.000 MM. Este desvío, no obstante, deberá ser compensado con una mayor acumulación en 2026 de modo de cumplir con los objetivos

originales a fin de 2027 (la meta a esa fecha no se modifica: USD 22.900 MM).

Reservas Internacionales Netas



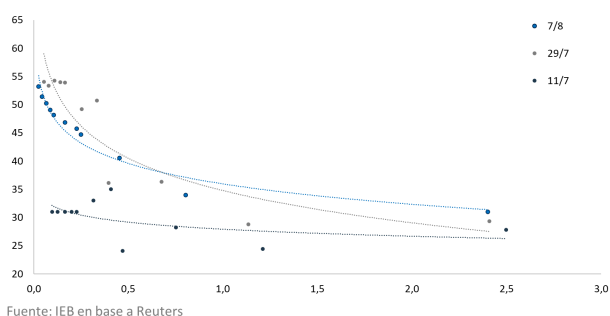
Además de confirmar que el Tesoro adquirió USD 1.400 MM entre junio y julio, el FMI aclaró que la eliminación de las restricciones cambiarias vigentes continuará condicionada al ritmo de acumulación de reservas.

Renta Fija

Las curvas CER-L y Tasa Fija, con respecto a una semana atrás, rotaron, disminuyendo su pendiente y aumentando su base. Esto demuestra que el mercado ve atractivo los instrumentos de corto plazo y aprovecha ciertas circunstancias para vender largo y pasar al tramo corto.

Curva LECAPs

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



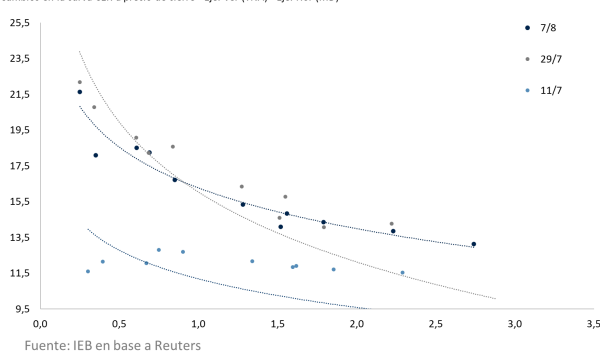
No obstante, se observan rendimientos sumamente superiores relativos al momento del fin de las LEFls. En este punto podemos hacer dos reflexiones sobre lo que se pensaba que sucedería en aquel contexto.

En primer lugar, varios analistas coincidían en que habría una mayor volatilidad en las tasas de interés debido a que la necesidad de las tesorerías generaría una demanda de dinero inestable.

En segundo lugar, la dirección del movimiento que generase la volatilidad se dio en forma contraria a lo que se preveía. En este sentido, las tasas divergieron al alza, al contrario de lo que suponía el mercado.

Curva CER

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



Si bien fue una predicción fallida, el error se centró en suponer que el mercado se encargaría de encontrar un equilibrio para la tasa de interés. Aunque en mercados con elevados niveles de intervención, es un grave error realizar dicho supuesto. De este modo, es claro que para el mercado la licitación “sorpresa” del Tesoro fue un cisne negro y provocó un cambio abrupto en las expectativas de la tasa de interés.

Es por eso que hoy, con estas condiciones, y con un dólar convergiendo hacia el centro de la banda, las intervenciones podrían menguar. Si a esto sumamos que la dilatación de la revisión con el FMI llegó a su fin, y desechó todas las especulaciones, debería haber un consenso sobre cómo será el programa hasta las elecciones.

El FMI otorgó grados de libertad al gobierno para actuar, aunque ¿Con que podría sorprendernos el Gobierno? Por el lado de los vencimientos, no vemos un problema en el corto plazo, debido a que el objetivo de acumulación de reservas se redujo en USD 5 BB. Esto mismo habilita a que en las próximas

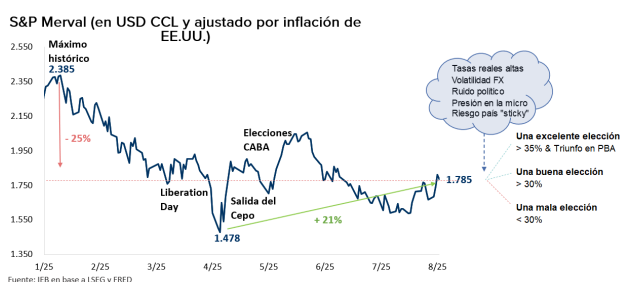
licitaciones el financiamiento negativo sea más extenso ya que el Tesoro debería acumular una menor cantidad de dólares para cumplir con las metas (USD 3,5 BB) o, en caso de que la acumulación provenga de otras fuentes, sólo debería hacerse cargo de los vencimientos de enero.

Ahora bien, ¿El Gobierno realizaría alguna maniobra si la inflación supera los niveles esperados? ¿La única señal para pasarse al tramo largo de la curva CER-L o Tasa Fija sería un cambio de régimen luego de las elecciones?

Por último, a pesar de la relajación de las metas de reservas, la dinámica observada del TY30P podría reducir su demanda en las próximas licitaciones. Y así obstaculizaría dicha forma para alcanzar el objetivo impuesto por el FMI.

Renta Variable

Más allá de la volatilidad actual y con la mirada puesta en las elecciones de medio término, continuamos con nuestro escenario base de una victoria del oficialismo. De esta manera, resulta interesante tomar ventaja de puntos de entrada atractivos para **“Jugando el trade electoral”**.



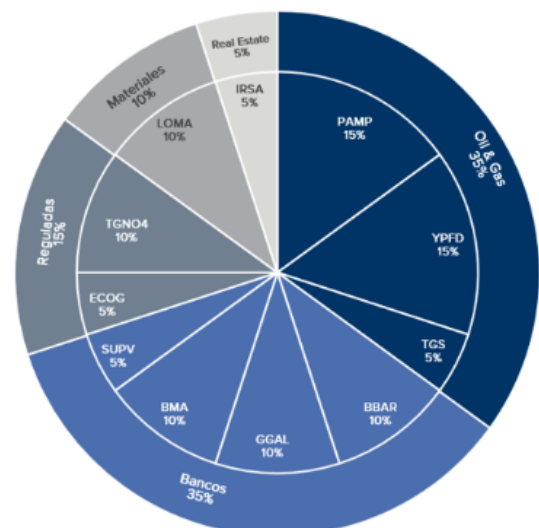
Para dicho “trade” damos prioridad a acciones con mayor liquidez y betas relativos al S&P Merval más altos. Por esa razón nuestra cartera recomendada sobrepondera al sector bancario y el de Oil & Gas con un 35% para cada una. Particularmente lo que sucede con los bancos, y la razón principal por la que decidimos aumentar su ponderación más allá de su flujo, es que hoy están cotizando en múltiplos

considerablemente más bajos de los máximos alcanzados a principio de año.

El aumento en los créditos que se estimaba, si bien ha sido muy significativo, todavía no se ha convertido en una explosión. De esta manera, el ROE no ha sido suficiente para sostener dichas valuaciones. El sector bancario, que en términos de P/BV cotizaba a 2x a principios de año; hoy lo hace en torno al 1,5x. Nuestra visión es que ante una victoria del oficialismo, se regeneren las expectativas de una explosión del crédito en 2026, habilitando múltiplos en valores similares a los de principios de este año

Para el resto de la cartera, mantenemos un 15% en el sector regulado, sector que está viene reportando los resultados más sólidos de la temporada de balances. Con un cuadro tarifario actualizado - y un mecanismo de actualización mensual automático en marcha - permite mantener los ingresos en línea con la inflación y evitar el histórico retraso tarifario a que se ha visto sometido el sector en el pasado. Distribuyendo el 15% restante entre materiales (10%) y real estate (5%).

Así, nuestra cartera de “Posicionamiento” para jugar el “trade electoral” queda compuesta de la siguiente manera:



Durante la semana tuvimos la presentación de resultados de varias compañías. En primer lugar, reportó Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) reflejando el impacto que tuvo la catástrofe climática de Bahía Blanca que afectó al segmento de Producción y Comercialización de Líquidos. Por otro lado, Transener (TRAN) reportó un gran crecimiento en ventas y generación de caja combinado con una baja en costos; dando como resultado un gran trimestre para la compañía. Por último, reportó Pampa Energía (PAMP) con un trimestre en línea con lo esperado: caída en ventas en el segmento Petróleo y Gas (a pesar de un notable incremento en la producción de shale-oil), crecimiento en el segmento Generación de Energía.

Se puede leer con mayor detalle las notas de resultados de [TGSU](#), [PAMP](#) y [TRAN](#) en los reportes publicados

Finalmente, siguiendo el calendario de presentación de resultados mañana y durante la semana que viene, continúa el reporte de las compañías:

Calendario de Presentación de Resultados 2T25					IEB
A definir CRESUD SCP	Martes 29/07 Iberdrola	Miércoles 30/07	Jueves 31/07	Viernes 01/08	
Lunes 04/08 Mercaderes Transener	Martes 05/08 tgs	Miércoles 06/08 Pampaenergía ECOGAS	Jueves 07/08 YPF BYMA	Viernes 08/08 Metrogas	
Lunes 11/08 Mirgor edonor telecom	Martes 12/08 CFH	Miércoles 13/08 SUPERVIELLE	Jueves 14/08 Globant	Viernes 15/08	
Lunes 18/08	Martes 19/08	Miércoles 20/08 BBVA	Jueves 21/08 Grupo Galicia	Viernes 22/08	
Lunes 25/08	Martes 26/08	Miércoles 27/08 Macro	Jueves 28/08	Viernes 29/08	
Lunes 01/09	Martes 02/09	Miércoles 03/09 Bióceres	Lunes 8/09 A3	Jueves 11/09 VALO	
Fechas tentativas que pueden sufrir modificaciones. Calendario que iremos actualizando a medida que surja más información.					

GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prouurban (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 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.