

> **MECON y BCRA afirman haber pasado a un esquema de agregados monetarios, y con ello la volatilidad de tasas no tardó en llegar, típico de este tipo de esquemas. Sin embargo, vemos algún patrón de volatilidad con intervención que aquí abordaremos.**

Tasas con sesgo al alza

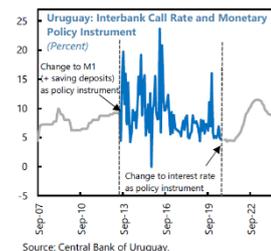
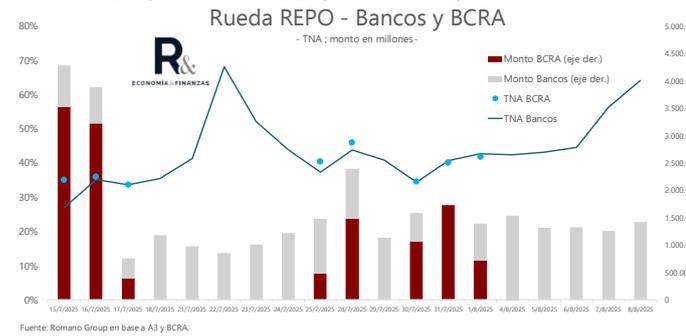
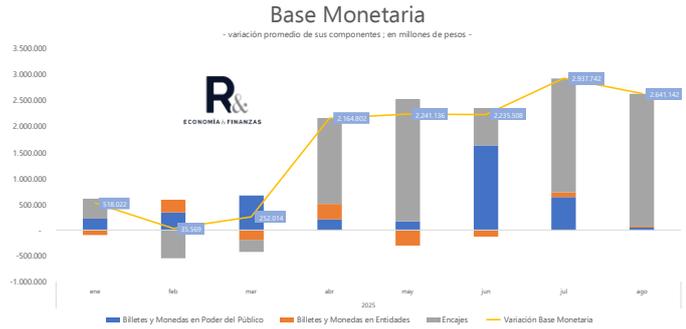
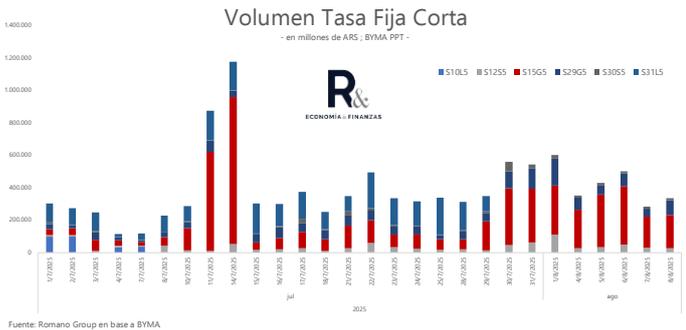
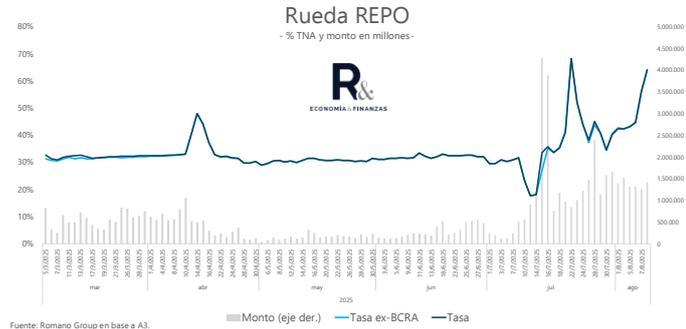
Desde el desarme de las LEFIs, que “inyectó” dinero en el sistema (decimos “inyectó” ya que principalmente esos pesos fueron a encajes, por lo que no se trasladaron a la “calle”), **la tasa no tardó en dar acuse y operó fuerte a la baja incluso con BCRA interviniendo en el mercado secundario con S15G5 que anteriormente había sido canjeado.**

El BCRA tenía LEFIs por \$ 27.8 billones, la cual fue canjeada por un mix de S15G5, S12S5 y T17O5. Particularmente, de S15G5 recibió un valor efectivo de \$ 8.9 billones (VNO \$ 6.2 billones) y recientemente se realizó un canje de esas S15G5 por T15D5, **pero esta vez por un valor efectivo de \$ 7.7 billones (VNO \$ 5.3 billones).** Es decir, tal como habíamos comentado en nuestro informe anterior, **BCRA estuvo presente en el mercado secundario vendiendo S15G5 (absorbiendo pesos e intentando colocar una suerte de piso de tasa) durante los días 11/7 y 14/7 por un total de \$ 1.2 billones.**

Observando el primer gráfico, denota que dicha **intervención** fue durante momentos **donde la tasa operaba fuertemente a la baja y colocaba presión sobre el FX** (a menor premio por colocación en pesos mayor incentivos a colocarse en u\$s, y consecuentemente el diferencial de tasas entre Rofex y tasas en ARS generan incentivos a fondearse en pesos y vender Rofex haciendo la sintética negativa, lo cual te seca la plaza spot de FX).

Con ello, el Martes 15/7 BCRA intervino en el mercado de REPO absorbiendo pesos en torno a una tasa del 35% VWAP, marcando la vuelta de los “pasivos remunerados” hasta que MECON sacase la liquidez sobrante mediante su licitación.

Calculábamos que, entre la licitación y las operaciones de mercado secundario, **la liquidez del sistema había quedado más acotada por lo que las tasas estarían más apretadas.** Además, cambió rotundamente el manejo de liquidez intradiario donde ahora los bancos tienen que prestarse entre ellos la liquidez diaria.



Salvador Vitelli
Jefe de Research

Alfredo Romano
Director

Gastón Banchero
Economista

En la última licitación del mes de Julio, ante vencimientos por \$ 11.8 billones se tomó financiamiento por \$ 9 billones, **generando así una inyección de liquidez de \$ 2.8 billones**. Esos \$ 9 billones se tomaron prácticamente en su totalidad a tasa fija, con una **TNA promedio ponderada del 47.9%**, muy por encima de tasas anteriores.

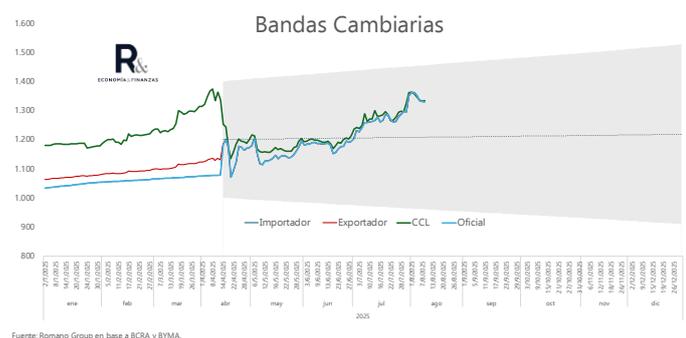
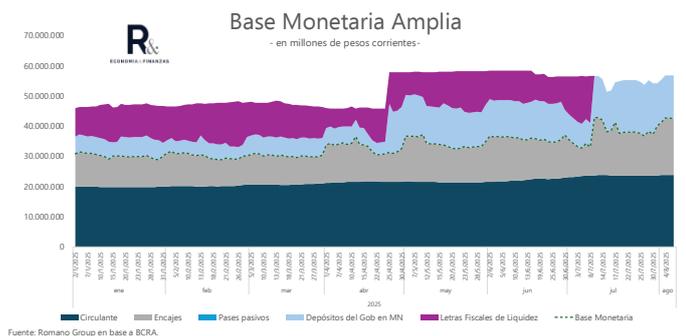
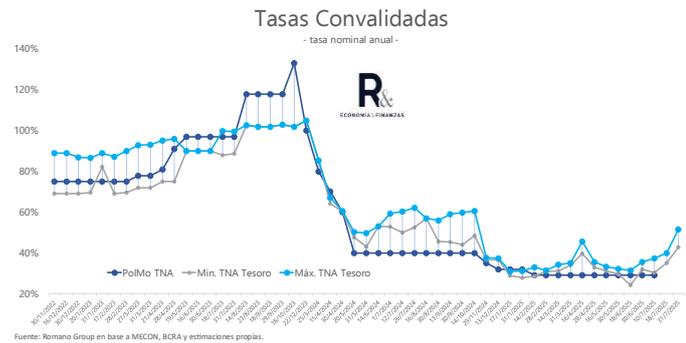
Aún el **MECON cuenta con \$ 14.2 billones en su cuenta en ARS** en el BCRA por lo que puede afrontar roll over < 100%. **El 18/8 vencen \$ 15 billones y el 29/8 \$ 9 billones** (todo es ex-tenencia BCRA). En base a ello **no nos sorprendería que MECON vaya por “financiamiento neto negativo”** en las sucesivas licitaciones para no acrecentar los costos financieros, **pero el mismo tiempo balanceando ello para no permitir que la tasa opere fuertemente a la baja**. Con ello consideramos que continuará esta operatoria en conjunto entre BCRA-MECON donde BCRA intervenga en momentos donde la tasa presione a la baja.

Tal como mostramos en el último gráfico de la página anterior, **se ve un claro indicio de intervención cuando la tasa comienza a relajarse mientras que cuando la tasa opera al alza, BCRA se abstiene de intervenir en el mercado de REPO**. Es decir, **vemos una tasa endógena al alza, pero con piso a la baja, aunque no sin volatilidad** (típico de estos regímenes de agregados). ¿Hasta cuándo? **Nuestro primer conjetura es hasta las elecciones, intentando mantener el FX lo más tranquilo posible**, en un contexto donde estacionalmente la oferta de dólares es menor.

¿Mejora del TCR?

Por el momento el FX ha encontrado cierta estabilidad en torno a los \$ 1.330, aunque como comentamos no ha sido “gratis” sino a razón de mantener tasas por encima del 40%. **La TEM promedio ponderada por volumen operada en BYMA PPT fue del 5%** para la rueda del viernes 8/8, es **doble de TEM** previo al desarme de LEFIs y suba del FX.

Es de destacar que **por el momento no se ven fuerte traslados a precios de la suba del FX**, lo cual culminaría en una mejora del tipo de cambio real, **algo que algunos sectores hacían hincapié sobre su apreciación**. **Vemos positivo si esto se consolida, donde la mejora de TCR impacta de manera genuina en los sectores transables mejorando sus márgenes** (algunos muy afectados). Ello y por ejemplo la baja permanente de DEX ayudan a mejorar dichos márgenes que hablamos.



Salvador Vitelli
Jefe de Research

Alfredo Romano
Director

Gastón Banchemo
Economista

Inflación CABA y expectativas

La inflación que midió IDECBA de CABA fue del 2.5% para Jul.-25, con variaciones de:

- Bienes: 1.2%
- Servicios: 3.3%
- Estacionales: 9%
- Núcleo: 1.9%
- Regulados: 2.1%

Destacamos la fuerte variación sufrida por Estacionales lo que lógicamente contribuyó a una mayor variación del Nivel General, ya que en meses anteriores Estacionales venía “jugando a favor”. Y además, la núcleo perforó el 2%, algo no visto desde 2018 si exceptuamos el período de pandemia.

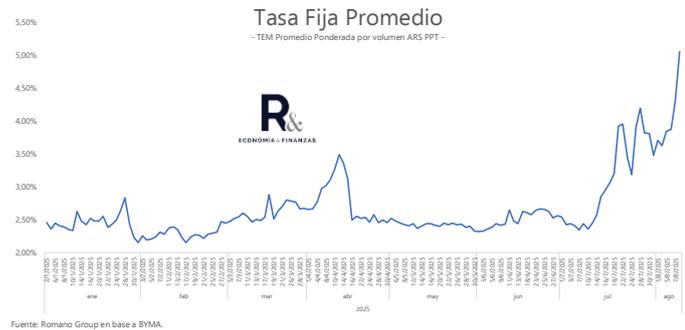
El REM por lo pronto mantiene expectativas de inflación en torno al 2%, aunque hay probabilidad que algunos de los encuestados hayan respondido previo al cimbronazo cambiario del 31/7/25, por lo cual será una variable para analizar de cerca en el futuro cercano. No obstante, y tal como mencionamos, mediciones de alta frecuencia no evidencian un fuerte traslado a precios por lo que sería un “win-win” para el Gobierno, con un aumento del tipo de cambio desanclado del nivel inflacionario luego de haberlo utilizado como una de las anclas de precios.

Actividad

En el plano de economía real y en base a datos primarios que recolectamos a diario, los datos preliminares de Julio son mixtos aunque por el momento (y reiteramos que son preliminares) con algún sesgo al alza medido de manera desestacionalizado. Vemos movimientos positivos en la recaudación del Impuesto “al Cheque”, en la liquidaciones agro (lógico luego de lo mencionado en informes anteriores de anticipos de DJVE), despachos de cemento y patentamientos de auto. Sin embargo dieron negativo, ventas minoristas, producción de autos, recaudación de IVA.

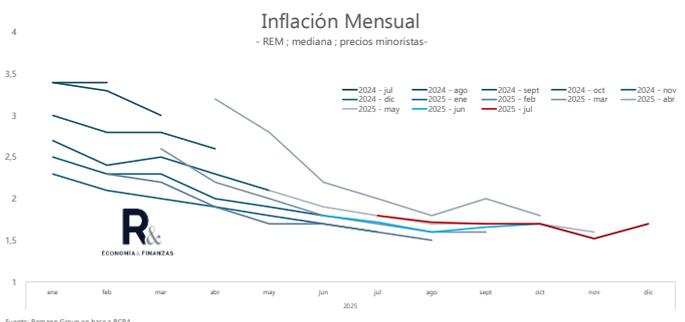
INDEC confirmó una variación positiva en Jun.-25 de la construcción del 1% mientras que una caída del 1.2% de la industria. Sus participaciones en el EMAE son de 3.1% y 18.9%, respectivamente.

Adjuntamos nuestro “Mapa de Calor Económico”:



IPC CABA			
MAPA DE INFLACIÓN MENSUAL	jul.-25	jun.-25	Diferencia
NIVEL GENERAL	2.5%	2.1%	0.3%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	1.8%	1.6%	0.3%
Bebidas alcohólicas y tabaco	0.9%	0.9%	-0.0%
Prendas de vestir y calzado	-1.6%	0.3%	-2.0%
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	2.3%	3.1%	-0.8%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	0.6%	0.6%	-0.1%
Salud	1.8%	2.6%	-0.7%
Transporte	3.6%	3.1%	0.6%
Información y comunicación	2.8%	0.7%	2.1%
Recreación y cultura	3.6%	2.9%	0.7%
Educación	2.0%	2.6%	-0.6%
Restaurantes y hoteles	5.3%	1.5%	3.8%
Seguros y servicios financieros	3.8%	3.5%	0.3%
Cuidado personal, protección social y otros productos	2.3%	2.5%	-0.2%
Estacional	9.0%	1.2%	7.8%
Núcleo	1.9%	2.2%	-0.2%
Regulados	2.1%	2.4%	-0.3%
Bienes	1.2%	1.4%	-0.2%
Servicios	3.3%	2.6%	0.7%

	may.-25	abr.-25	mar.-25
NIVEL GENERAL	1.6%	2.3%	3.2%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	1.2%	2.2%	4.7%
Bebidas alcohólicas y tabaco	0.2%	3.4%	0.8%
Prendas de vestir y calzado	0.9%	3.7%	4.5%
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	2.1%	2.4%	2.7%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	0.0%	1.7%	0.5%
Salud	2.9%	2.4%	2.3%
Transporte	-0.1%	2.6%	2.1%
Información y comunicación	3.8%	2.0%	3.0%
Recreación y cultura	1.5%	1.1%	0.2%
Educación	2.4%	1.3%	14.3%
Restaurantes y hoteles	1.0%	2.6%	1.2%
Seguros y servicios financieros	3.7%	1.3%	6.3%
Cuidado personal, protección social y otros productos	2.1%	3.7%	2.6%
Estacional	-3.6%	-1.1%	3.2%
Núcleo	2.1%	3.0%	2.7%
Regulados	1.7%	1.5%	4.7%
Bienes	0.8%	2.2%	3.0%
Servicios	2.0%	2.4%	3.3%



Salvador Vitelli
Jefe de Research

Alfredo Romano
Director

Gastón Banchemo
Economista

MAPA DE CALOR ECONÓMICO

Var MoM % - series desestacionalizadas

INDICADOR		mar.-24	abr.-24	may.-24	jun.-24	jul.-24	ago.-24	sep.-24	oct.-24	nov.-24	dic.-24	ene.-25	feb.-25	mar.-25	abr.-25	may.-25	jun.-25	jul.-25	
EMPLEO	Empleo Privado (cant.)	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	-0,1%	0,2%	-0,1%	0,2%				
	Empleo Público (cant.)	0,0%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,1%	-0,3%	0,0%	0,1%				
	Monotributo (cant.)	-0,5%	0,0%	0,5%	0,1%	0,6%	0,9%	0,0%	-0,6%	-0,4%	-14,6%	0,4%	0,4%	0,0%	0,1%				
	Empleo Total	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,2%	0,1%	-0,1%	-0,1%	-3,0%	0,0%	0,1%	-0,1%	0,1%				
	Remuneración SIPA	-1,1%	3,3%	0,9%	3,8%	1,9%	0,3%	-0,2%	2,4%	1,4%	1,0%	0,9%	-0,2%	-2,7%	-1,9%				
	Salarios S. Privados	-0,9%	2,9%	3,4%	2,0%	2,2%	0,8%	0,3%	1,2%	0,8%	0,1%	0,1%	-0,1%	-1,5%	-0,2%	0,5%			
	Salarios S. Público	0,0%	-1,2%	3,9%	-0,6%	2,6%	0,5%	0,4%	1,6%	0,3%	-1,0%	-1,3%	2,0%	-0,4%	-0,5%	1,7%			
	Índice Salarios	-0,7%	1,2%	4,0%	1,5%	3,3%	1,4%	1,2%	1,8%	1,4%	0,4%	0,7%	1,4%	-0,7%	0,6%	1,5%			
	RIPTE	2,3%	6,7%	3,0%	0,9%	2,1%	0,1%	0,7%	3,0%	1,1%	-0,2%	1,3%	3,1%	-0,1%	0,1%	0,3%			
ACTIVIDAD GENERAL	EMAE	-0,8%	-1,3%	1,4%	0,4%	2,4%	1,0%	-0,1%	0,7%	0,9%	1,0%	-0,1%	0,7%	-1,7%	1,8%	-0,1%			
	IGA	-1,4%	1,5%	0,6%	-0,1%	0,5%	0,1%	1,5%	1,4%	0,0%	1,0%	0,2%	1,7%	-2,0%	1,1%	-0,2%	0,7%		
INDUSTRIA	IPI	-4,6%	3,8%	-1,8%	-1,0%	5,9%	-0,9%	2,9%	0,2%	-0,6%	1,0%	-1,5%	-0,1%	-3,9%	2,0%	1,3%	-0,1%		
	IPI Manufacturero	-2,0%	0,1%	1,2%	-0,3%	4,9%	2,6%	1,3%	-0,8%	1,2%	0,0%	-1,4%	0,2%	-4,0%	2,7%	2,3%	-1,2%		
AGRO & MINERÍA	IPI Minero	-1,8%	0,3%	0,5%	-0,5%	-0,7%	-2,0%	4,0%	-0,8%	-0,5%	-0,5%	2,2%	0,3%	-1,1%	0,8%	-1,0%			
	EMAE Agro	-0,3%	-1,0%	-5,2%	2,6%	10,8%	1,3%	0,9%	-12,8%	-1,2%	20,4%	10,8%	-17,0%	1,2%	-4,4%				
	Liquidaciones Agro	-16,5%	-9,1%	11,0%	-17,1%	46,6%	-9,4%	1,8%	21,7%	12,5%	-12,2%	0,9%	6,3%	-7,1%	-20,3%	-5,0%	31,9%	20,1%	
COMERCIO EXTERIOR	Importaciones	-0,9%	-0,8%	-2,7%	-1,4%	11,5%	-10,8%	32,3%	-1,1%	-4,5%	8,1%	2,2%	8,8%	-7,5%	2,6%	-4,2%	-1,2%		
	Exportaciones	2,2%	3,4%	5,8%	-6,5%	-0,4%	0,0%	2,4%	4,2%	0,5%	0,4%	-1,4%	1,5%	-2,3%	-5,8%	2,8%	4,4%		
VENTAS	Ventas Minoristas PyME	-3,2%	1,6%	6,6%	1,2%	-1,6%	-1,6%	-0,5%	7,4%	3,9%	4,2%	-0,5%	-2,9%	0,1%	-1,8%	-0,7%	-6,7%	-5,7%	
	Supermercados	-0,7%	-3,5%	4,6%	-0,1%	0,0%	0,4%	-0,4%	-1,4%	2,3%	-0,2%	2,0%	-0,5%	1,9%	0,3%	-1,2%			
	Centros de Compras	13,7%	17,3%	16,1%	1,5%	-11,4%	5,7%	-2,2%	-6,3%	1,7%	-8,5%	-6,4%	-2,0%	25,1%	10,6%	3,4%			
	Autoservicios Mayoristas	-2,4%	-2,4%	1,8%	-0,1%	-1,6%	2,7%	-2,0%	3,6%	1,8%	-12,3%	3,3%	-0,4%	3,7%	-3,0%	0,7%			
CONSTRUCCIÓN	Construcción	-14,2%	-1,1%	8,6%	2,5%	7,3%	-2,5%	1,8%	-4,0%	2,8%	3,9%	-1,0%	2,0%	-3,5%	5,0%	-1,8%	1,0%		
	Despachos de Cemento	-14,3%	6,6%	12,7%	-6,0%	18,8%	-7,7%	1,6%	-2,0%	-1,7%	0,7%	9,6%	-5,9%	-7,0%	16,3%	-12,6%	6,4%	3,2%	
	Despachos de Bolsa	-15,2%	13,1%	9,4%	-2,5%	17,7%	-6,7%	-1,0%	-2,8%	-2,4%	-2,3%	11,9%	-6,7%	-6,0%	14,0%	-8,1%	0,3%		
	Despachos a Granel	-14,8%	-0,5%	17,7%	-11,3%	20,6%	-9,3%	6,0%	-0,9%	-0,8%	5,4%	7,7%	-5,3%	-10,5%	22,2%	-7,4%	0,6%		
Índice Construya	-11,2%	6,4%	3,2%	9,7%	12,1%	-4,3%	-5,4%	-2,8%	-3,2%	-1,2%	-7,8%	7,4%	7,7%	10,5%	-12,1%	15,5%			
AUTOMOTOR	Producción autos	-14,0%	5,1%	-12,9%	-17,0%	38,8%	5,0%	-4,4%	6,0%	2,2%	-3,9%	12,6%	6,1%	-26,8%	15,5%	3,0%	-11,3%	-13,3%	
	Patentamientos Auto	-5,0%	43,1%	-5,8%	-21,7%	33,5%	-0,4%	12,5%	1,9%	-10,6%	-4,1%	33,8%	-2,3%	1,3%	28,5%	-8,6%	-14,0%	10,7%	
	Patentamientos Motos	-21,6%	62,3%	-0,4%	-11,1%	12,1%	23,9%	-19,2%	-7,1%	31,3%	13,3%	-7,9%	-20,0%	9,9%	22,4%	-3,3%	-2,2%	3,8%	
	Patentamientos Maquina	-15,6%	93,9%	-9,5%	-38,8%	39,1%	35,8%	-23,5%	-0,1%	-13,0%	10,3%	16,7%	7,8%	-29,4%	130,9%	-23,6%	-43,2%		
	Patentamientos Auto	-7,3%	37,2%	-2,9%	-18,7%	26,9%	-3,5%	12,0%	8,3%	-8,0%	-7,3%	44,1%	-4,5%	0,3%	24,3%	-3,6%	-10,8%		
Patentamientos Motos	-20,1%	55,4%	2,3%	-9,3%	10,6%	24,0%	-23,0%	10,1%	16,4%	10,6%	-6,5%	-17,6%	6,3%	20,1%	-0,9%	-5,5%			
IMPUESTOS	Recaudación Total	-2,6%	1,4%	19,7%	-15,9%	4,4%	-1,7%	9,3%	-2,8%	0,7%	-6,0%	9,1%	-0,3%	-7,9%	2,9%	-7,7%	4,5%	6,3%	
	IVA	-8,1%	7,5%	-10,8%	2,3%	5,9%	-2,7%	3,0%	6,8%	-5,3%	3,6%	7,9%	-1,3%	-14,3%	5,5%	-9,7%	11,8%	-1,1%	
RESULTADO FISCAL	Créditos y Débitos en cta	-3,4%	-8,1%	-8,7%	34,3%	-7,4%	4,1%	-9,8%	7,7%	1,7%	-3,5%	5,6%	-1,0%	-6,9%	6,9%	-4,2%	-4,8%	15,1%	
	Ingresos Primarios	-3,8%	3,3%	17,1%	-18,2%	6,7%	-2,5%	-5,1%	7,9%	2,4%	-2,7%	3,8%	0,4%	-9,4%	7,6%	-2,5%	-3,5%		
	Gastos Primarios	3,2%	8,0%	-4,1%	-9,6%	15,1%	-2,4%	-0,6%	3,1%	-4,1%	-2,2%	9,5%	4,4%	-11,8%	4,8%	-4,7%	-7,4%		

Fuente: Romano Group base diversas fuentes.

Salvador Vitelli
Jefe de Research

Alfredo Romano
Director

Gastón Banchemo
Economista

www.romano-group.com

Alfredo Romano +54 9 11 4022 0495

Oficinas: Agustín Alvarez 732, Mendoza | Juana Manso 1475 unidad S211, C.A.B.A