



# INFORME MACROECONÓMICO

---

29 de julio de 2025

## Un segundo semestre con riesgos





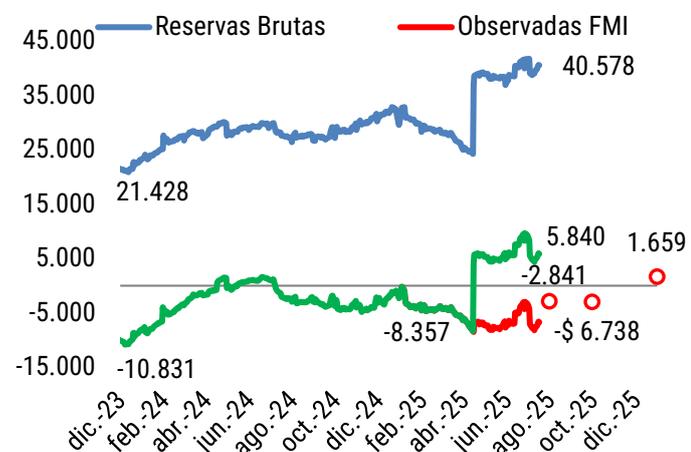
## Un segundo semestre con riesgos

2025 continúa mostrando una dinámica volátil, donde los periodos de calma y tensión parecen alternarse en el marco de un año electoral que típicamente acrecienta los vaivenes de la compleja economía argentina. En efecto, tras un arranque complicado en el primer trimestre, con pérdida de reservas y tensión en los mercados paralelos, el Gobierno logro una salida del cepo que solo puede definirse como muy exitosa, tanto por su escaso efecto en la inflación como por que se hizo evitando un saldo discreto del dólar. Sin embargo, finalizada la época de mayores exportaciones por la cosecha gruesa y con los comicios por delante, el nuevo esquema cambiario enfrenta la que probablemente sea su prueba más compleja hasta ahora. En este marco, como profundizamos en el [informe macroeconómico 320](#), haciendo una comparación entre diferentes planes de estabilización en la Argentina, la historia indica que el segundo año es un momento clave para la consolidación de la baja en la inflación.

Más en detalle, uno de los principales desafíos de cara a este segundo semestre es el frente externo, donde uno de los principales objetivos es poder recuperar el acceso a los mercados internacionales de deuda. De esta manera, se busca refinanciar (*rollear*) los vencimientos de deuda privada de los próximos años (USD 8,6 mil millones en 2026 y USD 9,5 mil millones en 2027) y aliviar la presión que viene implicando el pago al contado sobre las reservas del BCRA. En ese sentido, la métrica que permite percibir cómo evoluciona la confianza de los inversores internacionales hacia país es elaborada por la JP Morgan y capta la diferencia de tasa (riesgo país) entre un bono estadounidense (libre de riesgo) y uno argentino. Si bien se puede observar una notable mejoría respecto al inicio de mandato (de 1920 a 773 puntos básicos), todavía resta camino para llegar a niveles comparables a los de la región y que permitan financiarse a tasas razonables (300 o 400 puntos básicos).

En este sentido, la capacidad de pago que pueda mostrar el país a través de la acumulación de reservas resulta de gran importancia para reducir la incertidumbre de los inversores. La posibilidad de sumar dólares a las arcas del BCRA en 2025 se vio marcada por el acuerdo con el FMI que inyectó USD 12.500 millones, tras lo cual no fue posible comprar consistentemente dado que el dólar quedo flotando en torno a los valores medios de la banda cambiaria donde el BCRA no interviene. En junio la

**Reservas internacionales – en USD millones.**



Fuente: elaboración propia en base al BCRA, Investing y FMI.



cercana restitución de los derechos de exportación a niveles previos presionó a la venta de granos y subproductos, registrando declaraciones juradas récord por 23,53 millones de toneladas (13,5 mill. de t del complejo soja y 7,6 de maíz mill. de t). Este volumen exportado significó el ingreso de alrededor de USD 8 mil millones por la vía comercial (repartido en junio y julio), lo que permitió brindar relativa estabilidad en una marcada por el vencimiento de más de USD 4.000 millones de deuda con privados. Quizá una de las razones por las cuales el presidente realizó el anuncio de reducción permanente de los derechos de exportación tenga que ver con no detener el aporte de la agroindustria a la oferta de dólares.

En este contexto, la perspectiva de una menor oferta de divisas y los ruidos políticos característicos de los períodos electorales han aumentado la presión sobre el tipo de cambio, ubicándolo en la mitad alta de la banda cambiaria (XX al 28/7). Sumado a ello, el fortalecimiento de las monedas de otros países ha permitido que en el último tiempo mejore la competitividad cambiaria (16% en este año) y se ubique en niveles similares a los de la salida del cepo del gobierno de Mauricio Macri.

Notablemente, la trayectoria del tipo de cambio real es muy similar a la de 2017 (ver gráfico). Resulta una incógnita si, al igual que ese año, puede ocurrir una apreciación cambiaria luego de los comicios en un escenario de victoria del oficialismo.

El comportamiento del tipo de cambio es especialmente importante teniendo en cuenta que, en ausencia de los controles que caracterizaron al comercio exterior argentino por largos años, es el factor que equilibra

las cuentas externas. En ese sentido, la cuenta corriente que registra el intercambio de bienes, servicios, remuneraciones, rentas y transferencias entre residentes y no residentes, pasó a mostrar un déficit de USD 5,2 mil millones en el primer trimestre traccionado fundamentalmente por las importaciones (+34%*i/a*) y el turismo (+388%*i/a*), deteriorando casi todo el superávit logrado en 2024 (5,7 mil millones). De esta manera, a largo plazo, o debe haber un tipo de cambio compatible con una cuenta corriente equilibrada o debe aumentar el ingreso de flujos financieros públicos y privados para financiar el déficit (o un mix de ambas). Se trata sin duda de uno de los temas estructurales de la economía argentina, momentáneamente resuelto por los ingresos de divisas que implicó el acuerdo con el FMI, y que habrá que seguir luego de octubre.

**Tipo de cambio real multilateral – base 100 = dic-15.**



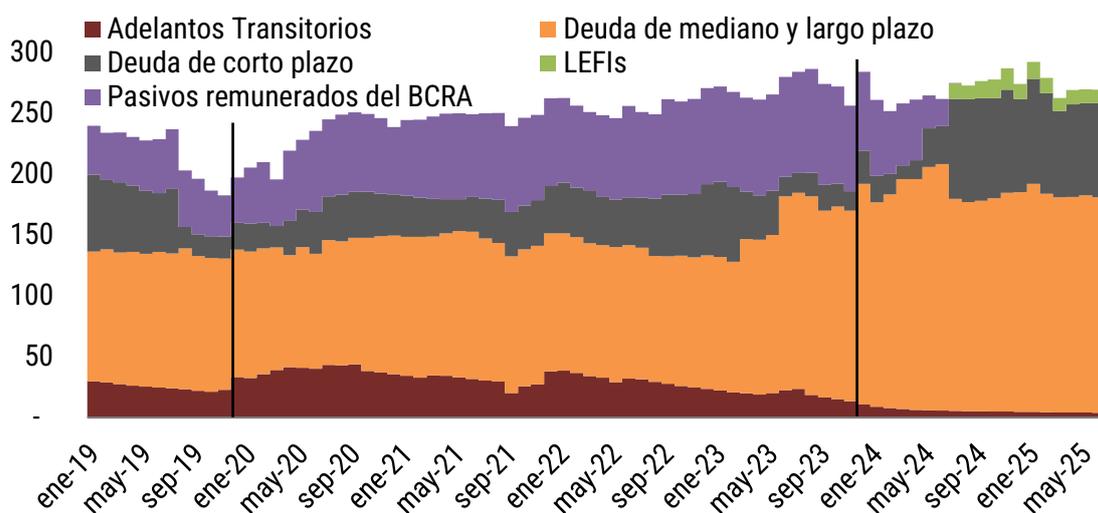
Fuente: elaboración propia en base al BCRA.



Una de las novedades más favorables de los últimos meses fue que, pese al incremento del tipo de cambio, no se verificó una aceleración de la inflación a diferencia de lo que ocurrió en eventos anteriores donde el traslado del dólar a los precios fue rápido y brusco. En efecto, pese al avance del dólar un 2,9% en junio, la inflación resultó del 1,6% mensual y en julio los números preliminares de las consultoras que miden la inflación en alta frecuencia indican que habría ocurrido algo similar (menor al 2% cuando el dólar avanzó 8%).

En este escenario, el gobierno impulsó con una política monetaria audaz: la eliminación de las Letras de Financiamiento (LEFIS), un instrumento inaugurado en la Fase 2 del plan económico, que garantizaba la liquidez de los bancos remunerando los pesos a 1 día y que fijaba la tasa de interés de referencia para toda la economía (29% TNA<sup>1</sup>). A diferencia de los PASES pasivos, este instrumento tenía al Tesoro como deudor, permitiendo que los intereses no se paguen con nueva emisión sino con el superávit fiscal (0,9% del PBI acumulado a junio). La intención del oficialismo con esta maniobra pudo estar relacionada con disminuir del crédito estatal a corto plazo (ARS 9 billones) para que ese dinero encuentre remuneración, por un lado, en instrumentos a mayor plazo (LECAPs a 15 o 30 días) y por el otro, en el crédito privado, presionando a la baja las tasas de financiamiento. Así, la búsqueda inicialmente podría haber sido no afectar las tasas de las LECAPs, con las cuales funciona el *carry trade*, mientras se reducían las tasas de los créditos privados para brindar oportunidades crediticias y darle mayor fluidez al amesetado crecimiento económico (+5% i/a pero solo 0,7% desde enero).

### Deuda en pesos del Tesoro y del Banco Central – ARS billones constantes.



Fuente: elaboración propia en base al MECON e INDEC.

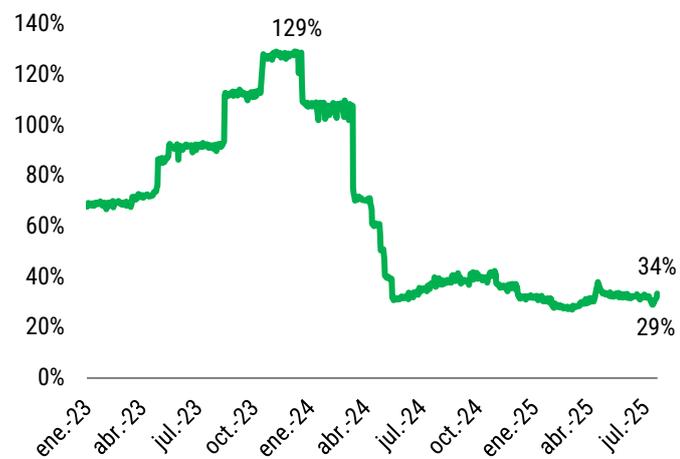
Lo cierto es que este movimiento introdujo ruido un momento delicado para el tipo de cambio. Aunque la medida fue anunciada con antelación, cuando se hizo efectiva los bancos decidieron no

<sup>1</sup> Tasa nominal anual.



suscribirse íntegramente a las LECAPs propuestas por el gobierno, dado que la tasa no compensaba el riesgo de dejar instrumentos de plazo diario para ir a otros de mayor duración, y migrar en cambio alrededor de ARS 5 billones a las cauciones<sup>2</sup>. Sin embargo, la sobreoferta generada por el cambio de cartera hizo bajar fuertemente su tasa de interés (18% TNA) reduciendo el atractivo de los instrumentos en pesos y presionando al tipo de cambio al alza (aumentando solo 20 pesos, pero creciendo 13% i/m). Posteriormente, ya con mayor coordinación con los bancos, el Tesoro realizó una licitación de LECAP fuera del calendario y logró la incorporación de ARS 4,7 billones de pesos que quedaban libres, a una tasa endógena (determinada por el mercado) entre el 47,9% y el 40% TNA dependiendo del plazo. Además, el Banco Central abrió una ventanilla de liquidez inmediata, un mecanismo similar al que usa la Reserva Federal de EEUU, que funciona para darle esa liquidez necesaria a los bancos mediante la compra/venta de títulos públicos.

**Tasa de interés BADLAR – en % mensual.**



Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

Al final de cuentas, la eliminación de las LEFIs llevo a una volatilidad de tasas que terminó en intereses más altos que los vigentes anteriormente. Así, la BADLAR pasó del 29% TNA a 34%, y dejó como saldo un financiamiento bancario más caro. Con la salida de los controles cambiarios el equilibrio entre las tasas de interés y la devaluación esperada (futuros de dólar) se vuelve más explícito. Así, frente a los movimientos cambiarios y la volatilidad de las cotizaciones futuras es esperable que las tasas, ahora determinadas endógenamente por el mercado, tiendan a aumentar.

Aun con este desperfecto momentáneo, el adecuado tratamiento de la deuda en pesos permite al gobierno poder aumentar las tasas sin que el esquema de deuda en pesos se vuelva inestable. En efecto, si se lo mira desde nov-23 el gobierno ha aumentado un 5% el stock total de deuda en moneda nacional (a jun-25), pero si se toma dic-23 luego del luego acomodamiento inicial tenemos una reducción también del 5%. Pese a los vaivenes iniciales, el stock se mantuvo estable aun frente a movimientos de acreedores (del BCRA al Tesoro) y frente a la propuesta de desindexación. Ciertamente el Tesoro lleva adelante una reducción de instrumentos atados a la inflación (BONCER), luego de un aumento inicial (+62%) como consecuencia de la eliminación de los pasivos remunerados del Banco Central se redujeron 23% desde jun-24. De esta forma el Tesoro ha preponderado la colocación de instrumentos de tasa fija +70%. Así, los instrumentos de deuda

<sup>2</sup> Instrumento entre privados, con títulos como garantía.



fueron reduciendo la volatilidad previa, permitiendo normalizar el mercado, eliminando los instrumentos a cortísimo plazo y retirando los indexados. Esta situación, en conjunto con el camino previo de reducción de tasas y la mayor estabilidad de precios permitieron el crecimiento del crédito privado que paso de representar 5,6% del PBI en nov-23 a un 10,7% del PBI en jun-25. Aunque todavía lejos del 60% del PBI que tiene Brasil.

En síntesis, las mejoras alcanzadas por la estabilidad tienen todavía un amplio camino de desarrollo. La etapa de volatilidad electoral puede deteriorar alguna de estas variables. Por eso, para el segundo semestre el desafío del Gobierno es encontrar un equilibrio entre los movimientos cambiarios, la estabilidad del mercado de deuda en pesos y el crecimiento de la economía. En la previa se puede vislumbrar un escenario electoral favorable para el gobierno, pero todavía quedan meses por transitar y un plan de estabilización que necesita ser consolidado para su continuidad en el mediano plazo. En el caso de lograr un Congreso más favorable, el oficialismo podrá conformar un nuevo bloque en el que pueda tener un mayor peso y aprobar las reformas que tiene en agenda, brindando de previsibilidad al planteo económico, pudiendo reducir la carga impositiva y ratificando el camino iniciado. No obstante, el camino no está libre de riesgos.

**¿Te interesan los datos macroeconómicos? ¿Buscas insumos para tu análisis o reunión CREA?** Te invitamos a ingresar a nuestra presentación interactiva, que se actualiza automáticamente, en la plataforma Alphacast haciendo [click aca](#)

**¿Querés puntuar el reporte o dejarnos comentarios?** Hacer [click acá](#)

Informe Macroeconómico  
Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe: Santiago Giraud  
Economista a Cargo: Francisco Anzoategui.

Visite nuestra página web: [www.crea.org.ar](http://www.crea.org.ar) Elaborado el Área Economía, Unidad I+D. AACREA, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales. [economia@crea.org.ar](mailto:economia@crea.org.ar)  
Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ) Buenos Aires - Argentina. Tel. (54-11) 4382-2076/79

CREA es una organización civil sin fines de lucro integrada y dirigida por aproximadamente 2.000 empresarios agropecuarios que se nuclean en 218 grupos presentes en todo el país. Cada grupo CREA es coordinado por un presidente y un asesor técnico e integrado por diez o doce empresarios que se reúnen periódicamente con el objetivo de mejorar los resultados de sus empresas a través del intercambio de conocimiento, ideas y experiencias. Asimismo, la institución se destaca por el desarrollo de temáticas relacionadas con el sector; uno de los fines es la transferencia del conocimiento colaborando con su desarrollo. Por su parte, las empresas CREA, integradas a la comunidad, son referentes de innovación y trabajan para el desarrollo sostenible de las empresas, las localidades de las que forman parte y el país. Para mayor información <http://www.crea.org.ar/>