

Perspectivas Mensuales:

“Inflación en descenso y recalibración de equilibrios”

29 de Julio de 2026

Rodrigo Benitez

Economista Jefe – Grupo ST

¿Qué pasó en las últimas semanas?

Tres eventos que modificaron la lectura del mercado y el escenario de financiamiento

Nuevos Shocks Externos

¿Qué cambió?

Reactivación del conflicto bélico EE.UU. – Irán frenó la expectativa de desinflación y presionó sobre tasas en Estados Unidos. Escalada del petróleo, dólar fuerte y tasas altas son un mix desafiante para la economía local.

Implicancia de mercado

Mercado retorno al sesgo alcista de las tasas de interés. Se fortalece el dólar y commodities se adaptan a suba de petróleo más que a equilibrio de monedas.

Descenso Inflacionario

¿Qué cambió?

Dato positivo de inflación en junio ayuda a recalibrar expectativas a pesar de la creciente presión sobre combustibles. La menor nominalidad incide en el proceso de determinación de tasas.

Implicancia de mercado

Tiene impacto sobre el Poder Adquisitivo, lo que mejora la perspectiva de un consumo interno que sigue muy golpeado. A su vez es central para definir las tasas de interés hacia adelante.

Ordenamiento Financiero

¿Qué cambió?

El Tesoro presentó su Programa financiero y Moodys mejoró la calificación a B3. Son noticias que ayudan a alinear expectativas, bajar el riesgo país y mejorar las condiciones para un eventual acceso al mercado de capitales.

Implicancia de mercado

Buenas perspectivas para el pago de la deuda hard dollar, pero todavía con esquemas que tienen fuerte impacto en el equilibrio del mundo pesos. Alta dependencia de reservas del BCRA.

Datos locales positivos en un mercado externo que sigue inestable y con fuertes desafíos. La economía local sigue dependiendo de cómo se resuelven las necesidades de caja en un año 2027 que se espera repita patrones electorales, aunque con menor intensidad.

La Mirada Sobre el Frente Externo

1. Datos Macro Relevantes

Variable	Dato	Lectura
CPI jun.	3,5% i.a. -0,4% m/m	 Alivio por energía
Core CPI jun.	2,6% i.a.	 Núcleo cede
PCE may.	4,1% i.a. Core 3,4%	 Sigue > meta
Payrolls jun.	+57k desempleo 4,2%	 Empleo se enfría
Salarios	+0,3% m/m +3,5% i.a.	 Fed cauta
Retail jun.	+0,2% m/m +6,7% i.a.	 Consumo positivo
PCE real may.	+0,3% m/m	 Demanda resiliente

2. Fed / Comité: el “alivio” de CPI transitorio

Mensaje actualizado

-  Inflación arriba de meta: PCE 4,1% y core 3,4%.
-  Empleo se enfría, pero sin deterioro abrupto: desempleo 4,2%.
-  Consumo y retail sostienen una actividad positiva.
-  Petróleo reabre upside risk de inflación.

Próximo dato clave: PCE de junio (30/7). El CPI cedió por energía, pero la Fed mirará si el shock Irán contamina expectativas y servicios.

Sesgo Cauteloso

Fuerte Prob de SUBA

3. Mirada FED + Conflicto Irán: más prima de riesgo

Mirada Fed

Irán / Energía

- “Unhappy with inflation”, pero sin guía concreta.
- Cook: preparada para subir si inflación no afloja.
- Williams: política bien posicionada.

- Brent supera transitoriamente USD 100 y regresa USD 85
- Riesgo simultáneo Ormuz + Bab el-Mandeb.
- Reaparece prima de inflación energética.

Cambio de lectura: el alivio inflacionario por el CPI de junio quedó parcialmente neutralizado por el recrudecimiento bélico y el salto del petróleo.

Brent > USD 100

DXY ≈ 101,4

10Y ≈ 4,68%

4. Reacción / Lectura del mercado: menor margen para duración y valuaciones exigentes



Mensaje Ejecutivo: el mercado transitó de un “alivio CPI” a un escenario de inflación con riesgo energético. La Fed de Warsh preserva optionality hawkish; el 10Y y el DXY reflejan prima de riesgo, tasas reales exigentes y menor margen para múltiplos altos.

Mapa de Política Monetaria Global

Tasas reales, deuda y liquidez: la divergencia vuelve a ser el driver de valuación de activos

Lectura ejecutiva: EE.UU. y Reino Unido siguen con tasas reales positivas; Europa queda atrapada entre inflación de energía y actividad débil; Japón normaliza desde tasas reales negativas; China es el único bloque con sesgo de liquidez expansiva.

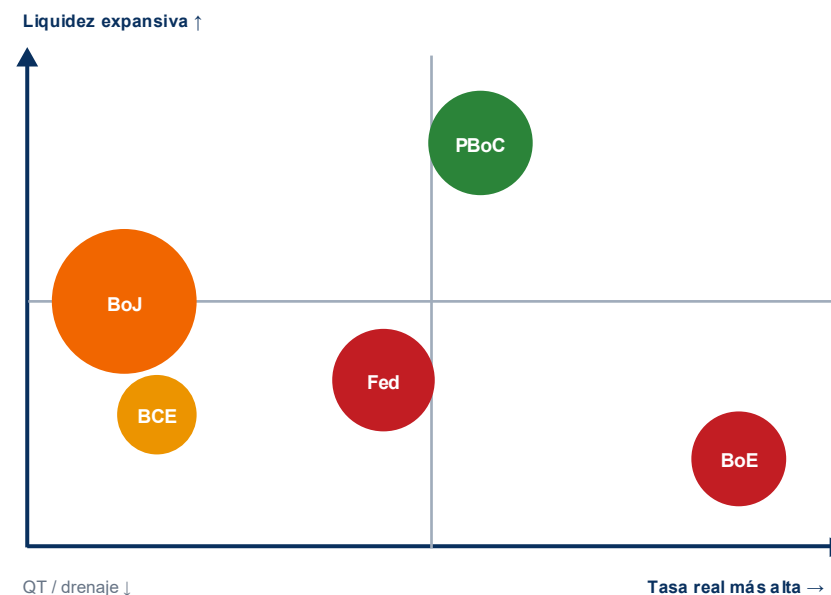
Comparación macro-monetaria por bloque

Real policy rate $\approx$ tasa política – inflación headline

Banco central	Tasa / inflación	Tasa real	Deuda	Liquidez	Sesgo
US Fed	Fed Funds 3,50–3,75% CPI jun: 3,5%	+0,1 pp	126%	Balance USD 6,75 tn Liquidez amplia; sin QE	Hold / riesgo hike
EZ BCE	Depo 2,25% HICP jun: 2,8%	–0,6 pp	89%	Balance EUR 5,95 tn QT pasivo APP/PEPP	Pausa hawkish
JP BoJ	Policy rate 1,00% CPI jun: 1,7%	–0,7 pp	204%	Activos JPY 640 tn Normalización gradual	Más subas si yen/oil
CN PBoC	7d repo 1,40% CPI jun: 1,0%	+0,4 pp	107%	M2 CNY 356,7 tn (+8%) Inyecciones OMO	Easing selectivo
UK BoE	Bank Rate 3,75% CPI jun: 2,6%	+1,2 pp	104%	APF/QT continúa Balance GBP 801 bn	Hold, 7–2 con disenso

Mapa de dirección de política monetaria

Tamaño burbuja = deuda / PIB



Riesgo Irán/petróleo: más prima de inflación; menos espacio para recortes.



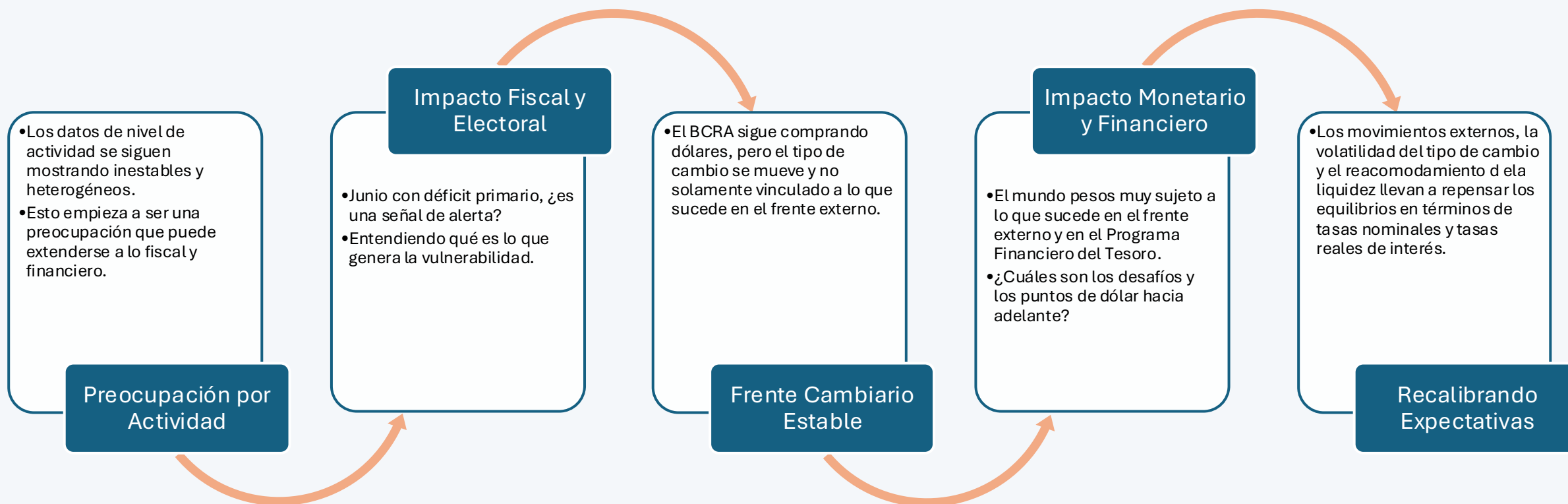
Conclusiones

No hay ciclo global de recortes sincronizado: la inflación energética vuelve a poner “piso” a las tasas.

La liquidez global se vuelve más selectiva: QT en Fed/ECB/BoE vs inyecciones tácticas del PBoC.

La deuda alta eleva sensibilidad a la curva larga: Japón/EE.UU./UK son los puntos fiscales más delicados.

La Mirada sobre la Economía Doméstica



Preocupación por la Actividad

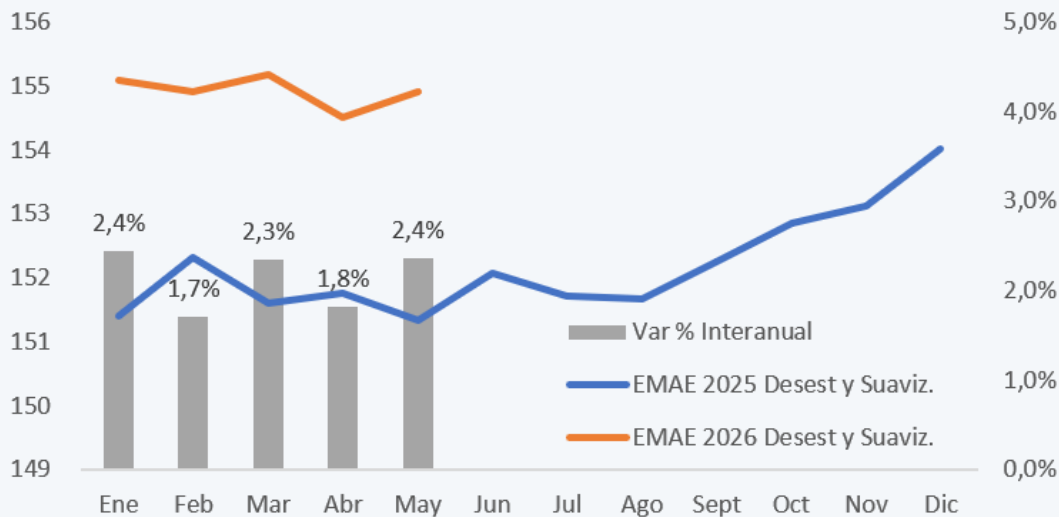
Lectura Ejecutiva

- ▶ La actividad todavía no consolida una fase expansiva: el EMAE desestacionalizado sigue mostrando movimientos erráticos y conviene mirar promedios móviles para aislar el ruido mensual.
- ▶ El buen cierre de 2025 dejó arrastre positivo para el 1T26, pero la recuperación perdió tracción desde abril y el nivel volvió a estabilizarse.
- ▶ El crecimiento queda concentrado en agro, petróleo y minería, mientras el resto de los sectores permanece prácticamente neutro, limitando el derrame sobre la demanda interna.

Señal central

Las “locomotoras” sectoriales explican casi todo el avance. Sin una mejora más amplia del resto de la economía, la recuperación luce frágil y con poco derrame sobre la demanda interna.

Al Nivel de Actividad le Cuesta Arrancar



	Nivel Promedio 5 meses		Var %	
	2025	2026	Vs 2025	Aporte
Indice Agro, Petróleo y Minería	145,7	163,6	12,3%	1,89%
Sector Agropecuario	162,7	181,4	11,5%	1,09%
Petróleo y Minería	118,2	134,7	14,0%	0,83%
Indice Resto de Sectores	125,8	125,6	-0,2%	-0,15%
TOTAL EMAE	152,5	155,2	1,7%	1,74%

Preocupación por la Actividad – Mapa Sectorial

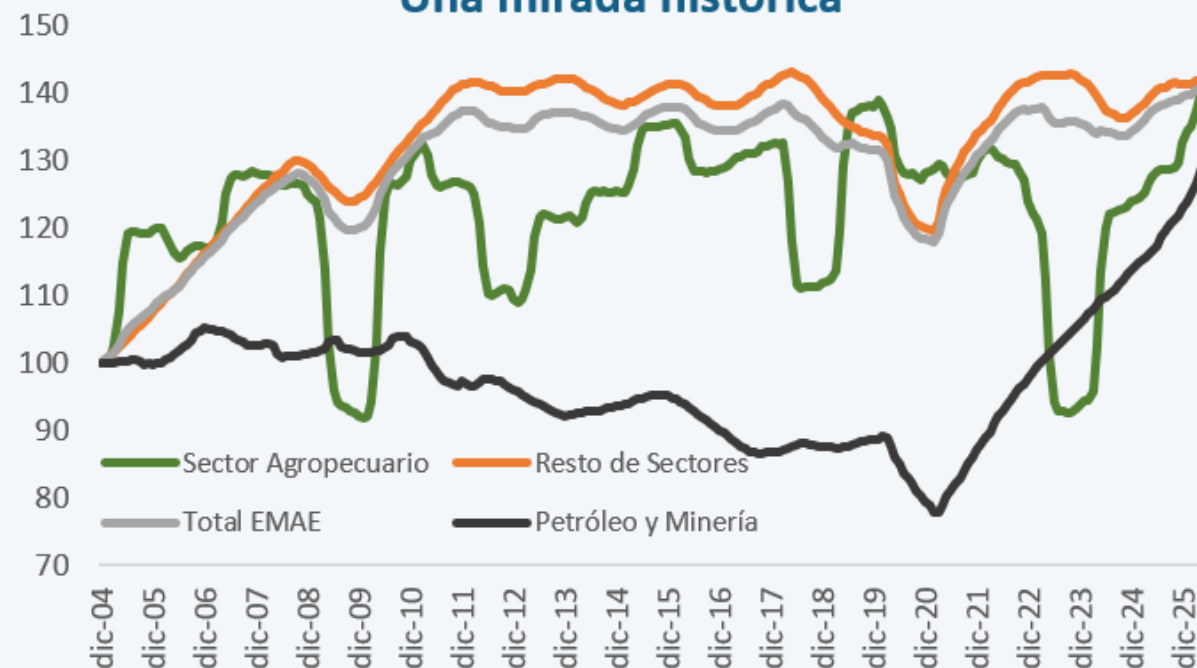
El agro creciendo fuerte desde niveles de base buenos. El sector de petróleo y minería superando todos sus récord históricos.

Se trata de dos sectores de alto peso dentro del PBI (Agro 9,5% y Petróleo y Minería 5,9%), por lo tanto con fuerte incidencia sobre el nivel de actividad global, aunque con derrame sectorial y regional más acotado.

Var % a/a	1-26	abr-may 26	5 Meses
Petróleo y Minería	12,3%	16,5%	14,0%
Índice Agro, Petróleo y Minería	15,9%	10,8%	13,9%
Sector Agropecuario	18,1%	7,3%	13,8%
Intermediación financiera	7,5%	3,1%	5,7%
Pesca	27,5%	-28,9%	4,9%
Electricidad, gas y agua	-1,1%	7,5%	2,4%
Transporte y Comunicaciones	2,3%	1,3%	1,9%
TOTAL EMAE	2,3%	0,9%	1,8%
Construcción	2,5%	0,0%	1,5%
Hoteles y Restaurantes	2,8%	-1,0%	1,3%
Act Empresariales	0,9%	0,0%	0,5%
Salud	0,5%	0,7%	0,5%
Educación	0,1%	0,0%	0,0%
Otros Servicios	0,7%	-1,6%	-0,3%
Índice Resto de Sectores	0,4%	-1,6%	-0,4%
Sector Público	-1,4%	-1,4%	-1,4%
Comercio	-0,3%	-3,8%	-1,7%
Industria Manufacturera	-1,7%	-4,2%	-2,7%



Una mirada histórica

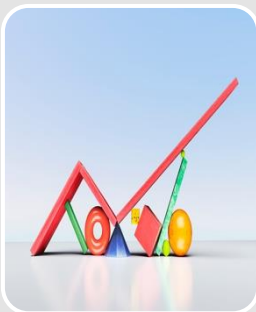


¿Por qué no reacciona la Demanda Interna?



Personas con Ingresos

- Sin señales de recuperación en el empleo privado formal, pero con el informal e independiente compensando en cantidades. Por eso la totalidad de personas con ingresos no cae.
- El ritmo de crecimiento apenas compensa el aumento poblacional.



Ingreso Medio

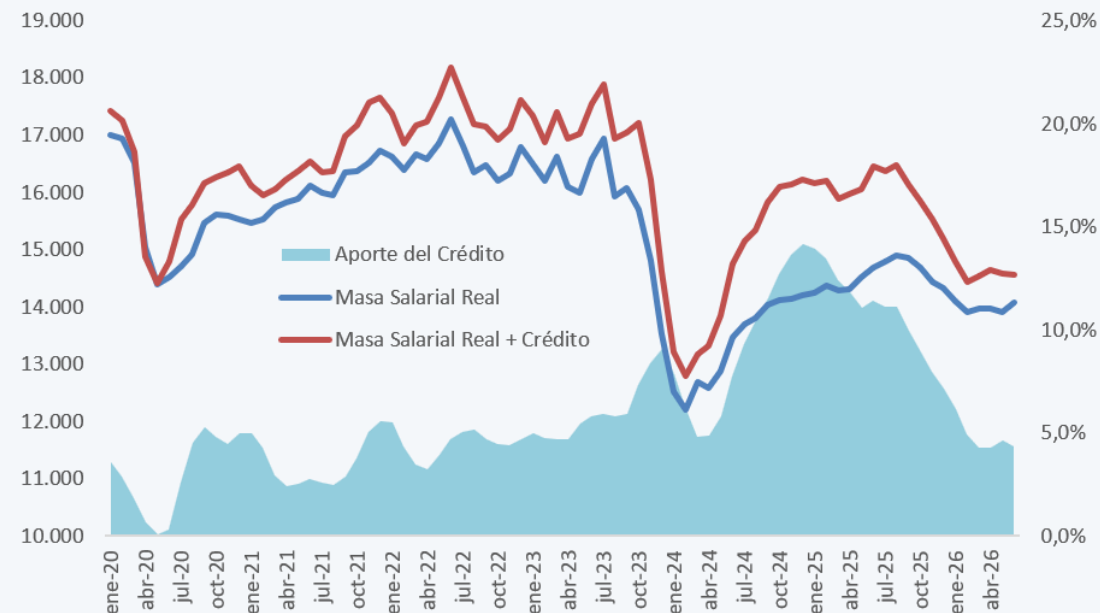
- Se suman dos efectos. Por un lado el cambio de mix en el empleo implica una caída en el ingreso medio. Independientes e informales tienen salario más bajo que formales.
- El segundo efecto es más conocido y es la caída del salario real por la aceleración inflacionaria.



Aporte del Crédito

- Un factor de mucha incidencia ha sido el freno del crédito al consumo. Pasó de una expansión muy fuerte a un aumento de la mora que cambió por completo la política crediticia.
- En el primer semestre de 2025 aportaba casi 12 puntos adicionales de Masa Salarial, hoy aporta apenas 4,3%. El resto es caída de capacidad de consumo.

Evolución del Poder de Compra



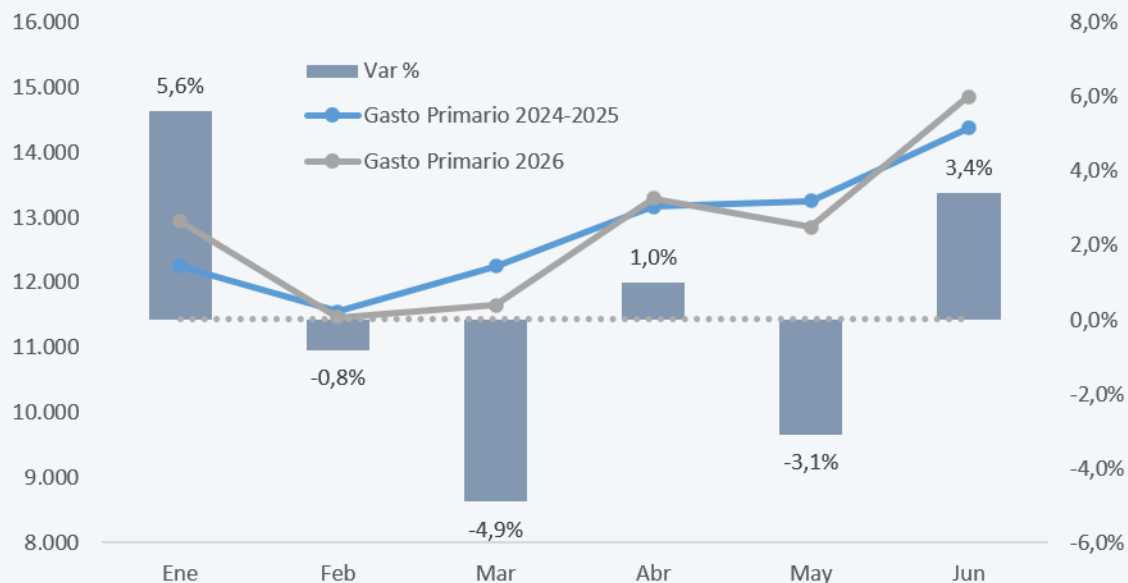
¿Por qué no repunta el Consumo Interno?

Tasa Var % a/a	I-25	II-25	III-25	IV-25	I-26	II-26
Personas con Ingresos	1,0%	0,8%	0,5%	0,3%	1,1%	1,3%
Ingreso Medio (\$/mes)	90,9%	58,9%	42,8%	34,0%	28,4%	26,7%
Masa Salarial \$M mes	92,8%	60,1%	43,6%	34,4%	29,7%	28,3%
Crédito Neto en % MS	12,4%	11,4%	9,9%	7,1%	4,3%	4,3%
Ingreso Disponible \$M mes	106,8%	65,5%	41,5%	26,2%	20,4%	20,1%
Indice de Inflación	68,0%	43,3%	33,9%	31,4%	32,7%	33,0%
Poder de Compra (\$ de 2026)	23,1%	15,5%	5,7%	-4,0%	-9,3%	-9,7%

Implicancias fiscales de la Caída en el Nivel de Actividad

- La caída en el nivel de actividad impacta negativamente sobre la recaudación tributaria. Los impuestos con vinculación directa y sin cambio de alícuota cayeron 5,3% en el primer semestre y 2,2% real en junio.
- Este limita el margen para avanzar con nuevas rebajas impositivas y obligó al Poder Ejecutivo a extremas nuevamente el cuidado de las partidas de gasto.
- Donde además se sumó el aumento del precio del petróleo y gas, que agregó presión a las partidas de subsidios.
- Por ahora se limita a menor margen de acción, pero es algo a monitorear de cerca, porque hace a la solidez del modelo.

A pesar de Junio, el Gasto bajo Control



El Impacto Negativo del Nivel de Actividad en la Recaudación

Datos en Arg\$ MM	Año 2026		Var % Real	
	6M	jun-26	Semestre	jun-26
TOTAL RECURSOS	13.376	14.161	-5,0%	-8,2%
Vinculados a Actividad	5.438	5.966	-5,3%	-2,2%
IVA neto de reintegros	2.683	3.002	-7,7%	-3,9%
Débitos y créditos	1.347	1.405	-1,5%	0,1%
Impuestos internos	150	136	-14,0%	-13,5%
Resto tributarios	834	980	7,8%	8,9%
Derechos de importación	423	443	-18,7%	-14,4%
Resto de Impuestos	6.802	7.217	-7,3%	-13,3%
Ganancias	1.333	994	1,1%	-20,2%
Seguridad social	4.790	4.716	-3,7%	-3,2%
Bienes personales	132	672	7,8%	10,4%
Derechos de exportación	548	836	-40,7%	-47,6%
Otros Recursos	1.136	977	14,6%	-2,6%
GASTO PRIMARIO	12.155	14.858	-1,8%	3,4%
Prestaciones Sociales	8.364	11.064	-1,1%	3,7%
Subsidios Económicos	817	1.063	29,7%	95,5%
Transferencias a Provincias	151	133	-47,1%	-63,8%
Gastos de capital	231	224	-11,7%	-28,6%
Otros Gastos	2.591	2.373	-5,2%	-4,2%
RESULTADO PRIMARIO	1.221	-697	-28,2%	-166,2%
Intereses Pagados Deuda	978	328	-3,8%	2,9%
RESULTADO FISCAL	243	-1.025	-64,6%	-239,6%

Este mix sectorial se traduce en empuje del sector externo

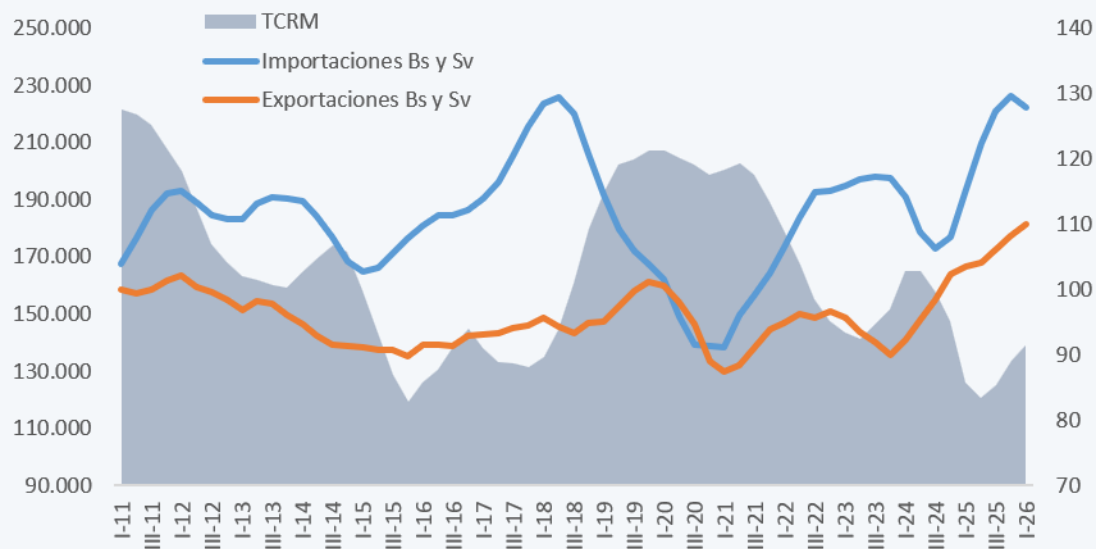
Esta dinámica sectorial es independiente de la apreciación del tipo de cambio real. Se da la contracción de la demanda interna con un sector externo que empuja fuerte vía exportaciones.

La mejoría de las exportaciones no es solamente vía productos primarios, también se ha hecho extensiva a otros rubros con mayor valor agregado.

A su vez, se ha dado una reversión de las importaciones, que caen en cantidades tanto en el semestre como en el último mes, señal clara de retroceso de la demanda interna.

La relación del tipo de cambio real con las importaciones luce mucho más directa, pero está sesgada por los controles cambiarios sobre los flujos comerciales.

Las Exportaciones crecen sin mirar el TCRM



Dinámica del Comercio Exterior	Acum 6 Meses	Acumulado Año			Último Mes		
		Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
EXPORTACIONES	49.454	24,4%	9,0%	14,2%	24,5%	16,5%	6,8%
Productos Primarios (PP)	12.631	24,4%	-2,1%	27,1%	3,6%	2,4%	0,8%
Manufacturas Agropecuario (MOA)	15.819	15,1%	9,3%	5,3%	31,6%	13,3%	16,2%
Manufacturas Industrial (MOI)	13.385	27,5%	17,8%	8,3%	31,4%	20,0%	9,5%
Combustibles y Energía (CyE)	7.619	42,5%	14,1%	24,9%	31,1%	47,8%	-11,7%
IMPORTACIONES	35.531	-3,9%	6,1%	-9,4%	7,3%	11,6%	-3,8%
Bienes de Capital (BK)	6.799	-7,2%	7,5%	-13,7%	-8,0%	4,6%	-12,1%
Bienes Intermedios (BI)	12.288	1,1%	2,9%	-1,7%	9,5%	4,7%	4,4%
Combustibles y Lubricantes (CyL)	1.669	4,2%	16,7%	-10,8%	126,3%	49,1%	61,9%
Piezas y Acc. Bs de K	6.144	-21,6%	11,6%	-29,8%	-9,4%	13,4%	-20,3%
Bienes de Consumo (BC)	6.033	1,8%	-0,3%	2,1%	3,3%	5,4%	-2,0%
Automotriz (VA)	2.598	6,1%	-13,3%	22,3%	-10,6%	-12,3%	2,3%

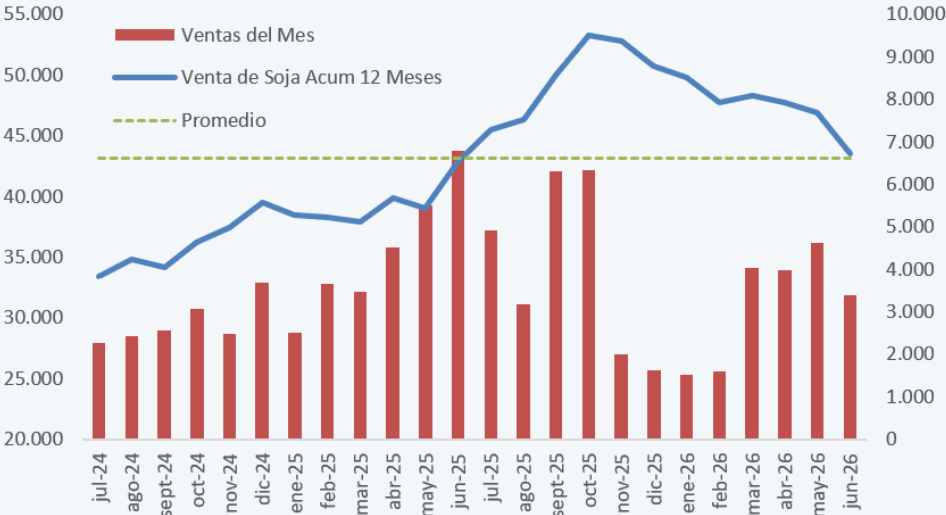
El Agro en uno de sus Mejores Años

- Uno de los factores que alienta a una oferta sostenida de dólares es la buena campaña que ha logrado el sector agrícola. Esto se suma a un buen año para las exportaciones de carne.
- A un año que venía bien en siembra, se han sumado rindes por arriba de lo esperado. El crecimiento en cantidades se acerca al 20% anual, sobre una base razonable.
- Además, en los dos últimos meses han mejorado los precios, alejándose de valores cercanos a los pisos históricos. Esto implica una oferta potencial de divisas.
- Las ventas acumuladas 12 meses volviendo a sus promedios históricos luego de los anticipos de fines de 2025. Queda margen de venta por campaña récord, pero dependerá de necesidad de pesos. Volvemos a ritmos promedio.

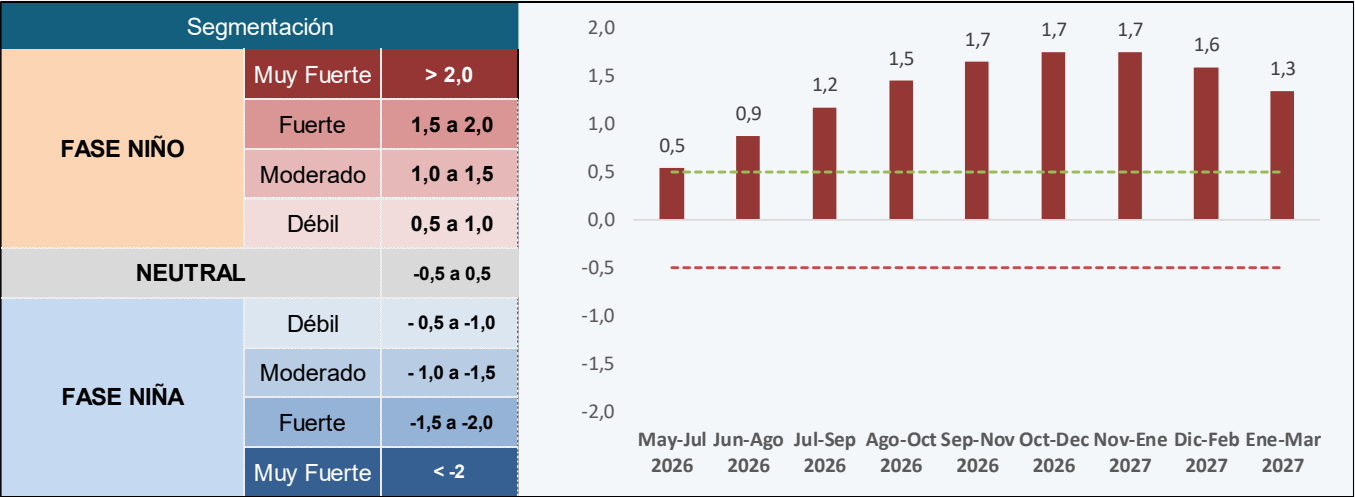
EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN AGROPECUARIA

	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025-2026	Var %
Soja (Mill Tn)	43.300	23.000	50.200	50.300	50.100	-0,4%
Girasol (Mill Tn)	4.000	4.600	3.600	5.000	6.600	32,0%
Trigo (Mill Tn)	22.400	12.200	15.100	18.600	27.800	49,5%
Maíz (Mill Tn)	52.000	37.000	51.600	49.000	64.000	30,6%
Sorgo (Mill Tn)	3.500	2.500	3.000	3.100	2.900	-6,5%
Cebada (Mill Tn)	5.200	4.300	5.000	5.000	5.400	8,0%
TOTAL (Mill Tn))	130.400	83.600	128.500	131.000	156.800	19,7%
Var %	3,5%	-35,9%	53,7%	1,9%	19,7%	
TOTAL (Mill u\$s)	48.414	27.783	36.664	34.026	42.320	24,4%
Precio Promedio base'07	84,5	75,7	65,0	59,1	61,4	3,9%

¿Queda Soja por Vender?



Análisis de las Fases ENSO - Condiciones Climáticas para Niño o Niña



Tipo de Cambio: Shocks externos más que flujos locales.

Apreciación del
dólar y depreciación
de Emergentes.

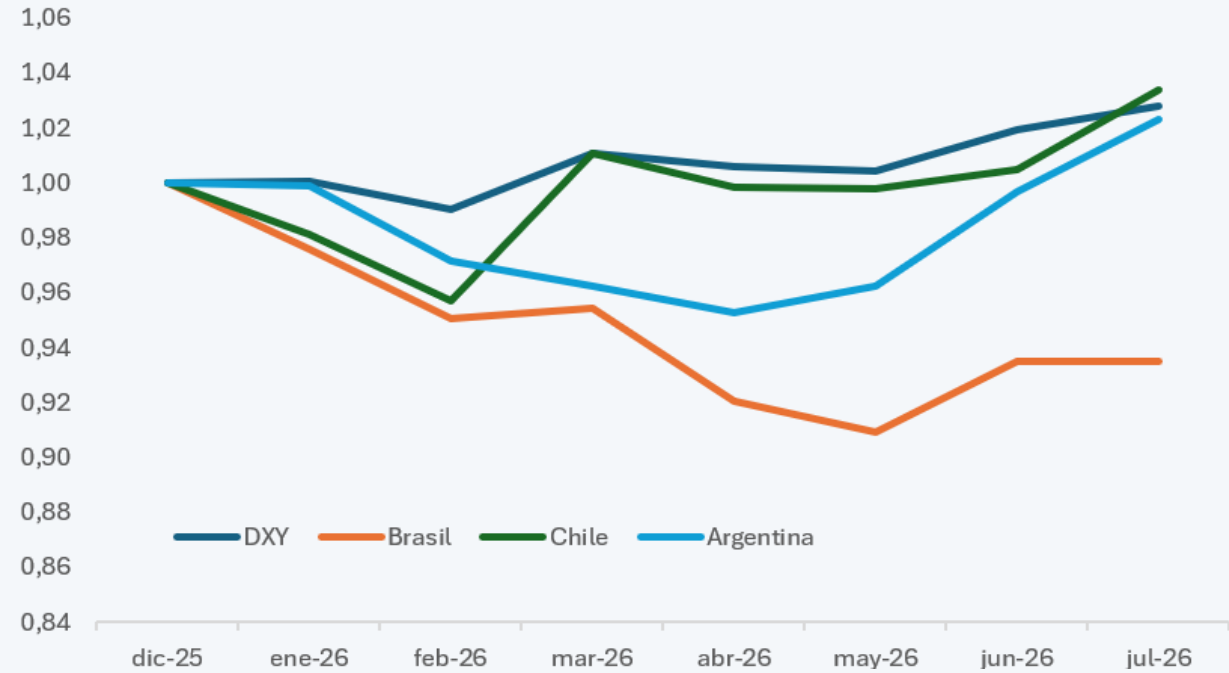


Oferta y Demanda
Real hacia adelante.



Buscando minimizar
la reversión de flujos
financieros.

Dinámica Cambiaria en la Región



Solamente Brasil se diferencia del resto. Pesa más los flujos de dólares por precio de commodities (soja y petróleo) que la fortaleza relativa del DXY.

En el caso de Argentina, el BCRA acompañó la presión alcista, pero mitigó la presión bajista acelerando volumen de compras.

Oferta y Demanda de Dólares

Este viernes se conocen los datos del mercado cambiario de junio. Pero los movimientos del BCRA permiten anticipar un menor excedente de divisas.

Parte del movimiento se explica por la baja en la liquidación del agro. La suba del tipo de cambio incentivó la retención de granos a la espera de capturar ese movimiento.

Esto se trasladó a mayor demanda de crédito en pesos. Doble shock sobre liquidez: menos creación de pesos y mayor demanda de crédito.

Además en junio hubo pago de embarques de GLP por ciclo invernal. Se notó en subsidios. Pero importaciones siguen reflejando exceso de stocks y caída de demanda interna.

La parte “real” luce con excedentes sostenibles en el tiempo, la parte “financiera” es la que puede aportar volatilidad y la que depende mucho de las expectativas. Acumulado en el año de crédito en USD = USD 16.600 M.

Oferta y Demanda de Dólares: Pago de Dividendos y de Empresas....

USD Millones x Mes	May/Oct-25	Nov-Dic-25	l-26	abr-26	may-26	jun-26
EXPORTACIONES	8.683	5.502	6.716	8.326	9.297	8.068
Cereales y Oleaginosas	3.933	993	2.007	2.790	3.276	2.426
Sector Energético	973	622	814	1.401	1.780	1.401
Minería	488	496	727	847	912	912
Resto	3.289	3.392	3.168	3.287	3.329	3.329
POSICIÓN FINANCIERA	1.239	640	1.013	1.492	1.294	1.020
Préstamos Financieros	1.439	1.041	1.554	2.013	2.061	1.800
Intereses y Dividendos	-200	-401	-541	-520	-767	-780
DEMANDA NETA	10.450	6.839	7.213	8.803	8.768	8.645
Importaciones	5.968	5.000	4.779	5.378	4.969	5.682
Sector Energético	493	308	265	408	238	951
Resto	5.475	4.692	4.514	4.970	4.731	4.731
Demanda Estructural	4.482	1.839	2.434	3.425	3.799	2.962
Turismo	761	478	656	570	691	786
Atesoramiento	4.650	1.501	2.216	2.363	1.887	1.811
Resto	-929	-140	-439	492	1.221	365

	ene-26	feb-26	mar-26	abr-26	may-26	jun-26	jul-26
Monto Emitido en USD M	2.350	1.100	500	1.400	1.600	2.700	1.000
Principales Emisiones	Telecom 600	Pluspetrol 167	Pampa 200	Vista 500	Pampa 500	MSU 400	PCR 400
	YPF 550	YPF 161		Edenor 550	CGC 200	EDEMSA 300	Edenor 213
	Bco Macro 400	Oldeval 110		YPF 122	Tecpetrol 100	J Deere 80	Vista 150
	PAE 375	Edenor 90		CEPU 130	Mdo Pago 44		BBVA 135
		Telecom 81		Cresud 64	ICBC 45		CEPU 94
							BST 26
Préstamos Argendólares USD M	1.300	483	1.107	1.386	552	292	845
Financiamiento USD	3.650	1.583	1.607	2.786	2.152	2.992	1.845

El Mayor Desafío lo Tiene el Tesoro.

La presentación del Programa Financiero sumó claridad sobre la magnitud del desafío, pero todavía quedan operaciones por cerrar para terminar de cerrar las fuentes.

La ventaja de tener el programa disponible es que hay certeza sobre los vencimientos y se acota el margen a las necesidades pendientes de lograr.

El mayor desafío son las operaciones de mercado en año electoral.

Año 2026

Resta colocar USD 800 millones de préstamos con garantía de Organismos y USD 1.350 millones de AO29

El Tesoro parte de depósitos en USD por 3.350 millones y en pesos por \$13,3 Billones

Año 2027

Resta cerrar compras al BCRA por USD 4.900 millones y emisión de deuda a mercado por USD 5.000 millones.

También quedan pendientes otras fuentes y privatizaciones por USD 3.500 millones.

Programa Financiero 2026-2027

USD Millones	2026		2027	
	USD	En %	USD	En %
TOTAL TESORO	19,2	100%	24,9	100%
FMI	4,2	22%	7,5	30%
Capital	1,1	6%	4,4	18%
Intereses y cargos	3,1	16%	3,1	12%
Resto de Organismos	4,7	24%	4,9	20%
Capital	2,7	14%	2,8	11%
Intereses y cargos	2,0	10%	2,1	8%
Deuda a Mercado	9,3	48%	12,5	50%
Capital	5,4	28%	8,5	34%
Intereses y cargos	3,9	20%	4,0	16%
Capitalizar BCRA	1,0	5%	0,0	0%
TOTAL BCRA	0,0		5,4	
Bopreales			5,4	
TESORO + BCRA	19,2		30,3	

USD Millones	2026		2027	
	USD	En %	USD	En %
FUENTES	22,9	100%	24,9	100%
Caja Previa	0,0	0%	3,7	15%
Compras al BCRA	6,7	29%	4,9	20%
Roll Over Intra SP	0,8	3%	1,9	7%
Préstamos con Garantía OI	4,0	17%	0,0	0%
Desembolso FMI	1,9	8%	1,8	7%
Otros OI	2,8	12%	4,2	17%
Emisión Local	6,0	26%	5,0	20%
Emisión Internacional	0,0	0%	0,0	0%
Otras Fuentes	0,0	0%	2,0	8%
Privatizaciones	0,8	3%	1,5	6%
Asegurado	20,6	90%	11,5	46%
Pendiente	2,3	10%	13,4	54%

El desafío también pasa por los pesos...

Clara intención de dejar libres los vencimientos pre electorales. Entre julio y noviembre vencen solamente \$9,7 billones. Ya se logró rollear para el período post elecciones al 42,5% del total de la deuda en pesos.

Hay dos factores mitigantes: las altas tenencias intra sector público (aprox 40% del total) y la necesidad de inversores institucionales de ir rolleando con activos de corta duration (pone piso alto al rollover).

La deuda en pesos hoy duplica a la deuda en dólares a mercado. Son en total USD 246.000 millones.

Perfil de Vencimientos de la Deuda en Pesos

	III-26	IV-26	I-27	II-27	III-27	oct-nov-27	Resto	TOTAL
Tasa Fija	21	21	17	40	0	0	3	102
Tamar	7	0	5	0	5	0	28	45
CER	3	41	5	16	4	1	102	172
DLK	12	0	1	2	0	0	17	32
Duales	4	8	0	0	0	0	7	19
TOTAL	47 12,6%	70 19,0%	29 7,7%	58 15,6%	8 2,3%	1 0,4%	157 42,5%	369 100,0%

Gestión en curso, con emisiones de nuevos instrumentos cuyo objetivo es generar atractivo para distintos inversores.

Deuda a Mercado (USD Millones)

	PRE	POST	TOTAL
Pesos	141.715	104.550	246.265
Dólares	12.639	123.453	136.092
TOTAL	154.354	228.003	382.357

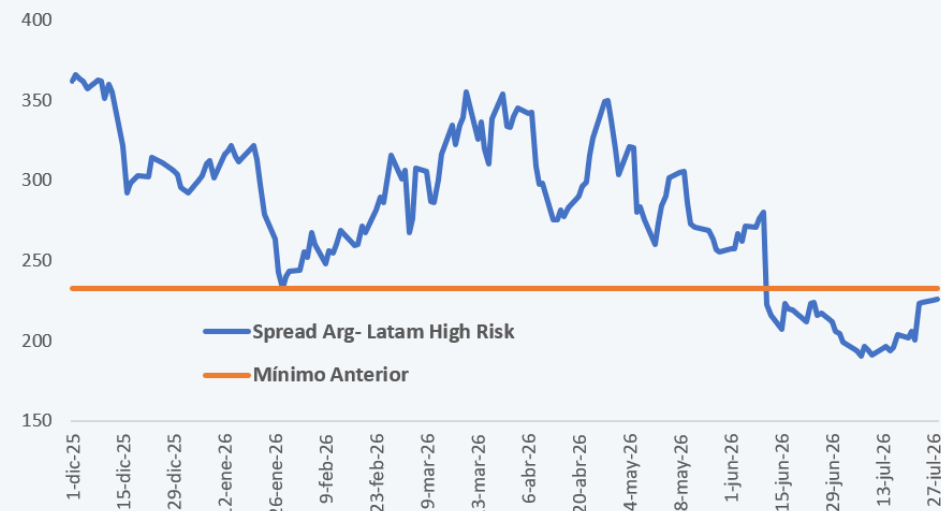
¿Qué refleja el Riesgo País?

- En las últimas semanas se combinó un escenario externo adverso con datos negativos en el ámbito local. Fortaleza del dólar y suba de tasas en Estados Unidos revirtieron flujos hacia emergentes y eso castigó más a Argentina que a otros comparables.
- En el plano local parecen haber aumentado las preocupaciones por las dificultades para que traccione el nivel de actividad y el impacto de eso en el humor social.
- No parecen haber alcanzado los gestos del FMI en la visita de sus autoridades para retornar al sendero de mínimos de Riesgo País. Los drivers esperados parecen estar más por el lado de recuperación de la demanda interna y aumento de la recaudación fiscal.

Riesgo País en América Latina

Fecha	ene-25	dic-25	dic-25	mar-26	jun-26	28-jul-26	Variación	
							vs Dic-25	vs Ene-25
Uruguay	92	69	69	78	60	64	-5	-27
Chile	121	91	91	95	86	90	-1	-31
Latam Low Risk	154	120	120	126	107	109	-10	-45
Perú	157	126	126	139	110	110	-16	-47
Paraguay	167	114	114	120	102	105	-9	-62
Brasil	233	198	198	196	178	177	-21	-56
EMBI GLOBAL	294	235	235	243	216	225	-10	-68
México (#)	313	223	223	227	201	208	-15	-106
Colombia (#)	325	274	274	280	193	188	-86	-137
Honduras (#)	398	240	240	209	174	161	-79	-237
Latam High Risk (#)	359	268	268	270	218	214	-54	-145
El Salvador (#)	400	334	334	364	304	300	-35	-100
Argentina	579	599	599	585	455	441	-158	-138
Ecuador	1.090	527	527	478	403	420	-107	-670
Spread / LHR	220	331	331	315	237	227	-104	7
Spread / Global	286	364	364	342	239	216	-148	-70

Spread Riesgo País Arg - Latam High Risk



Argentina se alejó de sus mínimo de Riesgo País en las dos últimas semanas.

Cuidando el equilibrio entre pesos y dólares.

USD Miles	I-26	II-26	Jul-26	Acum YTD
Stock de Reservas	42.052	44.870	48.616	7.449
Var de Reservas	885	2.818	4.014	7.717
Compras Sec Priv	4.386	6.789	1.964	13.138
OO.II.	-1.692	-555	-110	-2.356
Tesoro	-3.504	1.756	-1.390	-3.138
Encajes	-754	-1.960	3.442	728
Otros / Valuaciones	2.448	-3.212	109	-655
Compras Diarias	52	113	109	81
% Vol. Operado	11,9%	18,9%	27,3%	16,4%

VAR Base Monetaria	I-26	II-26	Jul-26	Acum YTD
Compra de USD	-1,7	4,4	0,6	3,4
Tesoro	6,2	9,5	2,9	18,6
Otros BCRA	-7,3	1,7	-2,5	-8,1
	-0,6	-6,7	0,2	-7,1

Crédito en Pesos	3,4	6,5	-1,8	8,2
Depósitos en Pesos	3,6	14,4	-3,1	14,9
Dep Privados	2,0	12,8	-8,1	6,6
Dep Públicos	1,6	1,6	5,1	8,3

Arg\$ B	Jul-25	Dic-25	Jul-26
M2P Trans.	54	58	67
M2 Total	77	85	90
M3 Total	140	154	175
Var % mes	Jul-25	Dic-25	Jul-26
M2P Trans.	3,3%	1,3%	2,2%
M2 Total	2,9%	1,9%	0,9%
M3 Total	3,4%	1,9%	1,9%

BCRA Compra USD

- Lleva inyectados 18,6 billones o el equivalente al 45% de la Base Monetaria de diciembre 2025.
- Podría haber sido un fuerte factor de remonetización.

Tesoro y BCRA absorben pesos

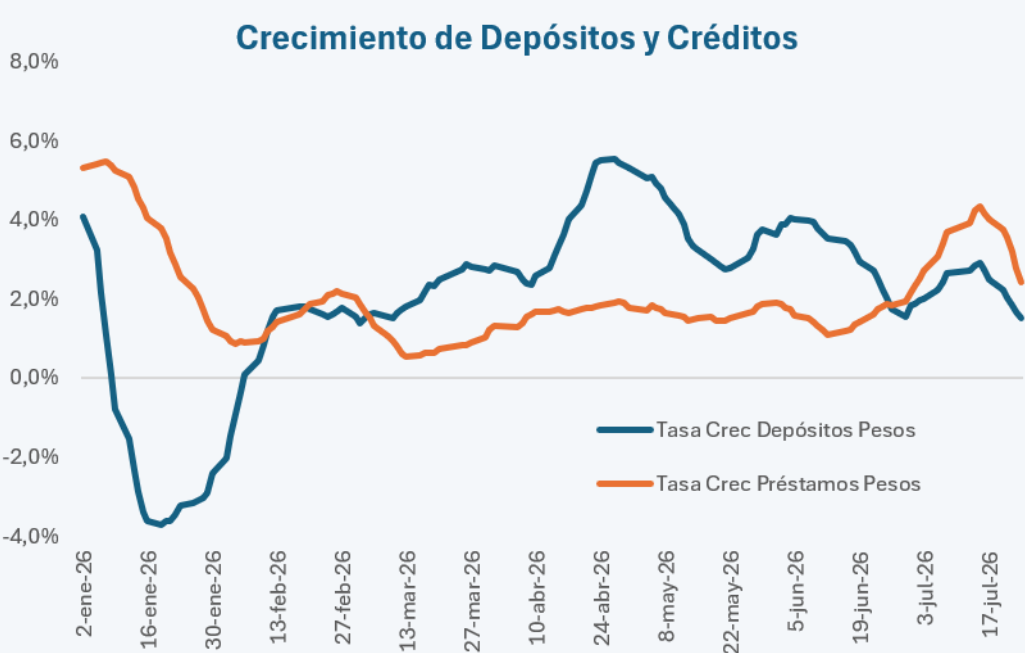
- Pero entre compras de USD del Tesoro, aumento de sus depósitos en BCRA y operaciones de mercado abierto con instrumentos DLK, se han reabsorbido el 82% de los pesos inyectados.

Poco margen de crecimiento de Agregados

- Base Monetaria creció 21,2% en 12 meses, versus inflación de 31%.
- M2 Transaccional creció 24%.

Entonces, ¿que pasa con la liquidez?

- La liquidez marcada por el rebalanceo de los bancos, que luego de la fuerte expansión de créditos están buscando ampliar el apalancamiento sobre la base de los nuevos títulos públicos más largos y que ofrecen posibilidad de crecer calzados. Necesitan crecer en volumen de negocios para absorber estructuras de costos que se han vuelto más pesadas.
- Lo que parecía una reacción del crédito, luce cada vez más como un shock transitorio que se explicaba por dos motivos, movilidad del tipo de cambio y aumento de pasivos con tarjetas de crédito.



La Posición de los Bancos en el MUNDO PESOS

Datos en Arg\$ Billones	Saldo Promedio					Var Jul-dic	
	sept-25	dic-25	mar-26	jun-26	jul-26	Arg\$	En %
Depósitos \$	131,6	143,5	144,4	160,1	162,7	19,2	13,3%
Encajes	19,9	18,1	17,9	18,7	19,4	1,3	7,4%
BCRA	17,9	15,8	15,7	16,7	17,1	1,4	8,8%
Efectivo	2,0	2,3	2,2	2,1	2,3	0,0	-1,9%
Capacidad Pretable Dep \$	111,8	125,5	126,5	141,4	143,3	17,8	14,2%
	sept-25	dic-25	mar-26	jun-26	jul-26	Arg\$	En %
Títulos Públicos \$	73,7	81,0	84,1	97,9	98,9	17,9	22,1%
Préstamos \$	84,6	94,2	99,2	104,3	107,1	12,9	13,7%
Activo a Tasa	158,3	175,1	183,3	202,3	205,9	30,8	17,6%
Préstamos / Depósitos Netos	74,3%	73,7%	77,0%	72,7%	73,6%	72,5%	
Alícuota Encajes	15,1%	12,6%	12,4%	11,7%	11,9%		
Fondeo No Depósitos	29,4%	28,4%	31,0%	30,1%	30,4%		

Monitor de Liquidez en Sistema Financiero

Datos en Arg\$ Bill	Stock	Variación % Mensual Promedio			Var Abs 1 Mes
	jul-26	1 mes	3 Meses	12 Meses	
Depósitos Arg\$ Bill	151,8	2,3%	2,6%	2,0%	3,4
Cuenta Corriente	30,4	-1,9%	0,5%	0,9%	-0,6
Caja de Ahorro	34,0	13,0%	7,4%	1,4%	3,9
Plazo Fijo	82,4	-0,2%	1,4%	2,5%	-0,2
Plazo Fijo UVA	1,8	-0,6%	23,4%	8,0%	0,0
Otros	3,3	8,1%	4,5%	3,5%	0,2
Depósitos USD Mill	43.089	2,1%	0,9%	1,9%	885
Privado	40.097	1,8%	1,1%	1,9%	691
Público	2.992	7,0%	-1,6%	0,9%	195

- Los depósitos afectados por la estacionalidad de julio, con fuerte crecimiento inicial de los saldos en caja de ahorro que luego lucen canalizados hacia el pago de tarjetas.
- El crédito con una velocidad real de crecimiento muy por debajo de años anteriores, inclusive fuertemente negativa en el segmento de individuos.

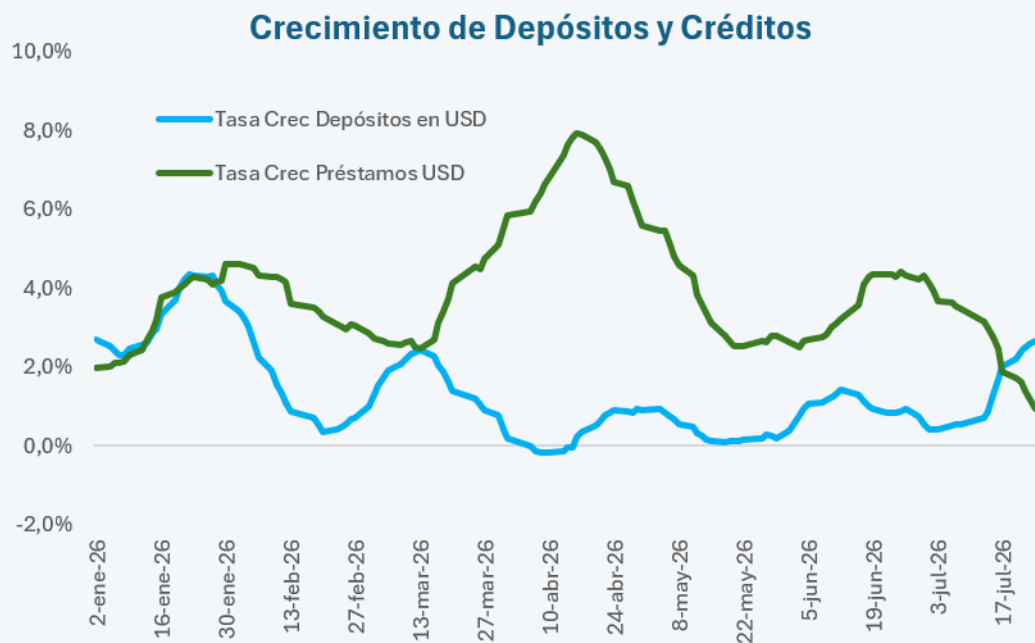
Datos en Arg\$ Bill	Stock	Variación % Mensual Promedio			Var Abs 1 Mes
	jul-26	1 mes	3 Meses	YTD	
Préstamos Arg\$ Bill	101,3	3,7%	2,5%	2,5%	3,6
Adelantos	10,9	9,1%	3,4%	1,7%	0,9
Documentos	24,6	5,5%	4,3%	2,5%	1,3
Hipotecarios	8,0	3,7%	2,9%	6,0%	0,3
Prendarios	6,2	0,6%	1,1%	2,0%	0,0
Personales	21,0	0,1%	0,6%	2,0%	0,0
Tarjetas	23,5	3,2%	1,9%	2,2%	0,7
Otros	7,0	4,7%	4,5%	4,2%	0,3
Préstamos USD Mill	24.005	2,5%	3,3%	3,2%	584

ANÁLISIS DE LA DINAMICA DEL CRÉDITO EN PESOS

	MUNDO EMPRESAS			MUNDO INDIVIDUOS		
	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2024	Año 2025	Año 2026
Dic	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
ene	97,5	104,0	103,3	105,7	108,1	102,1
feb	112,4	106,6	104,1	115,6	115,7	102,7
mar	122,1	112,9	105,1	123,3	123,0	104,1
abr	131,5	121,4	107,5	132,6	131,5	106,7
may	145,1	125,4	110,9	150,0	140,1	108,2
jun	175,2	132,2	115,1	167,6	144,5	108,5
jul	211,6	140,9	121,5	190,2	147,9	109,1
Crecimiento Mensual	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2024	Año 2025	Año 2026
Nominal	11,3%	5,0%	2,8%	10%	6%	1%
Real	1,8%	2,7%	0,3%	0,2%	3,4%	-1,2%

¿...y en el Mundo dólar?

- Pasó el pago de cupones y busca avanzar la “Inocencia Fiscal “. El objetivo es claro, recomponer la liquidez en dólares en el sistema financiero para continuar dándole combustible a la transaccionalidad bimonetaria y a las emisiones de deuda.
- Poco a poco se va agotando el margen de crecimiento del crédito en dólares, que ha inicialmente se frenó por el movimiento del dólar.
- Los bancos mantienen una posición cautelosa de efectivo en sucursal y tienden a ser más cuidadosos con los depósitos públicos. Siempre considerando que el esquema de encajes es de los más conservadores posibles.
- Pero si el crédito sigue avanzando, poco a poco podemos empezar a ver algo más de presión sobre las tasas. En especial cuando se acerque el período electoral.



La Posición de los Bancos en el MUNDO DÓLAR

Datos en USD Millones	Saldo Promedio					Var Acum	
	sept-25	dic-25	mar-26	jun-26	jul-26	Arg\$	En %
Depósitos USD	35.551	39.818	42.349	42.626	43.507	3.689	9,3%
Privados	32.637	36.457	38.726	39.448	40.183	3.727	10,2%
Públicos	2.914	3.361	3.623	3.178	3.323	-38	-1,1%
Depósitos BCRA	13.112	16.863	17.635	15.043	15.762	-1.101	-6,5%
Legal	7.110	7.964	8.470	8.525	8.701	738	9,3%
Ocioso	6.002	8.900	9.165	6.518	7.061	-1.839	-20,7%
Efectivo	4.694	5.318	5.102	4.298	4.083	-1.235	-23,2%
Capacidad Prestable	23.746	26.536	28.777	29.803	30.723	4.186	15,8%
Títulos Públicos	3.807	4.432	4.586	6.205	6.114	1.681	37,9%
Préstamos	19.138	19.078	21.278	24.254	24.537	5.460	28,6%
Activo a Tasa	22.945	23.510	25.864	30.459	30.651	7.141	30,4%
Capac Prestable Ociosa	3.365	5.975	5.485	2.126	2.249	-3.726	-62,4%
Préstamos / Dep. Netos	67,3%	59,9%	62,8%	71,1%	70,5%		
Liquidez Pura	50,1%	55,7%	53,7%	45,4%	45,6%		

Inflación con Tenencia Descendente: Nominalidad más baja podría ayudar a bajar tasas.



Aumento del Tipo de Cambio.

Ajuste pendiente de precios regulados.

Sutil recuperación del salario real.

Estacionalidad de Julio.

- El escenario viene sufriendo cambios marcados en relación a las expectativas inflacionarias. Los dos principales shocks de la primer aparte del año han menguado significativamente su presión (carne y petróleo).
- Pero, el tipo de cambio, que había sido un fuerte ancla nominal, porque el aumento acumulado estaba por debajo dela suba de precios, ha cambiado su tendencia producto de shocks externos.
- Surgen varios interrogantes:

✓ **¿Se estabiliza el petróleo? ¿Baja o suma presión alcista?**

✓ **¿Se mantiene la inercia desinflacionaria o mejora la demanda y se atenúa?**

✓ **¿Suma ruido el movimiento del tipo de cambio?**

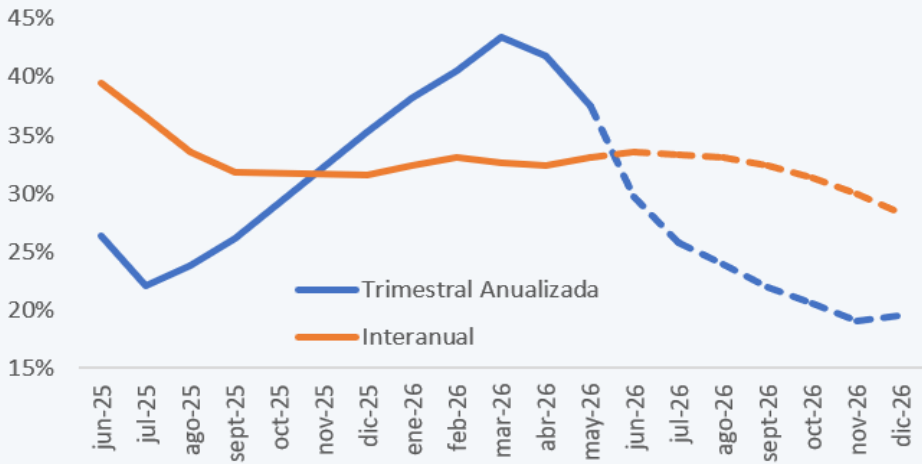
Sin presión en carnes.

Inercia decreciente por baja demanda.

Sin empuje de Gasto Público.



Esperando la Desaceleración Inflacionaria

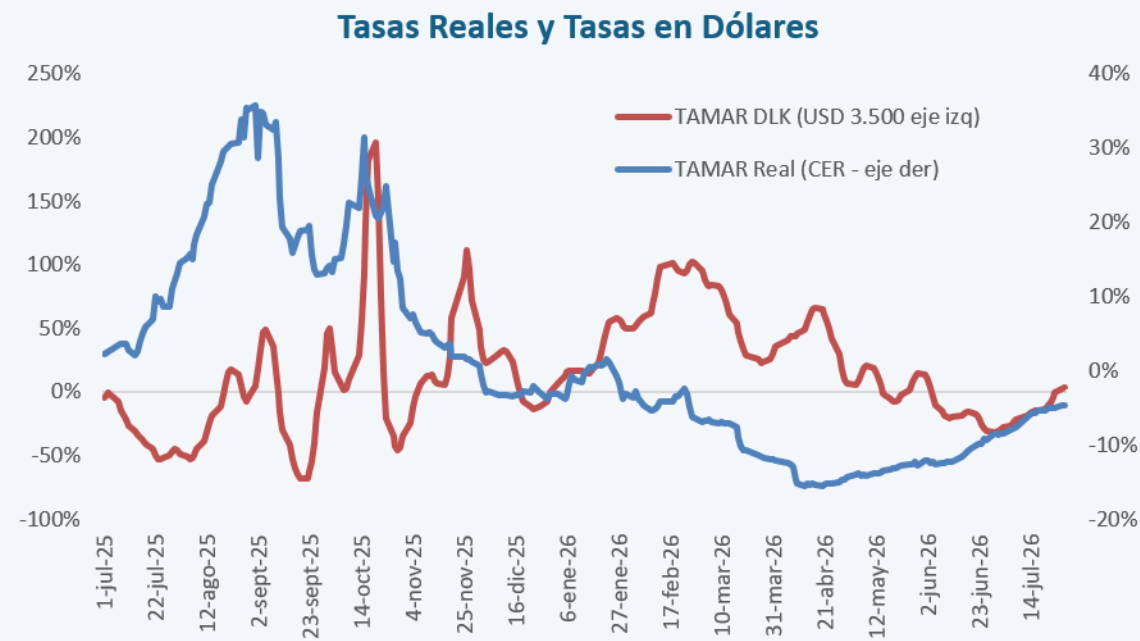
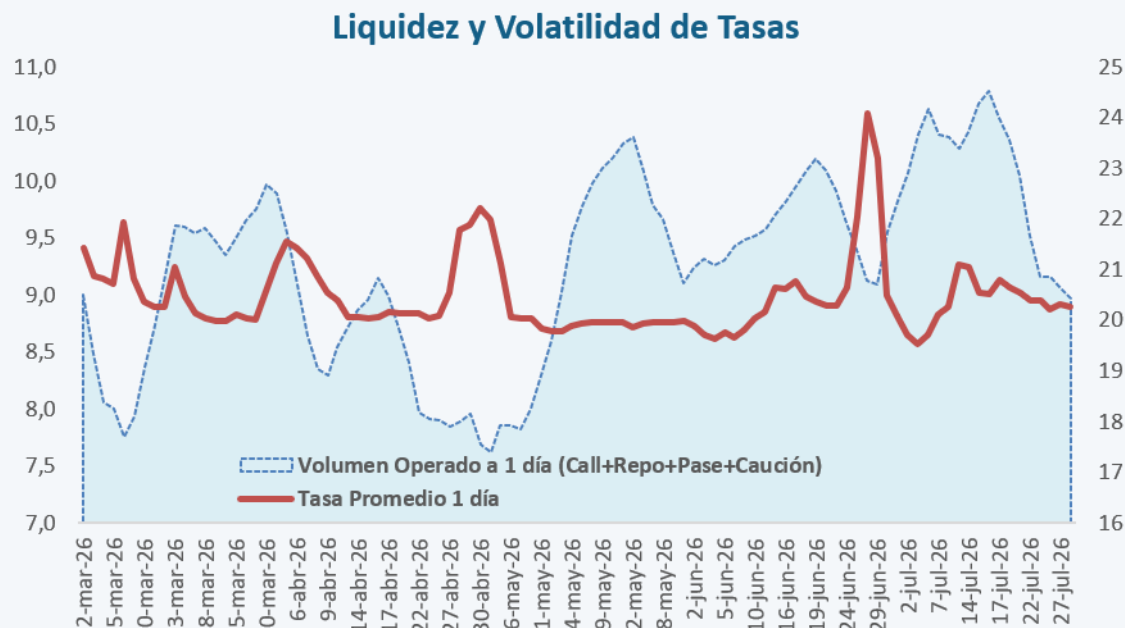


Llegan las Señales de Desaceleración Inflacionaria

Var %		I-26	abr-26	may-26	jun-26	jul-26	IV-26
Inflación Mensual		3,1%	2,6%	2,1%	1,9%	1,8%	1,5%
Efecto Arrastre		1,6%	1,6%	1,2%	0,8%	1,1%	0,7%
Aumento Neto		1,5%	1,0%	0,9%	1,1%	0,7%	0,7%
Ritmo Anualizado	Mensual	44,0%	36,1%	27,9%	25,1%	24,5%	19,5%
	Trimestral	44,0%	41,8%	37,5%	29,7%	25,8%	19,5%
	Anual	32,7%	32,4%	33,1%	33,5%	33,4%	29,9%
Bienes		2,7%	2,5%	2,0%	1,4%	1,3%	1,3%
Servicios		3,8%	2,6%	2,5%	2,9%	3,0%	1,7%
Estacional		1,8%	0,0%	3,5%	3,4%	3,7%	0,7%
Núcleo		3,0%	2,3%	1,9%	1,6%	1,4%	1,5%
Regulados		3,9%	4,7%	2,4%	2,3%	2,4%	1,6%

Finalmente, ¿cómo quedan las tasas de interés?

- A pesar de la baja en la nominalidad, las tasas en pesos parecen haber encontrado un piso en los niveles actuales. Al moverse el tipo de cambio, los retornos en dólares se volvieron negativos y eso cambia la estrategia de financiamiento de las empresas locales. También tiene impacto en la gestión de carteras.
- La volatilidad de tasas suma presión sobre los rendimientos en pesos y sobre los spreads que necesita el sistema financiero para mantenerse en equilibrio.
- Lo positivo es que los últimos ciclos de inestabilidad han tenido una magnitud mucho más acotada. Ese es un objetivo del BCRA y del Tesoro.
- Hacia adelante seguimos viendo presión sobre tasas por poca expansión de oferta de pesos y por mayor movimiento endógeno y exógeno del tipo de cambio.



Escenario Base 2026: Recuperación y Desinflación, pero sin baja de tasas

Mensaje central

Baja en la expectativa inflacionaria, aunque atenuada por nuevas presiones sobre combustibles.

Tres anclas que ordenan la lectura

- 1 Actividad: Recuperación Heterogénea**
Por ahora con demanda interna afectada por caída de poder adquisitivo
- 2 Inflación: Sin expectativa de baja de combustibles.**
La inflación núcleo viene en descenso, la caída de la demanda pone techo a traslado de aumentos de costos.
- 3 Cambiario: Volatilidad por factores externos**
El TCN suma saludable volatilidad por shocks externos, pero no salen de escenario de buen equilibrio entre oferta y demanda.

	2025	Trimestral				2026
		I-26	II-26	III-26	IV-26	
PBI Real	4,5%	1,2%	0,0%	0,1%	1,1%	2,1%
Inflación	31,5%	3,1%	2,2%	1,7%	1,5%	28,4%
Tipo de Cambio	1.448	1.396	1.450	1.545	1.635	1.635
Devaluación Anual	42,3%	-1,2%	1,3%	2,1%	1,9%	12,9%
Dólar Financiero	1.469	1.469	1.508	1.606	1.700	1.700
Brecha vs Oficial	1,5%	4,8%	5,8%	4,0%	4,0%	4,0%
Salarios	36%	1,9%	3,1%	2,3%	1,7%	30,6%
Tasa TAMAR Mensual	27,8%	2,64%	1,89%	1,89%	1,89%	23,5%
Medios de Pago (M2)	32,8%	3,7%	3,8%	3,3%	3,0%	45,4%

Mirada sobre Asset Class

Pesos

Tasa fija poco atractiva ante mayor volatilidad y movimiento cambiario

CER

Baja de inflación hace la elección más selectiva por tramo.

TAMAR

Hacia tasas reales positivas, que potencian a este instrumento.

USD

Buscando cubrir vencimientos y corregir tasas forward tan altas.

Conclusión: escenario constructivo para activos locales, pero exige no sobredimensionar duration ni subestimar el riesgo de crawling/tasas en el segundo semestre.

Muchas gracias!

