

## ANUNCIOS QUE SIGUEN SIN CONVENCER AL MERCADO

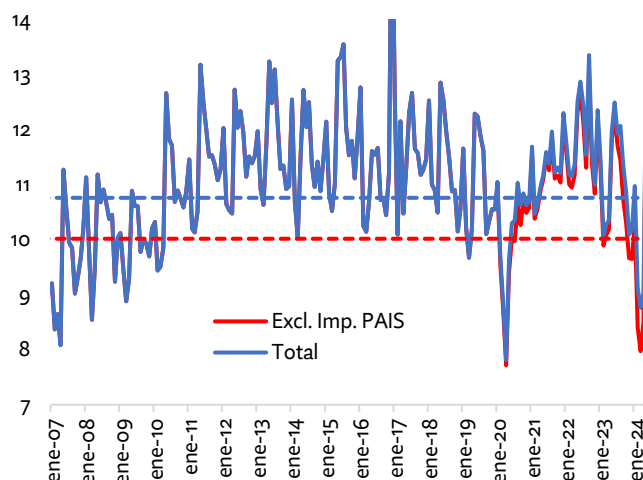
### Piso sin recuperación

Como era de esperar la recaudación volvió a caer, luego del pico extraordinario de mayo. Los ingresos de junio cayeron -14% en términos nominales, principalmente por la recaudación de ganancias. En términos de los ingresos del gobierno nacional, esto significa menores recursos por \$763.235 millones, dos tercios del resultado financiero de mayo. **Esto adelanta que el superávit de ese mes no volverá a repetirse, en un mes de junio en el que la incidencia de los subsidios comienza a golpear con fuerza.**

Desde el punto de vista de la actividad, el dato de la recaudación muestra un costado que, sin permitir grandes dosis de optimismo, tampoco puede tomarse como una mala señal. **Los indicadores vinculados a la actividad registran una caída en el segundo trimestre del orden del -13%, sin grandes cambios en términos de la dinámica del primer trimestre.** Las únicas caídas que comienzan a recortarse son las de Seguridad Social, aunque esta mejora en los ingresos formales todavía no parece repercutir en la dinámica de las ventas.

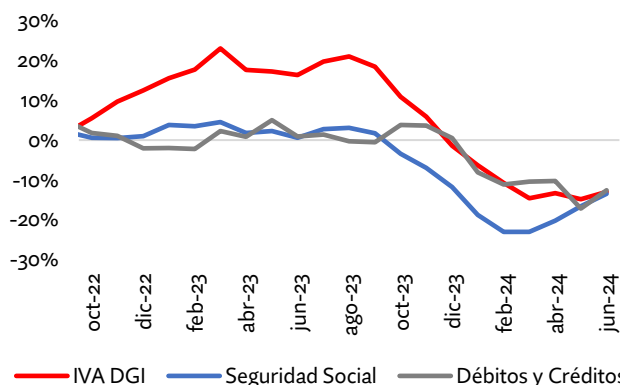
El gobierno mira de cerca estos indicadores y esta semana toma como un éxito la menor caída del EMAE, aunque los datos arrojan más dudas que certezas de que exista una recuperación. El EMAE cayó -2% contra -5% del primer trimestre. La diferencia se explica simplemente por la mejor situación del sector de bienes, traccionado por la actividad agrícola. **Si se quita este componente, junto con otros sectores primarios que también se expandieron, las caídas de actividad rondan el -16% en bienes, sumado a un -4% en servicios.**

Recaudación nacional (\$ constantes)



FUENTE: @SuramericanaV en base INDEC y AFIP

Recursos vinculados a la actividad económica (var % real, promedio 3 meses móvil)



FUENTE: @SuramericanaV en base INDEC

Actividad económica (var. % i.a.)

	IT 24	abr-24
<b>EMAE</b>	<b>-5%</b>	<b>-2%</b>
VA Bienes	-7%	4%
Sin primarios*	-14%	-16%
VA Servicios	-3%	-4%

\* Excluye agricultura, ganadería, silvicultura, pesca y minería

FUENTE: @SuramericanaV en base INDEC

## Agotamiento cambiario

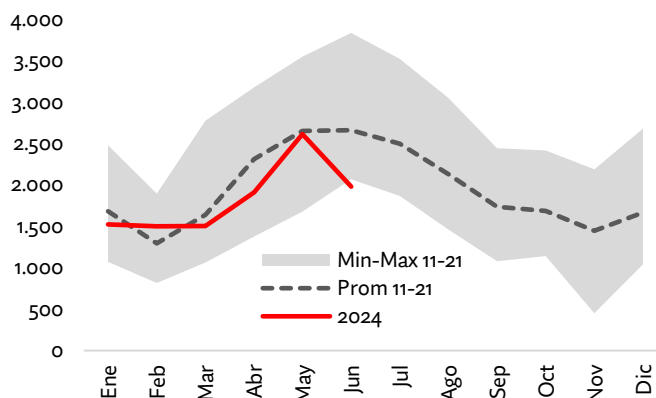
La dificultad más importante para el gobierno se encuentra en el frente cambiario. La liquidación del sector agrícola cayó 25% respecto a mayo, una demora que ya no puede explicarse solamente por problemas en la cosecha. Es evidente que los productores desconfían del esquema cambiario y prefieren retener a la espera de mejoras tanto en los precios internacionales como en el dólar que perciben.

Estas señales se unen a la regularización del mercado de cambios. El BCRA pagó en mayo el 75% de las importaciones y ya en junio ese número habría rondado el 85%, mientras el pago de importaciones de energía va a poner presión sobre los pagos externos. Desde el otro costado del mercado, las intervenciones por del *dólar blend* superan los USD 10 mil millones en este año. Mantener este esquema el resto del año es muy caro para el gobierno en términos de acumulación de reservas. Pero una eliminación debería venir de la mano de una suba del dólar oficial, lo que generaría una nueva aceleración de la inflación, caída de ingresos y deterioro de la actividad.

La suba de tasas (se esperan novedades el jueves en el directorio del BCRA) volvería nuevamente atractivos a los instrumentos de pesos de corto plazo, pero por el momento las señales no estimulan la liquidación. Un endeudamiento barato con tasas activas, en torno a una TNA 25/30%, sumado a una oferta de CCL por el 20% del *dólar blend*, y un *carry* del 2% del dólar oficial estimula quedarse con los dólares.

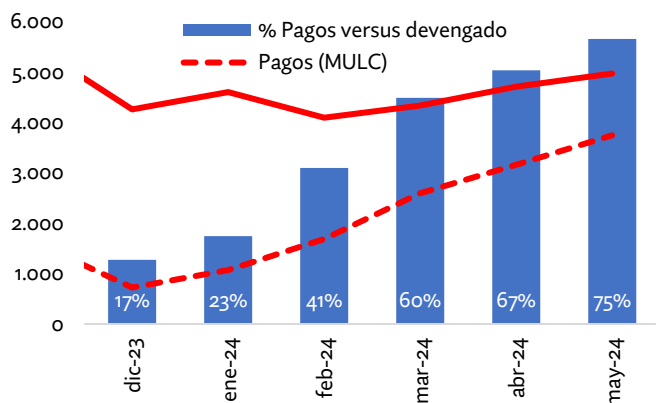
La reacción inicial de los mercados al lanzamiento de la "segunda etapa" de la política económica fue mala: aumentó la brecha cambiaria, la deuda soberana en dólares mantuvo su tendencia bajista y las acciones,

Liquidación de CIARA (en USD millones)



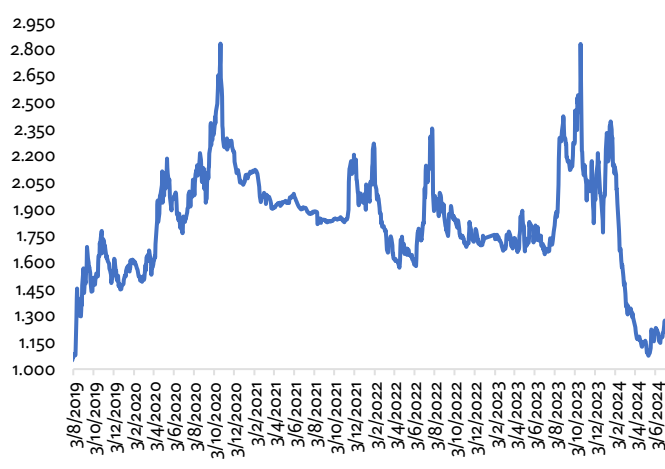
FUENTE: @SuramericanaV en base CIARA-CEC

Pagos de importaciones (en USD millones)



FUENTE: @SuramericanaV en base BCRA e INDEC

Dólar CCL a valor actual (\$/USD)



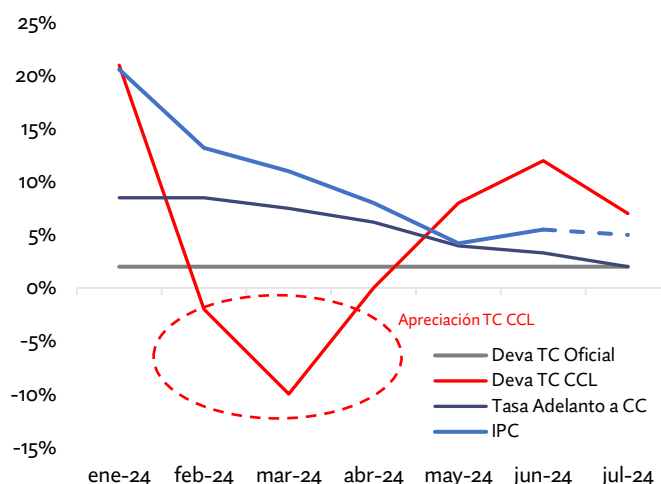
fundamentalmente del sector bancario, agudizaron su caída. Las nuevas LECAP a septiembre y diciembre del 2024 cerraron rindiendo apenas por encima del 4,25% y 4,50% TEM de mercado primario respectivamente.

El stock de pases experimentó el día lunes 1/7 una caída de \$4,9 billones muy superior a los \$2,7 billones de financiamiento neto conseguido por el MECON en la última licitación. La novedad se debería a que los bancos públicos bajaron su tenencia de pases por \$3,4 billones y los privados \$1,5 billones.

La dinámica de los últimos días muestra que las medidas anunciadas el pasado viernes estuvieron fuera de eje con respecto a las definiciones que esperaba el mercado, que eran en relación al régimen cambiario. Para el mercado no alcanza sólo con lo fiscal para que la economía funcione, sino que el ingreso de dólares es fundamental. En este sentido, la pregunta es si el gobierno mantendrá el esquema actual o, en línea con lo que pide el mercado, dará un volantazo. Las proyecciones del adelanto del presupuesto coordinan la expectativa de agotamiento del esquema cambiario: un tipo de cambio oficial en el entorno de los \$1.000 con una inflación promedio de entre 4% y 5% hasta diciembre genera un fuerte atraso cambiario.

La continuidad del esquema actual dificulta el ingreso de dólares. Una salida del cepo sin reservas (como quiere un ala del gobierno) llevaría a un ajuste mayor de la actividad en el corto plazo, pero no implicaría una acumulación de deuda externa adicional. Disyuntiva difícil frente a una sociedad cansada que espera resultados y no una nueva ronda de ajustes.

Evolución de variables nominales (var % mensual)



\* Tasa de devaluación en % mensual, Tasa de adelantos en TEM y IPC mensual (junio y julio estimación propia)

FUENTE: @SuramericanaV en base CIARA-CEC

Evolución de pases (en millones de \$)

Fecha	Público	Privado	Total	Variación diaria en %	Variación diaria en Mill.
14/05/24	19.201.097	16.385.395	35.586.491	-	-
15/05/24	19.642.442	14.270.401	33.912.843	-4,7%	-1.673.649
16/05/24	20.096.340	12.595.989	32.692.329	-3,6%	-1.220.513
17/05/24	20.524.518	12.375.938	32.900.456	0,6%	208.127
20/05/24	17.186.365	4.752.048	21.938.413	-33,3%	-10.962.043
21/05/24	18.037.789	7.346.702	25.384.490	15,7%	3.446.077
22/05/24	18.164.279	7.823.871	25.988.150	2,4%	603.660
31/05/24	12.314.508	6.235.526	18.550.035	-28,6%	-7.438.116
28/06/24	10.524.397	5.408.562	15.932.959	-14,1%	-2.617.076
01/07/24	7.072.396	3.930.677	11.003.073	-30,9%	-4.929.886
02/07/24	6.770.849	6.679.398	13.450.247	22,2%	2.447.174
<b>Variación Puntas %</b>	-64,7%	-59,2%	-62,2%		
<b>Variación Puntas en Mill.</b>	-12.430.248	-9.705.997	-22.136.244		

FUENTE: @SuramericanaV en base BCRA e INDEC

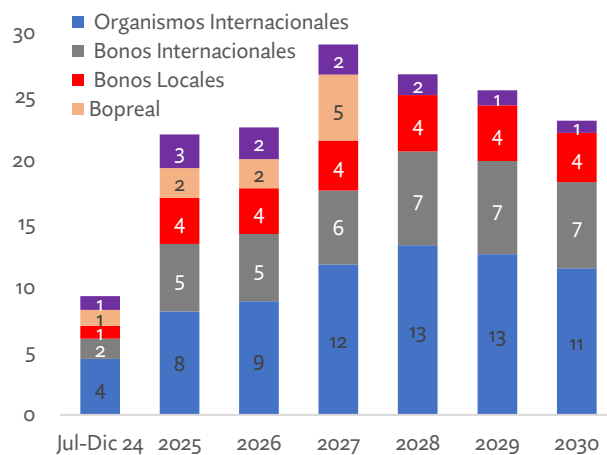
## El desafiante programa financiero 2025

Entre julio y diciembre de 2024 los vencimientos de deuda pública totalizan USD6.980 mill., a lo que se agregan las necesidades de dólares por instrumentos de deuda de las provincias (USD1.061 mill.) y del propio BCRA (USD1.271 mill.). Esto implicaría una presión neta sobre las reservas que podrían disminuir entre USD4.720 mill. (sin nuevos desembolsos de organismos internacionales, excluyendo al FMI) y USD2.715 mill. (si se logran desembolsos por USD2.005 mill.).

En 2025 el panorama resulta más desafiante con necesidades en moneda extranjera por un total de USD22.020 mill., de los cuales unos USD8.930 corresponden a los pagos de los bonos reestructurados y unos USD8.112 a organismos internacionales (con pagos al FMI por USD3.037 mill. sólo por intereses, a las tasas actuales). Se suman vencimientos de BOPREAL por USD2.339 mill. y de Provincias por USD2.638 mill.. Será necesaria una activa gestión de la cartera con organismos internacionales y una robusta acumulación de reservas internacionales para cubrir los vencimientos con privados de los bonos reestructurados (USD6.495 mill.) si se quiere evitar una operación de deuda en un escenario de no acceso al mercado internacional de crédito.

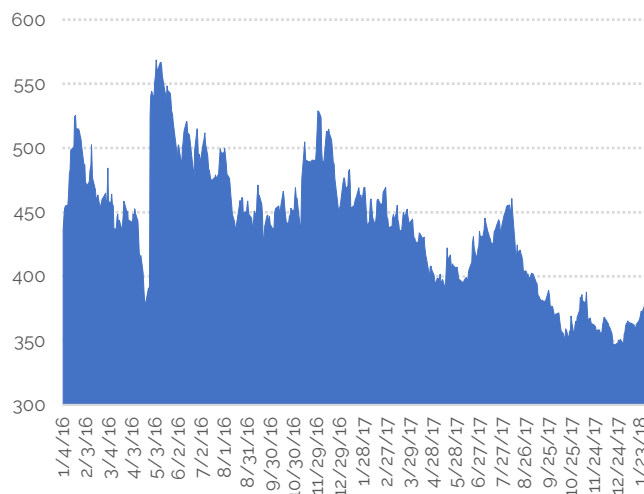
Uno de los supuestos del último *Staff Report* del FMI, a la hora de evaluar la sostenibilidad de la deuda pública argentina es que el país podrá acceder al mercado de capitales por USD1.500 mill. a un spread de 450 pbs de tasa (EMBI+), con una sensible reducción del actual nivel de riesgo país (en torno a los 1.500 pbs). Esto implica poder emitir deuda en los mercados internacionales a un spread similar al que tenía el país en el último período con acceso al mercado (enero 2016-2018).

## Vencimientos de capital e intereses (USD miles de mill)



FUENTE: @SuramericanaV en base BCRA e INDEC

## EMBI+ de Argentina con acceso a mercados



FUENTE: @SuramericanaV en base Bloomberg

**RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES**

Tasas EE.UU.				Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año
	FED	5,33%	0	0	Oro	2.359,80	1,4%	14,4%	
	1M	5,49%	2 pbs	-11 pbs	Petróleo	83,88	2,9%	17,1%	
	3M	5,47%	-1 pbs	7 pbs	Gas Natural	2,42	-7,0%	-3,8%	
	6M	5,36%	3 pbs	10 pbs	Trigo	155,08	3,7%	-8,6%	
	1Y	5,04%	-5 pbs	25 pbs	Maíz	130,04	5,6%	-11,0%	
	10Y	4,36%	0	48 pbs	Soja	303,00	-2,5%	-13,3%	

Monedas				Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año
		1,0748	0,4%	-2,9%		Dow Jones	39.308,00	0,5%	4,3%
		1,2690	0,3%	-0,3%		S&P 500	5.537,02	1,4%	16,1%
		161,50	0,5%	14,2%		NASDAQ	18.188,30	2,6%	21,2%
		7,2694	0,0%	2,3%		Shenzhen	8.760,43	-1,0%	-8,0%
		5,6755	3,2%	17,0%		IBOVESPA	125.662,00	1,4%	-6,4%
		914,24	0,4%	13,2%		S&P BYMA	1.603.517,04	-0,5%	72,5%

Tasas Argentinas				TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
	Riesgo País (EMBI+), en pbs	1521	-386 pbs		CCL	1375,78	2,2%	43,5%		
	Pase 1d	40,00%	49,15%	-12231 pbs		MEP	1381,24	2,5%	40,2%	
	Caución 1d	33,25%	39,42%	-9793 pbs		Exportador (80/20)	1.007,69	0,9%	20,2%	
	BADLAR Priv.	36,50%	43,33%	-14351 pbs		Turismo	1.465,07	0,4%	13,3%	
	TM20 Priv.	37,63%	44,85%	-14065 pbs		BCRA	915,67	0,4%	13,3%	
	PF Personas	34,95%	41,14%	-13883 pbs		ROFEX Dic '24	1.217,00	-1,6%	-38,8%	

**EQUIPO DE TRABAJO**

**Fundador y Presidente:** Martín Guzmán

**Elaboración del informe:** Ramiro Tosi, Maximiliano Ramírez y Fernando Morra

DISCLAIMER: La información contenida en este documento se produce solamente con fines informativos y no constituye una oferta de compra ni una solicitud para vender, ni constituye base para ningún contrato o compromiso alguno que se adopte en materia de inversión.