

## POR DONDE VA ARGENTINA



*En el plano fiscal, más allá de la variación negativa de la recaudación en la comparación interanual mayo 2025-2024 (que se explica por la estacionalidad sobre el impuesto a las ganancias que se generó a partir de la devaluación de fines de 2023), hay que prestar atención a las demandas reprimidas que van ocupando mayor lugar en la agenda política, como por ejemplo con la media sanción en la Cámara de Diputados de la ley que aumentaría las jubilaciones.*

*Por ahora, la percepción dominante en el mercado sigue siendo de fortaleza del frente fiscal.*

*Los principales problemas de la macroeconomía se concentran en el frente externo. Desde SURAMERICANA VISIÓN, consideramos que la dinámica externa no es sostenible en el mediano plazo, pero que se puede sostener en el corto plazo mientras haya acceso a financiamiento externo, que proviene principalmente del FMI.*

*La balanza cambiaria muestra que los gastos en turismo han crecido muy fuertemente, consecuencia del valor del tipo de cambio real. En el diálogo con sectores de la producción, las preocupaciones ya están muy extendidas a industrias que exportan, alertando sobre el diferencial de competitividad con Brasil. El sector energético continúa siendo la estrella, pero las estimaciones actualizadas arrojan un superávit comercial menor que lo que se vislumbraba a finales de 2024.*

*Esperamos una reducción de la tasa de inflación en los meses previos a las elecciones legislativas nacionales, mientras se mantenga la estabilidad cambiaria.*

*La evolución del escenario electoral muestra para este año la no emergencia de una alternativa novedosa en el espacio opositor que represente el descontento de una parte grande del electorado con el esquema actual, lo cual fortalece políticamente al Gobierno y afianza la tendencia de crecimiento del ausentismo en las elecciones.*

**LA MENOR NOMINALIDAD DE LA ECONOMÍA IMPACTÓ LAS CIFRAS DE RECAUDACIÓN EN MAYO. LAS RESERVAS APENAS RECUPERAN SU NIVEL DEL MES PREVIO POR EL ENDEUDAMIENTO CON INVERSORES DEL EXTERIOR**

**La recaudación tributaria en mayo cae afectada por el menor aporte del impuesto a las Ganancias de empresas**

En mayo, la recaudación total se redujo un 18% i.a. en términos reales. Este resultado atípico se explica, en buena medida, por la menor recaudación del Impuesto a las Ganancias (-40% i.a. vs. mayo de 2024, que había sido excepcionalmente alto). Los derechos de exportación también sufrieron una merma de 36% i.a., a pesar de que las liquidaciones del sector agroexportador se mantienen a buen ritmo.

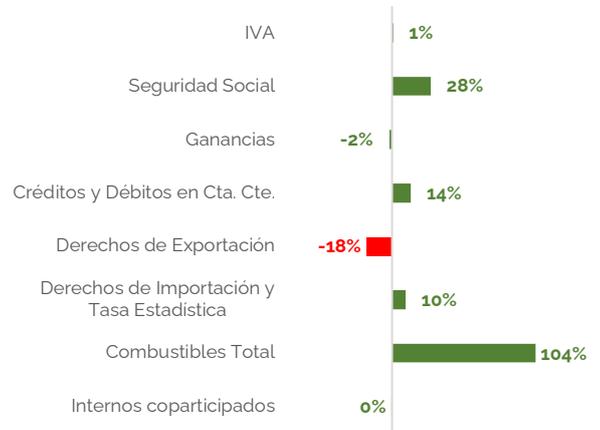
En el acumulado anual, la recaudación es apenas superior a la de 2024 (+1%) y sigue mostrando crecimiento en la mayoría de los rubros, entre los que destacan el Impuesto a los Combustibles (+104% real), Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social (+28% real) y el Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuenta Corriente (+14%).

La recaudación por IVA, Ganancias e Impuestos Internos coparticipados se mantiene en niveles similares a los del año previo.

Por otro lado, se recauda menos por el comercio exterior y los pagos al exterior tras la eliminación del impuesto PAIS en diciembre pasado. Durante 2025 se registraron menores precios de exportación, reducción de alícuotas y otros cambios fiscales que alivianan la carga sobre estas operaciones.

**Recaudación acumulada: 2025 vs 2024**

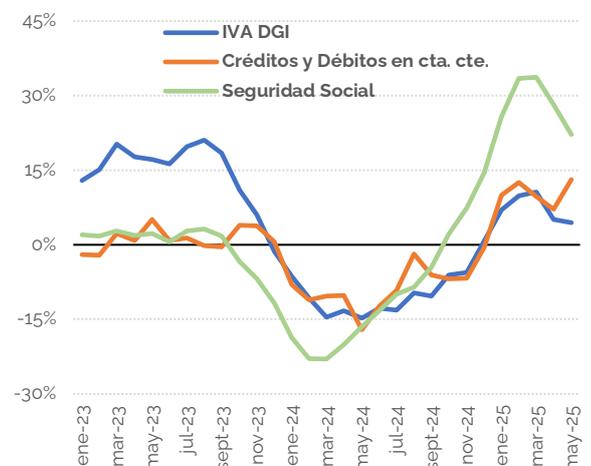
(var % i.a. a precios constantes)



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON e I.N.D.E.C.

**Recaudación vinculada a la actividad**

var interanual real (prom. móvil 3m), en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON e I.N.D.E.C.

La recaudación por tributos vinculados al comercio exterior cayó 8% en el acumulado del año: los derechos de exportación caen 18% acumulado, parcialmente compensados por la suba de derechos de importación y tasa estadística (+19%) dado su menor aporte recaudatorio.

La recaudación vinculada al nivel de actividad sigue pujante y creciendo respecto a 2024. Mientras IVA-DGI y los recursos de la seguridad social crecen a menores tasas respecto del inicio de año (algo esperable), en los últimos 2 meses se aceleró notoriamente la recaudación del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuenta Corriente (si bien se compara con una base débil).

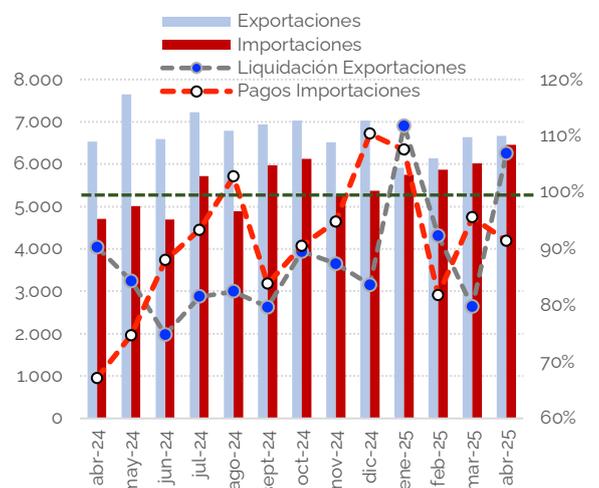
**El balance cambiario del BCRA en abril mostró el impacto del financiamiento con el FMI y la continuidad de la dinámica negativa de la cuenta corriente cambiaria**

Durante el mes de abril continuó el proceso de normalización de los pagos de importaciones (91,5% en el mes y 94% en el acumulado 2025) al tiempo que comenzó a reflejarse el impacto del régimen de baja transitorio de retenciones, que hizo que las liquidaciones de las exportaciones por USD7.121 millones (106,9%) supere al valor de las exportaciones registradas en la balanza comercial del INDEC (USD6.664 millones).

En el acumulado del primer cuatrimestre de 2025, la balanza comercial (INDEC) fue positiva en USD1.265 millones, en tanto que en términos del balance cambiario el saldo totalizó USD2.052 millones, con la diferencia reflejando los adelantos de exportaciones para aprovechar la rebaja temporal de retenciones del agro.

En tanto, según el informe del balance cambiario del B.C.R.A., en abril se amplió el déficit de la "cuenta de viajes y otros pagos con tarjeta"

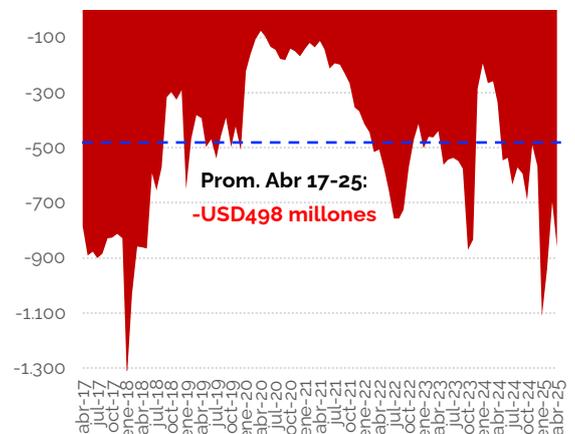
**Liquidación de exportaciones y pagos de importaciones en MULC vs ICA**



FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

**Déficit viajes y otros pagos con tarjeta**

En millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

hasta los USD863 millones y registró el máximo de la serie histórica para un abril (anterior récord abril 2018 con USD862 millones). En el primer cuatrimestre del año el déficit acumuló USD3.613 millones, más que triplicando el valor de igual período de 2024 (USD1.055 millones).

Cabe recordar que junio y julio suelen ser meses de alta estacionalidad de este tipo de consumos, que igualan o superan a los del primer bimestre del año, por lo que es esperable una ampliación del déficit en 2025 que superaría con creces el registro del año 2024 (USD5.668 millones).

Continuando la tendencia iniciada en junio de 2024, el déficit de la cuenta corriente cambiaria ascendió a USD636 millones en abril pasado y acumuló en los cuatro meses de 205 un total de USD4.857 millones que se compara con el superávit de USD8.000 millones de 2024 (cuando impactaban las restricciones a los pagos de importaciones y el derrumbe del nivel de actividad).

Al observar la evolución del saldo y los componentes del balance cambiario durante abril, además de los factores transitorios y estacionales antes comentados, se observa en la cuenta financiera el impacto del desembolso inicial del FMI y de otros organismos a mediados del mes.

Así, la cuenta financiera pasó de acumular un déficit a marzo pasado de USD1.464 millones a totalizar un superávit de USD12.723 millones.

De este modo, la dinámica en los próximos meses del mercado cambiario reflejará un deterioro creciente de la cuenta corriente cambiaria que será compensado por el superávit de la cuenta financiera a través del endeudamiento con organismos internacionales e inversores del exterior.

### Balance cambiario B.C.R.A.

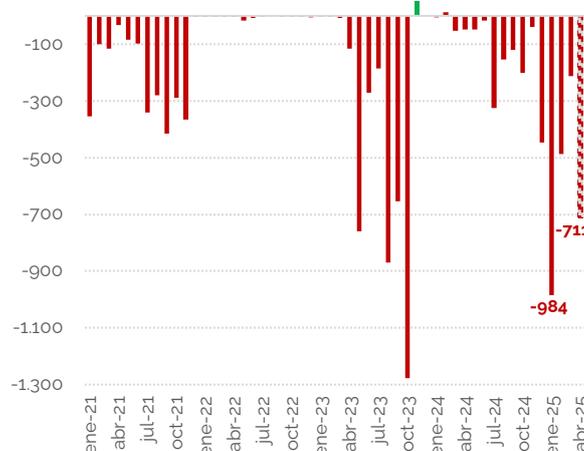
En millones de USD

	2023	2024	Ene-Abr 2025
(A) Cuenta Corriente Cambiaria (A)=(1)+(2)	-3.581	1.707	-4.857
(1) Bienes y Servicios	6.290	13.802	-2.133
(2) Intereses y Utilidades	-9.872	-12.095	-2.724
(2.1) Intereses netos	-9.534	-11.850	-2.678
Ingresos	827	965	334
Egresos	10.361	12.815	3.012
FMI	3.017	3.098	593
Bilaterales y otros Organismos	2.166	2.288	678
Otros Sector Público	2.072	4.269	679
Otros pagos de intereses	3.106	3.160	1.061
(B) Cuenta Capital cambiaria	12	68	33
(C) Cuenta Financiera total	-18.106	4.302	12.723
IED y Portafolio	919	12	-1.835
Préstamos	-5.373	5.513	4.760
FMI	-5.079	927	12.396
OII	1.134	-2.018	1.458
FAE	-724	2.360	-1.466
Resto	-8.983	-2.493	-2.591
(D) Variación de Reservas Internacionales (D)=(A) + (B) + (C)	-21.675	6.077	7.899

FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

### Intervenciones B.C.R.A. en el mercado MEP/CCL

Total por mes, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

En este sentido, la semana pasada el Tesoro inició un nuevo proceso de endeudamiento con no residentes al colocar un bono en pesos a tasa fija del 29,5% por USD1.000 millones.

La historia económica argentina muestra una vasta experiencia donde los ciclos de endeudamiento externo no logran ser sostenibles en el tiempo en ausencia de un crecimiento orgánico y diversificado de las exportaciones.

**Mayores liquidaciones del campo en mayo no lograron mejorar la dinámica de las reservas en ausencia de intervención en el mercado de cambios por parte del B.C.R.A.**

Las liquidaciones del sector agroexportador totalizaron en mayo USD3.054 millones y subieron 21% respecto al mes previo y 16,9% respecto a igual mes de 2024. En tanto, respecto al promedio 2014-24 el alza se modera al 8,1%.

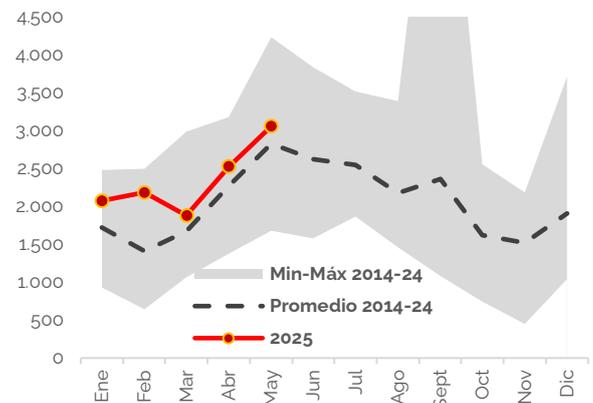
Las mayores liquidaciones fueron impulsadas por la propia estacionalidad del mes y por la vigencia de la rebaja temporal de retenciones que finalizan a fines de este mes (con excepción del trigo y la cebada que se mantienen hasta marzo de 2026).

Sin embargo, las reservas brutas del B.C.R.A. volvieron a caer en mayo (USD2.009 millones), luego del aumento de USD13.942 millones que habían registrado en abril luego del desembolso inicial del FMI y otros organismos internacionales (unos USD351 millones neto de estos ingresos excepcionales).

La baja de mayo, la cuarta de los cinco meses completos de 2025, estuvo explicada por el efecto contractivo de la transferencia de encajes al exterior a fines de mes (-USD1.772 millones) y los pagos netos de deuda a organismos internacionales (-USD377 millones).

**Liquidación de divisas agroexportadores**

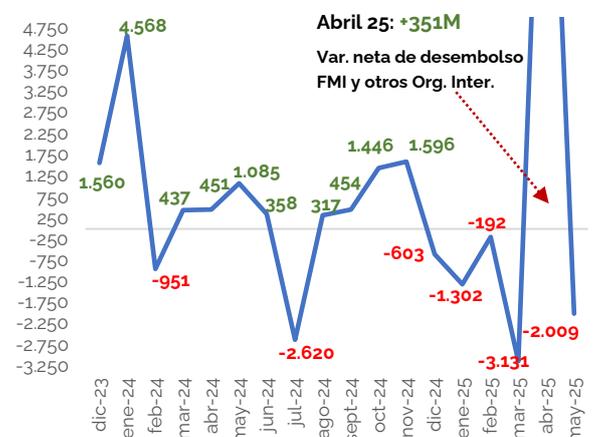
Totales por mes, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

**Variación reservas del B.C.R.A.**

Datos mensuales, en mill. de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

Al cierre de este informe, las reservas internacionales sumaban USD38.745 millones y acumulan en el mes de junio una suba de USD1.826 millones, a partir del ingreso este miércoles de USD1.000 millones por la colocación de la semana previa del Bonte 2030 y la normalización de la integración de encajes.

En tanto, el tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a \$1.189,67 acumulando una caída del 0,5% en el mes pero una suba del 10,5% desde el abandono del antiguo esquema de *crawl* al 1% mensual (11.4).

La estabilidad del tipo de cambio de contado en torno al valor central de las bandas cambiarias también se traslada a la curva de futuros de dólar, que cotizan bien por debajo de los límites de la banda superior para los próximos meses y con tasas implícitas en los contratos desde un nivel de TNA20,2% para junio '25 hasta TNA25,1% para el vencimiento mayo '26.

Al cierre de este informe, el dólar CCL cotizaba a \$1.183,34 (-0,5%) y el dólar MEP a \$1.187,45 (-0,2%) retrocediendo cerca de unos \$10 respecto a los vigentes la semana previa y con niveles de brecha ligeramente negativos respecto al dólar A3500 del B.C.R.A.

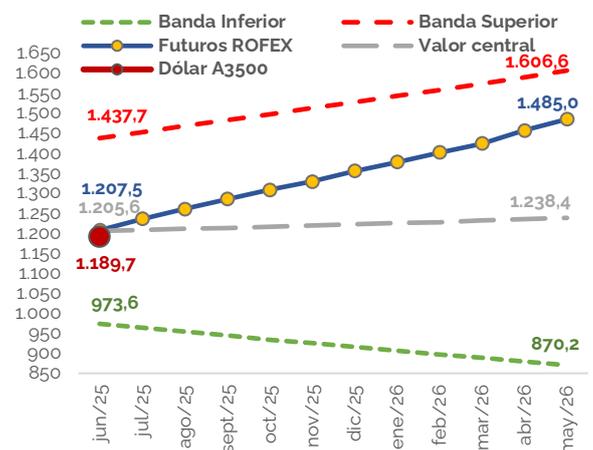
### El R.E.M. del BCRA muestra una desaceleración de las proyecciones de inflación y del crecimiento del PIB para 2025

Este jueves se conocieron los resultados del relevamiento de expectativas de mercado (REM) del mes de mayo.

Para la **inflación de mayo**, que se publicará el próximo jueves 12.6, **ahora se estima un 2% (vs 2,7% en relevamiento abril)**. En tanto que para

### Bandas cambiarias y futuros ROFEX.

Valores a fin de mes, en \$



FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A. y ROFEX

los próximos 6 meses se anticipa ahora un dato menor al 2% desde julio próximo y una estabilidad alrededor del 1,6% mensual hasta noviembre próximo.

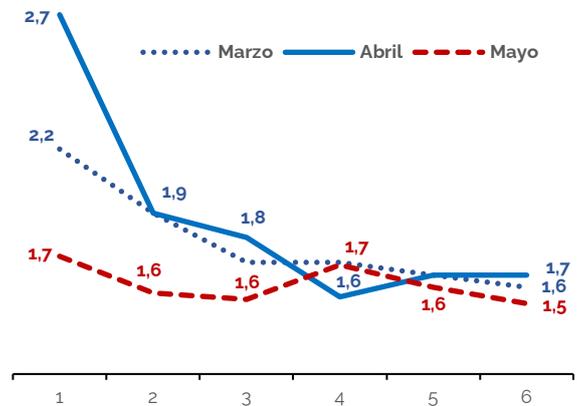
Por su parte, también fue revisado a la baja el valor esperado para la inflación del año 2025 desde el 27,9% en el relevamiento de abril pasado al 26,5% publicado este jueves.

El próximo lunes se conocerá el dato de inflación de la Ciudad de Buenos Aires para mayo (el alza fue del 2,3% en abril comparado con el IPC Nacional del 2,8%) y el Gobierno esperará el dato del jueves del INDEC para confirmar si logra perforar su objetivo del 2% mensual y registrar la menor tasa de inflación desde el inicio de su gestión.

Por otra parte, se redujo la proyección de crecimiento del PIB desde el 5,4% en el relevamiento de abril pasado al 5,1% en mayo.

### Inflación esperada próximos seis meses

Resultados R.E.M Mayo 2025 del B.C.R.A.



FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

## RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES(\*)

(\*) cierres al jueves 5,6

Tasas EE.UU.				Precios Commodities			
		Var. Sem	Var. Año		Var. Sem	Var. Año	
 FED	4.33%	0	0	Oro	3.376,10	2,7%	28,4%
 1M	4.26%	-7 pbs	-14 pbs	Petróleo	63,25	4,0%	-11,8%
 3M	4.44%	8 pbs	7 pbs	Gas Natural	3,66	6,2%	0,7%
 6M	4.29%	-7 pbs	5 pbs	Trigo	152,20	4,7%	1,4%
 1Y	4.08%	-3 pbs	-8 pbs	Maiz	138,64	0,7%	-2,5%
 10Y	4.40%	-1 pbs	-18 pbs	Soja	281,00	-0,9%	3,4%

Monedas				Bolsas internacionales			
		Var. Sem	Var. Año		Var. Sem	Var. Año	
 	1.1422	0,4%	9,8%	 Dow Jones	42.427,40	0,5%	-0,3%
 	1.3552	0,4%	8,0%	 S&P 500	5.939,30	0,5%	1,0%
 	142,73	-0,7%	-9,1%	 NASDAQ	19.298,45	1,0%	-0,1%
 	7.2037	0	-1,3%	 Shenzhen	10.203,50	1,6%	-2,0%
 	5.6321	-0,6%	-8,8%	 IBOVESPA	136.236,38	-0,6%	13,3%
 	1185,27	0,1%	15,0%	 S&P BYMA	2.124.156,07	-6,8%	-16,2%

Tasas Argentinas				Dólar oficial, futuros y financieros			
	TNA	TEA	Var. Año		Var. Sem	Var. Año	
 Riesgo País (EMBI+), en pbs		688	53 pbs	 CCL	1.183,34	-1,1%	-0,3%
 LEFI B.C.R.A.	29,00%	33,63%	-407 pbs	 MEP	1.187,45	-0,3%	1,2%
 Caución 1d	24,27%	27,25%	-1459 pbs	 Turismo	1.546,57	-0,5%	15,2%
 BADLAR Priv.	32,50%	36,93%	-17 pbs	 BCRA	1.189,67	-0,5%	15,2%
 TAMAR Priv.	34,44%	37,23%	-109 pbs	 ROFEX Nov '25	1.329,00	0,2%	4,7%
 PF Personas	33,15%	37,95%	86 pbs				

## EQUIPO DE TRABAJO

**Fundador y Presidente:** Martín Guzmán**Elaboración del informe:** Martín Guzmán, Guillermo Hang, Ramiro Tosi

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.