EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA

La semana próxima se conocerá la tasa de inflación de abril, que se proyecta en torno al 3%. La actividad económica en marzo se vio afectada por la alta volatilidad cambiaria registrada durante ese mes, aunque en el corto plazo debería volver a estabilizarse, dadas las perspectivas de estabilidad cambiaria para los próximos meses.

El nuevo programa de préstamo con el FMI genera una percepción (creíble) de contar con un seguro cambiario, en el sentido de que el valor del tipo de cambio permanecerá, por un tiempo, lejos del techo de la banda anunciada. Esto ha dado lugar a una nueva etapa de carry trade, que termina validando esa percepción. Como el ratio de liquidez en pesos sobre liquidez en divisas cayó significativamente tras el desembolso inicial de 12.000 millones de dólares por parte del FMI, la percepción dominante es que la estabilidad cambiaria podría prolongarse por más tiempo respecto a lo sucedido después del blanqueo del año pasado.

Sin embargo, la propia dinámica del carry trade va generando un aumento de la liquidez en pesos, lo que —en ausencia de un crecimiento paralelo en la generación de divisas— construye las condiciones para su reversión.

Esta reversión podría postergarse, por un tiempo adicional, si se producen nuevos desembolsos del FMI.

Mientras tanto, y hasta que ello ocurra, lo esperable es que la tasa mensual de inflación continúe descendiendo y que la actividad económica se estabilice.

LA INESTABILIDAD CAMBIARIA DEL MES DE MARZO AFECTÓ EL RITMO DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA. RECOMPRA DE LETRAS INTRANSFERIBLES DEL TESORO AL BCRA, QUE EMITE NUEVO BOPREAL

Se detuvo la recuperación de la actividad de la construcción y de la industria en marzo respecto a febrero pasado. En tanto, dada la baja base de comparación, se registraron alzas respecto a igual mes de 2024

Este jueves se publicaron los **datos de marzo correspondientes a la industria manufacturera (IPI) y de la actividad de la construcción (ISAC), que mostraron caídas respecto a febrero.**

En el caso de la **industria, marzo mostró un alza del 5,2% respecto a igual mes de 2024** sin estacionalidad (la cuarta suba consecutiva luego de 16 meses consecutivos de caídas) **y del 6,1% en el acumulado del primer trimestre de 2025 respecto a igual período del año anterior**.

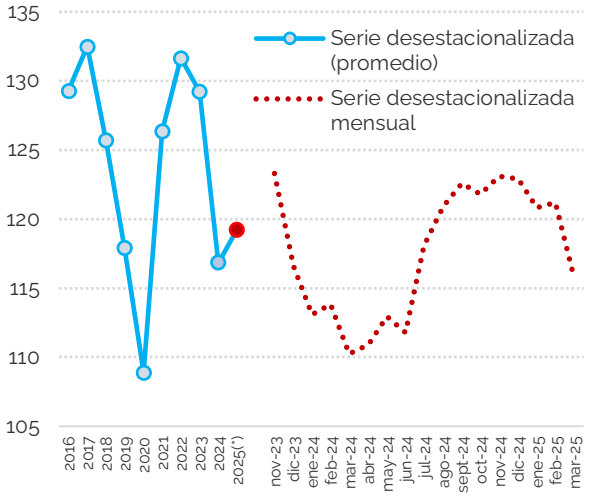
Sin embargo, **en la serie ajustada por estacionalidad se observó una caída del 4,5% respecto a febrero, la mayor desde diciembre de 2023. En tanto, el nivel de actividad promedio del primer trimestre de 2025 todavía se encuentra un 3,3% por debajo del nivel de noviembre de 2023.**

En tanto**, la actividad de la construcción en marzo registró alzas del 15,8% respecto a igual mes de 2024** sin estacionalidad (la segunda suba luego de 15 meses consecutivos de caídas) **y del 5,6% en el primer trimestre de 2025 respecto a igual período de 2024.**

Al igual que lo observado en la industria, **la construcción en marzo cayó 4,1% respecto al mes previo. En tanto que el nivel de actividad**

Índice de Producción Industrial (IPI-INDEC)

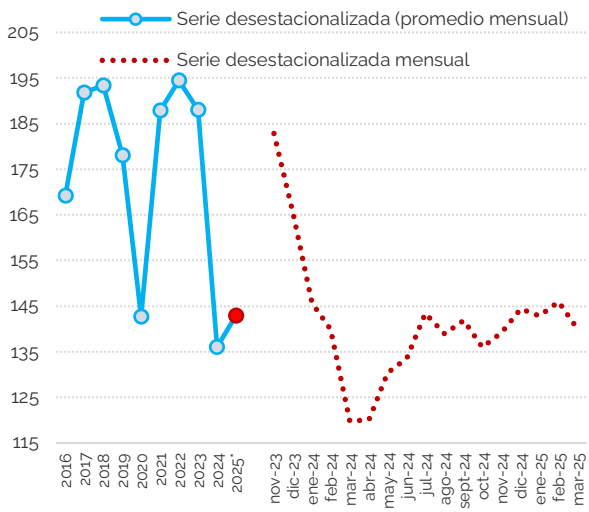
Series desestacionalizadas, prom. anual y por mes



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Índice de Actividad de la Construcción (ISAC)

Series desestacionalizadas, prom. anual y por mes



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

promedio del primer trimestre de 2025 todavía se encuentra un 21,8% por debajo del nivel de noviembre de 2023.

La recaudación de abril mostró continuidad en su crecimiento a partir de los aportes de los derechos de exportación y combustibles

En abril, la recaudación total creció 7% i.a. en términos reales. El incremento fue impulsado por el Impuesto a las Ganancias (+33% i.a. y +37% acumulado enero-abril), Aportes y Contribuciones de la Seguridad Social (+26% i.a. en abril y +32% acumulado), Créditos y Débitos en Cuenta Corriente (+17% i.a. y +12% acumulado) y el Impuesto a los Combustibles (+45% i.a. y +136% acumulado).

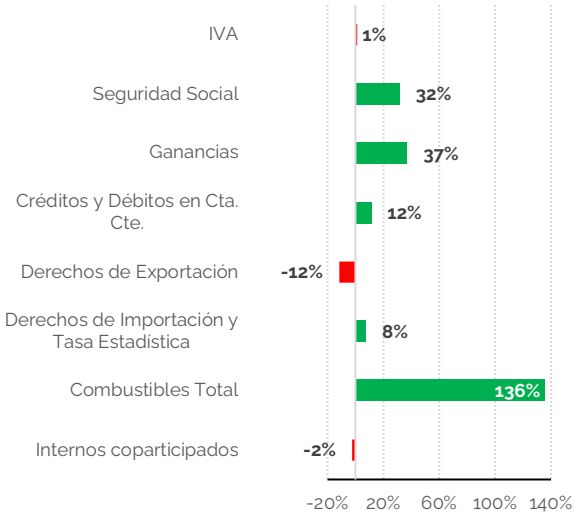
El mayor ritmo de comercialización de la cosecha de soja contribuyó positivamente a la recaudación por derechos de exportación, que creció 41% i.a. aunque en el acumulado del año se mantiene 12% por debajo de 2024. La recaudación por derechos de importación creció 23% i.a y 8%, respectivamente, en el primer cuatrimestre del año.

El IVA tuvo una evolución menos favorable (-2% i.a. en el mes y +1% en el primer cuatrimestre). Este comportamiento es atribuible a una reducción en la recaudación del componente aduanero (-14% i.a.), dado que el componente impositivo (IVA-DGI) vinculado a la actividad interna creció al 5% i.a.

La recaudación vinculada al nivel de actividad continúa creciendo respecto a 2024, aunque se nota una desaceleración del ritmo de crecimiento. A medida que transcurra el año y la base de comparación deje de ser el inicio del 2024, es de esperar que la tasa de crecimiento

Recaudación por principales tributos

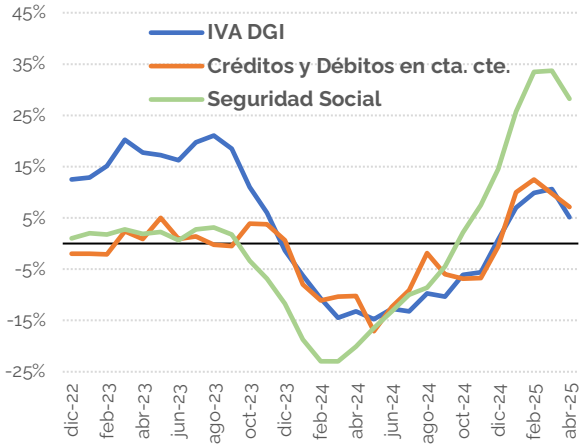
variación interanual real, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON e INDEC

Recaudación vinculada a la actividad

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



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON e INDEC

del PIB y de la recaudación se moderen en los próximos meses.

Las liquidaciones del sector agroexportador continúan a buen ritmo, pero el B.C.R.A. sigue sin intervenir como comprador en el mercado de cambios

Las liquidaciones del sector agroexportador sumaron en abril USD2.524 millones y registraron alzas del 34,5% respecto a marzo y de 11,3% respecto al promedio de 2014-24.

A pesar de la volatilidad del tipo de cambio en el inicio del nuevo esquema de bandas cambiarias y de demoras por factores climáticos, las liquidaciones continuaron a buen ritmo y los datos arrojan muy buenos resultados en términos de los rendimientos por hectárea cosechada.

En tanto, **en las primeras jornadas de mayo las liquidaciones promedian unos $151,6 millones y registran incrementos del 14% respecto a abril y del 8% respecto al promedio 2014-24.**

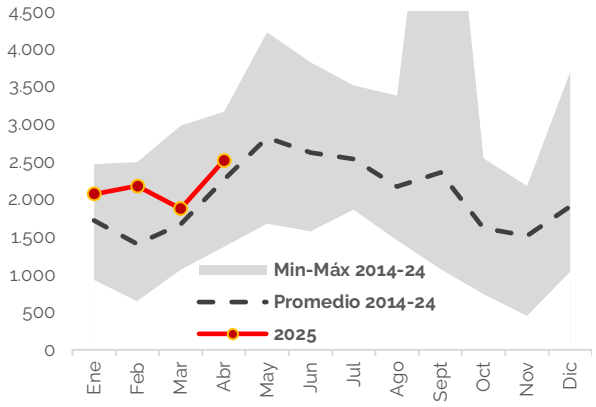
Sin embargo, **luego de 16 jornadas del nuevo esquema cambiario ("Fase 3 del programa) el B.C.R.A. sigue sin intervenir en el mercado cambiario como comprador de divisas**.

A esta ausencia de intervención del BCRA se sumaron vencimientos de pagos de deuda en moneda extranjera (BOPREAL e intereses FMI, entre otros) que influyeron negativamente en la dinámica de las reservas internacionales.

En este sentido, **luego de haber alcanzado con un máximo de USD39.291 millones el pasado 28.4 (posterior al desembolso inicial del FMI), las reservas al 8.5 retrocedieron hasta los USD37.977 millones, acumulando una merma de USD1.314 millones respecto al nivel posterior alcanzado luego del desembolso de los**

Liquidación de divisas sector agroexportador

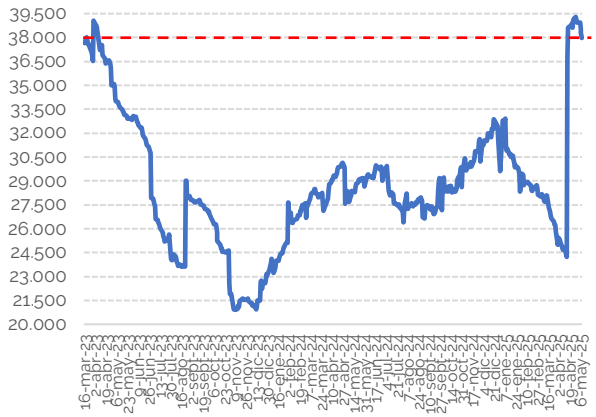
Totales por mes, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

Reservas brutas del B.C.R.A.

Datos diarios, en mill. de USD



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

organismos internacionales de crédito (FMI y otros aportes).

En tanto, **el tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves 8.5 a $1.117,5**, acercándose al valor previo el primer día de vigencia de las bandas cambiarias ($1.078,37 el 11.4) **y acumuló una baja del 4,7% respecto al cierre de $1.172 el 30.4.**

Esta baja del tipo de cambio de contado se trasladó a la curva de futuros de dólar, que cotizaron más cerca de los límites de la banda central para los próximos seis meses **y registraron bajas en las tasas implícitas en los contratos a un promedio de TNA22%.**

Por otra parte, **al cierre de este informe el dólar CCL cotizaba a $1.185,06 y el MEP a $1.166,83, con las brechas cambiarias en niveles a los de la semana previa (entre 2-3%) y una baja de entre $25 y $30 respecto a los cierres del miércoles 30.4.**

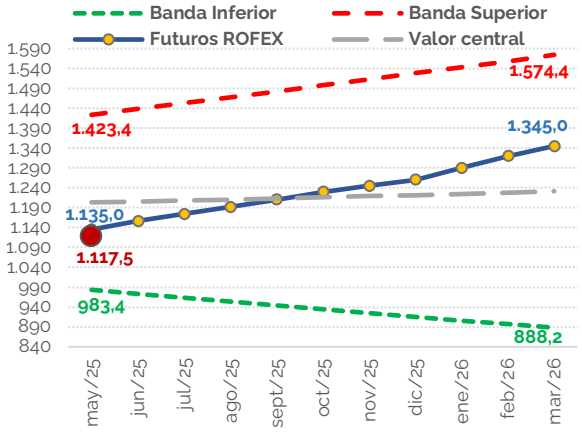
El Tesoro utilizó el desembolso inicial del préstamo con el FMI para cancelar parte del stock de letras intransferibles del BCRA, utilizando un "precio teórico de mercado"

Este miércoles se publicó la Resolución Conjunta 21/25, que instrumenta la **recompra de Letras Intransferibles en cartera del B.C.R.A. por VN USD13.616,9 millones por parte del Tesoro, utilizando los USD12.000 millones recibidos en el desembolso inicial del nuevo programa con el FMI** (firmado el pasado viernes 7.4).

A tales efectos, la Secretaría de Finanzas determinó los precios de recompra de cada letra, que significó para el Tesoro una reducción en el stock de deuda pública por unos USD1.616,9 millones, dado que todas las letras fueron recompradas por debajo de su valor nominal con un descuento promedio del 11,9%.

Dólar, bandas cambiarias y futuros ROFEX.

Valores a fin de cada mes, en $



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

Recompra de Letras Intransferibles

Títulos recomprados, precios y totales

Total Recompra (en millones VN)	Precio por cada 1VN	Total Recompra (en mill. de USD)	Reducción Deuda (en mill. de USD)	Reducción Deuda (en %)
USD 10.562.540	0,95241	USD 10.059.846	USD 502.694	4,8%
USD 376.300	0,83936	USD 315.850	USD 60.449	16,1%
USD 2.678.055	0,60652	USD 1.624.304	USD 1.053.751	39,3%
USD 13.616.895		**USD 12.000.000**	**USD 1.616.895**	**11,9%**

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

De acuerdo al último balance anual del B.C.R.A., publicado el pasado 23.4, **el total de Letras Intransferibles en cartera de la entidad totalizada al 31.12.2024 unos VN USD69.286,4 millones**. A partir del cambio de valuación de estos instrumentos en 2023, **el valor contable de estos instrumentos sumaba al 31.12.24 el equivalente a USD23.388,7 millones cerca del 32,7% del total de Letras entregadas al B.C.R.A. por el Tesoro.**

Luego de la operación, el stock de Letras Intransferibles se reduce a VNUSD55.669,5 millones y totalizaría un valor contable aproximado de USD18.203,9 millones.

El BCRA dio a conocer los detalles de emisión de la nueva serie de BOPREAL para pago de utilidades y dividendos retenidas y generadas hasta diciembre de 2024

El pasado miércoles 30.4 **el B.C.R.A. publicó la Comunicación A8233 donde se estipulan las principales condiciones de emisión de los BOPREAL Serie 4.**

Las empresas podrán suscribir este instrumento por hasta la suma adeudada a la fecha de la suscripción de: i) intereses compensatorios vencidos hasta el 04/07/24 por deudas comerciales por importaciones de bienes y servicios con contrapartes vinculadas, ii) intereses compensatorios vencidos hasta el 31/12/24 por deudas financieras con contrapartes vinculadas y iii) capital vencido por deudas financieras con contrapartes vinculadas.

El BOPREAL Serie 4 tendrá vencimiento con plazo máximo el 31.10.2028 y pagará un interés anual del 3% en forma trimestral o semestral. Asimismo, se prevé que hasta un tercio (USD1.000 millones) del total emitido pueda ser utilizado para cancelar obligaciones impositivas

Cartera de Letras Intransferibles B.C.R.A.

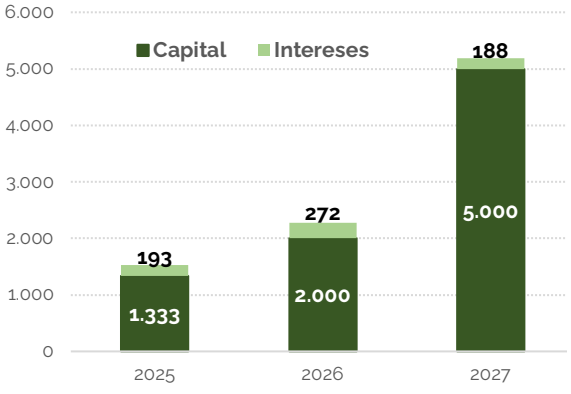
Totales según último balance al 31.12.2024

Datos al 31.12.2024	Valor Nominal	Valor contable en Miles de $	Valor contable en USD (TC A3500)
LETRAS INSTRANSFERIBLES	USD 69.286.397	23.388.751.456	USD 22.652.544
Detalle de instrumentos			
Letras Intransferibles y Otras del Tesoro(*)	USD 69.286.397	23.388.751.456	USD 22.652.544
Res.N°406/15 Vto. 01/06/2025	USD 10.562.540	6.172.512.402	USD 5.978.220
Res. N° 262/16 Vto. 29/04/2026	USD 376.300	339.263.689	USD 328.585
Ley N° 27.541/19 Vto 21/12/2029	USD 4.571.000	2.699.091.009	USD 2.614.132
Res.N°28/20 Vto. 20/04/2030	USD 118.679	42.686.257	USD 41.343
Res.N°3/21 y N°11/21 Vto. 07/01/2031	USD 9.627.596	2.847.121.061	USD 2.757.502
Res. N°15/22 Vto. 20/04/2030	USD 7.809.225	1.274.559.503	USD 1.234.440
Dec.N°622/21 Vto. 21/09/2031	USD 4.334.000	1.111.986.427	USD 1.076.984
Dec. N° 576/22 Vto. 30/03/2032	USD 2.961.672	507.794.352	USD 491.811
Dec. N° 787/22 Vto. 30/12/2032	USD 1.069.903	308.376.989	USD 298.670
Res. N° 3/2023 y N° 40/2023 Vto. 16/01/2033	USD 10.025.291	2.872.691.092	USD 2.782.267
Dec. N° 194/23 y 378/23 Vto. 15/09/2033	USD 2.165.869	390.707.937	USD 378.410
Decreto. N° 23/24 Vto. 07/01/2034	USD 8.069.561	1.757.620.859	USD 1.702.296
Decreto. N° 23/24 Vto. 07/01/2034	USD 1.600.000	347.650.011	USD 336.707
Decreto. N° 280/24 Vto. 3/04/2029	USD 5.994.761	2.716.689.868	USD 2.631.177

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

Perfil de vencimientos BOPREAL

Series 1 a 3, datos al 8.5 en millones de USD



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

y aduaneras (en condiciones a definir por la ARCA.)

El R.E.M. del BCRA de marzo mostró una nueva aceleración de la inflación esperada de los próximos tres meses, afectada por el debut del nuevo régimen cambiario durante la segunda quincena de abril

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

Para la **inflación de abril,** que se publicará el próximo miércoles 14.5, **se estima ahora un 3,1% (vs 2,2% en relevamiento de marzo).** En tanto que **para los próximos 6 meses se anticipa un dato menor al 2% desde junio próximo, y una estabilidad alrededor del 1,7% mensual desde julio.**

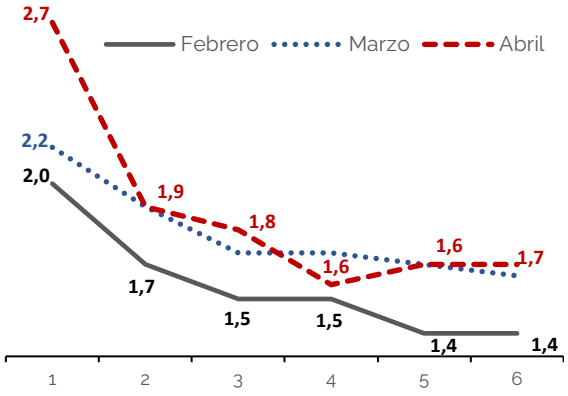
El debut de las bandas cambiarias, y el impacto inicial sobre el tipo de cambio oficial, afectó las expectativas de inflación con mayor intensidad para los meses de abril y mayo próximos.

En este sentido**, los valores proyectados del tipo de cambio para lo que resta de 2025 se encuentran bien por debajo del límite superior de las bandas cambiarias, con un valor de $1.169,3 para fines de mayo y de $1,276,5 para diciembre de 2025.**

Por otra parte, se ajustó ligeramente a la baja la proyección de crecimiento del PIB del 5,5% a 5,4%.

Inflación esperada próximos seis meses

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



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

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES(*)

(*) cierres al jueves 8.5

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año
FED	4,33%	0	0
1M	4,37%	-1 pbs	-3 pbs
3M	4,34%	1 pbs	-3 pbs
6M	4,28%	2 pbs	4 pbs
1Y	4,05%	5 pbs	-11 pbs
10Y	4,37%	4 pbs	-21 pbs

Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año
Oro	3.320,80	2,8%	26,3%
Petróleo	59,99	2,9%	-16,4%
Gas Natural	3,62	-0,2%	-0,3%
Trigo	144,58	0,9%	-3,7%
Maíz	139,11	-2,7%	-2,1%
Soja	283,86	-0,5%	4,5%

Monedas		Var. Sem	Var. Año
	1,1306	0,1%	8,6%
	1,3294	0,1%	5,9%
	143,85	-1,1%	-8,4%
	7,2252	-0,6%	-1,0%
	5,7466	1,2%	-7,0%
	1145,00	-2,6%	11,1%

Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año
Dow Jones	41.113,97	1,1%	-3,4%
S&P 500	5.663,94	-0,4%	-3,7%
NASDAQ	17.928,14	-0,3%	-7,2%
Shenzhen	10.197,66	3,0%	-2,1%
IBOVESPA	136.231,91	0,8%	13,3%
S&P BYMA	2.061.722,21	-1,9%	-18,6%

Tasas Argentinas	TNA	TEA	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		678	43 pbs
LEFI B.C.R.A.	29,00%	33,63%	-407 pbs
Caución 1d	23,50%	26,48%	-1536 pbs
BADLAR Priv.	33,63%	39,37%	228 pbs
TAMAR Priv.	35,31%	41,64%	332 pbs
PF Personas	33,91%	39,71%	262 pbs

Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
CCL	1.155,10	-2,5%	-2,7%
MEP	1.144,92	-2,0%	-2,5%
Turismo	1.452,75	-4,7%	8,2%
BCRA	1.117,50	-4,7%	8,2%
ROFEX Nov '25	1.245,00	-7,1%	-1,9%

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.