

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



Este viernes (hoy), el directorio del FMI aprobará un nuevo programa de préstamo al gobierno argentino por un monto de USD20 mil millones. Esperamos un desembolso de fondos de USD15 mil millones de durante el corriente año, y un desembolso inicial del orden de USD12 mil millones.

El programa muy probablemente incluya una modificación del régimen cambiario. Si el esquema elegido es de flotación entre bandas, es esperable que desaparezca el dólar blend para los exportadores y que se mantengan ciertas restricciones que impidan, principalmente, la repatriación de utilidades de las empresas multinacionales (de otro modo, el gobierno debería ya sea gastar muy rápidamente el desembolso del FMI o convalidar una devaluación muy superior al valor de la brecha actual, algo que no creemos que el gobierno vaya a hacer en estas circunstancias).

Con una “crawl entre bandas” con cepo, la tasa de devaluación se movería entre ciertas bandas buscando que el B.C.R.A. comience a comprar reservas rápidamente y no tenga que intervenir vendiendo divisas de forma inmediata respecto a si hubiera un esquema de verdadera “flotación cambiaria entre bandas”.

Ello implicaría una devaluación inicial en el nuevo esquema menor al que podría evidenciarse en un esquema de flotación entre bandas (para que se note la diferencia: si se hiciese lo último en vez de lo primero, probablemente la misma se ubicaría cerca del valor actual de las brechas -26%-).

Así, el Gobierno evitaría “pagar” el costo inicial en términos de inflación de una devaluación mayor, más aún en un contexto donde la misma viene acelerando por encima del 2% en los últimos tres meses y debe prepararse para aumentar su competitividad electoral de cara a las elecciones en mayo (CABA) y octubre (resto de distritos).

Las otras dos incógnitas son qué ocurrirá con la política monetaria, especialmente con la tasa de interés en función de la modificación del régimen cambiario, y con la política fiscal.

Es altamente probable que la tasa de interés de referencia del BCRA se fije por encima de la “tasa de depreciación de las bandas”.

En el plano fiscal, esperamos más ajuste, mayor si la tasa de referencia del BCRA sube, ya que para decir que sus reglas se cumplen, el staff del FMI tiene que haber

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



asumido que el país tendrá acceso al mercado de crédito internacional muy pronto (no sería de sorprender que hayan asumido que esto ocurrirá a principios del año próximo), a tasas altas, lo que implica la necesidad de converger a un superávit fiscal primario más alto que el actual.

En cuanto a los procesos, lo esperable es que esta noche, al finalizar la reunión del directorio del FMI, el Gobierno publique algún comunicado que señale cambios en el régimen cambiario y monetario, que luego de ello llegue el desembolso del FMI, y que las modificaciones estén operativas desde el lunes próximo.

A futuro, este nuevo endeudamiento con alta probabilidad agravará los problemas. Aquí la visión de Martín Guzmán publicada en Project Syndicate ().*

()<https://www.project-syndicate.org/commentary/imf-argentina-loan-negotiations-javier-milei-political-gambit-by-martin-guzman-2025-04>*

MIENTRAS SE AGUARDAN LOS DETALLES DEL ACUERDO CON EL FMI CONTINÚA LA DEBILIDAD DE LAS RESERVAS EN UN CONTEXTO INTERNACIONAL MUY VOLÁTIL

Se confirma la lenta recuperación de los sectores más rezagados de la economía: la industria manufacturera y la actividad de la construcción

Este miércoles se publicaron los **datos de febrero correspondientes a la industria manufacturera (IPI) y de la actividad de la construcción (ISAC) que continuaron mostrando el inicio de una recuperación luego de las grandes caídas de 2024 (-9,4% y 27,4%, respectivamente).**

En el caso de la **industria, febrero mostró alzas del 6,6% respecto a igual mes de 2024** sin estacionalidad (la segunda suba consecutiva luego de 16 meses consecutivos de caídas) **y del 0,5% respecto a enero** (luego de dos meses de bajas) en la serie ajustada por estacionalidad.

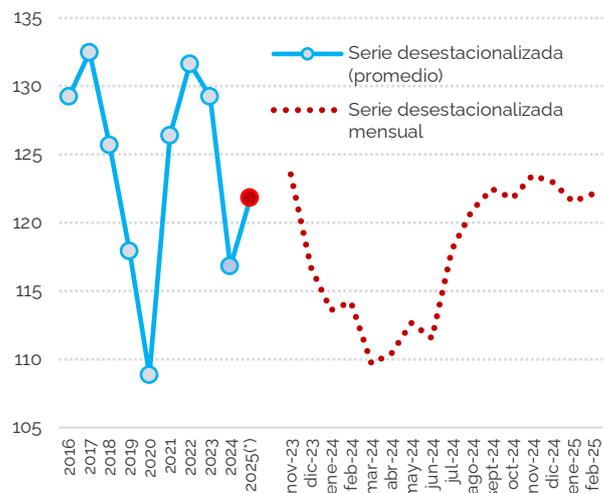
Sin embargo, **el nivel de actividad promedio del primer bimestre de 2025, todavía se encuentra un 1,4% por debajo del nivel de noviembre de 2023.**

En tanto, **la actividad de la construcción en febrero registró alzas del 3,7% respecto a igual mes de 2024** sin estacionalidad (la primera suba luego de 15 meses consecutivos de caídas) **y del 2% respecto a enero** (luego una caída del 0,6% en enero).

A diferencia de la industria, **el nivel de actividad promedio de la construcción del primer bimestre de 2025, todavía se encuentra un 20,8% por debajo del nivel de noviembre de 2023.**

Índice de Producción Industrial (IPI-INDEC)

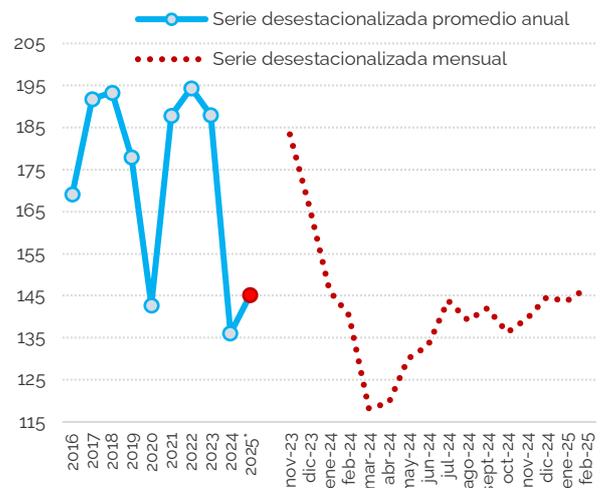
Series desestacionalizadas, prom. anual y por mes



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

La recaudación de marzo mostró la continuidad del crecimiento respecto a 2024, aunque desacelerando levemente

En marzo la recaudación total creció 7% en términos reales, comparado con el mismo mes de 2024. Entre los recursos tributarios más relevantes, se destacó el aumento de la recaudación por el Impuesto a los Combustibles, de 134% i.a.

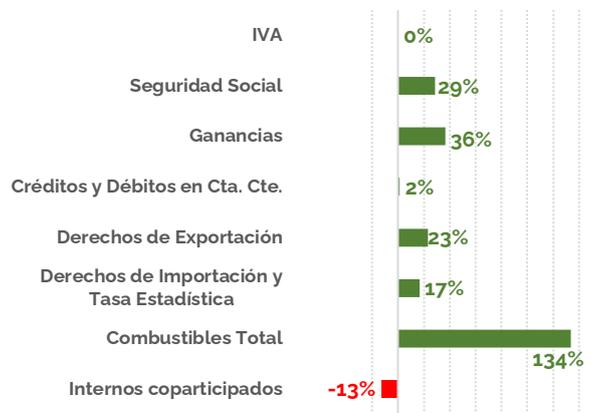
El Impuesto a las Ganancias mantuvo un muy buen desempeño (+36% i.a.), al igual que los Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social (+29% i.a.). Por su parte, el IVA tuvo un resultado neutro, atribuible a una reducción en la recaudación del componente aduanero (-9% i.a.) compensada con un incremento de los ingresos vinculados a la actividad interna (+7% i.a.). El peor desempeño del mes fue el de los impuestos internos coparticipados, que cayeron 13% i.a.

La recaudación más sensible al nivel de actividad continúa creciendo respecto del inicio de 2024, aunque comienza a notarse un amesetamiento de la tasa de crecimiento de estos recursos. Ello, debido a que el nivel de actividad del primer cuatrimestre del 2024 comenzó muy afectado por el salto cambiario de diciembre-23 y el ajuste del gasto público, recuperándose luego a partir del aporte del agro.

Considerando el promedio de los últimos 3 meses, el componente impositivo del IVA (IVA-DGI) creció 10,9% en términos reales respecto al primer trimestre de 2024, mientras Créditos y Débitos lo hizo en un 10,1% y los recursos de la Seguridad Social aumentaron 34%.

Recaudación por principales tributos

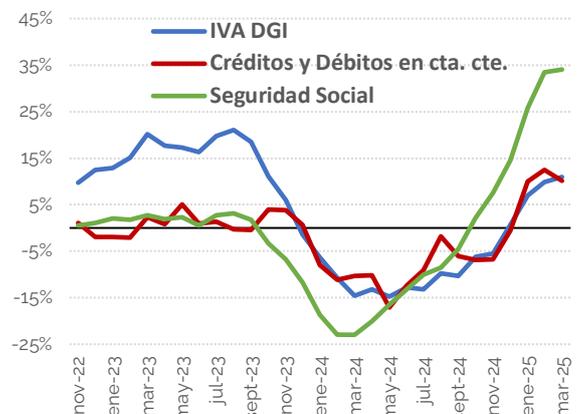
variación interanual real, en %



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

Estabilidad en las liquidaciones del sector agroexportador junto a certidumbre sobre el nuevo régimen cambiario serán claves para revertir la dinámica negativa de las reservas internacionales del B.C.R.A.

Las liquidaciones del sector agroexportador acumulan al 10.4 un promedio diario de USD111,6 millones y registran un alza del 6,8% respecto al mes previo, pero están un 0,7% por debajo del promedio de 2014-24.

En la antesala de la aprobación del acuerdo con el FMI y afectadas por mayor humedad en los campos, las liquidaciones del sector agroexportador en los primeros días de abril exhiben gran volatilidad (con valores mínimos de USD70,7 millones al máximo de ayer por USD148,5 millones).

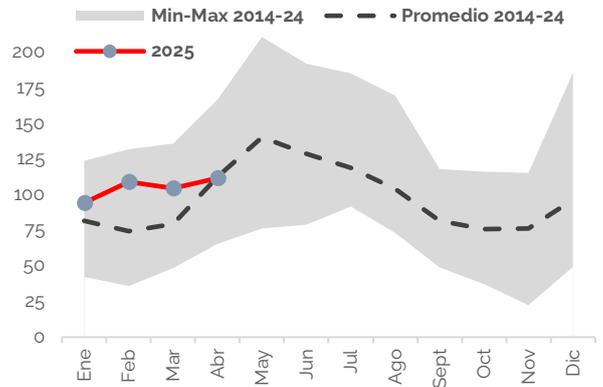
Continuando la tendencia iniciada el pasado el 17.3, el B.C.R.A. registró ventas en 17 de las últimas 18 jornadas y acumula en abril un total de USD453 millones, luego del mes de marzo donde registró las mayores ventas en la gestión Milei (USD1.360 millones).

Al cierre de este informe, y con datos al 10.4, las reservas internacionales brutas del BCRA sumaban USD24.702 millones y sumaban una baja de USD275 millones en abril y su menor nivel desde el 23 de enero de 2024.

En las horas previas a la difusión de los términos del acuerdo con el FMI y del nuevo diseño del esquema cambiario, este jueves el BCRA al anunciar la renovación por un año del tramo activo del swap con China, manifestó que ello permitirá “reducir los riesgos en su transición hacia un régimen monetario y cambiario consistente y sostenible, en un contexto internacional desafiante para los flujos de capitales externos”.

Liquidación de divisas sector agroexportador

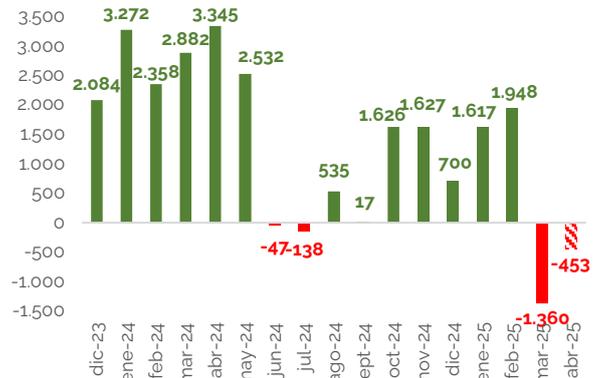
Promedio diario por mes, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

Compras netas de divisas del B.C.R.A.

Datos acumulados por mes, en mill. de USD



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

Reservas brutas del B.C.R.A.

Datos diarios, en mill. de USD



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

En tanto, al cierre si de este informe, el dólar MEP cotizaba a \$1.364,42 (26,0%) y el CCL a \$1363,19 (25,9%), subiendo ambos cerca de 2 p.p. y cerca de unos \$30 respecto a la semana previa.

La debilidad de acumulación de reservas del B.C.R.A., la incertidumbre sobre el nuevo régimen cambiario, la posibilidad de eliminación/modificación del dólar blend, entre otros, parecen ser los factores que desde principios de marzo impulsaron las brechas a los valores promedio (26%) de toda la gestión Milei luego de los mínimos alcanzados el 9.12 en torno al 5%.

El R.E.M. del BCRA de marzo mostró una nueva aceleración de la inflación esperada de los próximos meses y que el ritmo del deslizamiento cambiario (*crawl*) no logra anclar las expectativas

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

Para la inflación de marzo, que se publicará este viernes 11.4, ahora se estima un 2,5% (vs 2,0% en relevamiento febrero). En tanto que para los próximos 6 meses se anticipa ahora un dato menor al 2% desde mayo próximo y una estabilidad alrededor del 1,7% mensual desde junio próximo.

En este sentido, el miércoles se conoció el dato de inflación de la Ciudad de Buenos Aires para marzo: el alza fue del 3,2% y aceleró respecto al 2,1% de febrero a partir de la mayor presión de los precios regulados (4,7%) y del 3,2% en estacionales.

Por otra parte, se elevó la proyección de crecimiento del PIB del 5% a 5,5%.

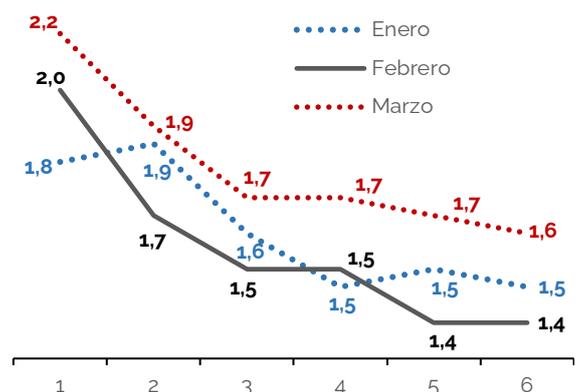
Brechas cambiarias gestión Milei

En % sobre tipo de cambio oficial A3500, en %



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.

Trump escaló su guerra comercial con China, sumó represalias y luego de los desplomes de los mercados accionarios y de bonos estableció una pausa de 90 días

Este miércoles entraron en vigencia los aranceles anunciados el 2 de abril (*Liberation Day*), y el gobierno chino respondió con un aumento del 84% al arancel de importaciones provenientes de EE.UU. (igualando así la tarifa del 104% impuesta previamente por Trump) mientras la Unión Europea aplicó tarifas sobre unos USD23.000 millones de importaciones de bienes americanos que entrarían en vigencia la próxima semana.

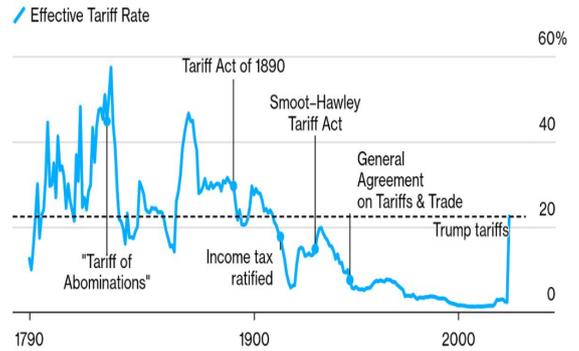
Luego del desplome de los mercados accionarios y de la suba en la tasa del Tesoro a 10 años, el mismo miércoles al mediodía Trump decidió imponer una pausa de 90 días y dejar en vigencia los aranceles recíprocos del 10% con excepción de los países que tomaron represalias (China principalmente). En igual sentido, este jueves la Unión Europea decidió suspender por 90 días los aranceles a las importaciones americanas por un valor cercano a los USD23.200 millones.

De este modo, y como ilustra el gráfico de la derecha, aún luego de esta pausa la **tarifa arancelaria efectiva promedio que entró en vigencia alcanza el 20%**, el mayor nivel desde el año 1930 cuando se sancionó la ley Smoot-Hawley (los aranceles sobre las importaciones aumentaron entre un 40% y un 60%, dependiendo del producto, afectando bienes agrícolas e industriales).

Este nuevo escenario de mayor inestabilidad global sigue afectando a los mercados de acciones y bonos en Estados Unidos y el resto del mundo, a pesar del corto alivio luego de la pausa anunciada el miércoles.

Tarifa arancelaria efectiva de EE.UU.

Datos históricos, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a Bloomberg

Tasa del Tesoro americano a 10 años

Evolución último año, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a Trading Economics

Índice accionario S&P500

Evolución último año, en puntos



FUENTE: @SuramericanaV en base a Trading Economics

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

(*) cierres al jueves 10.4

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año	
FED	4,33%	o	o	Oro	3.177,80	5,5%	20,9%	
1M	4,36%	o	-4 pbs	Petróleo	60,23	-2,8%	-16,0%	
3M	4,34%	6 pbs	-3 pbs	Gas Natural	3,51	-8,6%	-3,5%	
6M	4,17%	3 pbs	-7 pbs	Trigo	150,43	4,5%	0,2%	
1Y	3,97%	11 pbs	-19 pbs	Maíz	151,27	6,0%	6,4%	
10Y	4,40%	39 pbs	-18 pbs	Soja	281,82	6,0%	3,7%	
Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año	
	1,1204	1,5%	7,7%	Dow Jones	40.608,45	0,2%	-4,6%	
	1,3004	-0,6%	3,6%	S&P 500	5.268,05	3,8%	-10,4%	
	146,62	0,3%	-6,6%	NASDAQ	16.387,31	5,1%	-15,1%	
	7,3135	0,6%	0,2%	Shenzhen	9.754,64	-5,9%	-6,3%	
	5,9114	5,0%	-4,3%	IBOVSPA	126.354,75	-0,7%	5,0%	
	1076,00	0,2%	4,4%	S&P BYMA	2.111.490,16	0,2%	-16,7%	
Tasas Argentinas		TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		899		264 pbs	CCL	1.356,75	1,9%	14,3%
LEFI B.C.R.A.	29,00%	33,63%		-407 pbs	MEP	1.357,39	1,7%	15,6%
Caución 1d	30,18%	35,21%		-663 pbs	Exportador (80/20)	1.133,25	0,6%	6,6%
BADLAR Priv.	31,81%	36,93%		-17 pbs	Turismo	1.400,59	0,1%	4,3%
TAMAR Priv.	32,81%	38,23%		-8 pbs	BCRA	1.077,38	0,1%	4,3%
PF Personas	31,70%	36,74%		-35 pbs	ROFEX Nov '25	1.430,00	3,2%	12,6%

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.