

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



El acuerdo con el FMI y el inmediato desembolso de USD 12.000 millones correspondientes al nuevo endeudamiento aprobado calmaron la ansiedad en los mercados.

De cara al futuro, diferenciamos entre dinámicas de corto y mediano plazo.

En el corto plazo, es esperable cierta estabilidad cambiaria, con el tipo de cambio ubicándose dentro de las bandas de AR\$/USD 1.000-1.400 (cuyos límites se actualizan a una tasa mensual de -1% y +1%, respectivamente), manteniéndose a una distancia considerable del límite superior.

Con las tasas de interés actuales, esperamos una prolongación del carry trade, dado que el anuncio de que el BCRA intervendría vendiendo divisas del préstamo del FMI al alcanzar AR\$/USD 1.400 resulta creíble. En este contexto, el rendimiento esperado del carry trade es positivo en la mayoría de los escenarios considerados dentro del conjunto de expectativas actuales del mercado.

La propia dinámica del carry trade genera un aumento de la liquidez relativa en AR\$/USD, lo que a su vez la vuelve frágil si no se observa un crecimiento concomitante de la inversión en el sector transable de la economía.

Si este crecimiento se materializa, no deberían presentarse problemas macroeconómicos, en tanto y en cuanto la dinámica de los precios internacionales de los productos de exportación acompañe en el proceso.

Pero si no ocurre, eventualmente esa dinámica se revertirá y reaparecerán las presiones sobre las reservas internacionales del BCRA. En ese escenario, consideramos probable que el FMI solicite un aumento de las tasas de interés para evitar la pérdida de reservas. Sin embargo, también creemos que el Gobierno tiene definido con claridad que una suba de tasas es inflacionaria y perjudica el desarrollo del mercado de crédito, al que considera clave para impulsar la inversión.

En cuanto a la inflación, con la salida (incompleta) del cepo cambiario, esperamos que la tasa de abril sea similar a la de marzo y que luego comience a descender, aunque con elevada persistencia. Es improbable que la inflación mensual caiga por debajo del 2% durante el primer semestre del año.

En el plano fiscal, la consolidación parece firme en el corto plazo, lo que incidirá de manera decisiva sobre las expectativas del mercado.

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



Hacia adelante, la posibilidad de alcanzar los niveles de superávit primario requeridos en el marco del acuerdo con el FMI (2,5% del PIB) dependerá de la evolución de la situación social y productiva.

El nuevo endeudamiento con el FMI viola uno de los criterios establecidos para la concesión de préstamos bajo el régimen de acceso excepcional del organismo, lo que lo define, en términos prácticos, como un préstamo de carácter político.

Si la economía evoluciona favorablemente, no se anticipan problemas derivados de esta irregularidad. Sin embargo, los supuestos macroeconómicos contenidos en el programa lucen optimistas y muy dependientes del ingreso de un flujo cuantioso de capitales que permita asegurar la capacidad de repago de los préstamos del FMI.

EL ACUERDO CON EL FMI PERMITE AL GOBIERNO ESTABILIZAR EL FRENTE CAMBIARIO EN EL CORTO PLAZO Y CONCENTRAR SUS ESFUERZOS EN CONTROLAR LA ACELERACIÓN DE LA INFLACIÓN

Un nuevo programa con el FMI basado en optimistas supuestos que fueron el fundamento para asumir una exposición histórica récord con el país

El viernes, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un acuerdo del Servicio Ampliado del FMI (SAF) a 48 meses para Argentina por un total de US\$20.000 millones (479% de la cuota), con un desembolso inmediato de US\$12.000 millones y una primera revisión prevista para junio de 2025, con un desembolso asociado de aproximadamente US\$2.000 millones.

De acuerdo al texto del comunicado, "se espera que el programa ayude a catalizar apoyo oficial adicional, tanto multilateral como bilateral, y a facilitar el acceso a los mercados internacionales de capitales".

Al observar el **escenario macroeconómico** contenido en el programa, se advierte cierto **"sesgo optimista"** en las proyecciones de las principales variables, **especialmente para el período 2026-2029**.

Respecto al PIB, luego de la recuperación del 5,5% en 2025, se anticipa un crecimiento en torno al 4% durante el programa a partir de la **"implementación sostenida del ancla fiscal y de las reformas pro-crecimiento"**.

En materia inflacionaria, una desaceleración al rango de 18-23% en 2025 para luego converger rápidamente al 7,5% a partir de 2027. Por su

Escenario Macro EFF 2025 Argentina Años 2025-2029

Variables	Unidad de medida	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Crecimiento PIB	var. % a/a	-1,7	5,5	4,5	4,0	3,2	3,1
Inflación (fin período)	var. % a/a	117,8	18-23	10-15	7,5	7,5	7,5
Superávit primario	% del PIB	1,8	1,3	2,2	2,5	2,5	2,5
Cuenta Corriente	% del PIB	1,0	-0,4	-0,3	0,2	0,6	1,1
Cambio en Reservas netas ^(*)	En MM USD	4.900	4.000	8.000	12.500	16.000	19.000
Stock Reservas brutas ^(**)	En MM USD	22.200	47.700	56.400	67.300	79.300	91.200

(*) De acuerdo a como se define en el Memorandum (MTU), no se incluyen los cambios en las RIN por desembolsos del FMI
(**) Excluye la porción no activada del swap con el Banco Popular de China (cerca de USD13.000 millones)

FUENTE: @SuramericanaV en base a Staff Report FMI.

parte, un creciente y sostenido esfuerzo fiscal que llevaría el superávit primario del 1,3% en 2025 a un nivel del 2,5% en 2027.

Respecto al sector externo, se proyecta un déficit de cuenta corriente del 0,4% en 2025 y del 0,4% en 2026 para converger a un modesto superávit del 0,2% en 2027.

En lo que será una de las variables clave de monitoreo del programa, las reservas internacionales netas subirían este año USD4.000 millones (respecto al nivel de cierre de 2024) y luego acelerarían su recuperación por un total acumulado de USD19.000 millones a lo largo de los siguientes cuatro años.

En tanto, sin cambios respecto al EFF 2022, las metas cuantitativas de performance (PCs) seguirán siendo: a) nivel piso de superávit primario; b) techo a nivel de deuda flotante; c) nivel piso de acumulación de reservas netas; y d) límite de cero financiamiento monetario al gobierno.

El propio documento (Staff Report) del FMI advierte “podrían surgir inquietudes sobre la imparcialidad si se percibiera que el Fondo trata a Argentina de manera diferente a otros miembros. Dicho esto, retrasar la implementación de nuevas medidas para mitigar riesgos o no proceder con un nuevo programa con financiamiento adecuado también aumentaría los riesgos empresariales”.

En este sentido, en la sección de “Evaluación de los riesgos del Fondo y de la posición de liquidez” se advierte que “los indicadores de capacidad de pago dependen críticamente de las proyecciones de un aumento sustancial de las reservas, que a su vez dependen de los grandes volúmenes proyectados de entradas de flujos financieros.

Metas cuantitativas (PCs) e indicativas (IT)

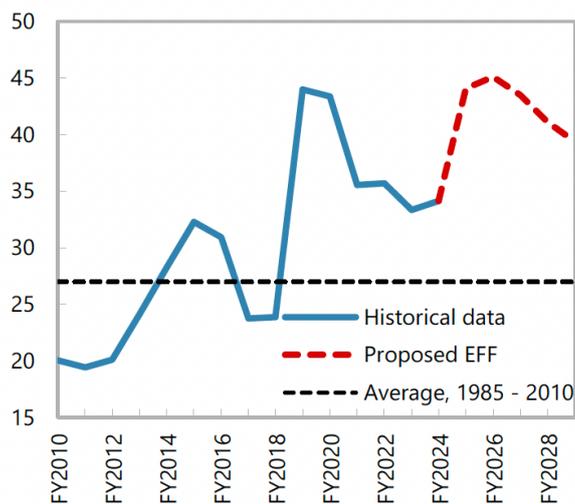
Marzo 2025 a Marzo 2026

VARIABLES	Unidad de medida	mar-25	jun-25	sept-25	dic-25	mar-26
Piso acum. Sup. Primario	En MM de \$	3.643,7	s/d	9.300,0	10.519,9	4.200,0
Techo deuda flotante	En MM de \$	6.360,6	s/d	6.360,6	6.360,6	7.615,7
Piso acum. cambio Res. Netas	En MM de \$	-4.900,0	-500,0	-600,0	4.000,0	2.500,0
Techo acum. Financ. Gobierno	En MM de \$	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
No acumul. atrasos deuda externa	En MM USD	0	0	0	0	0
Piso cobertura asistencia social (AUH, Tarjeta Alimentar)	En % CBA	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0
Techo cambio en los Activos Domésticos Netos del BCRA	En MM de \$	5.826,0	8.954,1	14.297,7	14.781,4	20.223,4

FUENTE: @SuramericanaV en base a Staff Report FMI

Argentina: principal acreedor del FMI

En % del total de créditos otorgados (GRA)



FUENTE: @SuramericanaV en base a Staff Report FMI

El Tesoro no pudo renovar la totalidad de los vencimientos, volvió a pagar tasas más altas y sigue utilizando plazos cortos de emisión

En la primera licitación del mes, el Tesoro obtuvo financiamiento por \$5,02 billones frente a vencimientos de \$6,62 billones, por lo que utilizará sus depósitos en el B.C.R.A. para cubrir el faltante de \$1,6 billones.

En esta oportunidad el menú de instrumentos ofrecidos se concentró en la reapertura de 3 LECAPs con vencimiento entre mediados de mayo y fin de julio de 2025, la reapertura de dos bonos cupón cero ajustado por CER con vencimiento en octubre de 2025 y marzo de 2027 y la reapertura de la letra *dollar-linked* a enero de 2026 junto al Boncap a fines de ese mes.

Las tasas de corte se ubicaron en un rango de entre TNA 40-44%, superando por unos 10 p.p. las de la licitación del 31.3. En el caso del bono ajustable por CER se convalidó una tasa real del 9%, en tanto que la nueva letra vinculada a la tasa TAMAR (depósitos superiores a \$1.000 millones) se fijó un *spread* de 5 p.p. sobre esta tasa de referencia.

La tasa de refinanciamiento (*roll-over*) alcanzó el 75,7% y volvió a caer luego del 94% alcanzado en marzo. En los últimos 6 meses solamente en febrero (104%) el *roll-over* superó el 100%.

Cerca del 78% de los fondos obtenidos fueron adjudicados en los títulos de más corto plazo, por lo que el plazo promedio ponderado de licitación fue de apenas 84 días.

En la última licitación del mes, prevista para el próximo jueves 24.4, el Tesoro afrontará vencimientos por cerca de \$5 billones.

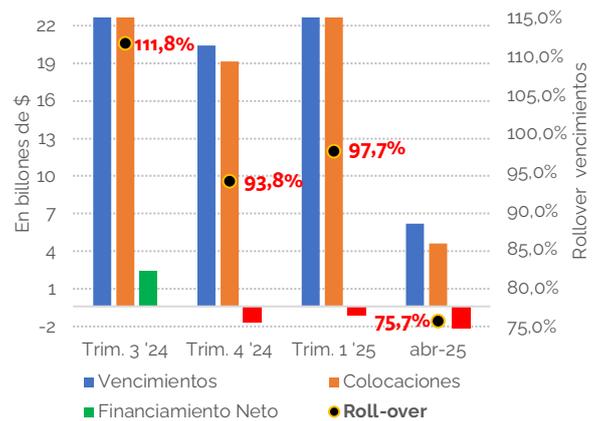
Resultados licitación Finanzas del 26.2

Instrumentos	Fecha de Vencimiento	Plazo de Emisión (días)	Valor Emitido (mill. de pesos)	Valor Efectivo (mill. de pesos)	Tasa de Corte (TNA)	Tasa de Rendimiento (TEA)	Participación por instrumento
Licitación 14.4							
Reap. LECAP Vto 16.05.25 (S16V5)	16/5/25	30	1790.323	2.361.794	44,94%	55,46%	47,1%
Reap. LECAP Vto 18.06.25 (S18J5)	30/5/25	44	941.356	1.292.011	44,19%	53,09%	25,8%
Reap. LECAP Vto 31.07.25 (S31L5)	31/7/25	106	180.250	238.743	39,58%	45,43%	4,8%
Letra TAMAR Vto 31.7.25 (M31L5)	31/7/25	106	600.342	600.342	39,55%	45,40%	12,0%
Reap. Boncor 0% (TZX05)	31/10/25	198	209.602	241.042	0,74%	0,77%	4,8%
Letra TAMAR Vto 31.7.25 (TMA26)	30/4/26	379			Declarada desierta con ofertas por \$72.764M		
Reap. Boncor 0% (TZX06)	30/10/26	562	279.024	281.814	9,03%	9,10%	5,6%
Reap. Dollar Linked 0% (TZV25)	30/6/25	75			Declarada desierta con ofertas por USD108M		
Reap. Letra Dollar-Linked (D16E6)	16/1/26	275			Declarada desierta con ofertas por USD15M		
Totales		841	3721872	5.015745			100,0%
Vencimientos				6.624.943			
Financiamiento Neto				-1.609.199			

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECO

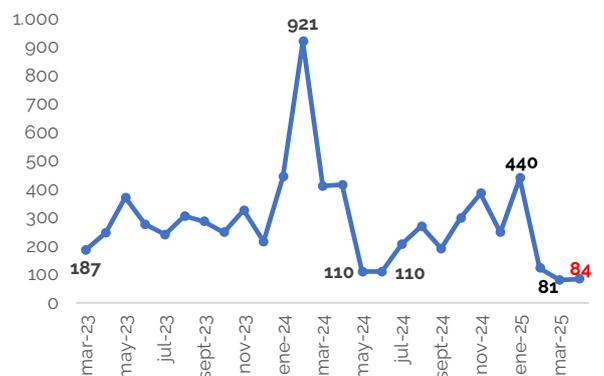
Vencimientos, financiamiento neto y roll-over

Cifras en billones de pesos y en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECO

Plazo promedio ponderado de los títulos emitidos, en días



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECO

En el marco del acuerdo con el FMI el B.C.R.A. modificó el régimen cambiario, monetario, y de regulación de los flujos de capitales (cepo)

Como parte del acuerdo con el FMI (*Prior actions*), el B.C.R.A. comunicó el viernes los principales lineamientos de la “Fase 2 del Programa Económico con flexibilización cambiaria y flotación entre bandas”.

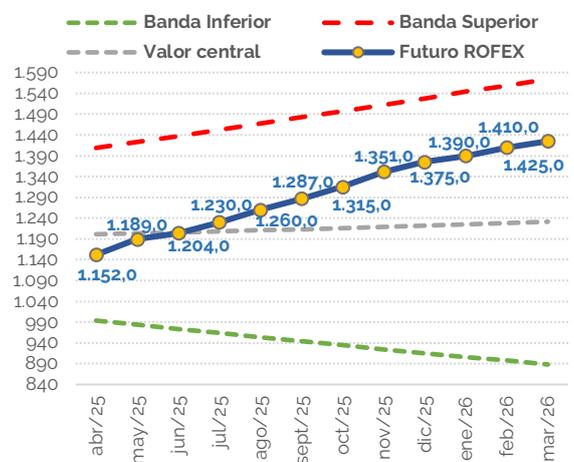
De acuerdo al comunicado, en esta etapa: a) la cotización del dólar en el Mercado Libre de Cambios (MLC) podrá fluctuar dentro de una banda móvil entre \$1.000 y \$1.400, cuyos límites se ampliarán a un ritmo del 1% mensual (hacia abajo y arriba, respectivamente); b) se elimina el dólar *blend* y las restricciones cambiarias a las personas humanas, se permite la distribución de utilidades a accionistas del exterior a partir de los ejercicios financieros que comienzan en 2025 y se flexibilizan los plazos para el pago de operaciones de comercio exterior; y c) se refuerza el ancla nominal perfeccionando el marco de política monetaria, que ahora tendrá como referencia el agregado monetario “M2 transaccional” en lugar de la “Base monetaria amplia”.

En la tercera jornada del nuevo esquema, el dólar oficial (tipo de cambio A3500) se ubicó por debajo del “valor central” (promedio del valor superior e inferior) de las bandas (\$1.201,27), cerrando este miércoles a \$1.172,83. Sin embargo, luego del fuerte ajuste a la baja en los contratos más cortos, los futuros de ROFEX de fines de 2025 y principios de 2026 todavía tendrían margen de compresión si el mercado confía en la intervención del B.C.R.A. (si el dólar oficial alcanza el valor de la banda superior).

Este martes ingresó el primer desembolso (USD12.000 millones) del FMI y las reservas del

Bandas cambiarias y futuros ROFEX.

Valores a fin de mes, en \$



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

Reservas internacionales brutas del B.C.R.A.

Datos diarios, en mill. de USD



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

B.C.R.A. superaron el umbral de los USD36.000 millones, el valor más alto de los últimos dos años. Al cierre de este informe, las reservas sumaban USD38.612 millones, con el B.C.R.A. informando nuevamente que no efectuó intervenciones en el MULC. Luego del desembolso inicial del FMI, el miércoles las reservas subieron otros USD1.813 millones, probablemente consecuencia de desembolsos de préstamos de organismos internacionales comprometidos en el marco del acuerdo en el FMI.

En tanto, luego de haber tocado los 975 pbs el pasado 7.4, el riesgo país disminuyó hasta los 745 pbs este miércoles, todavía lejos del mínimo de 559 pbs registrado el 9.1 y de los 500 pbs que supone el reporte del FMI como *spread* para re acceso a los mercados de deuda en el primer trimestre de 2026.

El cambio de régimen cambiario y la flexibilización plena (con eliminación del *parking* incluido) para personas humanas de las restricciones de acceso al dólar oficial produjo una sensible contracción de las brechas cambiarias respecto a los cierres de la semana previa (en torno al 22% promedio).

Al cierre de este informe, y en línea con la baja cercana al 6% este miércoles del dólar oficial y de un porcentaje similar de los contratos de dólar futuro, el dólar MEP cerró a \$1.166,20 y el CCL en \$1.179,20.

Así, y por primera vez en la gestión Milei, las brechas cambiarias quedaron en terreno negativo (cerca del -1%) debido al cierre del MULC a las 15 hs y la continuidad a la baja en los dólares financieros que operan hasta las 17 hs.

Riesgo país argentino, índice EMBI+

Datos diarios, en puntos básicos



FUENTE: @SuramericanaV en base a J.P. Morgan

Brechas cambiarias en gestión Milei

En % respecto al dólar oficial A3500



FUENTE: @SuramericanaV en base a BYMADATA

En marzo aceleraron los precios minoristas como, mientras que los mayoristas y los de la construcción mostraron sensibles desaceleraciones respecto al mes previo

Los precios mayoristas aumentaron **1,6%** en marzo (leve desaceleración respecto a febrero (1,5%), subiendo nuevamente por encima de la tasa de devaluación promedio del tipo de cambio oficial (1,4%). El alza se explicó por el incremento de los productos nacionales (+1,5%), a partir de una aceleración en los precios de los productos agropecuarios (2,8%). En tanto, los productos importados registraron una aceleración del 1,3% respecto al 0,5% de febrero.

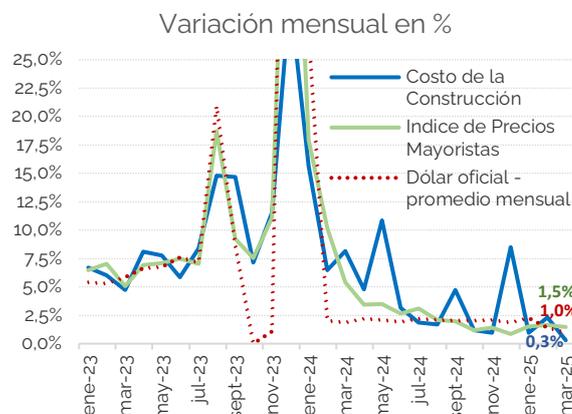
Por su parte, el costo de la construcción tuvo una importante aceleración al aumentar **2,3%** en febrero luego del 1% de enero. En el último mes se destacó la suba del capítulo Materiales (0,6%) y Gastos generales (0,8%).

En tanto, el viernes pasado el INDEC informó la inflación minorista de marzo, que aceleró al **3,7%** luego del 2,4% el mes previo (el mayor registro desde ago-24), influenciado por la fuerte alza del capítulo Alimentos y Bebidas no alcohólicas (5,9% vs 3,2% en febrero) que registró la mayor suba mensual desde abril de 2024.

Así, la inflación acumuló un **8,6%** en el primer trimestre del año (vs 51,6% en igual período de 2024) y en la medición interanual registró un alza del **55,9%** (contra el 66,9% del mes previo).

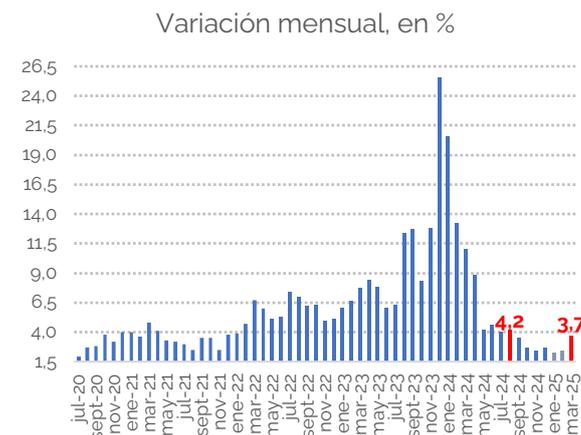
Al observar la dinámica de la “inflación núcleo” (excluye precios estacionales y regulados) se observa la persistencia del proceso y la dificultad de lograr el umbral de 2% mensual, algo que desde Suramericana Visión veníamos anticipando desde hace varios meses atrás. La esperada aceleración en los próximos dos meses a partir del nuevo régimen cambiario postergará

Precios mayoristas, Costo de la Construcción y evolución de dólar oficial



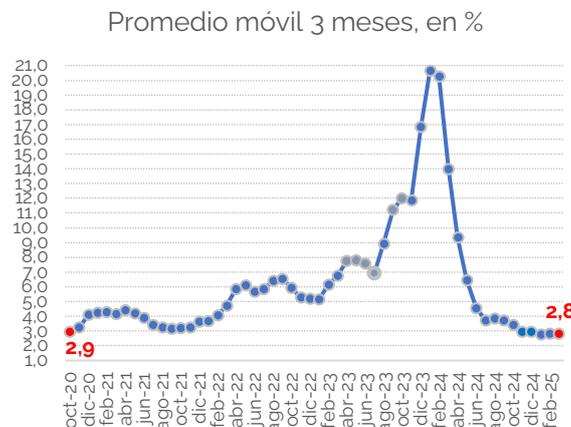
FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC y B.C.R.A.

Inflación núcleo minorista (IPC Nacional)



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Inflación núcleo minorista (IPC Nacional)



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

aún más este objetivo hasta por lo menos julio próximo.

Considerando el **promedio mensual de 3 meses** (que suaviza variaciones extremas de un mes) **la inflación núcleo en marzo fue el 2,8%, y se “estacionó” en ese nivel en los últimos tres meses, algo que ya observado en oct-2020 y luego de la reapertura postpandemia en 2021.**

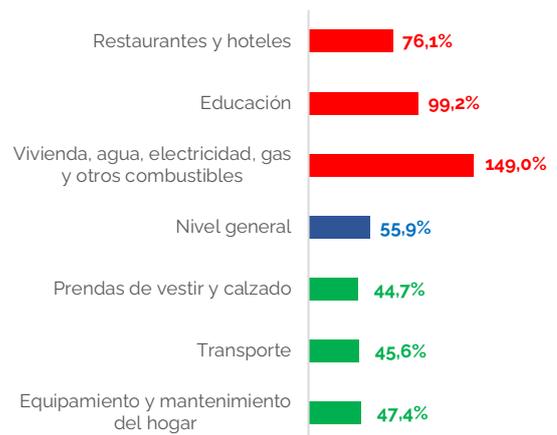
Si ponemos el foco sobre la evolución de los distintos componentes del índice de precios en el último año, se observa que todavía resta un ajuste de precios relativos que no podrá ser atemperado aún ante la falta de “impulsos de carácter monetario”.

En este sentido, y **como también venimos destacando en informes previos, se mantienen las mayores alzas de los servicios** (ej. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles 149,9%) **respecto a los bienes** (ej. Equipamiento y mantenimiento del hogar 47,4%).

El tránsito hacia una inflación menor al 2% demorará por lo menos hasta julio próximo, luego de la aceleración de marzo, y la esperada en abril y mayo, harán todavía más dificultoso el objetivo de inflación anual inicial del 18% que el gobierno presentó en el presupuesto y es el rango inferior de la estimación del escenario macroeconómico con el FMI.

Inflación por capítulos (IPC Nacional)

Mayores y menores subas 12 meses, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

(*) cierres al miércoles 16.4

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año	
FED	4,33%	0	0	Oro	3.367,80	4,5%	28,1%	
1M	4,35%	-2 pbs	-5 pbs	Petróleo	63,06	2,5%	-12,1%	
3M	4,33%	-1 pbs	-4 pbs	Gas Natural	3,25	-7,7%	-10,4%	
6M	4,20%	-1 pbs	-4 pbs	Trigo	152,41	0,8%	1,5%	
1Y	3,96%	-8 pbs	-20 pbs	Maíz	152,28	0,2%	7,1%	
10Y	4,29%	-19 pbs	-29 pbs	Soja	285,56	0,6%	5,1%	
Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año	
	1,1293	0,3%	8,5%	Dow Jones	40.386,96	2,0%	-5,1%	
	1,3173	2,7%	5,0%	S&P 500	5.275,70	-1,6%	-10,3%	
	143,18	-0,4%	-8,8%	NASDAQ	16.307,16	-2,5%	-15,6%	
	7,3048	-0,1%	0,1%	Shenzhen	9.774,73	-0,6%	-6,1%	
	5,8846	0,0%	-4,7%	IBOVSPA	128.316,89	0,5%	6,7%	
	1136,00	5,5%	10,2%	S&P BYMA	2.177.974,91	-3,1%	-14,0%	
Tasas Argentinas		TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		745		110 pbs	CCL	1.158,38	-12,6%	-2,5%
LEFI B.C.R.A.	29,00%	33,63%		-407 pbs	MEP	1.164,91	-11,9%	-0,8%
Caución 1d	30,52%	35,68%		-617 pbs	Exportador (80/20)	1.169,94	3,7%	10,0%
BADLAR Priv.	36,25%	42,98%		588 pbs	Turismo	1.524,68	8,8%	13,6%
TAMAR Priv.	39,19%	47,06%		875 pbs	BCRA	1.172,83	8,8%	13,6%
PF Personas	35,52%	41,93%		484 pbs	ROFEX Nov '25	1.345,00	-7,0%	5,9%

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.