

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



En 2024, las cuentas externas tuvieron como protagonista al gran superávit comercial, impulsado por la mejora de la balanza comercial energética, la recuperación del sector agropecuario tras un 2023 afectado por la sequía, y la caída de las importaciones debido a la recesión. En 2025, las importaciones aumentan y el superávit comercial se reduce, aunque la performance de Vaca Muerta impresiona (pero no sorprende) y permite que la balanza comercial siga siendo positiva..

¿Implica esta reducción del superávit comercial que el gobierno no pueda sostener su política cambiaria y de amortización de pagos de deuda en moneda extranjera sin acceso al mercado? No, porque aunque el resultado comercial es insuficiente para que “cierren los números”, en 2025 la dinámica de los préstamos financieros en dólares está contribuyendo a ello. Sin embargo, la suma de los resultados de la cuenta corriente y la cuenta capital no alcanza para acumular reservas internacionales.

El foco de las noticias internacionales está puesto en el cambio de postura del gobierno de Estados Unidos respecto a la guerra en Ucrania.

Si el conflicto llegara a su fin, la variable clave para la dinámica de las cuentas externas de Argentina será el precio del petróleo, ya que, con los volúmenes de exportación actuales, su cotización es relevante para la estabilidad cambiaria.

Por otro lado, el escándalo de \$LIBRA no parece haber calado profundamente en la mayoría de la población, lo que sugiere que su impacto electoral es insignificante y, en consecuencia, no ha generado repercusiones significativas en los mercados.

RÉCORD DE PRÉSTAMOS EN DÓLARES Y CUANTIOSAS COMPRAS DE DIVISAS NO ALCANZAN A REVERTIR LA DIFICULTAD DE ACUMULACIÓN DE RESERVAS DEL B.C.R.A.

En enero se mantuvo el superávit primario y volvió el superávit financiero luego del déficit registrado en diciembre

Luego del déficit financiero de diciembre, que no impidió que el 2024 cierre con un superávit fiscal financiero acumulado de 0,3% del PIB, el gobierno volvió a obtener en enero un superávit financiero de 0,1% y un superávit primario de 0,3% del PIB.

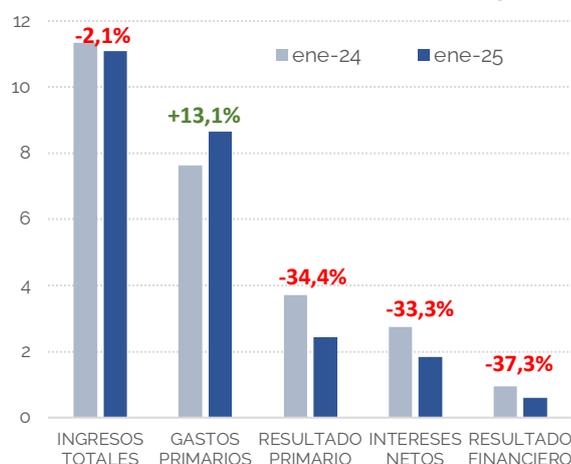
Con respecto a enero de 2024, los ingresos totales cayeron 2,1% en términos reales. Esto se explica por una reducción de las rentas de la propiedad que obtiene el sector público por sus inversiones, mientras los ingresos tributarios lograron superar a la inflación muy marginalmente (84,6% i.a. vs 84,5% i.a.), de la mano de una mejora en el nivel de actividad, y a pesar de la caída en la recaudación de derechos de exportación (-54% i.a.).

El gasto primario, sin contar el pago de intereses, creció un 13,1% i.a en términos reales. De esta manera, el resultado primario se redujo un 34,4% i.a. También disminuyó significativamente el pago de intereses (-33,3% i.a.), aunque no alcanzó para evitar la contracción del superávit financiero en términos reales (-37,3% i.a.).

El aumento del gasto primario se explica en gran medida por un mayor pago de prestaciones sociales (+15% i.a.). También se incrementaron los gastos de funcionamiento del estado (12% i.a.) -que incluye los salarios del sector público-, las transferencias a provincias y universidades (23%)

Resultado fiscal – Enero 2025

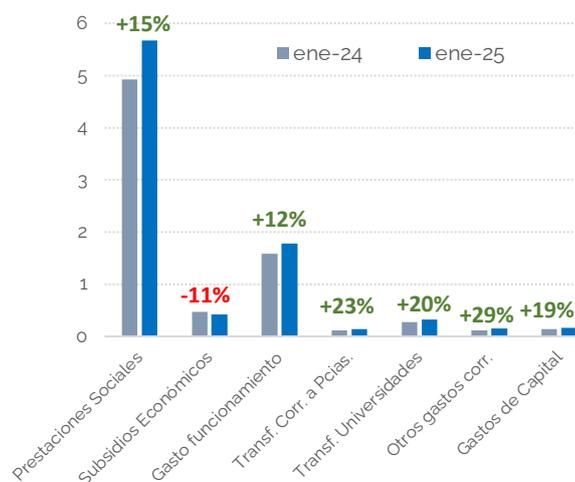
En billones de \$ de enero de 2025



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

Gasto primario – Enero 2025

En billones de \$ de enero de 2025



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

i.a. y 20% i.a. en cada caso), otras transferencias corrientes (29% i.a.) y los gastos de capital (19% i.a.). **Por otro lado, continuó la reducción en el pago de subsidios (-11% i.a.).**

De esta manera, **en el inicio del año electoral 2025 pareciera evidenciarse cierta relajación de la política de ajuste sin comprometer el ancla fiscal del programa.**

Si bien el crecimiento de los gastos primarios es significativo en términos porcentuales, se compara con el mes de enero-24 cuando se iniciaba el gobierno con su estrategia de "motosierra y licuadora", que profundizó la recesión en la primera mitad del año y parecía insostenible en términos políticos.

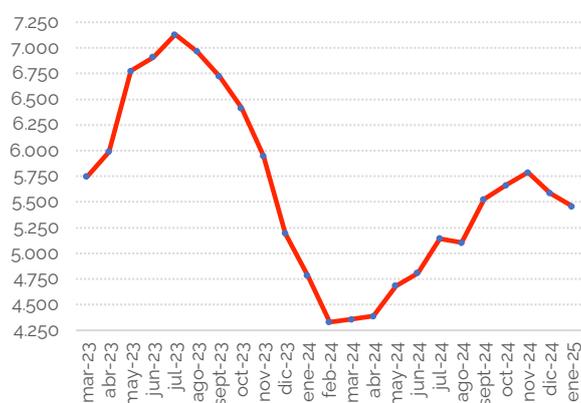
En enero se registró el menor superávit comercial desde noviembre de 2023 a pesar del decisivo impulso de Vaca Muerta

En el primer mes de 2025, la balanza comercial registró un superávit de USD142 millones, que se compara con un superávit de USD784 millones en enero de 2024 y es el menor desde noviembre de 2023.

Las exportaciones sumaron USD5.890 millones (+9,1% i.a.) con caída de precios (-2,9% i.a) y alza en las cantidades (+12,5% i.a.). En tanto, **las importaciones totalizaron USD5.748 millones (+24,6%)** explicado también por merma en los precios (-9% i.a.) y un significativo incremento en las cantidades (+37% i.a.).

Al observar el promedio móvil de 3 meses (a efectos de suavizar la serie y los valores extremos) de las importaciones en los últimos dos años se observa una clara recuperación desde abril de 2024 cuando el B.C.R.A. comenzó a dar pleno acceso al M.U.L.C. a los importadores luego de

Importaciones, promedio móvil 3 meses
En millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

haber “cuotificado” el acceso en los cuatro meses previos.

Así, luego de haber alcanzado un nivel de USD4.388 millones en abril de 2024 se inició una recuperación sostenida. El promedio de 3 meses de enero de 2025 sumó USD5.457 millones. Sin embargo, todavía el nivel se encuentra un 23,5% por debajo de los máximos alcanzados en julio de 2023 (USD7.131 millones).

Como destacáramos en informes previos, el aporte del sector energético está resultando decisivo para la performance de la balanza comercial. En enero, el superávit energético sumó USD678 millones (vs. USD413 millones un año atrás) y si nuevamente consideramos el promedio móvil de 3 meses sumó USD685 millones, el mayor valor en dos años.

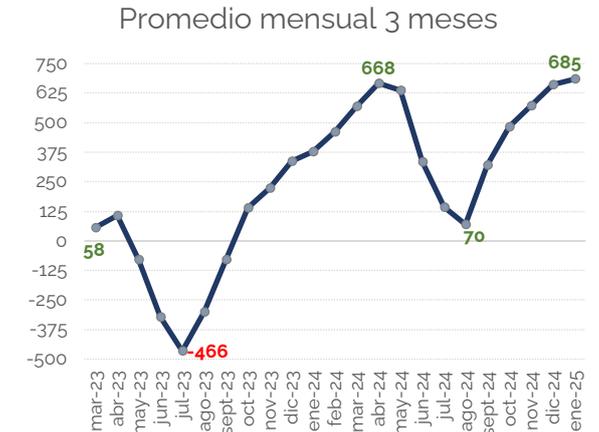
A pesar de liquidaciones extraordinarias del campo y de préstamos financieros, el B.C.R.A. continúa sin poder acumular reservas internacionales brutas y netas

Con datos al miércoles 19.2, las liquidaciones del sector agroexportador promediaban un saldo diario de USD93,4 millones luego de un ingreso extraordinario del mismo miércoles (USD329,5 millones), un 12,1% superior a igual mes de 2024 y apenas un 0,9% por debajo de enero.

Como advertíamos en anteriores informes, los productores no parecen responder aún al incentivo de adelantar la venta del grano y las liquidaciones de los exportadores se apalancan a partir del diferencial de intereses que otorga incentivo a incrementar los préstamos de prefinanciación de exportaciones.

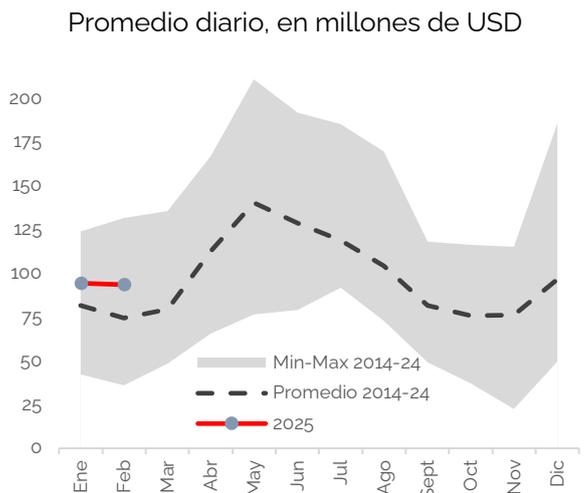
Al cierre de este informe el BCRA acumulaba un total de compras por USD1.410 millones, lo que

Balanza energética mensual (mill. de USD)



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Liquidación divisas sector agroexportador



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

a falta de seis jornadas le permitiría alcanzar un volumen de compras cercano a los valores récord de octubre-noviembre de 2024.

Al 13.2 las reservas internacionales sumaban USD28.553 millones, subiendo apenas USD2435 millones respecto al dato al 31.1. Sin embargo, si se ajusta el saldo de fin de enero por la recuperación observada luego de la integración de encajes en el exterior, las reservas caen USD900 millones respecto al primer día hábil de febrero.

Esta pobre performance de acumulación de reservas se produce en un contexto de valores récord para los préstamos en moneda extranjera otorgados por las entidades financieras.

Considerando saldos promedio mensuales, en base a datos diarios informados por el B.C.R.A., los préstamos totalizaban USD12.855 millones al 14.2, registrando su mayor valor en la gestión Milei y el mayor desde septiembre de 2019.

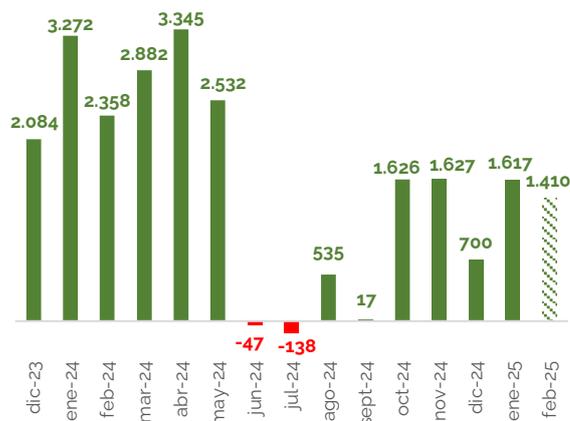
Desde enero de 2024 el stock de préstamos en moneda extranjera ha crecido ininterrumpidamente en forma mensual, con una gran aceleración en octubre de ese año (finalización de la etapa I del blanqueo de capitales).

Estos 13 meses consecutivos de incrementos en la financiación en moneda extranjera se asemeja al iniciado en enero de 2017, que se interrumpió luego de 17 meses consecutivos de incrementos en junio de 2018 luego, pero en montos se encuentran por debajo del actual ciclo enero 2024-febrero 2025.

A la mayor liquidez en dólares del sistema financiero luego del blanqueo se suma el atractivo del diferencial de intereses de tasa entre monedas (crawl cambiario al 1% mensual

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 internacionales brutas del B.C.R.A.

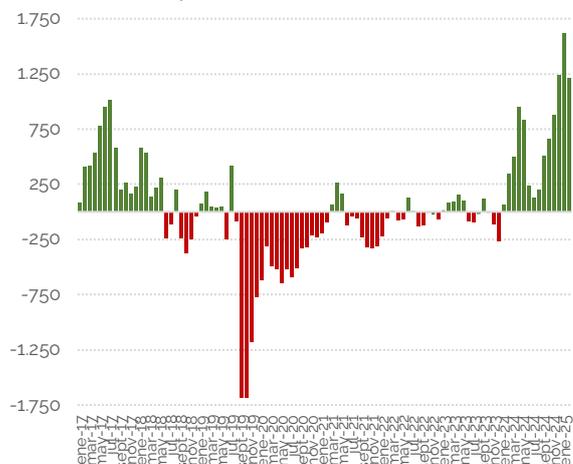
Datos diarios, en mill. de USD



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

Préstamos en dólares del sistema financiero

Var. del saldo promedio mensual, en mill. de USD



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

versus una tasa en pesos cercana al 2,2/2,4% mensual) como factores impulsores de este incremento en los préstamos en dólares.

En enero aceleraron los precios mayoristas mientras que los de la construcción experimentaron una significativa desaceleración a niveles de julio de 2020

Los precios mayoristas aumentaron 1,5% en enero respecto a diciembre (0,8%), subiendo por quinto mes consecutivo por debajo de la tasa de devaluación del tipo de cambio oficial. El alza se explicó por el incremento de los productos nacionales (+1,6%) y una aceleración de los productos importados (0,5%) luego de la baja que habían registrado en diciembre (-1,6%).

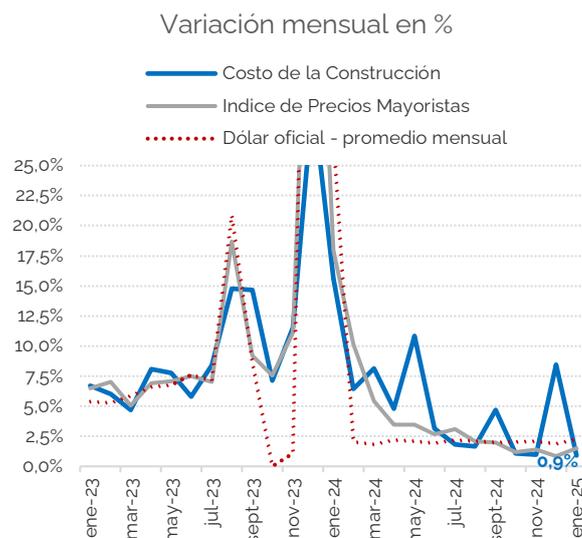
Por su parte, el costo de la construcción tuvo una importante desaceleración al aumentar 0,9% en enero luego del alza del 8,5% en diciembre. Se trata de la menor suba mensual desde julio de 2020. En el primer mes de 2025, el capítulo Mano de obra subió 0,2% (luego del 17,6% de diciembre) y Gastos Generales desaceleró al 2,7% respecto al 4,8% de diciembre.

Brechas cambiarias se mantienen en los niveles de mediados de diciembre de 2024 con monitoreo e intervención diaria del B.C.R.A.

Como destacáramos en anteriores informes, luego de los mínimos alcanzados el pasado 9 de diciembre (4,9%) las brechas cambiarias se estabilizaron alrededor del 15% a partir de una activa intervención diaria del B.C.R.A.

Al cierre de este informe, el CCL cotizaba a \$1.213,67 (14,5%) y el MEP a \$1199,36 (13,2%).

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



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

Brechas cambiarias en gestión Milei



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

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

(*) cierres al jueves 20.2

| Tasas EE.UU. | | | | Var. Sem | Var. Año | Precios Commodities | | Var. Sem | Var. Año | | |
|------------------|-----------------------------|---------|--------|----------|-------------|------------------------|--------------------------------------|--------------------|----------|----------|-------|
| | FED | 4,33% | 0 | 0 | Oro | 2.955,60 | 2,5% | 12,4% | | | |
| | 1M | 4,37% | 0 | -3 pbs | Petróleo | 72,53 | 2,5% | 1,1% | | | |
| | 3M | 4,33% | -1 pbs | -4 pbs | Gas Natural | 4,17 | 12,0% | 14,8% | | | |
| | 6M | 4,33% | 1 pbs | 9 pbs | Trigo | 163,29 | 0 | 8,8% | | | |
| | 1Y | 4,20% | -3 pbs | 4 pbs | Maíz | 158,64 | 3,1% | 11,6% | | | |
| | 10Y | 4,50% | 3 pbs | -8 pbs | Soja | 288,96 | 2,5% | 6,4% | | | |
| Monedas | | | | Var. Sem | Var. Año | Bolsas internacionales | | Var. Sem | Var. Año | | |
| | | 1,0500 | 0,4% | 0,9% | | Dow Jones | 44.176,65 | -0,8% | 3,8% | | |
| | | 1,2669 | 0,8% | 1,0% | | S&P 500 | 6.117,52 | 0,0% | 4,0% | | |
| | | 149,57 | -2,2% | -4,7% | | NASDAQ | 19.962,36 | -0,3% | 3,4% | | |
| | | 7,2550 | -0,5% | -0,6% | | Shenzhen | 10.794,54 | 0,4% | 3,6% | | |
| | | 5,6977 | -1,3% | -7,8% | | IBOVESPA | 127.456,48 | -0,6% | 6,0% | | |
| | | 1058,75 | 0,2% | 2,7% | | S&P BYMA | 2.410.220,95 | 1,0% | -4,9% | | |
| Tasas Argentinas | | | | TNA | TEA | Var. Año | Dólar oficial, futuros y financieros | | Var. Sem | Var. Año | |
| | Riesgo País (EMBI+), en pbs | | | 726 | 91 pbs | | CCL | 1.213,67 | 1,5% | 2,2% | |
| | LEFI B.C.R.A. | | | 29,00% | 33,63% | -407 pbs | | MEP | 1.199,36 | 1,3% | 2,2% |
| | Caución 1d | | | 24,09% | 27,23% | -1461 pbs | | Exportador (80/20) | 1.090,63 | 0,4% | 2,6% |
| | BADLAR Priv. | | | 28,00% | 31,92% | -518 pbs | | Turismo | 1.377,84 | 0,1% | 2,7% |
| | TAMAR Priv. | | | 30,13% | 34,66% | -366 pbs | | BCRA | 1.059,88 | 0,1% | 2,7% |
| | PF Personas | | | 28,53% | 32,59% | -451 pbs | | ROFEX Nov '25 | 1.255,00 | 0,2% | -1,1% |

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.