

POR DONDE VA ARGENTINA



La situación macroeconómica muestra condiciones de estabilidad de corto plazo, pero de inestabilidad a plazos más largos. Se ve sólido al frente fiscal pero débil al frente externo, aunque en el corto plazo la relación entre liquidez en pesos y reservas del BCRA es tal que lo esperable es que el tipo de cambio se siga manteniendo dentro de la banda de flotación en las próximas semanas.

Las reservas internacionales están bajando, principalmente por pagos a los organismos internacionales. Desde el día del desembolso de USD12 mil millones de del FMI, acumulan una caída de USD1.195 millones.

Los datos de intercambio comercial de abril añaden señales de alerta sobre la evolución de mediano plazo del tipo de cambio. Mientras la variación interanual del valor de las exportaciones fue de 2,3% (con un crecimiento de 3,2% de las cantidades exportadas), el crecimiento del valor de las importaciones fue de 37,3% en el mismo período (con un aumento del 41,9% de las cantidades importadas).

El riesgo país bajó un poco, pero las condiciones internacionales no mejoran. Los rendimientos de los bonos del Tesoro de EEUU, que marcan la tasa libre de riesgo, han subido en la última semana. Para poder refinanciar vencimientos en el mercado internacional, el Estado argentino hoy tendría que pagar tasas de interés entorno al 11,5% anual en USD, lo cual sería insostenible para el fisco y para la macroeconomía. La evolución las condiciones de financiamiento internacional será importante para la situación cambiaria post elecciones.

La actividad económica cayó en marzo, mes de alta inestabilidad cambiaria, pero debería volver a recuperarse en abril.

LA ECONOMÍA INTERRUMPIÓ EN MARZO SU RECUPERACIÓN, CON EL CONSUMO TODAVÍA MOSTRANDO DEBILIDAD A PESAR DE UNA NUEVA RECUPERACIÓN REAL DE LOS SALARIOS FORMALES

La actividad económica en marzo tuvo su primera caída mensual desde abril de 2024, pero encadenó su quinta suba interanual consecutiva

En marzo la actividad económica, medida por el EMAE, registró una merma del 1,8% respecto a febrero de 2025 y la mayor desde diciembre de 2023. En tanto, respecto de igual mes de 2024, subió 5,6%, su quinta alza mensual consecutiva.

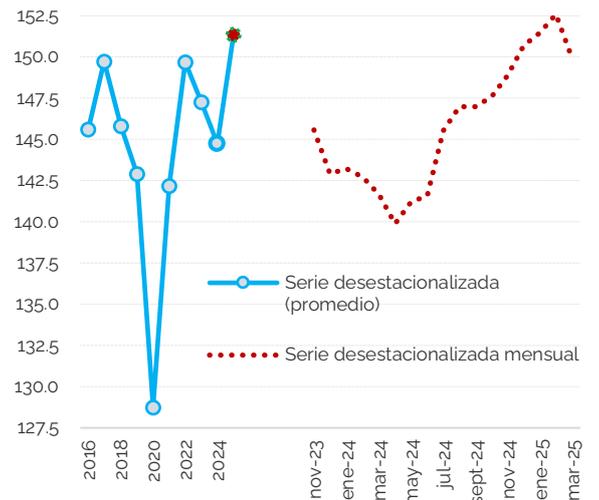
De este modo, el nivel de actividad del primer trimestre (151,3 puntos) se ubica un 1,1% por encima de los niveles máximos de los años 2017 y 2022 (149,7 puntos).

Al analizar la dinámica de la actividad a nivel sectorial, continúa la recuperación a nivel generalizado: de los 15 sectores que componen el indicador, 11 registraron crecimiento y los restantes 4 caídas respecto a marzo de 2024. Se trata del mejor registro a nivel sectorial desde octubre de 2023.

Entre los sectores que registraron la mejor performance se destacaron: Intermediación Financiera (29,3%), Construcción (9,9%) y Comercio mayorista, minorista y reparaciones (9,3%). En tanto que los peores desempeños correspondieron a Electricidad, gas y agua (-4,3%) y Hoteles y restaurantes (-3,6%). Por tercer mes consecutivo desde marzo de 2023 la Construcción registró un alza interanual, acelerando al 9,9% en marzo vs el 3,6% de febrero.

Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)

Serie desestacionalizada por año^(*) y mes

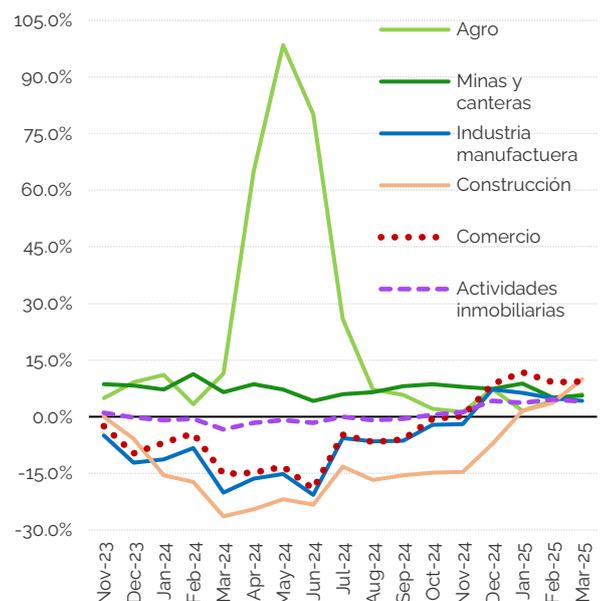


(*) Promedio de la serie sin estacionalidad en base a datos mensuales

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

Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)

Variación interanual 6 principales sectores, en %



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

La menor suba interanual de la actividad en marzo respecto al bajo nivel de 2024 parece haber sido consecuencia de la volatilidad financiera previa a la firma del acuerdo con el FMI a principios de abril. Por lo que es esperable que las próximas lecturas mensuales vuelva a mostrar una recuperación.

Para el año 2025, si se “congelara” el nivel de actividad a marzo pasado, el crecimiento del PIB tendría un piso garantizado del 4,5% (“arrastre estadístico”), algo todavía inferior al registrado en el año 2022 (5,3%) y al previsto en el escenario macroeconómico con el FMI (5,5%).

Mayo vuelve a mostrar volatilidad de las liquidaciones y la no intervención ni acumulación de reservas internacionales por parte del B.C.R.A.

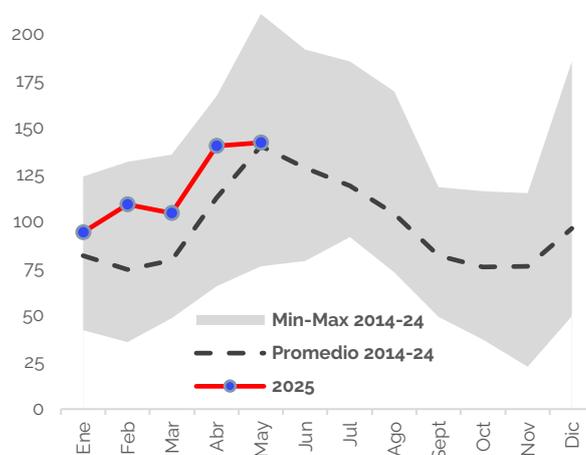
Con datos al 21.5, las liquidaciones del sector agroexportador totalizan en mayo un promedio diario de USD144,4 millones y suben un 8,7% respecto a abril y se ubican apenas un 3% por encima del promedio histórico 2014-24.

A lo largo del mes se observó un patrón similar respecto a abril pasado: gran volatilidad en el ritmo de las liquidaciones, que se manifestó en jornadas con mínimos de USD90 millones y máximos de USD210 millones.

Durante la semana, con el objetivo de acelerar y potenciar la estacionalidad de las liquidaciones e incentivar la decisión de mayor siembra por los productores, el Gobierno anunció una extensión de la rebaja temporal de retenciones hasta marzo de 2026, pero limitado a los cultivos de trigo y cebada (actualmente la alícuota reducida es del 9,5%).

En tanto, según lo anunciado, a partir del próximo 30 de junio las retenciones de los

Liquidación divisas sector agroexportador
Promedio diario, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

principales cultivos volverán a los valores vigentes en forma previa a la rebaja temporal dispuesta por el Decreto 38/25 el pasado 25.1

En este sentido, los datos de declaraciones juradas de ventas al exterior (DJVE), acumuladas desde la vigencia de la rebaja de retenciones a este miércoles 21.5), muestran una preponderancia de los cultivos relacionados a la soja (14,9 millones de toneladas) y el maíz (cerca de 12 millones de toneladas). En tanto que el trigo y la cebada, beneficiarios de la nueva rebaja hasta el 31.3.2026, acumulan ventas por 3,32 millones y 1,25 millones de toneladas, respectivamente.

Las mayores liquidaciones estacionales de los agroexportadores no alteró la decisión del B.C.R.A. de (no) intervenir como comprador en el mercado oficial de cambios a efectos de acumular reservas internacionales de cara a la próxima revisión del 13.6 del programa con el FMI.

Con datos al jueves 22.5, las reservas internacionales sumaban USD38.096 millones, acumulando en el mes una merma de USD832 millones. La baja se explica, principalmente, por los mayores pagos netos a Organismos internacionales (-USD506 millones).

Así, luego del máximo de USD39.291 millones alcanzado el pasado 28.4, las reservas acumulan un retroceso de USD1.195 millones y se ubican en un nivel similar al observado a principios de abril de 2023.

En tanto, el tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a \$1.143,58, acumulando una caída del 2,4% en el mes pero una suba del 6% desde el abandono del antiguo esquema de *crawl* al 1% mensual.

@BCRmercados en base a SAGyP

Declaraciones juradas de Ventas al exterior

Expresado en toneladas - Actualizado al 21/05

	21/05	Acum. desde 27/01
Soja		
Aceite	17.507	2.061.023
Poroto	9.650	2.923.897
Subproductos	104.032	9.935.956
Maíz		
Maíz	110.366	11.985.138
Trigo		
Harina	1.090	134.350
Trigo pan	21.200	3.191.338
Girasol		
Aceite	3.716	374.945
Semilla	0	34.690
Subproductos	12.025	433.601
Cebada		
Forrajera	0	750.085
Cervecera	44.000	359.182
Malta	78	140.551
Sorgo		
Sorgo	0	393.811

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

Evolución reservas brutas del B.C.R.A.

Datos diarios, en mill. de USD



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

La estabilidad del tipo de cambio de contado se refleja también en 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 TNA18% para mayo '25 hasta TNA24% para el vencimiento marzo '26.

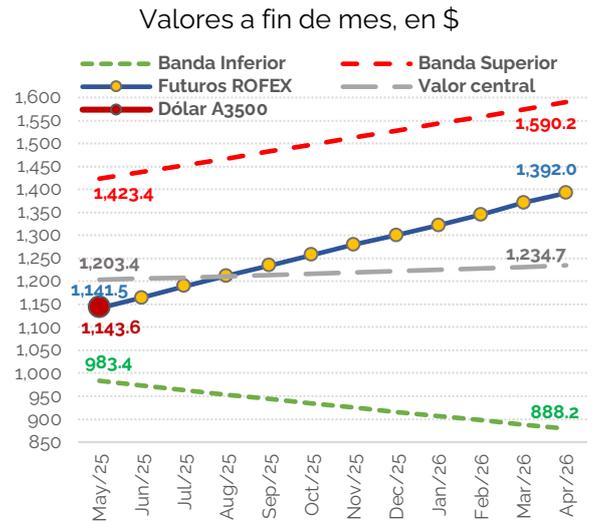
Por otra parte, el cierre de este informe el dólar CCL cotizaba a \$1.159,92 y el MEP a \$1.444,87, con las brechas cambiarias en similares niveles a los de la semana previa.

En abril aceleraron los precios mayoristas con el debut del nuevo régimen cambiario en tanto que los de la construcción continúan reflejando la debilidad del sector

Los precios mayoristas aumentaron 2,8% en abril, acelerando desde el 1,5% de marzo pasado. El alza se explicó por el incremento de los productos importados (+6%), a partir de una depreciación promedio en el mes del 5,2% del tipo de cambio a partir del debut de las bandas cambiarias. En tanto, los productos nacionales registraron una aceleración del 2,6% respecto al 1,5% de marzo, impulsados por los aumentos del 3,2% en productos manufacturados y del 2% en los productos ganaderos.

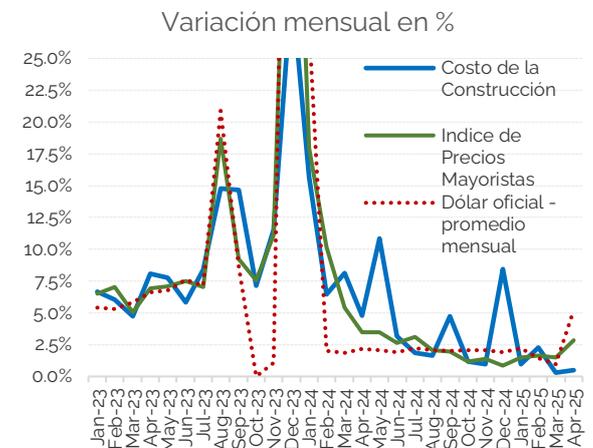
Por su parte, el costo de la construcción tuvo una leve aceleración al aumentar 0,5% en abril luego del 0,3% de marzo. En el último mes se destacó la suba del capítulo Materiales (2,9%) y Gastos generales (1,7%). Sin embargo, el todavía bajo nivel de actividad del sector parece influir en la moderación de los precios: en el acumulado del primer cuatrimestre de 2025 el alza es fue del 4%, bien por debajo de la inflación minorista (11,6%) y mayorista (7,7%).

Bandas cambiarias y futuros ROFEX.



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

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



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

Los indicadores de ventas ligadas al consumo de los hogares mostraron en marzo señales mixtas en un contexto de debilidad del ingreso disponible

Los supermercados y centros de compras tuvieron en marzo un ritmo de recuperación de las ventas, en términos reales, superior a la que habían mostrado el mes previo. Las ventas en supermercados crecieron 3% interanual (vs 1,5% en febrero) y las de centros de compra 26,8% (vs 15% el mes previo).

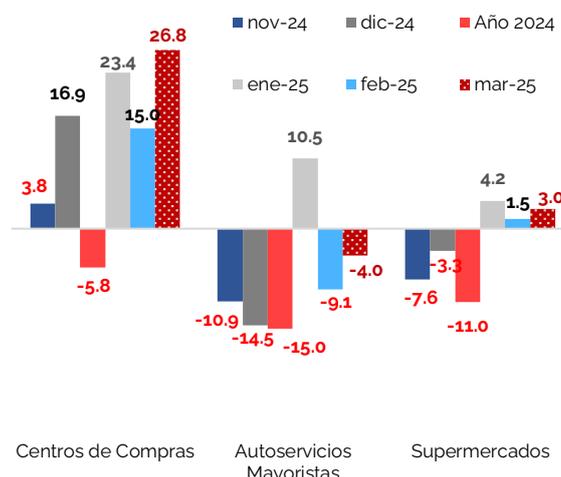
En tanto, las ventas en hipermercados volvieron a registrar caídas, aunque de menor intensidad al disminuir 4% luego de la merma del 9,1% en febrero.

A pesar de la una nueva recuperación del salario real del sector formal (RIPTE) en marzo, los indicadores de consumo siguen evidenciando el impacto del menor ingreso disponible que afecta a los individuos a partir de las mayores tarifas de los servicios públicos (más intensa en transporte respecto a la energía).

Durante la semana el INDEC dio a conocer un nuevo indicador, denominado "Encuesta de Tendencia de Negocios" que ofrece datos cualitativos sobre las perspectivas de los empresarios del sector.

En este sentido, con datos a abril, la encuesta muestra que la falta de demanda constituye el principal factor (57,5% de las respuestas) que está limitando la actividad de los supermercados y centros mayoristas. Al mismo tiempo, las expectativas para los próximos tres meses son de menores pedidos a proveedores y de disminución en el número de personas empleadas.

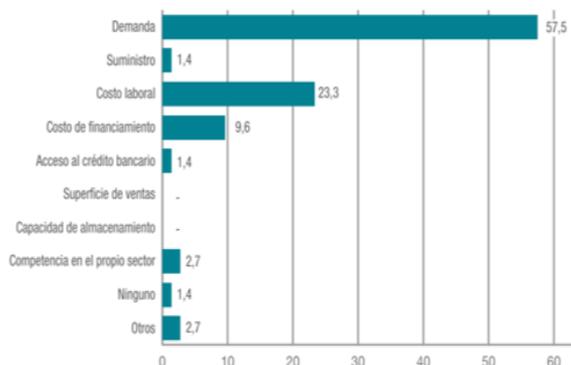
Ventas en Grandes Centros de Consumo Var % i.a. - en precios constantes



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Encuesta de Tendencia de Negocios

Factores que limitan la actividad comercial



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

El salario de los sectores formales (RIPTE) registró en marzo una nueva recuperación en términos reales, aunque de menor cuantía que en febrero pasado

La Remuneración Imponible Promedio (RIPTE) correspondiente al mes de marzo de 2025 totalizó \$1.363.510 y subió en términos nominales un 4,1% respecto al mes previo (+0,3% real) en un mes donde la inflación se había acelerado al 3,7%.

En tanto, si se considera la variación en términos reales respecto a igual mes de 2024 la suba se moderó al 23,9% (a febrero era de 26,9%).

La recuperación iniciada desde el piso de febrero de 2024 hizo que, en marzo de 2025, se supere en un 2,9% el nivel observado en noviembre de 2023 y se alcanzara el nivel de salario real observado en septiembre de ese mismo año.

Al observar la serie de mayor plazo, el RIPTE de marzo de 2025 todavía se encuentra un 13,3% (en términos reales) por debajo del valor alcanzado en marzo de 2019.

Se mantuvo en abril el ancla fiscal a partir de un mayor recorte del gasto en subsidios

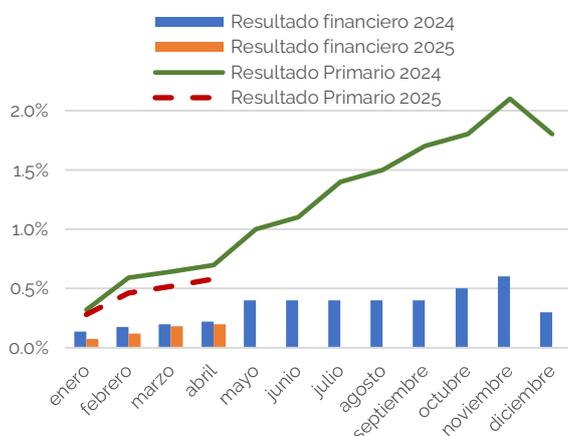
El Sector Público Nacional (SPN) logró resultados fiscales superavitarios en abril acumulando un superávit financiero de 0,2% del PIB y un superávit primario de 0,6% del PIB. Estos valores se encuentran levemente por debajo de los de 2024 (0,2% y 0,7% del PIB respectivamente), pero confirman la importancia que le otorga el gobierno al ancla fiscal.

Los ingresos fiscales crecieron 1,3% en el acumulado del año, apoyados por los recursos tributarios que crecen 4,3% acumulado (7% i.a. real en el mes de abril). A su vez, los gastos



FUENTE: @SuramericanaV en base a Ministerio de Trabajo

Resultado fiscal acumulado 2024-25
En % del PIB



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

primarios crecieron un 7,7% respecto del primer cuatrimestre de 2024. Esta dinámica generó una reducción del superávit primario medido a precios constantes del 27,6%.

Respecto al gasto público, los de mayor crecimiento fueron: prestaciones sociales (+15% acumulado a abril) y las transferencias corrientes a provincias (+137%).

Se destaca una fuerte reducción de los subsidios económicos en los primeros 4 meses (-66% real acumulado). Esta reducción impacta especialmente en el sector energético, mientras que el transporte ha sido menos afectado.

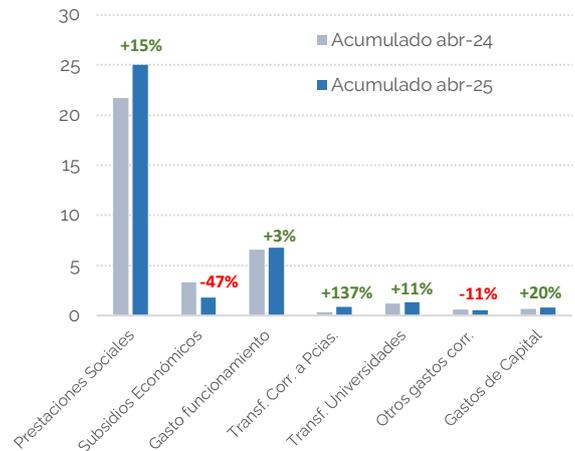
INTERNACIONAL: paquete fiscal de Trump trae debilidad al dólar y niveles récord de las tasas de los bonos de mayor plazo del Tesoro americano

Desde el viernes pasado, cuando la calificadora Moody's redujo la calificación "AAA" a las obligaciones del Tesoro americano, las tasas de interés de largo plazo (20 y 30 años) comenzaron a subir en forma sostenida hasta superar el nivel del 5% anual. Se trata del mayor nivel en más de dos décadas, sólo superado por unas pocas semanas en octubre de 2023 en el contexto de las discusiones sobre el aumento al límite de endeudamiento ("debt ceiling") del Tesoro.

En la semana, la discusión en la Cámara de Representantes de una nueva ley fiscal generó, además, nueva debilidad en el valor del dólar respecto a las principales monedas de referencia (índice dólar DXY), dada las implicancias que podría tener sobre la sostenibilidad fiscal y por el nuevo aumento propuesto de USDD4 billones al límite de endeudamiento del Tesoro americano.

Gasto primario acumulado a Abril 2025

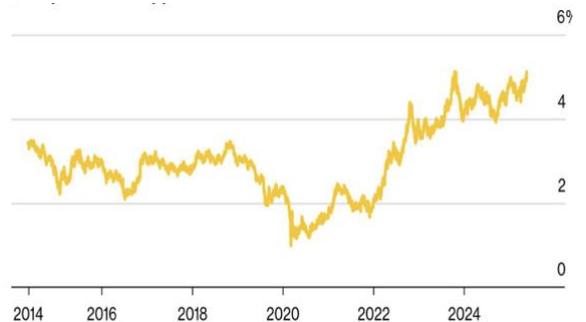
En billones de \$ de abril de 2025



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Tasa a 30 años Bono del Tesoro EE.UU.

En %, últimos 3 años



FUENTE: @SuramericanaV en base a Koyfin

Índice dólar -DXY-



FUENTE: @SuramericanaV en base a Koyfin

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES (*)

(*) cierres al jueves 22.5

Tasas EE.UU.				Precios Commodities			
		Var. Sem	Var. Año		Var. Sem	Var. Año	
🇺🇸 FED	4,33%	0	0	Oro	3.295,10	3,6%	25,3%
🇺🇸 1M	4,37%	0	-3 pbs	Petróleo	60,81	-2,7%	-15,2%
🇺🇸 3M	4,37%	0	0	Gas Natural	3,29	-1,3%	-9,5%
🇺🇸 6M	4,34%	4 pbs	10 pbs	Trigo	148,32	3,8%	-1,2%
🇺🇸 1Y	4,13%	0	-3 pbs	Maíz	143,45	4,3%	0,9%
🇺🇸 10Y	4,54%	11 pbs	-4 pbs	Soja	290,59	1,7%	7,0%

Monedas				Bolsas internacionales			
		Var. Sem	Var. Año		Var. Sem	Var. Año	
🇺🇸🇪🇺	1,1331	1,2%	8,9%	🇺🇸 Dow Jones	41.860,44	-1,1%	-1,6%
🇺🇸🇬🇧	1,3419	0,8%	6,9%	🇺🇸 S&P 500	5.842,01	-2,0%	-0,7%
🇺🇸🇯🇵	143,76	-1,3%	-8,4%	🇺🇸 NASDAQ	18.925,74	-1,5%	-2,0%
🇺🇸🇨🇳	7,2019	-0,1%	-1,3%	🇨🇳 Shenzhen	10.219,62	0,4%	-1,9%
🇺🇸🇧🇷	5,6447	-0,6%	-8,6%	🇧🇷 IBOVESPA	137.273,00	-1,4%	14,1%
🇺🇸🇦🇷	1147,50	0,8%	11,3%	🇦🇷 S&P BYMA	2.314.896,98	-0,1%	-8,6%

Tasas Argentinas				Dólar oficial, futuros y financieros			
	TNA	TEA	Var. Año		Var. Sem	Var. Año	
🇦🇷 Riesgo País (EMBI+), en pbs		649	14 pbs	🇦🇷 CCL	1.159,92	-0,3%	-2,3%
🇦🇷 LEFI B.C.R.A.	29,00%	33,63%	-407 pbs	🇦🇷 MEP	1.144,87	-0,3%	-2,5%
🇦🇷 Caución 1d	23,50%	26,36%	-1549 pbs	🇦🇷 Turismo	1.486,65	-0,2%	10,8%
🇦🇷 BADLAR Priv.	33,75%	39,54%	245 pbs	🇦🇷 BCRA	1.143,58	-0,2%	10,8%
🇦🇷 TAMAR Priv.	34,69%	40,78%	246 pbs	🇦🇷 ROFEX Nov '25	1.280,00	-0,1%	0,8%
🇦🇷 PF Personas	33,55%	39,23%	214 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.