

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



La actividad económica en febrero registró su cuarta suba interanual consecutiva. El nivel de actividad del primer bimestre (151,4 puntos) superó los máximos alcanzados en 2017 y 2022 (149,7 puntos).

Otra semana marcada por la volatilidad en las liquidaciones y sin intervención ni acumulación de reservas internacionales por parte del B.C.R.A. El organismo no operó en el MULC para comprar divisas y acumular reservas, a pesar de las nuevas metas comprometidas en el acuerdo con el FMI (USD 4.400 millones al próximo 13 de junio).

El Tesoro volvió a no renovar la totalidad de sus vencimientos y parece priorizar el uso de sus depósitos antes que convalidar mayores tasas de colocación. Esta postura refleja una firmeza razonable para no descarrilar el proceso de baja de tasas, necesario para reducir la inflación y ordenar las cuentas fiscales.

En tanto, el B.C.R.A. publicó sus estados contables de 2024 y decidió distribuir utilidades por \$11,7 billones, que serán transferidas al Tesoro Nacional y depositados su cuenta en el B.C.R.A., “con efecto monetario neutro, y destinados exclusivamente a la eventual cancelación de deuda del Tesoro”.

El salario formal (RIPTE) mostró en febrero su mayor recuperación real desde octubre de 2024: creció 6,1% en términos nominales respecto al mes previo, equivalente a una suba real del 3,6%. Ya se superó el nivel del RIPTE observado en noviembre de 2023.

Las declaraciones de la directora gerenta del FMI, expresando apoyo electoral a Milei, adquieren relevancia en el plano político.

A corto plazo, se espera la continuidad del carry trade. No vemos que esta dinámica sea sostenible en el mediano plazo.

LA ECONOMÍA CONSOLIDA SU RECUPERACIÓN, AUNQUE EL CONSUMO TODAVÍA MUESTRA DEBILIDAD. EL B.C.R.A. CONTINÚA SIN INTERVENIR NI ACUMULAR RESERVAS

La actividad económica en febrero tuvo su cuarta suba interanual consecutiva y superó los niveles de los años 2017 y 2022

En febrero la actividad económica, medida por el EMAE, registró alzas del 0,8% respecto a enero y del 5,7% respecto a igual mes de 2024. De este modo, el nivel de actividad del primer bimestre (151,4 puntos) superó los máximos niveles de los años 2017 y 2022 (149,7 puntos).

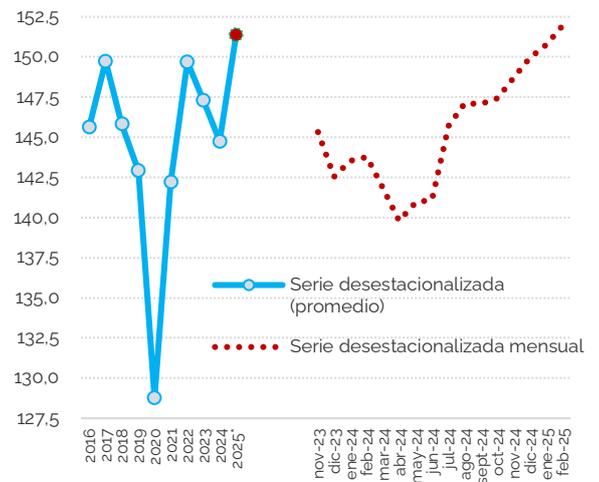
Al analizar la dinámica de la actividad a nivel sectorial, comienza a generalizarse la recuperación: de los 15 sectores que componen el indicador, 12 registraron crecimiento y los restantes 3 caídas respecto a febrero de 2024. Se trata del mejor registro a nivel sectorial desde octubre de 2023.

Entre los sectores que registraron la mejor performance se destacaron: Intermediación Financiera (30,2%), Pesca (28,3%) y Comercio mayorista, minorista y reparaciones (7,4%). En tanto que los peores desempeños correspondieron a Hoteles y restaurantes (-1,4%) y Administración Pública (-1,2%). **Por segundo mes consecutivo desde octubre de 2023 la Construcción registró un alza interanual, acelerando al 4% en febrero vs el 1,9% de enero.**

El crecimiento de la actividad en febrero (5,7% i.a.) comienza a ser menos dependiente de la evolución del sector Agro. En este sentido, si se excluye al sector Agro (rama A) la actividad habría crecido un 2,7% i.a. en febrero.

Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)

Serie desestacionalizada por año^(*) y mes

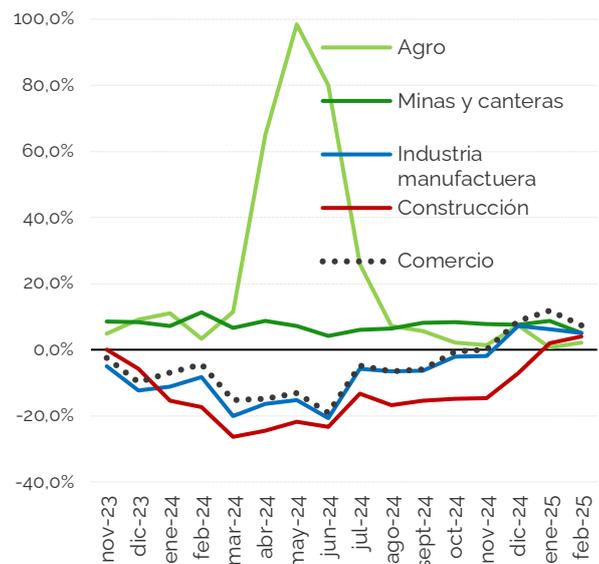


(*) Promedio de la serie sin estacionalidad en base a datos mensuales

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

Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)

Variación interanual por sectores, en %



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

Durante 2025, si se “congelara” el nivel de actividad a febrero pasado, el crecimiento del PIB tendría un piso garantizado del 4,6% (“arrastré estadístico”), algo todavía inferior al registrado en el año 2022 (5,3%) y al previsto en el escenario macroeconómico con el FMI (5,5%).

Otra semana con volatilidad de las liquidaciones y sin intervención ni acumulación de reservas internacionales del B.C.R.A.

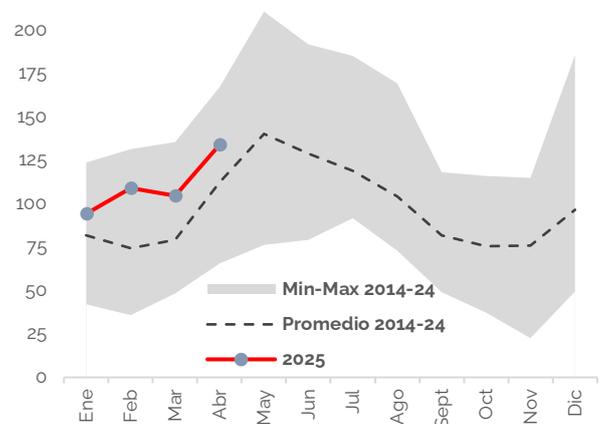
A falta de 5 jornadas hábiles, las liquidaciones del sector agroexportador totalizan en abril un promedio diario de USD133,9 y suben un 28,2% respecto a marzo y se ubican un 19,1% por encima del promedio histórico 2014-24.

A lo largo del mes se observó una gran volatilidad en el ritmo de las liquidaciones, al principio por la incertidumbre sobre el nuevo esquema cambiario y luego por la variabilidad del tipo de cambio oficial que termina impactando en el precio de pizarra que perciben los productores.

Como advertíamos en anteriores informes, la incertidumbre en torno a las características del nuevo régimen cambiario que contendría el acuerdo con el FMI sigue impactando las liquidaciones de los agroexportadores. A partir del próximo mes es donde la estacionalidad debería contribuir positivamente a los totales liquidados de la actual campaña.

En la semana, y al igual que lo ocurrido desde el debut del nuevo esquema cambiario (lunes 14.4), el B.C.R.A. no intervino en el MULC a efectos de comprar divisas y acumular reservas en virtud de las nuevas metas de acumulación comprometidas en el acuerdo con el FMI (total de USD4.400 millones al próximo 13.6).

Liquidación divisas sector agroexportador
Promedio diario, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

Precio pizarra soja Bolsa de Rosario
En pesos, por tonelada



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

Al cierre de este informe las reservas del BCRA sumaban USD39.076 millones y alcanzaron su mayor valor desde el 23 de febrero de 2023.

Esta recuperación de las reservas se explica por los ingresos de fondos de Organismos Internacionales y la suba del efectivo mínimo en bancos a partir del aumento en los depósitos en dólares del sector privado en los últimos días (+USD737 millones), que refleja en parte la compra de divisas sin restricciones de las personas humanas desde el levantamiento del cepo.

En tanto, el tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a \$1.179,42, acercándose al máximo observado el primer día de vigencia de las bandas cambiarias (\$1.200,83 el 15.4) pasado y acumuló una suba del 9,5% desde el abandono del antiguo esquema de *crawl* al 1% mensual.

Esta suba 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 superior de los próximos meses y registraron alzas en las tasas implícitas en los contratos desde un promedio de TNA23% el 16.4 pasado a TNA29% con el cierre del jueves 24.4.

Por otra parte, el cierre de este informe el dólar CCL cotizaba a \$1.198,71 (1,9%) y el MEP a \$1.182,78 (0,5%), con las brechas cambiarias en iguales niveles a los de la semana previa a pesar de un aumento de entre \$20 y \$40 respecto a los cierres del miércoles 16.4.

El actual nivel de las brechas cambiarias, en torno al 2%, es cercano al mínimo del 4,9% registrado el pasado 9.12.23 cuando todavía regían la mayoría de las restricciones cambiarias para las personas humanas y no se habían relajado las condiciones de acceso al MULC para importadores y exportadores.

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

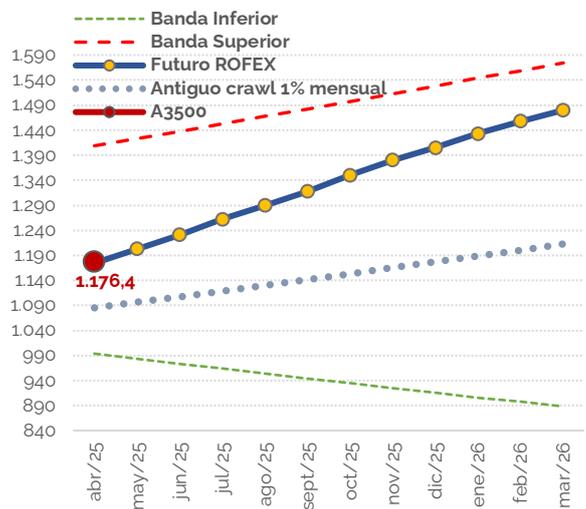
Datos diarios, en mill. de USD



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

Bandas cambiarias y futuros ROFEX.

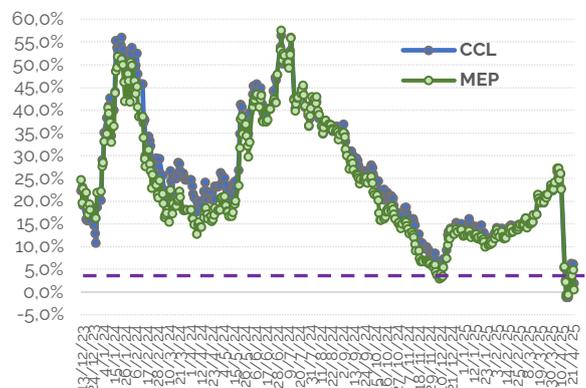
Valores a fin de mes, en \$



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

Brechas cambiarias gestión Mieli

Dólar CCL/MEP en % respecto a dólar oficial



FUENTE: @SuramericanaV en base a BYMADATA

El Tesoro nuevamente no renovó la totalidad de sus vencimientos y parece privilegiar el uso de sus depósitos en lugar de convalidar mayores tasas de colocación

En la última licitación del mes, el Tesoro no logró renovar los vencimientos de \$7,47 billones y en el acumulado del mes el *roll-over* fue del 72,7%, el menor registro desde noviembre pasado. En el mes, el Tesoro utilizó \$3,85 billones de sus depósitos en el B.C.R.A.

En esta oportunidad el menú de instrumentos ofrecidos se concentró en la reapertura de 2 LECAPs y 2 BONCAPs con vencimiento entre agosto de 2025 a enero de 2027, la reapertura de dos bonos cupón cero ajustado por CER y de la letra *dollar linked* a enero de 2026.

Las tasas de corte se ubicaron cerca de 1 p.p. promedio por encima de las prevalecientes en el mercado secundario para las LECAPs y los instrumentos *dollar linked*, donde esta vez se adjudicaron un total de ofertas por apenas USD222 millones.

La tasa de refinanciamiento (*roll-over*) de la última licitación alcanzó el 70,0%, en tanto que el mes de marzo cerró con un *roll-over* del 72,7,8%. Así, en cinco de los últimos seis meses el Tesoro no logró renovar la totalidad de sus vencimientos.

Cerca del 73% de los fondos obtenidos fueron adjudicados en los títulos de más corto plazo, aunque el plazo promedio ponderado de la licitación fue de 177 días, mejorando respecto a los 84 días de la última licitación del 16.4.

Si consideramos el plazo promedio ponderado de los títulos emitidos en el mes de abril, el mejoró hasta los 132 días (vs un mínimo de 81 días en marzo), aunque todavía por debajo de los

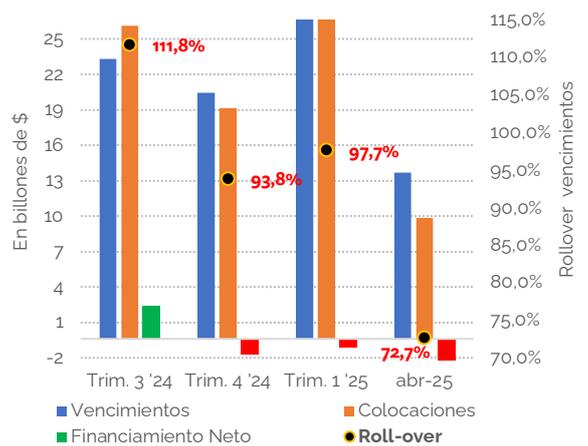
Resultados licitación Tesoro 24.4

Instrumentos	Fecha de Vencimiento	Plazo de Emisión (días)	Valor Emitido (mill. de pesos)	Valor Efectivo (mill. de pesos)	Tasa de corte (T.E.A.)	Participación por instrumento
Licitación 24.4						
Reap. LECAP Vto 15.08.25 (S15G6)	15/8/25	109	1.595.469	2.121.974	38,12%	40,6%
Reap. LECAP Vto 12.09.25 (S125G)	12/9/25	137	450.633	637.420	36,87%	12,2%
Reap. BONCAP Vto 17.10.25 (T17O6)	17/10/25	172	774.645	1.058.552	37,85%	20,2%
Reap. Boncer 0% (TZK06)	31/10/25	186	140.642	160.473	3,79%	3,1%
Reap. BONCAP Vto 17.10.25 (T30E6)	30/1/26	277	807.778	905.496	37,03%	17,3%
Reap. BONCAP Vto 15.12.27 (T15E7)	15/1/27	627	4.307	4.361	31,13%	0,1%
Reap. Boncer 0% (TZXM7)	31/3/27	702	87.083	112.041	9,98%	2,1%
Reap. Letra Dollar-Linked (D16E6)	16/1/26	263	USD 222	232.599	9,83%	4,4%
Totales	177(1)		4.109.325	5.232.914		100,0%
Vencimientos				7.474.524		
Financiamiento Neto				-2.241.610		

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

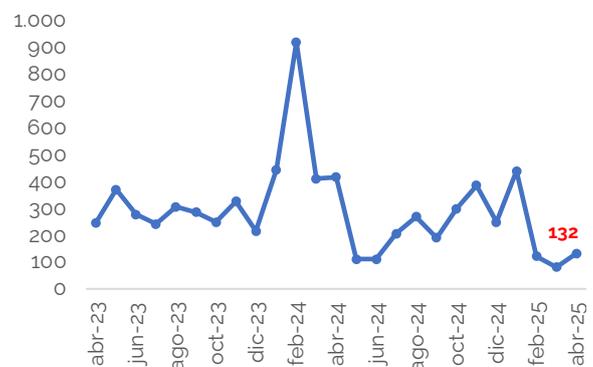
Vencimientos, financiamiento neto y roll-over

Cifras en billones de pesos y en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Plazo promedio ponderado de los títulos emitidos, en días



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

guarismos que se habían logrado en el segundo semestre de 2024.

En el mes de mayo el Tesoro afrontará vencimientos por cerca de \$12 billones, con la próxima licitación prevista para el miércoles 14.

Este miércoles el B.C.R.A. publicó sus estados contables del año 2024, donde informó un resultado positivo de 19,4 billones (comparado con una pérdida de \$9,4 billones en 2023) e informó que “pondrá a disposición del Gobierno \$11,7 billones tal como lo dicta el artículo 38 de la Carta Orgánica”.

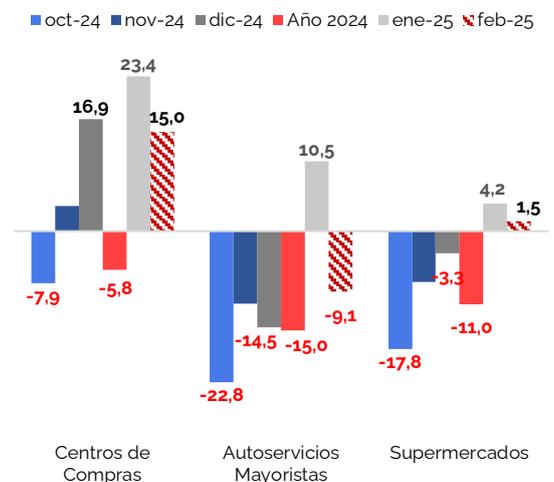
Luego de la licitación de este jueves, el secretario de Finanzas informó por la red X que “los fondos a disposición del Gobierno Nacional serán depositados en la cuenta del Tesoro en el B.C.R.A., con efecto monetario neutro, y tendrán como destino exclusivo la eventual cancelación de deuda del Tesoro”.

Los indicadores de ventas ligadas al consumo de los hogares mostraron en febrero una desaceleración luego de los positivos números de enero

Los supermercados y centros de compras moderaron en febrero la recuperación de las ventas en términos reales que habían mostrado el mes previo. Las ventas en supermercados crecieron 1,5% interanual (vs 4,2% en enero) y las de centros de compra 15% (vs 23,4% el mes previo).

En tanto, las ventas en hipermercados volvieron a registrar caídas del 9,1%, luego del alza del 10,5% en enero (que había interrumpido una serie de caídas mensuales consecutivas desde noviembre de 2023).

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



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

A pesar de la recuperación del salario real del sector formal (RIPTE) en febrero, 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 y una lenta recuperación (y a elevadas tasas de interés) del crédito.

Los próximos meses, con una inflación que estuvo ligeramente por encima de lo previsto por el Gobierno (afectada en marzo por la incertidumbre en torno al régimen cambiario), serán claves para determinar la tendencia del consumo a lo largo del año 2025.

El salario de los sectores formales (RIPTE) tuvo en febrero su mayor recuperación en términos reales desde octubre de 2024

La Remuneración Imponible Promedio (RIPTE) correspondiente al mes de febrero de 2025 totalizó \$1.310.358 y subió en términos nominales un 6,1% respecto al mes previo (+3,6% real).

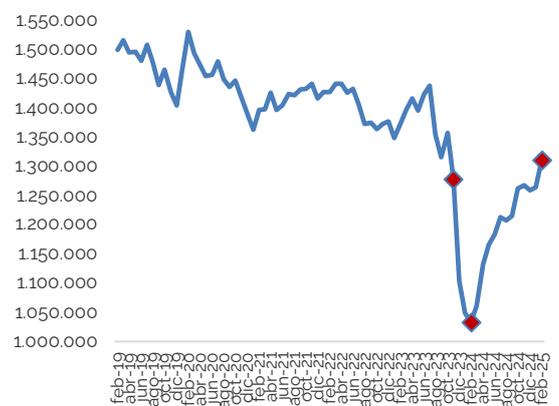
En tanto, si se considera la variación en términos reales respecto a igual mes de 2024 la suba alcanza al 26,9%.

La recuperación iniciada desde el piso de febrero de 2024, cuando a precios de febrero de 2025 el RIPTE alcanzó un mínimo de 6 años en \$1.032.952, hizo que por primera vez en la gestión Milei en febrero de 2025 se supere en un 2,5% el nivel observado en noviembre de 2023.

Al observar la serie de mayor plazo, el RIPTE de febrero de 2025 se encuentra todavía un 12,6% (en términos reales) por debajo del valor alcanzado en febrero de 2019.

Salario registrado (RIPTE)

En precios constantes de Feb-25



FUENTE: @SuramericanaV en base a Ministerio de Trabajo

Se mantuvo en marzo el ancla fiscal, pero a un ritmo menor respecto al año 2024

El Sector Público Nacional (SPN) logró resultados fiscales superavitarios en marzo, acumulando un superávit financiero de 0,2% del PIB y un superávit primario de 0,5% del PIB. El resultado primario se redujo respecto al inicio de 2024, aunque se encamina a cumplir el 1,3% del PIB previsto en el acuerdo con el FMI (luego ampliado por el Gobierno al 1,6%).

En el primer trimestre del 2025 los ingresos fiscales aumentaron un 0,6%, en tanto que el gasto primario creció 11,1%, ambos en términos reales. Así, tanto el resultado primario como el financiero se redujeron aproximadamente un tercio medidos en pesos constantes de marzo.

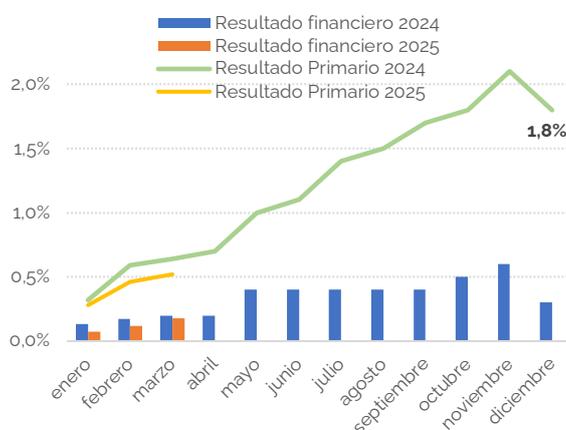
El gasto en prestaciones sociales creció un 18% en el primer trimestre, incluyendo el incremento del 28% real en marzo de 2025 del rubro jubilaciones y pensiones. También se recuperaron las transferencias corrientes a provincias (+130% acumulado).

Por otro lado, en marzo continuaron en terreno negativo los salarios públicos (-11% i.a. real) y se frenaron las transferencias corrientes a las universidades nacionales (-88% i.a. real).

Se destaca una fuerte reducción de los subsidios económicos en los primeros 3 meses (-32% real acumulado). En especial, de los subsidios a la energía, que hoy representan un 30% del nivel de marzo de 2024. Por otro lado, subieron los subsidios al transporte (+38 i.a. real en marzo). Ello generó un cambio en el orden de importancia dentro del gasto, pasando Transporte a ser el mayor rubro dentro de los subsidios de los últimos dos meses.

Resultado fiscal acumulado 2024-25

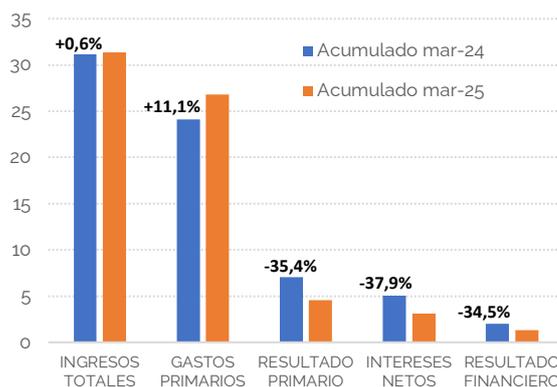
En % del PIB



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

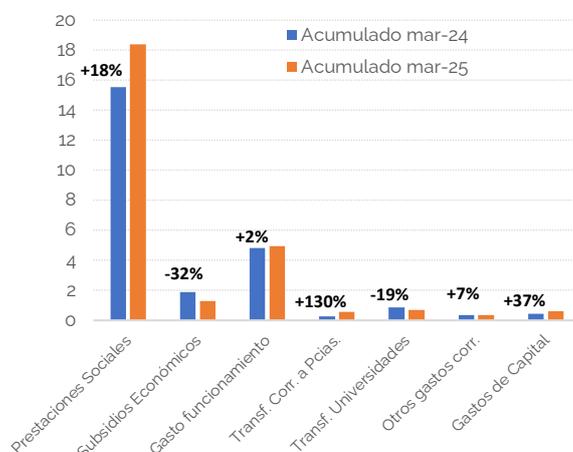
Resultado fiscal acumulado a marzo 25

En billones de \$ de marzo 2025



Gasto primario acumulado a marzo 25

En billones de \$ de marzo 2025



RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES (*)

(*) cierres al jueves 24.4

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año	
FED	4,33%	0	0	Oro	3.367,00	1,2%	28,1%	
1M	4,34%	-1 pbs	-6 pbs	Petróleo	63,09	1,0%	-12,0%	
3M	4,32%	-1 pbs	-5 pbs	Gas Natural	2,97	-8,4%	-18,2%	
6M	4,22%	2 pbs	-2 pbs	Trigo	148,66	-0,3%	-1,0%	
1Y	3,97%	1 pbs	-19 pbs	Maíz	150,19	0,1%	5,7%	
10Y	4,32%	3 pbs	-26 pbs	Soja	289,98	2,6%	6,7%	
Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año	
	1,1327	0,3%	8,9%	Dow Jones	39.606,57	-1,9%	-6,9%	
	1,3265	0,7%	5,7%	S&P 500	5.484,77	4,0%	-6,7%	
	143,22	0,0%	-8,8%	NASDAQ	17.166,04	5,3%	-11,1%	
	7,2860	-0,4%	-0,2%	Shenzhen	9.878,32	1,1%	-5,1%	
	5,7034	-3,1%	-7,7%	IBOVSPA	134.580,44	4,9%	11,9%	
	1163,49	-2,9%	12,9%	S&P BYMA	2.232.745,13	2,5%	-11,9%	
Tasas Argentinas		TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		713		78 pbs	CCL	1.198,71	3,5%	0,9%
LEFI B.C.R.A.	29,00%	33,63%		-407 pbs	MEP	1.182,78	1,5%	0,8%
Caución 1d	24,37%	35,68%		-617 pbs	Exportador (80/20)	1.180,88	0,9%	11,0%
BADLAR Priv.	34,50%	40,57%		347 pbs	Turismo	1.529,34	0,3%	13,9%
TAMAR Priv.	35,69%	42,15%		384 pbs	BCRA	1.176,42	0,3%	13,9%
PF Personas	34,96%	4393,14%		435605 pbs	ROFEX Nov '25	1.380,50	2,2%	8,7%

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.