

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



En el frente macro, la atención está puesta en la venta de reservas internacionales que está haciendo el BCRA y en qué definiciones sobre el régimen cambiario se darán en caso de un acuerdo para un mayor endeudamiento con el FMI.

La pérdida de reservas está asociada a la menor confianza del mercado en la capacidad del gobierno de poder sostener la política cambiaria, y a la incertidumbre sobre cuál será el régimen cambiario si hay acuerdo con el FMI.

En ese contexto, el Gobierno busca disipar dudas sobre la capacidad de mantener la política cambiaria en el año electoral apuntando a obtener un acuerdo lo más rápido posible, que conlleve un desembolso inicial que sea visto como suficientemente grande por el mercado.

Aparentemente, el pedido del Gobierno al FMI es que ese desembolso inicial sea de USD15.000 millones de, sobre un programa de un financiamiento total de USD 20.000 millones.

Ese mismo pedido puede estar generando en el directorio del FMI la preocupación de que se use para intervenir en el mercado cambiario y por ende en septiembre de 2026 se tenga que

volver a recurrir a un nuevo financiamiento del FMI para hacer el rollover de la deuda actual con el propio FMI, que empieza a vencer en tal mes

Ello, junto a las dudas sobre el cumplimiento del criterio de acceso excepcional #4 del FMI por el hecho de que el Gobierno eludió la Ley de Fortalecimiento de la Sostenibilidad de la Deuda Pública (y así al Senado de la Nación), pueden estar generando reticencias internas que expliquen en parte por qué se alargó la negociación.

Si el Gobierno accede a un desembolso inicial de USD15.000 millones del FMI, posiblemente en el corto plazo se calmen las dudas del mercado sobre la posibilidad de sostener la política cambiaria en curso, pero de seguirse ese rumbo el incremento de reservas que ese préstamo inicialmente implicaría se iría perdiendo en el transcurso del año.

La licitación de pesos de esta semana es una muestra de los tiempos de inestabilidad macroeconómica que corren, ya que estuvo caracterizada por un acortamiento de plazos, suba de tasas, y una creciente preferencia por instrumentos atados al dólar.

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



Los números del mercado laboral muestran las limitaciones del esquema económico para generar bienestar.

Luego de un gran ajuste de los salarios reales y del gasto interno en la primera mitad de 2024, la recuperación posterior de los salarios reales en el sector formal no ha logrado llevarlos a niveles superiores a los de noviembre de 2023. Y se observa al mismo tiempo una mayor necesidad de encontrar empleo y generar ingresos por parte de personas que anteriormente no estaban buscando trabajo, lo que lleva a un aumento en la tasa de actividad.

La foto del mercado laboral es una de gradual, pero firme incremento de la precariedad.

LA ECONOMÍA SE RECUPERA LUEGO DE LA CONTRACCIÓN DE 2024. CONTINÚA LA PÉRDIDA DE RESERVAS DEL B.C.R.A. MIENTRAS EL GOBIERNO APURA PARA CERRAR EL ACUERDO CON EL FMI

La actividad económica en enero tuvo su mayor suba interanual desde agosto de 2022 y de mantenerse en el año 2025 se superarían los niveles de 2017 y 2022

En enero la actividad económica, medida por el EMAE, registró un alza del 6,5% respecto a igual mes de 2024. De este modo, el año 2025 comienza con un nivel de actividad (150,8 puntos) que supera los máximos niveles del año 2017 y 2022 (149,7 puntos).

De mantenerse el nivel de actividad registrado en enero pasado durante todo 2025, el año cerraría con un alza del PIB del 4,2% ("arrastre estadístico").

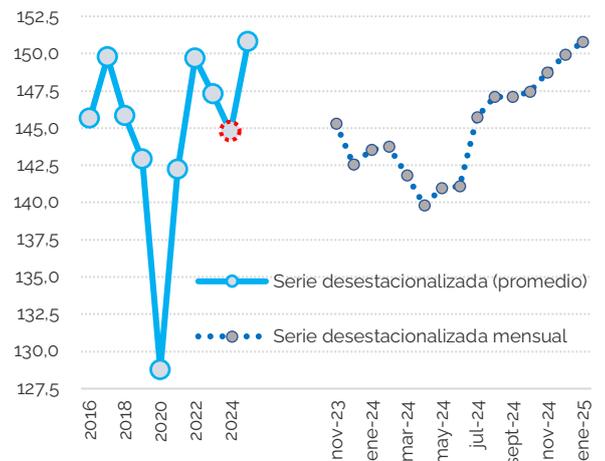
Al analizar la dinámica de la actividad a nivel sectorial, comienza a reducirse la heterogeneidad que caracterizó todo el año 2024. De los 15 sectores que componen el indicador, 10 registraron crecimiento y los restantes 5 caídas respecto a enero de 2024.

Entre los sectores que registraron la mejor performance se destacaron: Intermediación Financiera (25,7%) y Comercio mayorista, minorista y reparaciones (11,3%). En tanto que los peores desempeños correspondieron a Pesca (-3,8%), Hoteles y restaurantes (-2,8%). Por primera vez desde octubre de 2023 la Construcción registró un alza interanual, que fue del 1,9%.

El crecimiento de la actividad en enero (6,5% i.a.) comienza a estar menos influido por la evolución del sector Agro. En este sentido, si se

Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)

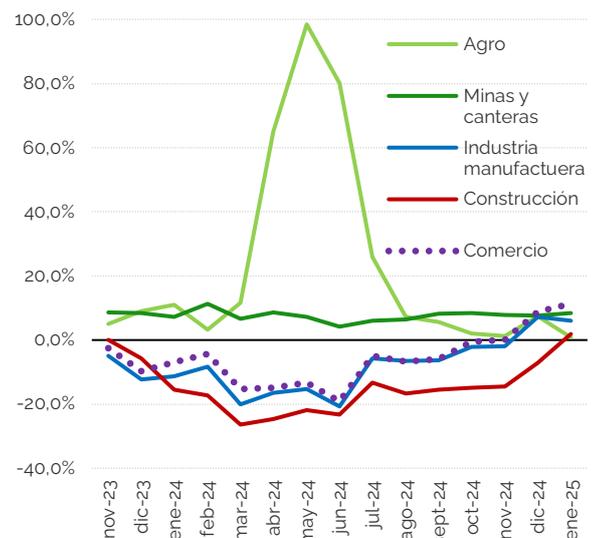
Serie desestacionalizada por año y mes^(*)



(*) 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.

excluye al sector Agro (rama A) la actividad habría crecido un 6,3% i.a. en el primer mes de 2025, lo que ilustra que la recuperación de este año ya no se será afectada por el impacto estadístico que introdujo en 2023 la sequía.

De cara al año 2025, si se “congelara” el nivel de actividad a enero, el crecimiento del PIB tendría un piso garantizado del 4,2% (“arrastre estadístico”), algo todavía inferior al registrado en la post-pandemia en 2021 (5,3%).

El Tesoro apenas pudo renovar la totalidad de los vencimientos pagando tasas más altas y acortando nuevamente el plazo de emisión de los instrumentos colocados

En la última licitación del mes, el Tesoro logró renovar los vencimientos de \$6,2 billones, aunque en el acumulado del mes el *roll-over* fue del 98,8% y el Tesoro utilizó \$125.330 millones de sus depósitos en el B.C.R.A.

En esta oportunidad el menú de instrumentos ofrecidos se concentró en la reapertura de 3 LECAPs con vencimiento entre fines de abril y julio de 2025, la reapertura de dos bonos cupón cero ajustado por CER y dos instrumentos *dollar linked* a junio de 2025 y 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 USD1.032 millones.

La tasa de refinanciamiento (*roll-over*) de la última licitación alcanzó el 100,2%, en tanto que el mes de marzo cerró con un *roll-over* del 98,8%. Así, en cuatro de los últimos cinco meses el Tesoro no logró renovar la totalidad de sus vencimientos.

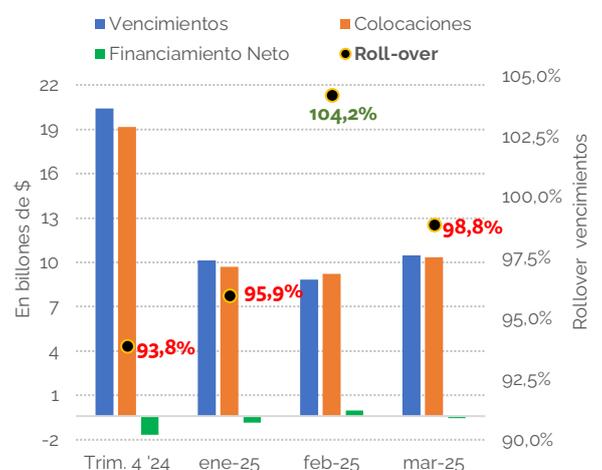
Resultados licitación Finanzas del 27.3

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 27.3							
Reap. LECAP Vto 28.04.25 (S28A5)	28/4/25	28	2.087.699	2.661.816	33,41%	39,07%	42,3%
Reap. LECAP Vto 30.05.25 (S30V5)	30/5/25	60	1.637.232	2.112.029	34,10%	39,33%	33,6%
Reap. LECAP Vto 31.07.25 (S31L5)	31/7/25	122	148.490	196.437	35,04%	39,29%	3,1%
Reap. Boncer 0% (TZ05)	31/10/25	214	94.477	102.980	7,83%	7,89%	1,6%
Reap. Boncer 0% (TZ07)	31/3/27	730	82.497	101.389	10,98%	11,01%	1,6%
Reap. Dollar Linked 0% (TZV25)	30/6/25	91	USD 830	894.017	-1,98%	-2,03%	14,2%
Reap. Letra Dollar-Linked (D16E6)	16/1/26	291	USD 202	216.824	0,00%	0,00%	3,4%
Totales		741(*)	\$456.788	6.285.492			100,0%
Vencimientos				6.272.946			
Financiamiento Neto				12.546			

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

Cerca del 80% de los fondos obtenidos fueron adjudicados en los títulos de más corto plazo, por lo que el plazo promedio ponderado de la licitación fue de apenas 74 días.

Si consideramos el **plazo promedio ponderado de los títulos emitidos** en el mes de marzo, el mismo retrocedió a los 81 días (vs 122 días en febrero), el peor registro de la serie luego de la recuperación del mercado de deuda en pesos durante el año 2020.

En abril el Tesoro afrontará vencimientos por cerca de \$7,9 billones, con la próxima licitación prevista para el lunes 14.4.

Otra semana con volatilidad de las liquidaciones y caída de las reservas internacionales del B.C.R.A. ante la falta de definiciones sobre el régimen cambiario

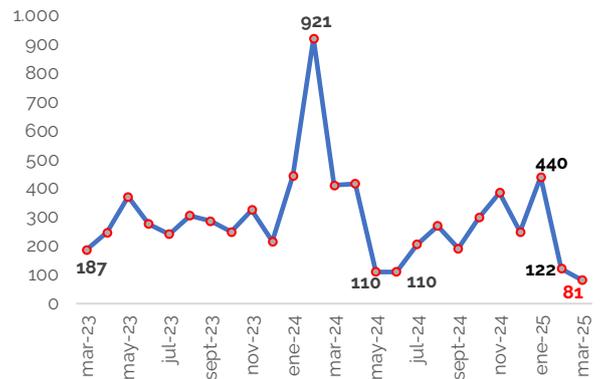
A falta de 3 jornadas hábiles, las liquidaciones del sector agroexportador totalizan en marzo USD1.371 millones y cerrarían el mes en torno a los USD1.620 millones, algo por debajo del promedio 2014-2024 (USD1.674 millones) para el tercer mes del año.

Si se considera el saldo promedio diario, totalizan USD95,4 millones, un 12,5% inferior a febrero y un 20,7% mayor a marzo de 2024.

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 el B.C.R.A. continuó con las ventas netas de divisas en el MULC iniciadas el pasado

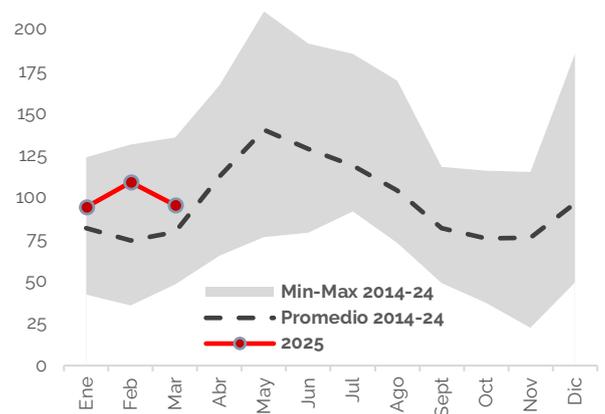
Plazo promedio ponderado de los títulos emitidos, en días



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Liquidación divisas sector agroexportador

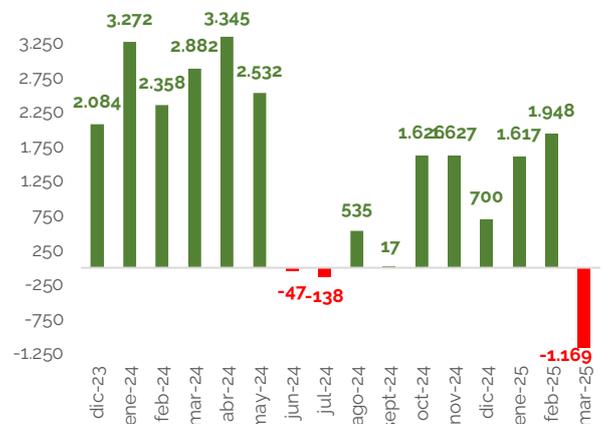
Promedio diario, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

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

Datos acumulados por mes, en mill. de USD



17.3 y acumula un total de ventas en marzo de USD1.169 millones, el peor registro desde marzo de 2023.

Al cierre de este informe las reservas del BCRA acumulaban en el mes una caída de USD1.896 millones, registrando su cuarto retroceso mensual consecutivo y el mayor desde julio de 2024.

Al 27.3 las reservas internacionales sumaban USD26.222 millones y alcanzaron su menor registro desde el 30 de enero de 2024.

Esta pobre performance de las reservas se explica tanto por la performance negativa del BCRA en el mercado de cambios (USD1.169 millones) como por pagos a Organismos Internacionales (USD328 millones) y por la caída del efectivo mínimo en bancos (USD342 millones).

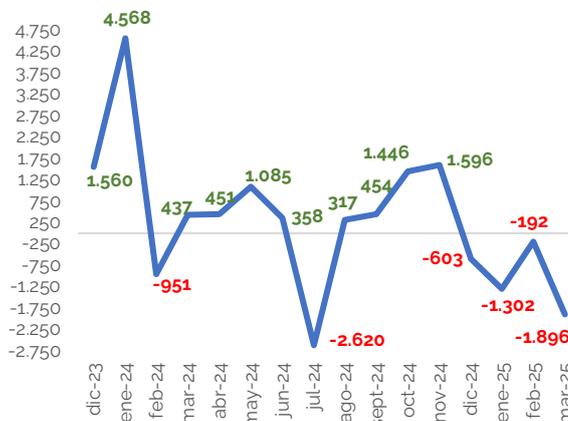
Por otra parte, el cierre de este informe el dólar CCL cotizaba a \$1.295,10 (20,8%) y el MEP a \$1.292,52 (20,7%), con las brechas cambiarias en iguales niveles a los de la semana previa a pesar del anuncio del ministro Caputo el día jueves respecto al programa por USD20.000 millones con el FMI.

El actual nivel de las brechas cambiarias, en torno al 20%, es similar al registrado a principios de octubre de 2024 y unos 7 p.p. menor al promedio observado durante la gestión Milei (26,7%).

En la previa a la licitación Caputo aseguró que el programa con el FMI implicaría desembolsos por cerca de USD20.000 millones a lo que se sumaría financiamiento de otros organismos oficiales

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

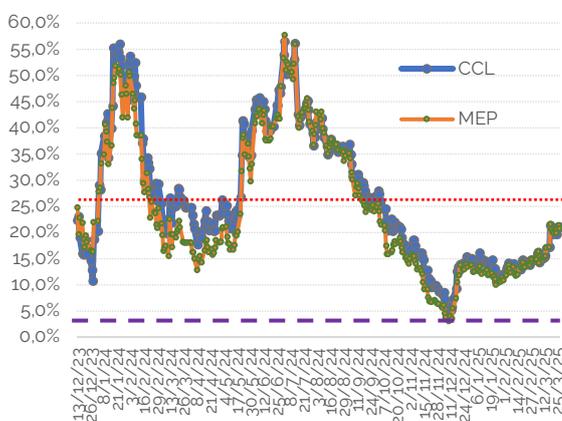
Datos acumulados al 27.3.25, en mill. de USD



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

Brechas cambiarias gestión Milei

Dólar CCL/MEP en % respecto a dólar oficial



En un discurso en el marco de un evento relacionado a los reguladores del mercado asegurador, el ministro Caputo afirmó este jueves que solicitó a FMI un préstamo de USD20.000 millones que “el *staff* va a someter a la aprobación del *board*”.

Adicionalmente anticipó negociaciones con el BID y la CAF para “paquete adicional de libre disponibilidad” con el fin de reforzar las reservas del B.C.R.A. “Cuando uno ve las reservas brutas y le suma lo que viene, **las reservas van a subir a US\$50.000 millones**”, explicó el ministro.

A falta del entendimiento técnico (*Staff Level Agreement*) para conocer los detalles y cifras definitivas, podemos considerar los **vencimientos de capital que estarían incluidos en el nuevo programa con el FMI**. El mismo, a valor del DEG del 27.3, **sumaría unos USD14.377 millones entre marzo de 2025 a abril de 2029**.

El ministro agregó: “Adicionalmente, el acuerdo con el FMI debiera ayudar a comprimir el riesgo país, que va a generar en el tiempo que la Argentina recupere el acceso a los mercados y, con eso, lograr que cuando haya vencimientos de deuda el país pueda al menos refinanciar el capital”.

Considerando la experiencia del programa EFF 2022 de Argentina, y de otros programas de financiamiento de similar tipo del FMI, en general el desembolso inicial representa cerca de un 30% del monto total del programa.

Así, Argentina debería recibir luego de la firma del acuerdo entre USD6.000 a USD8.000 millones, por lo que cualquier monto superior revelaría condiciones de extrema excepcionalidad por parte del FMI con el país.

Vencimientos capital e intereses EFF 2022

Años 2025-Abril 2029

Cifras por año() y moneda(**)*

Años	Total en DEGs		Total en USD	
	Intereses	Capital	Intereses	Capital
2025	1.901	0	1.901	0
2026	2.535	1.105	2.535	1.105
2027	2.401	4.310	2.401	4.310
2028	2.068	6.421	2.068	6.421
2029(*)	454	2.542	454	2.542
TOTAL	9.359	14.377	9.359	14.377

(*) Considera vencimientos acumulados al 30.4.2029

(**) Considerando cotización DEG al 27.03.2025

FUENTE: @SuramericanaV en base a FMI

En este sentido, el nivel del riesgo país siguió oscilando alrededor de los 750 pbs, cerca de unos 325 pbs por encima del promedio de países de la región, lo que implicaría en las actuales condiciones un costo de financiamiento cercano al 12% anual.

Así, el próximo acuerdo con el FMI en principio podría otorgar un mayor margen de tiempo al Gobierno para reaccéder a los mercados. Sin embargo, un mayor tiempo sin poder colocar deuda en condiciones de mercado podría acrecentar las dudas de los inversores sobre la capacidad de repago de la deuda pública.

El salario de los sectores formales (RIPTE) se recupera en términos reales, pero no lo suficiente como para impulsar un aumento del consumo de los hogares.

La Remuneración Imponible Promedio (RIPTE) correspondiente al mes de enero de 2025 totalizó \$1.234.658 y subió en términos nominales un 2,6% respecto al mes previo (+0,4% real).

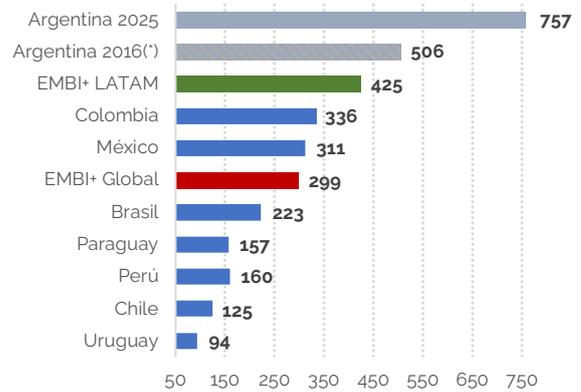
En tanto, si se considera la variación en términos reales respecto a igual mes de 2024 la suba alcanza al 20,5%.

A pesar de la recuperación iniciada desde el piso de febrero de 2024, cuando a precios de enero de 2025 el RIPTE alcanzó un mínimo de 6 años en \$1.008.742, el valor del primer mes de 2025 se encuentra todavía un 1,1% por debajo del nivel de noviembre de 2023.

Al observar la serie de mayor plazo, el RIPTE de enero de 2025 se encuentra un 15,6% (en términos reales) por debajo del valor alcanzado en enero de 2019.

Riesgo país comparado LATAM

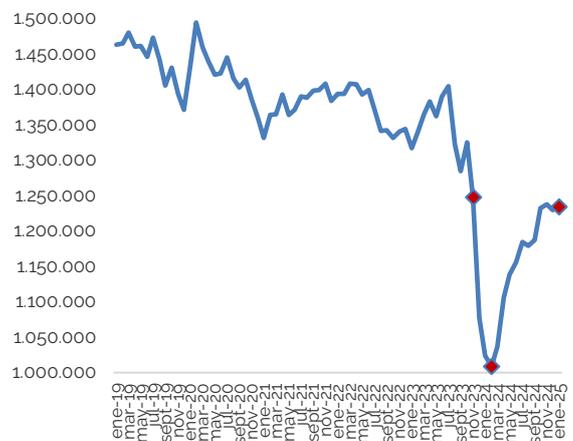
Spread Índice EMBI+, en pbs.



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

Salario registrado (RIPTE)

En precios constantes de Ene-25



FUENTE: @SuramericanaV en base a Ministerio de Trabajo

Así, a pesar de la baja persistente de la inflación en el último año, el nivel de ingresos todavía no se recupera lo suficiente como para impulsar una recuperación de la capacidad de consumo de los sectores formales de la economía.

Mercado de Trabajo: leve mejoría respecto al cierre del año 2024, pero deterioro respecto a 2023

Los principales indicadores del mercado laboral muestran que la situación del empleo fue mejorando hacia el cierre de 2024, luego de un inicio de año marcado por una fuerte caída de la actividad económica. Sin embargo, existe un deterioro de la situación del empleo en términos generales.

La tasa de actividad, que incluye a quienes trabajan y buscan empleo, ha aumentado 0,2 p.p. respecto del cierre de 2023, para ubicarse en 46,8%. Refleja en buena medida una mayor necesidad de encontrar empleo y generar ingresos por parte de personas que anteriormente no estaban buscando trabajo.

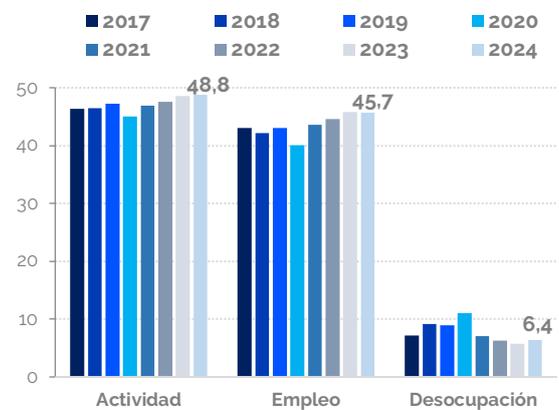
En tanto, la tasa de empleo, que muestra el porcentaje de personas empleadas sobre el total, se redujo 0,1 p.p. respecto del cierre de 2023. Por su parte, la tasa de desocupación tuvo un aumento de 0,7 p.p., ubicándose en 6,4% y superando los niveles del cierre de 2022 y 2023.

También aumentó 1,1 p.p. la proporción de ocupados que buscan otro empleo (de 15,5% a 16,6%) y la proporción de subocupados que buscan trabajar más horas (de 10,5% a 11,3%).

Entre 2016 y 2024 la población económicamente activa (PEA) creció un 17% a nivel nacional, mientras que el empleo registrado lo hizo en un 10,7%.

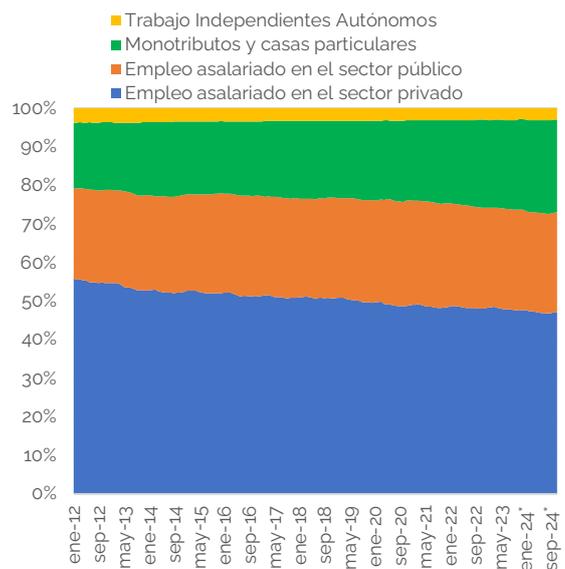
Mercado de Trabajo 4to Trim 2017-2024

En % de la PEA



Fuente: Suramericana Visión con datos de EPH-INDEC

Trabajadores registrados por tipo



En % del total

Fuente: Suramericana Visión con datos de Secretaría de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

Por lo tanto, **se consolida la tendencia hacia una mayor precarización laboral que lleva más de una década en el país.** Tomando el universo de trabajadores registrados, en el año 2012 el 55% eran asalariados del sector privado y 17% monotributistas y trabajadoras/es de casas particulares. Durante 2024, sólo el 47% de los trabajadores eran asalariados privados y un 24%, monotributistas y de casas particulares.

La proporción de empleados asalariados del sector público se ubicó en 26%, que es el valor promedio desde 2016, y sólo durante 2021 y 2022 alcanzó el 27% por efecto de la pandemia.

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

(*) cierres al jueves 27.3

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año	
FED	4,33%	o	o	Oro	3.068,30	1,7%	16,7%	
1M	4,37%	1 pbs	-3 pbs	Petróleo	69,90	2,4%	-2,5%	
3M	4,33%	o	-4 pbs	Gas Natural	3,95	-0,8%	8,7%	
6M	4,27%	1 pbs	3 pbs	Trigo	144,65	-4,8%	-3,6%	
1Y	4,10%	6 pbs	-6 pbs	Maíz	139,49	-3,1%	-1,9%	
10Y	4,38%	13 pbs	-20 pbs	Soja	276,44	0,6%	1,8%	
Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año	
	1,0800	-0,5%	3,8%	Dow Jones	42.454,79	1,2%	-0,2%	
	1,2947	-0,2%	3,2%	S&P 500	5.693,31	0,5%	-3,2%	
	151,06	1,7%	-3,8%	NASDAQ	17.804,03	0,1%	-7,8%	
	7,2640	0,2%	-0,5%	Shenzhen	10.668,10	-0,2%	2,4%	
	5,7400	1,2%	-7,1%	IBOVESPA	133.148,75	0,6%	10,7%	
	1071,25	0,2%	3,9%	S&P BYMA	2.412.081,50	-0,9%	-4,8%	
Tasas Argentinas		TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		759		124 pbs	CCL	1.296,71	1,2%	9,2%
LEFI B.C.R.A.	29,00%	33,63%		-407 pbs	MEP	1.293,74	0,8%	10,2%
Caución 1d	26,24%	29,99%		-1185 pbs	Exportador (80/20)	1.117,18	0,3%	5,0%
BADLAR Priv.	29,63%	34,04%		-306 pbs	Turismo	1.393,98	0,1%	3,9%
TAMAR Priv.	31,31%	36,23%		-209 pbs	BCRA	1.072,29	0,1%	3,9%
PF Personas	29,41%	33,72%		-337 pbs	ROFEX Nov '25	1.350,00	1,0%	6,3%

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.