

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



Tal como anticipábamos en anteriores informes, al BCRA no le está resultando posible acumular reservas. Con una mayor brecha entre la tasa de interés nominal de referencia y la tasa de devaluación anunciada, los incentivos al carry trade y al endeudamiento privado en moneda extranjera son mayores. Esto último genera una mayor liquidación de endeudamientos financieros en el MULC y compensa otros factores que mueven las reservas internacionales a la baja.

Bajan las expectativas de inflación para el año 2025 (20,1%). Desde SURAMERICANA VISIÓN esperamos una inflación mensual bajando (lentamente) en los próximos meses, junto a una mayor apreciación del tipo de cambio real, lo que conlleva un encarecimiento relativo de los servicios (particularmente los no regulados), que ponderan cerca de un tercio en la canasta del IPC y por lo tanto harán algo más lenta la velocidad de la desinflación futura.

El comienzo del nuevo gobierno en Estados Unidos vino con medidas tarifarias en la línea de lo que se anunciaba en campaña, aunque hubo rápidas idas y vueltas.

El escenario global es de mayor incertidumbre, expectativa de un dólar más fuerte, y condiciones financieras globales un poco más adversas.

Para Argentina, hoy la posibilidad de acceso al mercado de crédito internacional está un poquito más lejos que hace un mes, y muchos empiezan a considerar que hay más downside que upside en los precios de los bonos en USD en esta coyuntura, al menos hasta no tener más certidumbre sobre el tipo de acuerdo y condiciones de un nuevo programa con el FMI y la declaración por la red X de esta semana del Presidente postergando a 2026 la salida del cepo cambiario.

PRIMER MES CON RECUPERACIÓN REAL DE LA RECAUDACIÓN A PARTIR DEL REBOTE DE LA ACTIVIDAD. PERSISTEN LAS DIFICULTADES DE ACUMULACIÓN DE RESERVAS POR PARTE DEL B.C.R.A.

La recaudación de enero, luego de varios meses, crece en términos reales a partir de la recuperación del nivel de actividad

En el primer mes del año la recaudación creció **3,4% i.a. en términos reales**. A diferencia de lo que ocurría en 2024, **este buen desempeño no se relaciona con los derechos sobre el comercio exterior y el impuesto PAIS** -que perdió vigencia en diciembre-24-, **sino con la recuperación de los Aportes y Contribuciones a la seguridad social (+40% i.a. en términos reales), el impuesto a las Ganancias (+36% real i.a.) y a los Créditos y Débitos en cuenta corriente (+25% real i.a.)**.

El impuesto a los combustibles tuvo un crecimiento muy destacado (+209% real i.a.) pero su aporte al total recaudado es menor que en los meses previos. **La recaudación por IVA creció un 1% i.a.**, mientras que por impuestos internos coparticipados fue 2% superior.

La caída en la recaudación por derechos de exportación fue de 54% y la de derechos de importación de 16%, atribuible entre otras razones a un tipo de cambio más apreciado, menores precios de exportación y a modificaciones normativas sobre el comercio exterior.

Es esperable que los derechos de exportación se recuperen en los próximos meses a partir de la reducción temporaria de alícuotas vigente hasta junio de este año.

Recaudación por principales tributos

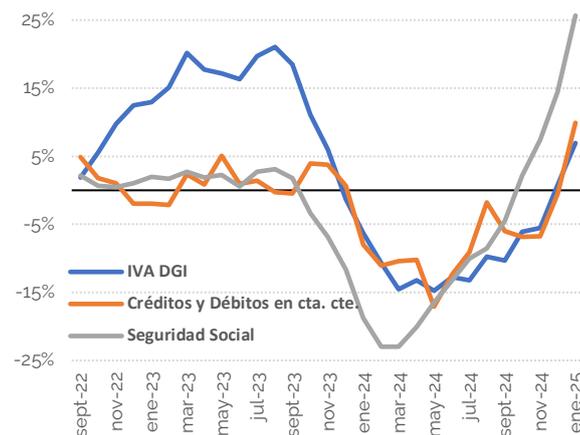
Variación interanual real, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a AFIP y MECON

Recaudación vinculada a la actividad

Variación interanual real (prom. móvil 3m), en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a AFIP y MECON

Respecto a los recursos tributarios asociados al nivel de actividad, se observa una clara recuperación en los últimos meses. En el primer mes de 2025, la recaudación por IVA-DGI creció en términos reales un 20% i.a., por Créditos y Débitos un 25% i.a., mientras que Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social, creció un 40% i.a.

El balance cambiario del BCRA de 2024 mostró un pequeño superávit a partir de una notable reversión del saldo de la cuenta financiera

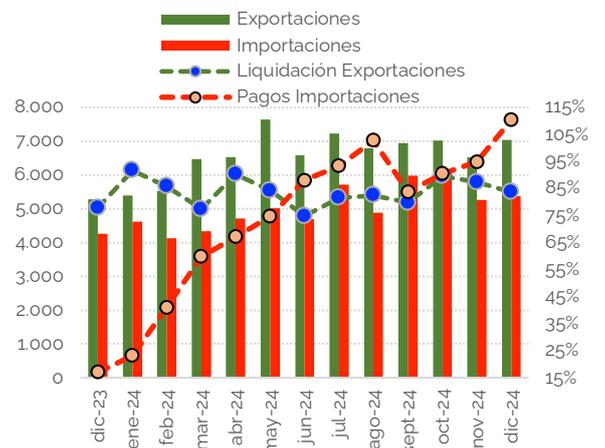
Durante el mes de diciembre continuó el proceso de normalización de los pagos de importaciones (115%) y hubo una ligera merma en las liquidaciones de las exportaciones (83,7%) de la mano de la baja en la brecha cambiaria que alcanzó un mínimo del 4,9% ese mes y restó atractivo al uso del dólar *blend* por parte de los exportadores.

En el acumulado de 2024, el uso del dólar *blend* por parte de los exportadores significó una oferta de USD12.824 millones en el mercado de CCL, en tanto que la diferencia entre las importaciones devengadas (ICA) respecto a las pagadas (MULC) sumó USD12.602 millones (cerca de la mitad del récord de USD24.536 millones en 2023).

En tanto, a pesar de que cerca del 60% de los pagos del mes se canalizaron a través del acceso al dólar MEP y no al mercado oficial de cambios, en diciembre se amplió el déficit de la "cuenta de viajes y otros pagos con tarjeta", sumó USD567 millones y acumuló en el año unos USD5.668 millones (que se compara con los USD6.621 millones de 2023).

Continuando la tendencia iniciada en junio pasado, el déficit del balance cambiario de

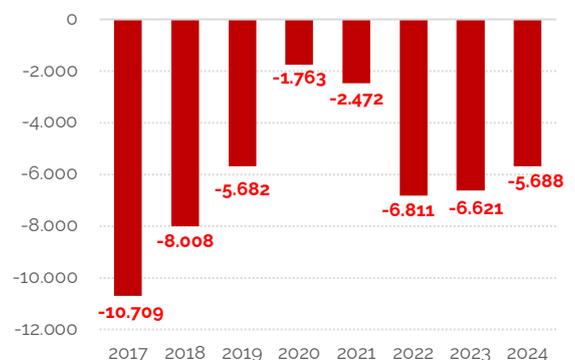
Liquidación de exportaciones y pagos de importaciones en MULC vs ICA



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

Déficit viajes y otros pagos con tarjeta

Datos anuales, en millones de USD



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

diciembre sumó USD1.114 millones y acumuló unos USD7.465 millones en los últimos seis meses, aunque en el acumulado de 2024 el saldo resultó positivo en USD1.695 millones.

Al observar la evolución del saldo y los componentes del balance cambiario del B.C.R.A. durante el año 2024 respecto al año previo surgen diferencias significativas.

En primer lugar, de la mano del superávit comercial récord, la cuenta de bienes y servicios (USD13.802 millones) casi duplicó su saldo positivo respecto a 2023, mientras que el déficit de la cuenta de intereses y utilidades (-USD12.095 millones) creció unos USD2.223 millones respecto al año previo.

La cuenta financiera tuvo una reversión más que significativa, como consecuencia del impacto en los depósitos en el sistema financiero que tuvo el blanqueo de capitales en 2024, así como de los préstamos y emisiones de deuda en USD: mientras que en 2023 registró un déficit de USD18.106 millones, durante 2024 acumuló un saldo positivo de USD4.302 millones.

Se mantienen las dificultades de acumulación de reservas del B.C.R.A., que volvieron a perforar el nivel de los USD29.000 millones

En el mes de enero el complejo agroexportador acumuló liquidaciones por un total de USD2.073 millones y alcanzó su mayor nivel para este mes en tres años. Así, las liquidaciones en el primer mes del año subieron 5,5% respecto a diciembre y un 36,2% respecto a igual mes de 2024.

Balance cambiario anual del B.C.R.A.

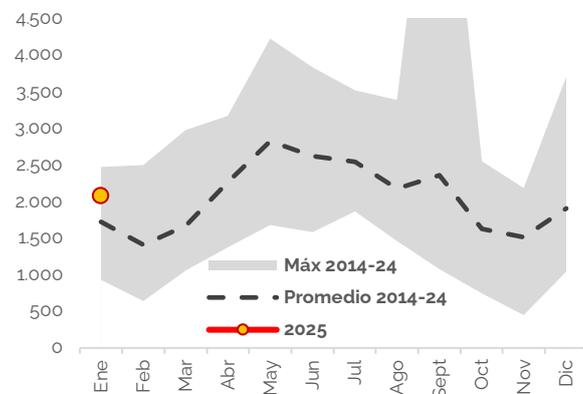
En millones de USD

	2023	2024
(A) Cuenta Corriente Cambiaria (A)=(1)+(2)	-3.581	1.707
(1) Bienes y Servicios	6.290	13.802
(2) Intereses y Utilidades	-9.872	-12.095
(2.1) Intereses netos	-9.534	-11.850
Ingresos	827	965
Egresos	10.361	12.815
FMI	3.017	3.098
Bilaterales y otros Organismos	2.166	2.288
Otros Sector Público	2.072	4.269
Otros pagos de intereses	3.106	3.160
(B) Cuenta Capital cambiaria	12	68
(C) Cuenta Financiera total	-18.106	4.302
IED y Portafolio	919	12
Préstamos	-5.373	5.513
FMI	-5.079	927
OOII	1.134	-2.018
FAE	-724	2.360
Resto	-8.983	-2.493
(D) Variación de Reservas Internacionales (D)= (A) + (B) + (C)	-21.675	6.077

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

Liquidación divisas sector agroexportador

Totales por mes, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-MEC

Al analizar la dinámica reciente de las liquidaciones luego de la publicación del Decreto 38/25, que dispuso la baja temporal de retenciones, se observa un monto similar al monto promedio diario liquidado en enero (USD94,25 millones). Si consideramos el precio pizarra (en pesos) para el productor en la Bolsa de Rosario, la mejora ha sido menor al 10% a pesar de la baja de 7 p.p. de las retenciones y de un aumento cercano al 2% (en dólares) del precio internacional de la soja.

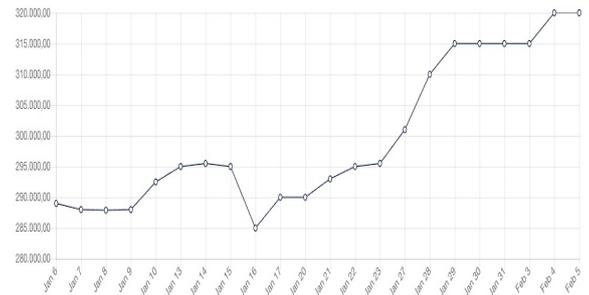
Así, las próximas jornadas serán clave para observar si se produce una mejora adicional del precio al productor que induzca la esperada aceleración en la liquidación de divisas por parte de los exportadores, expectativa que aún no se refleja en los montos de las declaraciones juradas de ventas al exterior (DJVE) acumuladas desde el pasado 27 de enero.

Esta ralentización en el ritmo de liquidación de divisas no se trasladó al resultado del B.C.R.A. en el MULC., que acumula en lo que va de febrero compras netas por un total de USD602 millones, por lo que es probable que la liquidación de endeudamientos financieros haya compensado la merma de las menores divisas de los agroexportadores.

En tanto, continúa la dificultad en la acumulación de reservas y las mismas perforaron el nivel de los USD29.000 millones en simultáneo a la entrada en vigor del nuevo *crawling peg* del 1%.

Al cierre de este informe sumaban USD28.741 millones, luego de una compra récord en 10 meses de USD326 millones en el MULC que no alcanzó a compensar la baja diaria de USD612

Precio pizarra Soja en Bolsa de Rosario.
Precio por tonelada, en pesos



FUENTE: @SuramericanaV en base a Cámara Arbitral Rosario

DJVE acumuladas desde el 27.1 al 5.2
En toneladas, por principales cultivos

		5/2	Acum. desde 27/1
Soja	Aceite	15.250	170.696
	Poroto	0	0
	Subproductos	2.500	201.113
Maíz	Maíz	131.700	470.974
	Harina	921	14.209
Trigo	Trigo pan	35.080	176.802
	Aceite	669	2.718
Girasol	Semilla	0	230
	Subproductos	135	8.035

FUENTE: @SuramericanaV en base a Bolsa de Cereales Rosario

Reservas brutas del B.C.R.A.
Totales por día, en millones de USD



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

millones por el pago de intereses al FMI del programa EFF 2022.

Así, las reservas se encuentran cerca del nivel promedio observado entre fines de abril y mediados de julio de 2024, período previo al inicio de la etapa I del blanqueo y de creciente normalización de los pagos de importaciones.

Por último, durante la semana las brechas cambiarias se movieron registraron nuevas altas respecto a las últimas jornadas. Al cierre de este informe el CCL cotizaba a \$1.197,44 (13,5%) y el MEP a \$1.191,76 (13,0%). De este modo, luego de los mínimos alcanzados el 9.12.24 (4,9%) el actual nivel de las brechas es similar al observado al finalizar la Etapa I del blanqueo de capitales (8.11.24).

El R.E.M. del BCRA de enero mostró una nueva desaceleración de la inflación esperada influida por el menor deslizamiento cambiario (crawl) a futuro

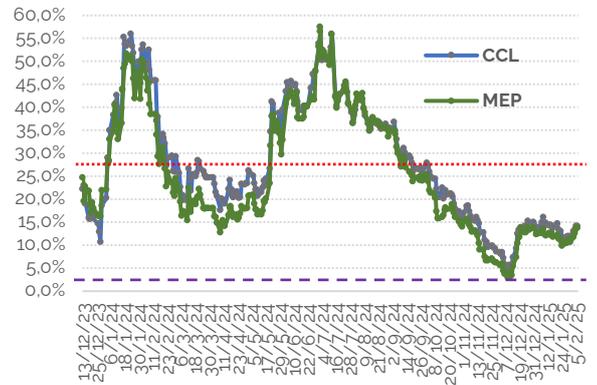
Este jueves se conocieron los resultados del relevamiento de expectativas de mercado (REM) del mes de enero.

Para la inflación de enero, que se publicará el próximo jueves 13.2, ahora se estima un dato del 2,3% (vs 2,2% en relevamiento diciembre). En tanto que para los próximos 6 meses se anticipa ahora un dato menor al 2% desde febrero próximo y una estabilidad alrededor del 1,5% mensual desde mayo próximo.

Por otra parte, se revisó al alza el crecimiento esperado del PIB al 5% respecto al 4,7% del relevamiento del mes anterior.

Brechas cambiarias en gestión Milei

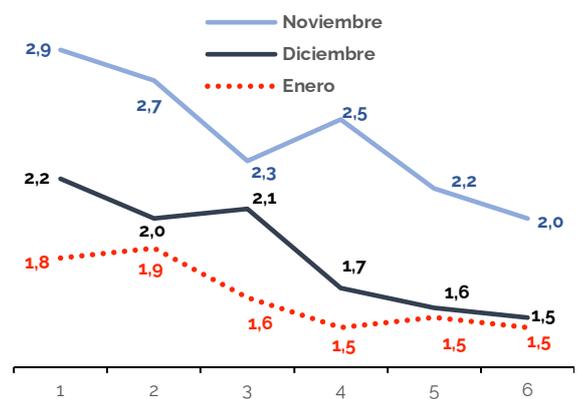
En % respecto dólar A3500 del B.C.R.A.



FUENTE: @SuramericanaV en base a BYMADATA

Inflación esperada próximos seis meses

Resultados R.E.M Enero 2025 del B.C.R.A.



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

Primeras medidas arancelarias del gobierno de Trump buscan forzar negociación en aspectos migratorios y geopolíticos por sobre los comerciales

Tras haber amenazado con tarifas del 25% a Colombia, por negarse a recibir dos vuelos militares de deportación que transportaban migrantes de vuelta al país, en la semana se anunciaron medidas similares respecto a México y Canadá.

Durante el fin de semana pasado Trump anunció tarifas del 25% a México y Canadá, aunque luego de conversaciones telefónicas con ambos presidentes, el lunes decidió suspender por un mes la vigencia en entrada de estas medidas.

En el mismo sentido, se anunció un aumento del 10% de las tarifas de bienes procedentes de China con efecto desde martes 4.2

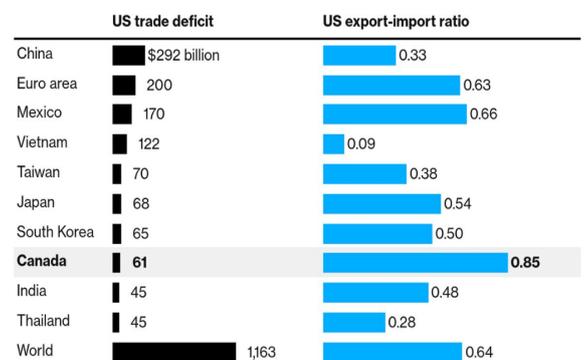
Como respuesta, China impuso el martes un impuesto del 15% a importaciones de energía (principalmente gas natural licuado) y del 10% al petróleo crudo provenientes de Estados Unidos. Adicionalmente, puso bajo investigación a Google por violaciones antimonopolio y controles de exportaciones sobre el tungsteno y otros metales críticos utilizados en la industria electrónica, de aviación y defensa.

Al analizar las cifras acumuladas de 12 meses a noviembre de 2024, se observa que los tres países antes mencionados pertenecen a los diez países con los que Estados Unidos registra los mayores déficits comerciales.

Por monto, el más relevante es China (USD292.000 millones) mientras que, si se considera el cociente de exportaciones e importaciones de Estados Unidos respecto a

EE.UUU: déficit comercial nov 23-nov 24

En millones de USD y % de expo a impo



FUENTE: @SuramericanaV en base a Bloomberg

sus principales socios comerciales, **se observa la mayor dependencia de Canadá (0,85) y México (0,66).**

Sin embargo, las medidas parecen estar orientadas a lograr concesiones en temas migratorios, de control de drogas peligrosas (fentanilo), y geopolíticos más que a una redefinición más amplia de las relaciones comerciales con los países afectados por las medidas.

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

Tasas EE.UU.				Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año		
	FED	4,33%	0	0	Oro	2.879,60	2,4%	9,5%			
	1M	4,37%	0	-3 pbs	Petróleo	70,51	-2,8%	-1,7%			
	3M	4,34%	3 pbs	-3 pbs	Gas Natural	3,39	11,3%	-6,7%			
	6M	4,28%	0	4 pbs	Trigo	163,09	7,1%	8,7%			
	1Y	4,19%	2 pbs	3 pbs	Maíz	157,47	5,4%	10,8%			
	10Y	4,45%	-13 pbs	-13 pbs	Soja	293,11	3,4%	7,9%			
Monedas				Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año		
		1,0390	-0,1%	-0,2%		Dow Jones	44.747,63	0,5%	5,2%		
		1,2436	0,1%	-0,9%		S&P 500	6.083,57	0,7%	3,4%		
		151,52	-1,7%	-3,5%		NASDAQ	19.791,99	0,8%	2,5%		
		7,2878	1,5%	-0,1%		Shenzhen	10.393,63	2,3%	-0,2%		
		5,7617	-1,9%	-6,7%		IBOVESPA	126.225,16	0,1%	4,9%		
		1053,75	0,2%	2,2%		S&P BYMA	2.503.483,42	-2,4%	-1,2%		
Tasas Argentinas				TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año	
	Riesgo País (EMBI+), en pbs			660	25 pbs		CCL	1.197,44	1,5%	0,8%	
	LEFI B.C.R.A.			29,00%	33,63%	-407 pbs		MEP	1.191,99	2,2%	1,5%
	Caución 1d			25,33%	28,81%	-1303 pbs		Exportador (80/20)	1.083,39	0,4%	1,9%
	BADLAR Priv.			29,50%	33,87%	-323 pbs		Turismo	1.371,34	0,1%	2,2%
	TAMAR Priv.			30,69%	35,40%	-292 pbs		BCRA	1.054,88	0,1%	2,2%
	PF Personas			29,42%	33,74%	-336 pbs		ROFEX Nov '25	1.249,00	1,0%	-1,6%

(*) cierres al jueves 6.2

EQUIPO DE TRABAJO
Fundador y Presidente: Martín Guzmán

Elaboración del informe: Martín Guzmán, Guillermo Hang, Melina Mallamace, 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.