

POR DONDE VA ARGENTINA



La actividad económica recuperó en abril luego de la caída del mes de marzo y la inflación volvió a descender en mayo, tal como había anticipado SURAMERICANA VISIÓN.

La industria y la construcción, dos sectores intensivos en uso de mano de obra, mostraron una recuperación con respecto al mes de marzo, mes que había estado caracterizado por la alta volatilidad cambiaria. La recuperación de esos sectores viene a ritmo lento, y los niveles de actividad todavía están por debajo de noviembre de 2023.

Esperamos que continúe el descenso de la inflación en los próximos meses, en un contexto en el que se observa una subordinación de todos los instrumentos de la política económica a tal objetivo de cara a las elecciones legislativas. Por otra parte, esta estrategia tiene como costo de mediano plazo el aumento de la vulnerabilidad externa de la economía por aumento del endeudamiento en moneda extranjera, ausencia de acumulación de reservas vía compras en el mercado cambiario y creciente apreciación cambiaria.

El mes de junio comenzó con gran ritmo de liquidaciones de exportaciones en la previa del fin de la rebaja temporal de retenciones. Esto está contribuyendo a la estabilidad cambiaria y contribuye al descenso de la inflación en el corto plazo.

En el plano monetario, una noticia destacada es que el Banco Central completó el rescate de la totalidad de los puts (opción de venta de títulos públicos en pesos al BCRA, lanzados en julio de 2022, que actuaba como un seguro para los tenedores de esos títulos). Estos contratos representaban una potencial fuente de expansión monetaria sin control directo del BCRA, que podía tener efectos desestabilizantes.

LA ECONOMÍA RECUPERÓ EN ABRIL EL NIVEL DE ACTIVIDAD PERDIDO EN MARZO. EL GOBIERNO LOGRÓ SU MENOR REGISTRO INFLACIONARIO Y SE ANUNCIARON NUEVAS MEDIDAS DEL B.C.R.A. Y MECON PARA ACUMULAR RESERVAS y CONTROLAR LA LIQUIDEZ EN PESOS

En abril se recuperó la actividad de la construcción y de la industria luego de la caída puntual de marzo. En tanto, dada la baja base de comparación, se registraron alzas respecto a igual mes de 2024

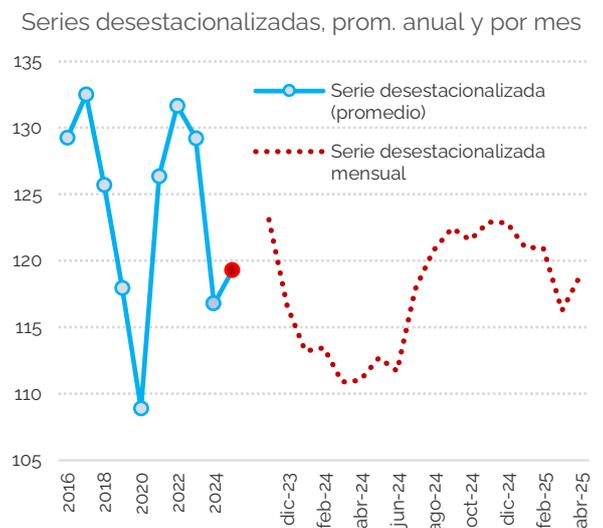
Este lunes se publicaron los datos de abril correspondientes a la industria manufacturera (IPI) y de la actividad de la construcción (ISAC), que mostraron importantes subas luego de las caídas de marzo pasado.

En el caso de la industria, abril mostró un alza del **8,5%** respecto a igual mes de 2024 sin estacionalidad (la quinta suba consecutiva luego de 16 meses consecutivos de caídas) y del **6,7%** en el acumulado del primer cuatrimestre de 2025 respecto a igual período del año anterior.

En tanto, en la serie ajustada por estacionalidad se observó un alza del **2,2%** respecto a marzo, la mayor desde agosto de 2024. En tanto, el nivel de actividad promedio del primer cuatrimestre de 2025 todavía se encuentra un **3,1%** por debajo del nivel de noviembre de 2023.

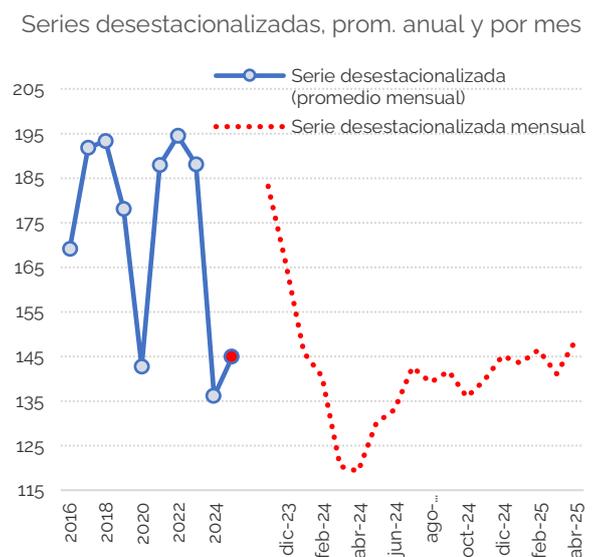
En tanto, la actividad de la construcción en abril registró alzas del **25,9%** respecto a igual mes de 2024 sin estacionalidad (la mayor desde junio de 2021) y del **10,4%** en el primer cuatrimestre de 2025 respecto a igual período de 2024.

Índice de Producción Industrial (IPI-INDEC)



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Índice de Actividad de la Construcción (ISAC)



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Al igual que lo observado en la industria, la construcción en abril subió 5,1% respecto al mes previo. En tanto que el nivel de actividad promedio del primer cuatrimestre de 2025 todavía se encuentra un 20,9% por debajo del nivel de noviembre de 2023.

De este modo, se confirma que la caída de marzo parece haber sido puntual y afectada por la volatilidad cambiaria previa al acuerdo con el FMI. Sin embargo, el ritmo de recuperación de ambos sectores, intensivos en uso de mano de obra, sigue siendo lento y todavía no se logra alcanzar los niveles de noviembre de 2023.

Junio comenzó con gran ritmo de las liquidaciones en la previa del fin de la rebaja temporal de retenciones.

Con datos al 11.6, las liquidaciones del sector agroexportador totalizan en junio un promedio diario de USD196,4 millones y suben un 28,6% respecto a mayo y se ubican un 52,6% por encima del promedio histórico 2014-24.

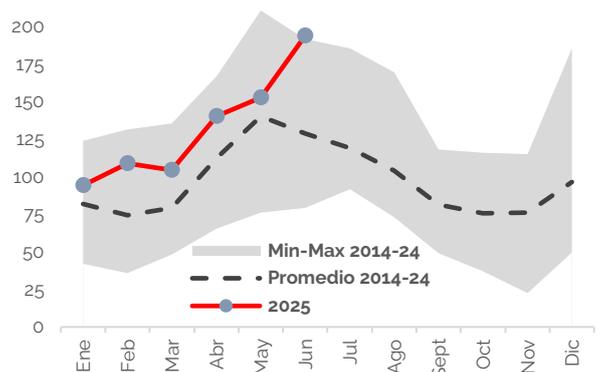
A lo largo del mes se observó una aceleración en el ritmo de liquidación diario, que se manifestó en jornadas con mínimos de USD118 millones y máximos de USD283 millones.

De mantenerse el valor promedio de las liquidaciones, el total del mes superaría los USD3.600 millones (comparado con los USD2.524 millones de mayo). El anuncio del Gobierno de dar por concluida a fin de mes la rebaja temporal de retenciones parece haber sido clave para acelerar las ventas del sector agroexportador.

Con datos al jueves 12.6, las reservas internacionales sumaban USD38.622 millones, acumulando en el mes una suba de USD1.703 millones.

Liquidación divisas sector agroexportador

Promedio diario, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

Reservas internacionales brutas del B.C.R.A.

Saldos diarios, en millones de USD



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

El alza se explica, principalmente, por la colocación del Bote 20230 el pasado 4.6 (+USD1.000 millones) junto a la recomposición del nivel de efectivo mínimo de los bancos.

En tanto, el tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a \$1.185,5, acumulando una caída del 0,8% en el mes pero una suba del 9,9% desde el abandono del antiguo esquema de *crawl* al 1% mensual.

La mayor oferta de divisas antes mencioanda contribuyó a la estabilidad del tipo de cambio de contado y de la curva de futuros de dólar, que cotizaron 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 TNA28% para junio '25 hasta TNA26% para el vencimiento abril '26.

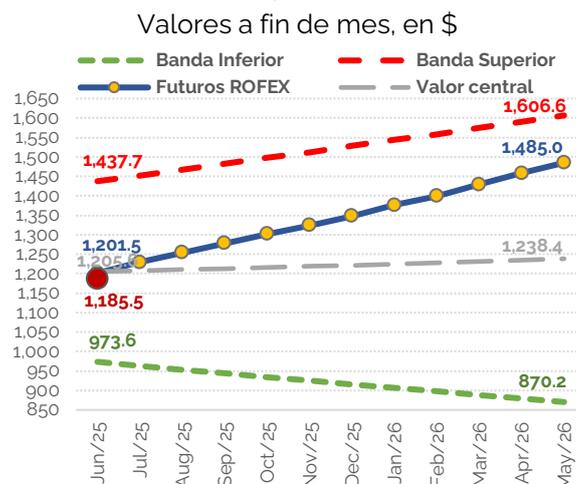
Por otra parte, el cierre de este informe el dólar CCL cotizaba a \$1.189,2 y el MEP a \$1.188,7, con las brechas cambiarias en similares niveles a los de la semana previa.

Nuevas medidas del B.C.R.A. y del Ministerio de Economía en busca de acumular reservas internacionales y administrar la evolución de la liquidez

En el marco de la "Fase 3 del programa económico" este lunes el B.C.R.A. y el Ministerio de Economía anunciaron una serie de medidas relacionadas con: 1) el refuerzo de las reservas internacionales, 2) control de los agregados monetarios y 3) cambios en la política de financiamiento del Tesoro Nacional.

Con relación a las reservas internacionales, este miércoles el B.C.R.A. anunció un nuevo REPO con bancos del exterior por unos USD2.000 millones al 8,25% anual (que complementa a la operación por unos USD1.000 millones de

Bandas cambiarias y futuros ROFEX.



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

diciembre de 2024). Además, se eliminaron los plazos de permanencia mínimo de seis meses para los no residentes que inviertan en el MULC o en colocaciones primarias del Tesoro con vencimientos superior a los 6 meses.

Respecto al control de los agregados monetarios (M2 en el nuevo esquema) se anunció: a) reducción de los pasivos contingentes del B.C.R.A. (opciones de venta o *puts* sobre títulos públicos), b) absorción de pesos a través de la emisión de la serie 4 de Bopreal para empresas con obligaciones por deudas o dividendos previos a 2025 por unos USD3.000 millones (primera licitación prevista para el próximo 18.6); y c) "reordenamiento monetario de cara al vencimiento de las Letras fiscales de liquidez (LEFI) el próximo 17 de julio.

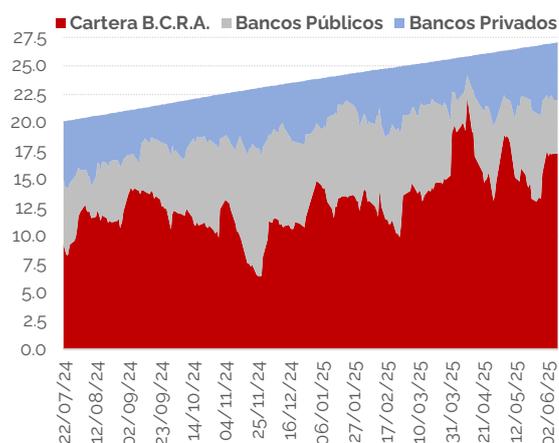
En relación con la reducción de los pasivos contingentes, este martes el B.C.R.A. efectuó una licitación de recompra de opciones de venta (*puts*) por valor de \$5,9 billones por la que abonó a las entidades financieras unos \$23.000 millones y completó de este modo el rescate de cerca del 22% de los *puts* remanentes luego de la operación de julio de 2024 (cuando se recompraron \$13,17 billones y se abonaron unos \$90.000 millones). De este modo, el B.C.R.A. comunicó que "quedan eliminados por completo este tipo de contratos, que representaban una potencial fuente de expansión monetaria sin control directo del BCRA".

Respecto a las medidas vinculadas al "reordenamiento monetario", se anunció que en forma previa al vencimiento de las LEFI (17.7) el Tesoro canjeará la tenencia de estos instrumentos en cartera del B.C.R.A. por un portafolio de LECAPs de corto plazo.

El stock de LEFI suma cerca de \$27,5 billones (respecto a los \$20 billones emitidos en julio de

Evolución tenencias de LEFI por acreedor

Datos diarios, en billones de pesos



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

Respecto a la emisión original (17.7.24) cuando se canjeó las LELIQ por LEFI el B.C.R.A. incrementó su tenencia desde el 46,3% al actual 63,7%, desplazando a las entidades financieras como principal tenedor.

Adicionalmente, el B.C.R.A. comunicó que "continuará fortaleciendo el marco prudencial del sistema financiero, incrementando progresivamente el porcentaje de efectivo mínimo para partidas que generan mayor volatilidad, limitan el desarrollo sostenible y encarecen el crédito al sector privado". Esto implicaría una próxima unificación de los requisitos de encaje a los depósitos de los FCI (20%) respecto a los vigentes para el resto de los depósitos en cuenta corriente y depósitos a la vista del sistema financiero.

En tanto, el Tesoro Nacional anunció los siguientes cambios en su política de financiamiento: a) en todas las licitaciones se incluirán LECAPs de 1, 2 y 3 meses de plazo (en busca de facilitar el manejo de liquidez de los bancos ante el vencimiento de las LEFI); b) se habilitará la opción de suscribir títulos con vencimiento mayor a un año utilizando dólares, por un monto de hasta USD 1.000

2024 producto de la capitalización de intereses). De ese total, **cerca del 64% está en cartera del B.C.R.A, un 19% en bancos privados y el restante 17% en poder de bancos públicos** (en la licitación de este viernes se incluyó la reapertura del Bonte 20230, esta vez con posibilidad de ser suscrito en dólares tanto por residentes como por no residentes).

En mayo la inflación desaceleró al menor nivel mensual en cinco años a partir de la mayor velocidad de caída en los precios de los bienes respecto a los servicios

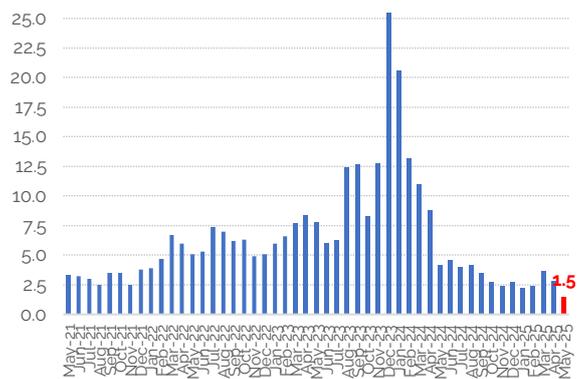
Este jueves el INDEC informó la inflación minorista de mayo, que **desaceleró al 1,5%** luego del **2,8%** el mes previo, influenciada por el menor impulso de la inflación núcleo (**2,2%** vs 3,2% en abril) y de la deflación en los estacionales (**-2,7%** vs 1,9% el mes previo), categorías que representan cerca del 80% de la canasta del IPC Nacional.

Así, la inflación acumuló un **13,3%** en el acumulado de cinco meses (vs 72% en igual período de 2024) y en la medición interanual registró un alza del **43,5%** (contra el 47,3% del mes previo), la menor desde marzo de 2021.

De este modo, el Gobierno logró perforar el **2% mensual de inflación** y consiguió el menor registro de su gestión y la cifra más baja para un mes desde mayo de 2020.

Al observar la dinámica de la inflación por tipo de bienes se observa lo que veníamos anticipando desde hace varios meses atrás: **los bienes** (ponderan el 66% del índice) retrocedieron desde el **2,7%** en abril al **0,9%** en mayo (el menor valor desde junio de 2017 cuando fue el 1%), **en tanto que los servicios moderaron su incremento desde el 3% de abril al 2,7%** en mayo.

Inflación minorista (IPC Nacional)
Variación mensual, en %



De este modo, la estabilidad del tipo de cambio, la mayor competencia por apertura de importaciones y los menores márgenes empresarios han sido factores que explican la desaceleración significativa en el precio de los bienes.

Sin embargo, aún con un menor ritmo de ajuste en el precio de los combustibles y las tarifas de los servicios públicos en los últimos meses por parte del Gobierno, la desinflación de los servicios ha mostrado ser más lenta.

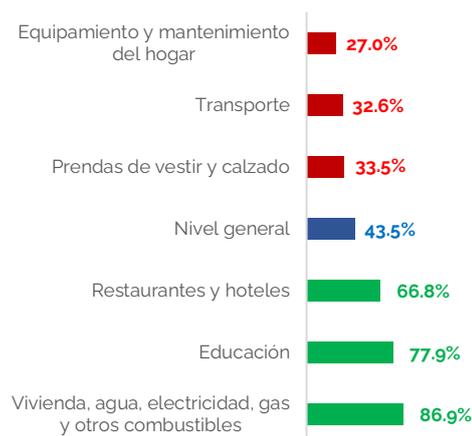
En el acumulado a mayo, la inflación de bienes suma 11,3% mientras que la de los servicios totalizó un 17,7%.

En este sentido, y como también venimos destacando en informes previos, al comparar respecto a un año atrás se mantienen las mayores alzas de los servicios (ej. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles 86,9% y Educación 77,9%) respecto a los bienes (ej. Equipamiento y mantenimiento del hogar 27% y Prendas de vestir y calzado 33,5%).

La decisión del Gobierno de subordinar todos los instrumentos de la política económica a un rápido descenso de la inflación, a expensas de incrementar la vulnerabilidad externa de la economía (por aumento del endeudamiento en moneda extranjera, ausencia de acumulación de reservas y creciente apreciación cambiaria) es su principal apuesta en las próximas elecciones para aumentar la competitividad electoral y ganar representación en el Congreso.

En este contexto, esperamos que la inflación pueda alcanzar o incluso perforar el nivel del 1% por mes en los meses donde comenzarán a desplegarse la estrategia electoral del Gobierno de cara a octubre próximo.

Inflación por capítulos (IPC Nacional)
Mayores y menores subas de 12 meses, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

El salario de los sectores formales (RIPTE) registró en abril una caída en términos reales y moderó nuevamente el ritmo de recuperación respecto al año 2024

La Remuneración Imponible Promedio (RIPTE) correspondiente al mes de abril de 2025 totalizó \$1.402.660 y subió en términos nominales un 2,6% respecto al mes previo (-0,2% real) en un mes donde la inflación se desaceleró al 2,8%.

En tanto, si se considera la variación en términos reales respecto a igual mes de 2024 la suba nuevamente se moderó al totalizar un 16,2% (a marzo era de 23,9%).

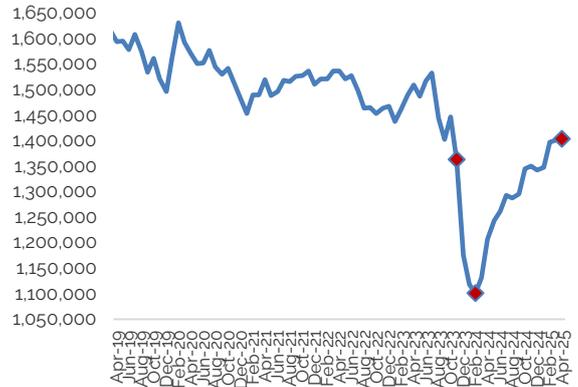
La recuperación iniciada desde el piso de febrero de 2024 ha ido perdiendo impulso en cuanto al ritmo de mejora (que había alcanzado un pico en febrero pasado cuando la suba real respecto al año 2024 sumó el 26,9%).

Desde entonces, a partir de marzo se advierte una menor suba en términos reales de los salarios respecto a un año atrás, debido tanto a la nueva nominalidad a la que converge la economía como al objetivo del Gobierno de utilizar a los salarios (homologación paritarias) como otra "ancla nominal" que ayude a aumentar la velocidad de la baja de la inflación.

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

Salario registrado (RIPTE)

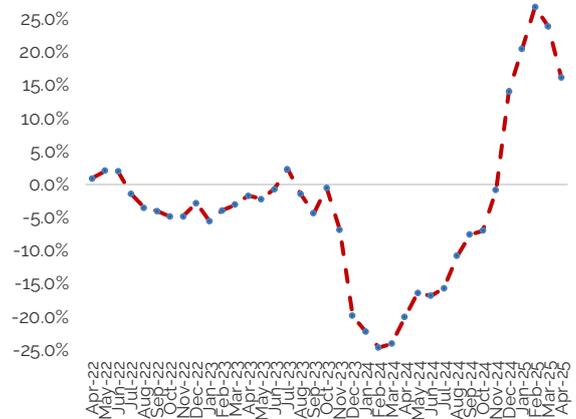
En precios constantes de Abril-25



FUENTE: @SuramericanaV en base a Ministerio de Trabajo

Salario registrado (RIPTE)

Variación interanual real, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a Ministerio de Trabajo

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES ^(*)

(*) cierres al jueves 12.6

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año	
FED	4,33%	0	0	Oro	3.406,70	2,5%	29,6%	
1M	4,18%	-10 pbs	-22 pbs	Petróleo	68,68	6,3%	-4,2%	
3M	4,46%	3 pbs	9 pbs	Gas Natural	3,55	-6,3%	-2,4%	
6M	4,29%	-2 pbs	5 pbs	Trigo	143,36	-5,0%	-4,5%	
1Y	4,06%	-8 pbs	-10 pbs	Maíz	135,93	-0,9%	-4,4%	
10Y	4,36%	-15 pbs	-22 pbs	Soja	283,86	-1,3%	4,5%	
Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año	
	1,1509	0,5%	10,6%	Dow Jones	42.865,77	1,3%	0,8%	
	1,3567	-0,1%	8,1%	S&P 500	6.045,26	0,7%	2,8%	
	144,20	0,5%	-8,1%	NASDAQ	19.662,48	0,7%	1,8%	
	7,1928	0,2%	-1,4%	Shenzhen	10.234,33	0,5%	-1,7%	
	5,5358	-0,9%	-10,4%	IBOVESPA	137.799,73	1,2%	14,6%	
	1182,01	-0,5%	14,6%	S&P BYMA	2.187.671,01	1,4%	-13,7%	
Tasas Argentinas		TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		648		13 pbs	CCL	1.189,21	0,5%	0,1%
LEFI B.C.R.A.	29,00%	33,63%		-407 pbs	MEP	1.187,69	-0,1%	1,2%
Caución 1d	30,92%	27,25%		-1459 pbs	Turismo	1.541,15	-0,4%	14,8%
BADLAR Priv.	31,94%	36,93%		-17 pbs	BCRA	1.185,50	-0,4%	14,8%
TAMAR Priv.	33,75%	37,23%		-109 pbs	ROFEX Nov '25	1.324,00	-0,2%	4,3%
PF Personas	32,31%	37,95%		86 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.