POR DONDE VA ARGENTINA

SUR AMERICANA >VISIÓN

La economía argentina continúa transitando un proceso de recuperación de la actividad económica, luego de la fuerte caída de la primera mitad del año 2024, combinado con un deterioro de la situación externa y una situación fiscal que, en ausencia de las fragilidades de las cuentas externas que amenazan la sostenibilidad de la recuperación, podría denominarse una consolidación fiscal afianzada.

La situación cambiaria va recibiendo atención creciente. Desde el Gobierno se ha dado el mensaje de que el déficit en cuenta corriente no es importante porque es una cuestión puramente de relaciones del sector privado. Esta afirmación amerita algo de análisis. Recordemos que

Cuenta corriente = - Cuenta capital + Variación de reservas internacionales

Para que la aseveración de que el resultado de la cuente corriente está puramente explicado por relaciones del sector privado sea verdadera, hace falta que se cumplan dos condiciones:

> *1) Que la variación de la deuda pública neta externa menos la variación de las reservas internacionales sea igual a cero. Es decir, que el Estado no empeore su posición externa neta para financiar el déficit de cuenta corriente*
>
> *2) Que el tipo de cambio flote totalmente, que en este caso requeriría que no haya un anuncio de techo cambiario sostenido eventualmente con venta de reservas obtenidas a partir del endeudamiento público externo*

Ninguna de esas dos condiciones se cumple. Por el contrario, las cifras publicadas por el BCRA muestran que las necesidades de financiamiento del déficit de cuenta corriente se están cubriendo con endeudamiento externo del sector público consolidado (gobierno más banco central). De hecho, contrario a lo que marca la narrativa oficial, la inversión directa de no residentes acumuló en el año un déficit de USD1.679 millones.

POR DONDE VA ARGENTINA

SUR AMERICANA >VISIÓN

En mayo se amplió el déficit de la "cuenta de viajes y otros pagos con tarjeta", acumulando en los primeros cinco meses del año un déficit de USD4.502 millones (cifra que casi triplica el valor de igual período de 2024).

La dinámica de la cuenta corriente de la balanza de pagos que está experimentando la economía argentina amenaza a futuro la estabilidad cambiaria y el proceso de desinflación. No obstante, consideramos que este año el déficit proyectado de cuenta corriente, de 2% del PIB, puede ser financiado.

LA RECAUDACIÓN Y EL NIVEL DE ACTIVIDAD TRAJERON NOTICIAS POSITIVAS. LA DINÁMICA DEL SECTOR EXTERNO PROFUNDIZA LAS SEÑALES DE PREOCUPACIÓN, QUE SE REFLEJARON EN EL VALOR DEL DÓLAR DURANTE LA SEMANA

La recaudación tributaria en junio se recuperó respecto a la caída de mayo, pero sigue creciendo a menor ritmo que en meses previos

La recaudación total subió 2% i.a. real en junio (vs. junio-24) con un comportamiento heterogéneo según el tipo de impuesto. En tanto, **la recaudación tributaria cayó 7% i.a. influida por la eliminación del impuesto PAIS al mismo tiempo que subió 80% la recaudación por derechos sobre el comercio exterior y 13% por aportes y contribuciones a la seguridad social.**

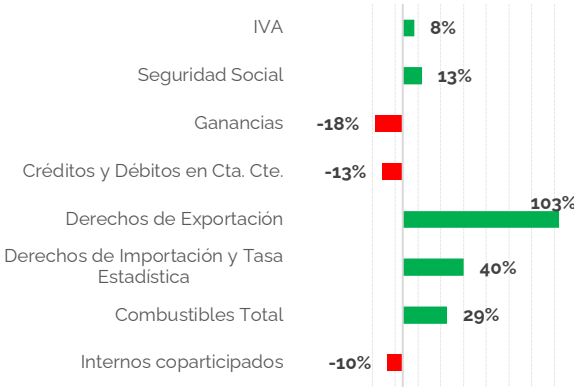
Los derechos de exportación más que duplicaron su recaudación (+103%) respecto a junio-24, alcanzando un monto similar al de enero-24, cuando se iniciaba el gobierno. Esto se debe a que el 30.6 finalizó el plazo de vigencia para la reducción temporal de derechos de exportación de los productos agroindustriales. También creció fuertemente la recaudación por derechos de importación y tasa estadística (+40%).

En el acumulado del año, se destaca la evolución de los recursos de la seguridad social (+25%). El impuesto a los combustibles recaudó 84% más que el año previo, atribuible a los sucesivos aumentos del impuesto.

El incremento de los derechos de importación (+14%) es consistente con el deterioro del balance comercial. Por otro lado, los impuestos internos coparticipados, Ganancias y los

Recaudación junio 2025 vs 2024

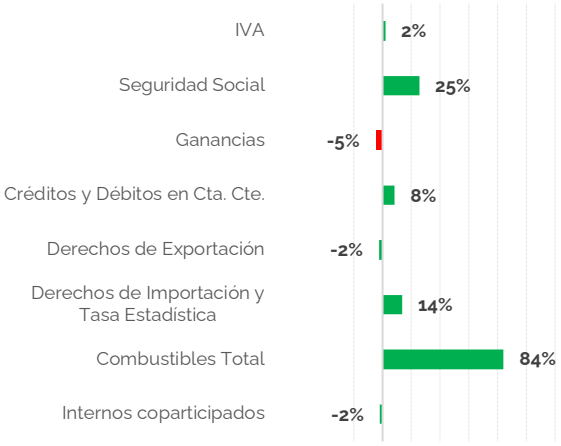
(var % i.a. a precios constantes)



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

Recaudación acumulada: 2025 vs 2024

(var % i.a. a precios constantes)



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

derechos de exportación se mantuvieron en terreno negativo en el primer semestre.

La recaudación vinculada al nivel de actividad sigue creciendo interanualmente, aunque con signos de desaceleración. El nivel de actividad había comenzado muy deprimido en 2024 y comenzó a recuperarse hacia mitad de dicho año. Es previsible que las elevadas tasas de crecimiento de la actividad y la recaudación de inicios de 2025 hayan sido transitorias y se moderen significativamente en los meses por venir.

La recaudación por IVA-DGI está creciendo a una tasa del 6% (promedio móvil 3 meses), similar a la del impuesto a créditos y débitos en cuenta corriente bancaria. Se mantiene la buena performance de los recursos de la seguridad social, que crecen a tasas del 17%.

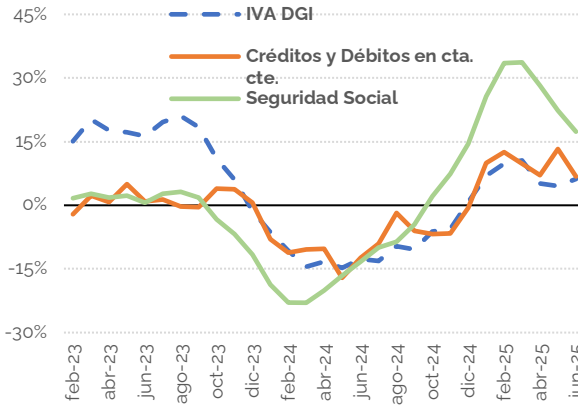
El balance cambiario del BCRA en mayo mostró la continuidad de la dinámica negativa de la cuenta corriente cambiaria y de la mayor formación de activos externos del sector privado luego del levantamiento parcial del cepo cambiario

Durante el mes de mayo si bien el balance cambiario disminuyó su déficit desde los USD459 millones del mes previo a los USD149 millones, en los últimos 12 meses el déficit acumulado totaliza USD11.110 millones.

Observando la **cuenta corriente cambiaria continuó la normalización de los pagos de importaciones** (95% en el mes y 94% en el acumulado 2025) **al tiempo que volvió a reflejarse el impacto del régimen de baja transitorio de retenciones,** que hizo que las liquidaciones de las exportaciones por **USD7.961 millones (106,9%) supere al valor de**

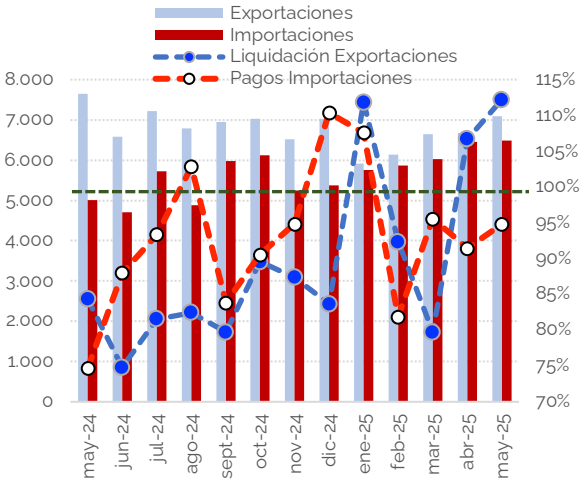
Recaudación vinculada a la actividad

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



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

Liquidación de exportaciones y pagos de importaciones en MULC vs ICA



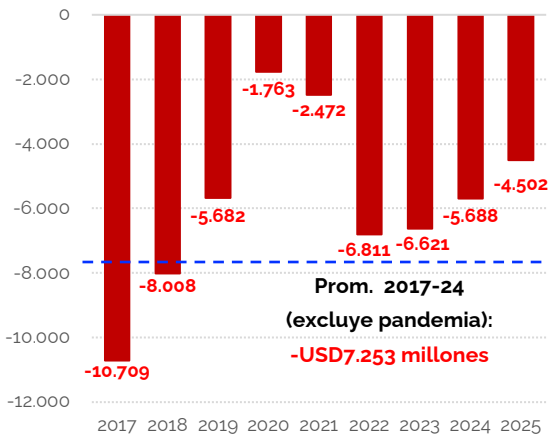
FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

las exportaciones registradas en la balanza comercial del INDEC (USD7.095 millones).

En tanto, según el informe del balance cambiario del B.C.R.A., **en mayo se amplió el déficit de la "cuenta de viajes y otros pagos con tarjeta" hasta los USD889 millones (vs USD863 en abril) y** en **los primeros cinco meses del año el déficit acumuló USD4.502 millones, cifra que casi triplica el valor de igual período de 2024 (USD1.602 millones).**

Déficit viajes y otros pagos con tarjeta

Datos acumulados por año, en mill. de USD



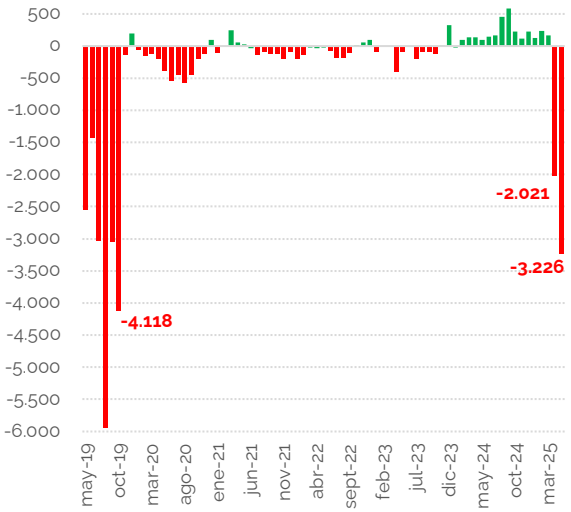
FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

Cabe recordar que **junio y julio suelen ser meses de alta estacionalidad de este tipo de consumos**, por lo que **es esperable una ampliación del déficit en 2025 que no sólo superaría con creces el registro del año 2024 (USD5.668 millones) sino que podría alcanzar los niveles máximos de los años 2018 (USD8.008 millones) y 2019 (USD10.709 millones).**

Al observar la evolución del saldo y los componentes del balance cambiario durante mayo, **se volvió a destacar el aumento en la formación de activos externos netos del sector privado luego de la liberación parcial del cepo cambiario en abril pasado En este sentido, desde esa fecha totalizaron unos USD5.247 millones, el mayor registro desde el bimestre septiembre-octubre de 2019.**

Formación de activos externos netos del sector privado no financiero

Total por mes, en millones de USD



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

En tanto, **la cuenta financiera volvió a mostrar un déficit, esta vez de USD2.054 millones luego del superávit de USD14.003 millones del mes previo explicado por el desembolso inicial del programa del FMI y de aportes de organismos internacionales.**

De este modo, **en el acumulado de los primeros cinco meses del año, el déficit de la cuenta corriente (USD4.837 millones) fue "financiado" por el superávit (producto de endeudamientos**

netos con el exterior) de la cuenta financiera por USD10.492 millones.

Contrario a la narrativa oficial, la inversión directa de no residentes acumuló en el año un déficit de USD1.679 millones, por lo que la mayor necesidad de dólares de la economía se está cubriendo con endeudamiento externo, algo que trae riesgos de sostenibilidad en el mediano plazo y de reversión abrupta de estos flujos ante cambio en las condiciones locales o internacionales.

En el **año 2025** se proyecta un **déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos cercano al 2% del PIB** (comparado con el 0,5% proyectado en el acuerdo con el FMI), **cifra que puede ser financiada, pero su dinámica en 2026 podría comenzar a introducir volatilidad en el mercado de cambios en los próximos meses.**

Mayores liquidaciones del campo en junio ante el fin de la rebaja temporal de las retenciones a los principales cultivos.

Las liquidaciones del sector agroexportador totalizaron en junio USD3.706 millones y subieron 21% respecto al mes previo y 87,4% respecto a igual mes de 2024. En tanto, respecto al promedio 2014-24 el alza se modera al 41,1%.

Las mayores liquidaciones fueron impulsadas por la propia estacionalidad del mes y por la vigencia de la rebaja temporal de retenciones que finalizan a fines de este mes (con excepción del trigo y la cebada que se mantienen hasta marzo de 2026).

En este sentido, el dato de **liquidaciones de julio podría alcanzar o ligeramente exceder al de junio dado que en los últimos días de vigencia de la rebaja de retenciones se declararon importantes ventas anticipadas al exterior**

Balance cambiario B.C.R.A.

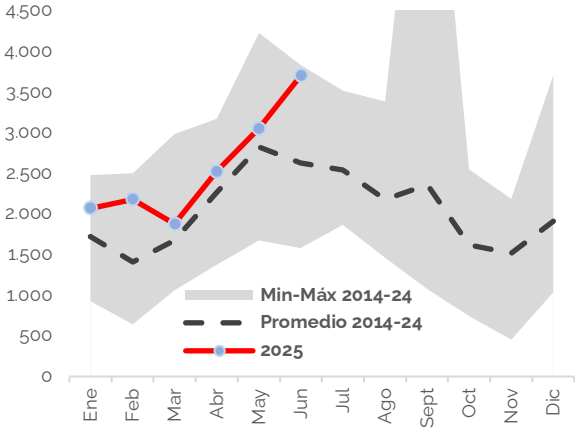
En millones de USD

	2023	2024	Ene-Mayo
(A) Cuenta Corriente Cambiaria (A)=(1)+(2)	-3.581	1.707	-4.837
(1) Bienes y Servicios	6.290	13.802	-1.261
(2) Intereses y Utilidades	-9.872	-12.095	-3.576
(2.1) Intereses netos	-9.534	-11.850	-3.512
Ingresos	827	965	529
Egresos	10.361	12.815	4.040
FMI	*3.017*	*3.098*	*1.206*
Bilaterales y otros Organismos	*2.166*	*2.288*	*882*
Otros Sector Público	*2.072*	*4.269*	*678*
Otros pagos de intereses	*3.106*	*3.160*	*1.274*
(B) Cuenta Capital cambiaria	12	68	40
(C) Cuenta Financiera total	-18.106	4.302	10.492
IED y Portafolio	919	12	-1.728
Préstamos	-5.373	5.513	6.091
FMI	-5.079	927	12.396
OOII	1.134	-2.018	1.938
FAE	-724	2.360	-4.716
Resto	-8.983	-2.493	-3.489
(D) Variación de Reservas Internacionales (D)= (A) + (B) + (C)	-21.675	6.077	5.696

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

Liquidación de divisas agroexportadores

Totales por mes, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

(DJVE) de soja y trigo (cerca de 12millones de toneladas) que deberán liquidarse dentro de los próximos quince días hábiles.

La dinámica de las reservas internacionales influye en las expectativas cambiarias

Luego de la baja el último día de junio (USD1.509 millones) producto del traslado de parte de los encajes al exterior, en las siguientes jornadas las reservas internacionales recuperaron su nivel.

Al cierre de este informe, las reservas internacionales sumaban USD41.733 millones y acumulan en el mes de julio una suba de USD1.782 millones.

En tanto, **el tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a $1.226,92 acumulando una suba del 2,7% en el mes y un alza del 13,8% desde el abandono del antiguo esquema de *crawl*** al 1% mensual (11.4).

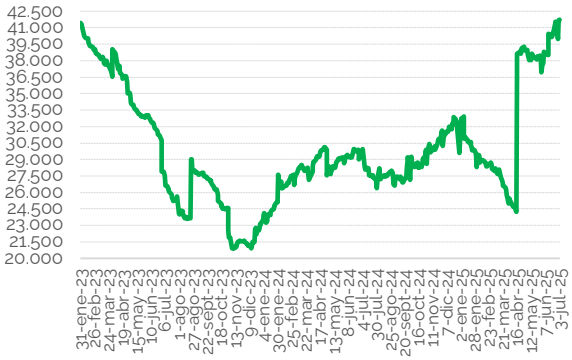
En la última semana de junio se observó una tendencia alcista del dólar que también se trasladó, con mayor intensidad, al mercado de futuros. En este sentido **si bien cotizan por debajo de los límites de la banda superior** para los próximos meses, **en los contratos más largos las brechas se comprimieron y las tasas implícitas en los contratos desde un nivel de TNA34,4% para julio '25 hasta TNA28,2% para el vencimiento mayo '26 (cerca de 5 p.p. respecto a la semana previa).**

Escaso interés en la segunda licitación de BOPREAL del B.C.R.A. en una semana con máximo del tipo de cambio oficial

Este miércoles el **B.C.R.A. realizó la segunda licitación de la serie 4 del BOPREAL 2028 (BPO28) y adjudicó apenas unos USD26**

Reservas internacionales del B.C.R.A.

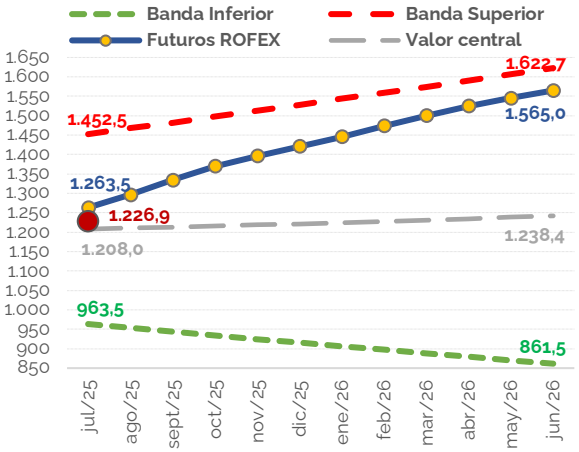
Datos diarios, en mill. de USD



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

Licitaciones de BOPREAL del B.C.R.A.

Datos consolidados Licitaciones BOPREAL	*BOPREAL 2027*	*BOPREAL 2025*	*BOPREAL 2026*	*BOPREAL 2028*
Fecha Primera Licitación	28-12-24	08-02-24	29-02-24	18-06-25
Fecha Última Licitación	31-01-24	22-02-24	23-05-24	02-07-25
Fecha de Vencimiento	31-10-27	30-06-25	30-06-25	31-10-28
Cupón de interés anual	5%	0%	3%	3%
Monto máximo a emitir	USD 5.000 mill.	USD 2.000 mill.	USD 3.000 mill.	USD 3.000 mill.
Monto total ofertado	USD 5.727 mill.	USD 2.610 mill.	USD 2.939,7 mill.	USD 836,1 mill.
Monto total adjudicado	USD 5.000 mill.	USD 2.000 mill.	USD 2.939,7 mill.	USD 836,1 mill.
Cantidad de licitaciones	6	3	9	2

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

millones (comprados con los USD810 millones del pasado 18.6).

La suba del dólar oficial (+3,5%) en las últimas jornadas, desde los $1.1189,33 del viernes 27.6 al máximo de $1.231,33 del miércoles 2.7, **probablemente desalentó la participación de las empresas en la subasta.**

En el comunicado de prensa posterior a la licitación el B.C.R.A. anunció que el próximo 16.7 realizará la última subasta de BOPREAL.

Luego de las dos colocaciones queda un remanente por colocar cercano a los USD2.164 por lo que la estabilidad del tipo de cambio oficial será clave para alentar una mayor participación de las empresas interesadas.

La actividad económica en abril recuperó la caída de marzo y mostró mayor homogeneidad entre sectores

En abril la actividad económica, medida por el EMAE**, registró alzas del 1,9% mensual en la medición sin estacionalidad y del 7,7% con estacionalidad respecto de igual mes de 2024, la mayor desde junio del año 2022.**

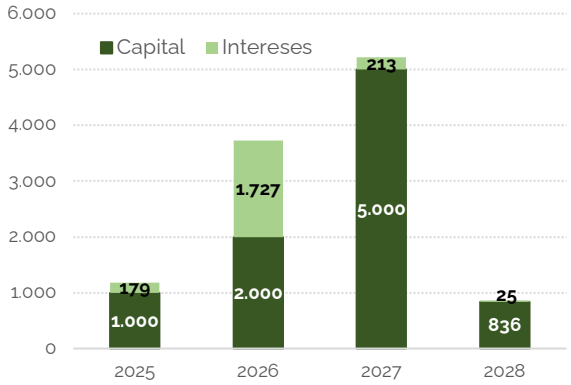
De este modo, el nivel de actividad del primer cuatrimestre (152,2 puntos) se ubica un 2,6% por encima del nivel de noviembre de 2023 y un 6,6% respecto a igual período de 2024.

Al analizar la dinámica de la actividad a nivel sectorial, **continúa la recuperación a nivel generalizado: de los 15 sectores que componen el indicador, 12 registraron crecimiento y los restantes 3 caídas** respecto a abril de 2024. Se trata del mejor registro a nivel sectorial desde noviembre de 2022.

Entre los sectores que registraron la mejor performance se destacaron: Intermediación

Perfil de vencimientos BOPREAL

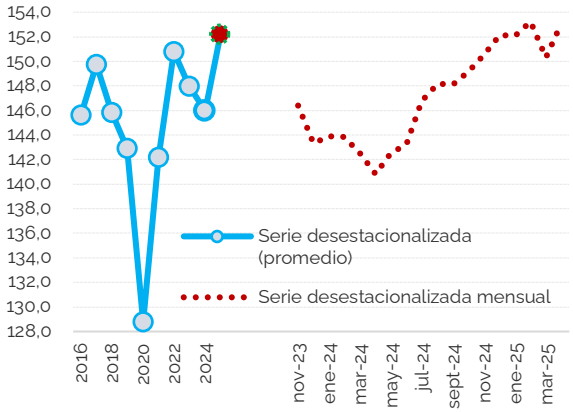
Datos por año, en millones de USD



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

Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)

Serie desestacionalizada por año(*) y mes



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

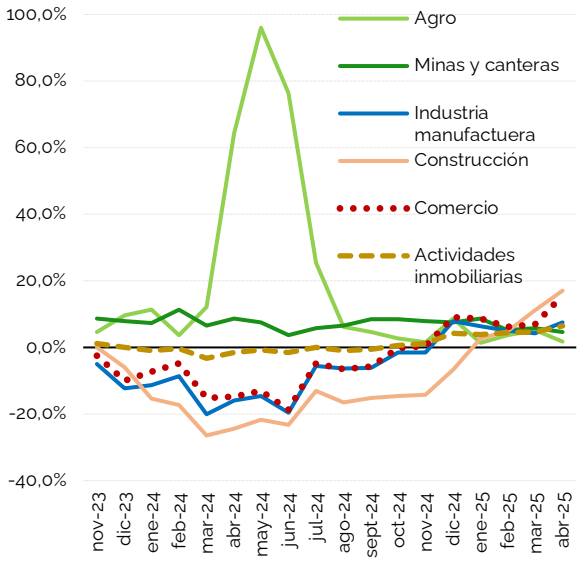
FUENTE: @SuramericanaV en base a I.N.D.E.C.

Financiera (28,4%), Construcción (17,1%) y Comercio mayorista, minorista y reparaciones (15,6%). En tanto que los peores desempeños correspondieron a Pesca (-20,2%), Electricidad, gas y agua (-3,4%) y Administración pública y defensa (-0,9%). **Por cuarto mes consecutivo, desde marzo de 2023, la Construcción registró un alza interanual, acelerando al 17,1% en abril vs el 9,9% de marzo.**

Para el año 2025, **si se "congelara" el nivel de actividad de abril pasado, el crecimiento del PIB tendría un piso garantizado del 4,2%** ("arrastre estadístico"**), algo todavía inferior al registrado en el año 2022 (revisado del 5,3% al 6% al publicarse la semana previa los datos al primer trimestre de 2025) y al previsto en el escenario macroeconómico con el FMI (5,5%).**

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.

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES(*)

(*) cierres al jueves 3.7

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año
FED	4,33%	0	0
1M	4,35%	16 pbs	-5 pbs
3M	4,42%	3 pbs	5 pbs
6M	4,34%	8 pbs	10 pbs
1Y	4,07%	10 pbs	-9 pbs
10Y	4,35%	6 pbs	-23 pbs

Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año
Oro	3.342,90	2,1%	27,1%
Petróleo	67,00	2,3%	-6,6%
Gas Natural	3,41	-8,8%	-6,2%
Trigo	151,52	6,1%	1,0%
Maíz	135,46	4,7%	-4,7%
Soja	285,56	2,1%	5,1%

Monedas		Var. Sem	Var. Año
	1,1754	0,5%	13,0%
	1,3644	20,0%	8,7%
	145,01	0,2%	-7,6%
	7,1679	0,0%	-1,8%
	5,4099	-1,2%	-12,4%
	1231,00	3,6%	19,4%

Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año
Dow Jones	44.828,53	2,3%	5,4%
S&P 500	6.279,35	1,7%	6,8%
NASDAQ	20.601,10	1,6%	6,7%
Shenzhen	10.534,58	1,5%	1,2%
IBOVESPA	140.927,86	3,0%	17,2%
S&P BYMA	2.078.160,80	1,8%	-18,0%

Tasas Argentinas	TNA	TEA	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		699	64 pbs
LEFI B.C.R.A.	29,00%	33,63%	-407 pbs
Caución 1d	23,07%	25,94%	-1590 pbs
BADLAR Priv.	32,69%	38,10%	101 pbs
TAMAR Priv.	34,19%	40,10%	178 pbs
PF Personas	33,09%	38,61%	152 pbs

Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
CCL	1.235,41	3,3%	4,0%
MEP	1.236,29	3,8%	5,3%
Turismo	1.594,99	3,1%	18,8%
BCRA	1.226,92	3,1%	18,8%
ROFEX Nov '25	1.422,00	3,8%	12,0%

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.