



Informe semanal

Semana del 26 de mayo

• Licitación Tesoro en pesos y USD •

• Segunda revisión programa EFF FMI •

• Consumo masivo Marzo

• Dólar y reservas B.C.R.A.

EDITORIAL

Por dónde va Argentina

En los primeros cinco meses del año las colocaciones del Tesoro permitieron retirar del mercado \$10,3 billones de los \$12,4 billones emitidos por el BCRA en tal período para comprar divisas al sector privado en el mercado de cambios. Esto quiere decir que solo una parte pequeña de la acumulación de reservas termina siendo de hecho comprada con emisión monetaria, habiendo sido la mayor parte de las reservas del año compradas con emisión de deuda pública en el mercado local, a un costo de interés real dentro de rangos razonables. Sin embargo, la inflación se ha mantenido alta, lo que muestra la baja capacidad de la economía para re-monetizarse en un contexto de debilidad de la demanda de dinero por motivos transaccionales con una actividad económica urbana débil.

El frente financiero mostró en la semana noticias positivas, que lo distancian del frente de la economía real en las áreas urbanas. El FMI sigue dando muestras de flexibilidad para apoyar el programa financiero del Gobierno y esperamos que así continúe la situación.

Continuamos proyectando estabilidad cambiaria en los meses próximos, sin una expectativa de grandes sobresaltos hasta las elecciones legislativas en EEUU.

Este Semanal analiza todos estos asuntos. Que disfruten de la lectura y del fin de semana.

ECONOMÍA RENOVÓ LOS VENCIMIENTOS DEL MES Y CONTINUÓ CON SU OBJETIVO DE FINANCIAMIENTO EN DÓLARES EN EL MERCADO LOCAL. REVISIÓN DEL FMI IMPLICA NUEVO DESEMBOLOSO Y SUPUESTOS DEL PROGRAMA MUY EXIGENTES DE CARA A 2027. EL DÓLAR INTERRUMPE CUATRO MESES DE BAJA EN MAYO CON COMPRAS RÉCORD DEL B.C.R.A.



En la última licitación del mes el Tesoro renovó todos los vencimientos y buscó seguir alargando el plazo de emisión de los instrumentos. Mayor emisión de bonos en dólares en el mercado local permitió obtener un total cercano a los USD3.300 millones para atender vencimientos del 9.7

Este miércoles el Tesoro colocó instrumentos por valor de \$12,6 billones frente a vencimientos por unos \$11 billones y obtuvo un refinanciamiento (*roll-over*) del 114,4% que significó una “absorción” de liquidez por unos \$1,6 billones.

En la licitación se ofreció un menú de seis instrumentos que incluyó dos nuevas letras *dollar-linked* a fines de julio 2026 y 2027, una nueva LECAP a mediados de septiembre, la reapertura del bono vinculado a la tasa TAMAR con vencimiento en agosto de 2028 y las reaperturas de los Boncer con vencimiento en marzo y septiembre 2027.

Resultados licitación de la Secretaría de Finanzas del 27.5

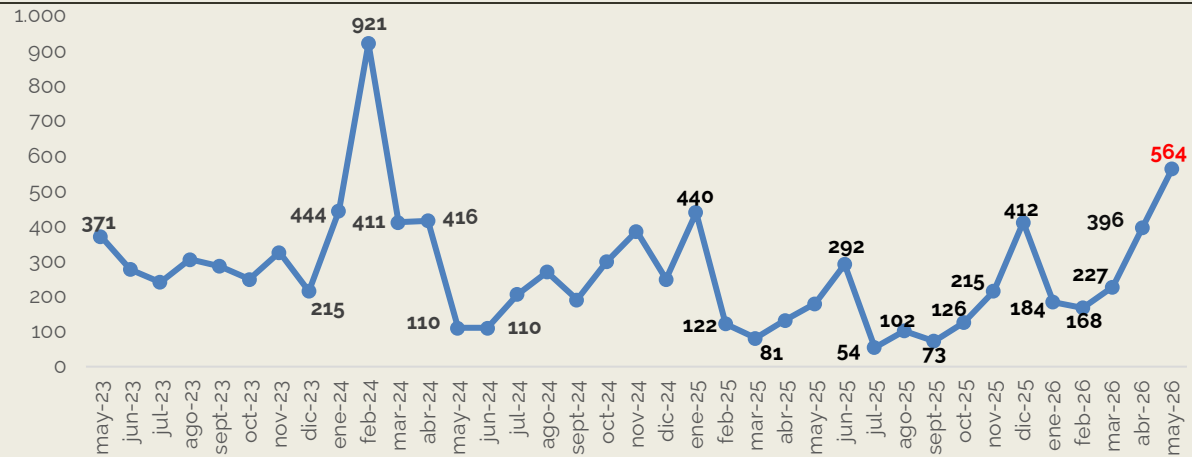
Instrumentos	Fecha de Vencimiento	Plazo de Emisión (días)	Valor Emitido (mill de pesos)	Valor Efectivo (mill de pesos)	Tasa de corte (T.E.A.)	Participación por instrumento
Licitación 27.5						
Nueva Letra DL Vto 31.07.26 (D31L6)	31/7/26	63	USD 538	749.518	6,01%	6,0%
Nueva LECAP Vto 15.09.26 (S15S6)	15/9/26	109	5.156.402	5.156.402	26,68%	41,0%
Reap. BONCER Vto 31.03.27 (TZXM7)	31/3/27	306	255.299	535.120	CER+2,0%	4,3%
Nueva Letra DL Vto 31.07.26 (D31L7)	31/7/27	428	USD 787	1.059.797	5,50%	8,4%
Reap. BONCER Vto 30.09.27 (TZXS7)	30/9/27	489	1.308.333	1.304.408	CER+5,06%	10,4%
Reap. Bono USD 6% Vto. 29.10.27 (AO27)	29/10/27	518	USD 305	436.994	USD 5,12%	
Reap. Bono TAMAR Vto 31.08.28 (TMG28)	31/8/28	825	3.762.842	3.762.842	35,53%	29,9%
Reap. Bono USD 6% Vto. 31.10.28 (AO28)	31/10/28	886	USD 250	333.998	USD 8,49%	
Totales		395(*)	11.240.752	12.568.087		100,0%
Vencimientos				10.989.932		
Financiamiento Neto				1.578.154		

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECOM

La tasa de corte la LECAP fue del 26,68% lo que implica una tasa efectiva mensual del 1,99% en tanto que en el bono a tasa TAMAR al 2028 la tasa fue del 35,53%, equivalente a una tasa mensual del 2,57%. En los títulos CER la tasa real fue del 2,0% (vs 6,87% hace dos meses atrás) y 5,06% (vs 5,04% en licitación previa), respectivamente.

Plazo promedio ponderado de los instrumentos emitidos

En días, considerando la totalidad de las licitaciones por efectivo



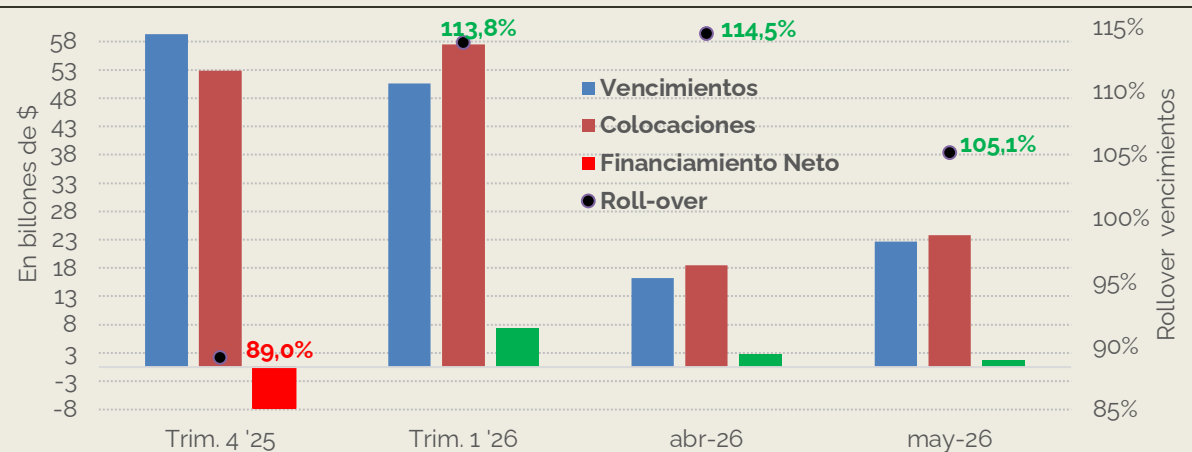
FUENTE: @SuramericanaV en base a MECOM

Luego de esta licitación el Tesoro logró aumentar el plazo promedio de los instrumentos emitidos durante el mes de mayo (564 días) respecto al mes previo (396) y se alcanzó así el mayor valor desde febrero de 2024 (921 días).

La tasa de refinanciamiento en mayo alcanzó el 105,1% comparado con el 114,5% de abril. En los primeros cinco meses del año las colocaciones del Tesoro permitieron retirar del mercado unos \$10,3 billones y compensar la expansión monetaria del B.C.R.A. por sus compras de divisas al sector privado en el mercado de cambios (unos \$12,4 billones).

Vencimientos, colocaciones y roll-over

Por trimestre y últimos dos meses. En billones de \$ y en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECOM

En la última licitación del mes de mayo el Tesoro volvió a ofrecer los bonos denominados y pagaderos en dólares estadounidenses con vencimiento en octubre de 2027 y 2028 por hasta USD305 y 250 millones, respectivamente. Se recibieron ofertas por USD629 millones, de los cuales se adjudicaron el máximo previsto de USD350 millones al 5,12% y

8,49% anual (lo que implicó misma tasa para el 2027 y 6 pbs menos respecto a la licitación de mediados de mes para el emitido a 2028). El jueves, día siguiente a la licitación, se habilitó la “segunda vuelta” donde se adjudicaron otros USD205 millones entre ambos instrumentos al precio de corte (igual tasa de rendimiento) del día anterior.

De esta forma, a la fecha el Tesoro logró captar unos USD3.283 millones en el mercado local para financiar los pagos (unos USD4.200 millones) del próximo 9.7 de los bonos reestructurados en 2020.

Durante junio el Tesoro afrontará vencimientos por unos \$28 billones, con la próxima licitación prevista para el miércoles 10 de junio.

EL Directorio del FMI aprobó la segunda revisión del programa EFF 2025 y actualizó las proyecciones y metas cuantitativas como así también los supuestos de financiamiento externo. En la semana ingresaron los fondos del desembolso previsto (cerca de USD1.050 millones) a las reservas del B.C.R.A.

Luego de la aprobación por el Directorio del FMI (el pasado jueves 21.5), se publicó el viernes pasado el *Staff Report* correspondiente a la segunda revisión del programa EFF 2025. Se reproduce a continuación un cuadro, de elaboración propia, que compila los principales supuestos macroeconómicos junto a las metas cuantitativas del programa (superávit primario y acumulación de reservas netas) tomando como referencia ambos documentos: al inicio del programa (abril '25) y luego de la segunda revisión (mayo '26).

Escenario Macro Programa EFF 2025 del FMI

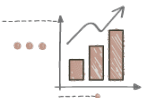
Proyecciones años 2025 a 2029. A la firma del acuerdo y en 2da revisión

Variables	Fecha Staff Report	2025	2026	2027	2028	2029
Crecimiento PIB (var. % a/a)	Abril '25	5,5	4,5	4,0	3,2	3,1
	Mayo '26	4,4	3,4	4,0	3,8	3,5
Inflación (fin período) (var. % a/a)	Abril '25	18-23	10-15	7,5	7,5	7,5
	Mayo '26	31,5	25,0	12,5	7,5	7,5
Superávit primario (% del PIB)	Abril '25	1,3	2,2	2,5	2,5	2,5
	Mayo '26	1,4	1,4	1,4-1,8	2,0	2,3
Cuenta Corriente (% del PIB)	Abril '25	-0,4	-0,3	0,2	0,6	1,1
	Mayo '26	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	-0,4
Cambio en Reservas netas ^(*) (Miles de millones de USD)	Abril '25	4.000	8.000	12.500	16.000	19.000
	Mayo '26	-12.100	10.000	11.000	17.000	23.100,0
Stock de Reservas brutas ^(**) (Miles de millones de USD)	Abril '25	47.700	56.400	67.300	79.300	91.200
	Mayo '26	27.600	36.100	44.400	56.500	72.200

(*) De acuerdo a como se define en el Memorandum (MTU), no se incluyen los cambios en las RIN por desembolsos del FMI

(**) Excluye la porción no activada del swap con el Banco Popular de China (cerca de USD13.000 millones)

FUENTE: @SuramericanaV en base a F.M.I.



En relación con **las proyecciones de crecimiento e inflación para 2026** se observa una **reducción al 3,4%** (vs 4,5% a la firma del programa y también luego de primera revisión en Ago '25) mientras que la **inflación subió al 25%** (vs 10-15% a la firma del programa y 7-12% luego de primera revisión). **Respecto al sector externo, se proyecta ahora un sendero de gradual reducción del déficit de cuenta corriente desde un nivel más alto que alcanzaría el 0,8% en 2026 y el 0,4% en 2029** (vs -0,3% en 2026 y +1,1% en 2029 al inicio del programa).

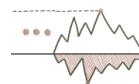
En tanto, las proyecciones y metas cuantitativas referidas al nivel de superávit primario y de cambio (acumulación) en las reservas internacionales netas del B.C.R.A. también fueron revisadas. **El sendero de superávit primario es ahora “menos exigente” que al inicio del programa:** 1,4% en 2026 (vs 2,2%) y elevación gradual hasta el 2,3% máximo en 2029 (antes se preveía un 2,5% desde 2027 al 2029). **Luego del sensible desvío (e incumplimiento) en la meta de acumulación de reservas netas en 2025 (-USD12.100 millones observado vs meta de +USD4.000 millones) en 2026 se asume un valor de +USD10.000 millones (aunque la meta cuantitativa se mantiene en USD8.000 millones) y buena parte del desvío de 2025 se iría recomponiendo a partir de 2027 (se proyecta que hasta 2029 se acumulen reservas netas por unos USD51.100 millones).**

Recordemos que **en la definición de reservas netas del FMI se excluyen los fondos desembolsados al país por el organismo (USD15.700 millones al 28.5)** por lo que aún si el Gobierno “sobrecumpliera” la meta cuantitativa (USD8.000 millones) para 2026 el país seguiría teniendo reservas negativas por unos USD1.800 millones al culminar el año.

Esta aclaración se torna relevante dado que **varios analistas y consultoras realizan su propia estimación de las reservas netas sin excluir los desembolsos del FMI, en esos cálculos las reservas netas eran positivas en unos USD4.120 millones al 28.5. En este cálculo, a las reservas brutas (USD48.511 millones) se le restan los encajes (USD 15.754 millones), el swap con el Banco Popular Chino (USD19.194 millones), créditos con el Banco de Basilea (BIS) por USD1.042 millones y los repos celebrados por el BCRA con vencimiento en el próximo año (USD8.042 millones).**

Otro componente relevante del documento se refiere a los **supuestos de financiamiento externo** que conseguiría el país tanto por parte de acreedores oficiales (Banco Mundial, BID, etc.) como de acreedores privados, lo que implica en este último caso volver a acceder a los mercados internacionales de deuda (última emisión en enero de 2018).

Respecto a los **acreedores oficiales no hay cambios en el supuesto de financiamiento neto del período 2027-2029 (+USD8.100 millones)** sino ajustes en el ritmo de desembolsos.





Supuestos de financiamiento externo oficial y de deuda privada

A la firma del acuerdo y luego de segunda revisión

Variables	Fecha Staff Report	2026	2027	2028	2029	2030
Financiamiento oficial neto (excluye FMI, miles de mill. USD)	Abril '25	2.000	2.100	2.000	2.000	2.000
	Mayo '26	300 ^(*)	1.600	1.900	2.100	2.500
Financiamiento privado (bonos y préstamos con garantía, miles de mill. de USD)	Abril '25	4.000	5.000	5.000	6.000	6.000
	Mayo '26	5.400	8.000	10.000	12.000	12.000
Spread de emisión (en puntos básicos, bps)	Abril '25	500	450	450	450	450
	Mayo '26	500	450	400	350	350
Plazos de emisión (en años)	Abril '25	7	7	7	7	7
	Mayo '26	7	7	7	7	7

(*) El documento asume flujos de Mayo a Diciembre 2026 vs año completo en ocasión de la firma del acuerdo en Abril '25

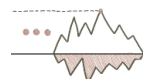
FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

Respecto al re acceso a los mercados de deuda, se supone unos USD5.400 millones en 2026 y otros USD8.000 millones el próximo año y montos aún más significativos hacia 2028-30 (total de USD34.000 millones para este trienio).

Se asume un *spread* de emisión de 500 pbs para este año (equivalente a una tasa cercana al 9,5% anual) que luego disminuiría a 450 pbs (similar al *spread* promedio observado que el país tuvo durante 2016-2018), en ambos casos con instrumentos a un plazo de emisión de siete años.

Tanto los supuestos macroeconómicos como de financiamiento externo del programa parecen querer resolver “el conflicto implícito” entre el apoyo político extraordinario que significó en 2025 otorgar un préstamo adicional a un país que ya contaba con acceso excepcional a la entidad (iniciado en 2018 con un programa de USD51.000 millones del que se desembolsaron unos USD44.500 millones) y la justificación “técnica” del staff del organismo para poder proceder con un nuevo programa por USD20.000 millones (del que al inicio se desembolsó un inédito 60% del total otorgado y que luego de esta segunda revisión acumuló ya el 75% aprobado, es decir unos USD15.700 millones).

La negativa del Gobierno en 2025 a acumular reservas (lo que hubiera significado un menor ritmo de desinflación y un tipo de cambio mayor) agravó la inconsistencia del programa inicial. Así, ahora se requiere un mayor ritmo de acumulación de reservas y un acceso más voluminoso de acceso al mercado de deuda internacional, condiciones que serán muy difíciles de cumplir en un año electoral como el 2027.





El tipo de cambio cierra mayo por encima de los \$1.400 e interrumpiría cuatro meses consecutivos en baja. El BCRA efectuó una compra récord este jueves (USD447 millones) y podría llegar a superar el monto de compras acumulado en abril (USD2.770 millones) a falta de dos jornadas cambiarias del mes

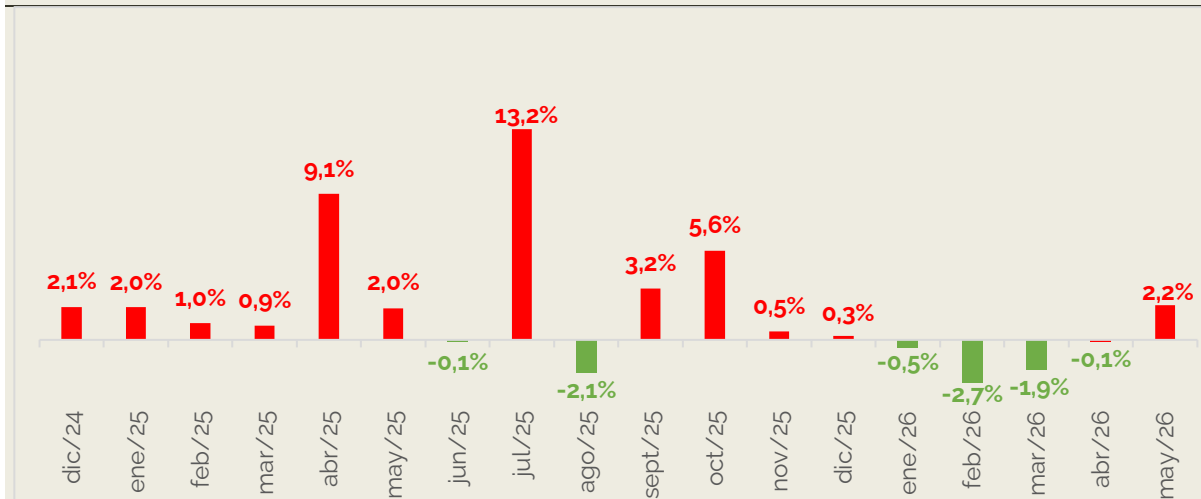
El tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a \$1.411,4 unos \$18 por encima de la semana previa (+1,2%) y a falta de dos jornadas acumula en mayo una suba del 2,2% interrumpiendo cuatro meses consecutivos de bajas y registrando la mayor alza desde octubre de 2025 (+5,6%).

A pesar de esta suba del tipo de cambio, al 28.5 se acumula una baja nominal del 3% durante 2026 (con una inflación acumulada del 12,3% al mes de abril pasado).

En tanto, en el mercado de futuros todos los contratos cotizaron por amplio margen debajo de las bandas cambiarias con rangos de TNA19,22% para fines de junio y de TNA 24,2% para fines de diciembre de 2026 (que cotizó a \$1.612 este jueves).

Evolución mensual del tipo de cambio oficial A3500

Variación mensual, en %



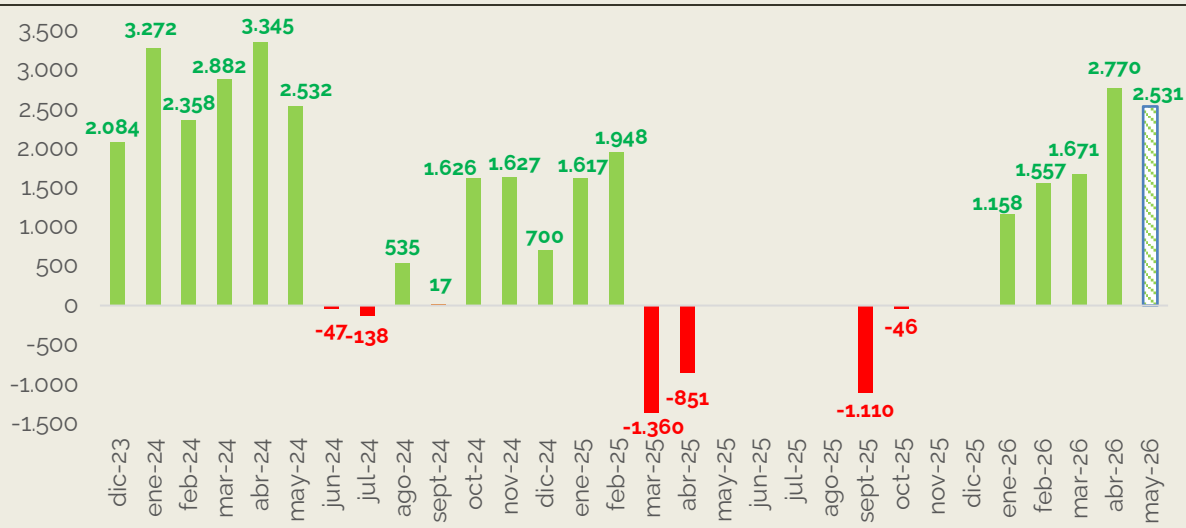
FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA y ROFEX

Por su parte, el BCRA continuó con sus compras de divisas en el mercado de cambios y este jueves efectuó la mayor compra diaria (USD447 millones) desde el pasado 10.4 (USD458 millones) y acumula en mayo un total de USD2.531 millones a falta de dos jornadas. Así, el mes podría cerrar por encima de las compras de abril pasado (USD2.770 millones) impulsadas por las liquidaciones de la cosecha gruesa y de los endeudamientos financieros de provincias y empresas.



Saldo intervención del BCRA en el mercado de cambios

Valores por mes, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA y ROFEX

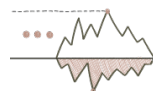
Con datos al 28.5 las compras del BCRA totalizaban USD9.686 millones por lo que al cerrar mayo se alcanzarían los USD10.000 millones que había anunciado la entidad a principios de año. El desafío será trasladar este mayor volumen de compras en crecimiento de las reservas brutas y netas: a igual fecha las brutas subían USD7.344 millones y las netas cerca de unos USD5.000 millones.

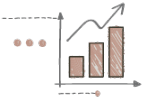
En este sentido, debe destacarse que el próximo domingo 31.5 se producirá el vencimiento de la última cuota de capital del Bopreal 2026 (BPY26) que, junto al pago del cupón de interés, implicará una caída en las reservas netas el primer día hábil de junio por unos USD1.008 millones (las reservas brutas caerán en una fracción menor dado que el grueso de los tenedores son locales y recibirán los dólares en sus cuentas en el sistema financiero, aumentando así el nivel de encajes que se computan en las reservas).



Los indicadores de ventas ligadas al consumo masivo de los hogares mostraron en el mes de marzo pasado una aceleración en el ritmo de sus caídas respecto a un año atrás y siguen en terreno negativo durante 2026

El pasado viernes informó las cifras de los principales puntos de venta de consumo masivo que registraron nuevos retrocesos, en valores constantes, respecto a un año atrás y con aceleración en el ritmo de sus caídas. En el caso de las ventas en supermercados cayeron 5,1% luego de la baja del 3,1% del mes previo. En tanto, se también se aceleró la merma de ventas en los Autoservicios mayoristas que bajaron 7,2% (vs -1,2% en febrero). Por su parte, los Centros de Compra continuaron su retroceso iniciado en junio de 2025 y

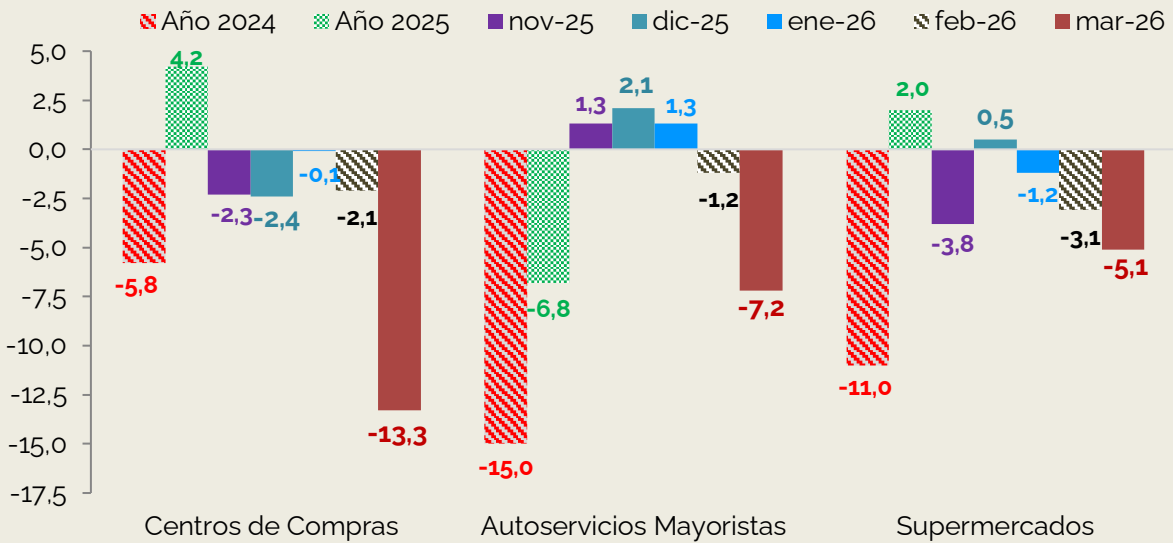




tuvieron su mayor retroceso mensual desde abril de 2024 al caer 13,3% (comparado con el -2,1% de febrero).

Ventas en Grandes Centros de Consumo

Var % interanual - en precios constantes -



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

En tanto, al considerar el **acumulado del primer trimestre de 2026 se confirma el deterioro de las ventas en todos los canales: Supermercados (-3,1%), Autoservicios Mayoristas (-2,6%) y Centros de Compras (-5,7%).**

Por otra parte, también la semana pasada el INDEC difundió la **“Encuesta de Tendencia de Negocios”** del INDEC, que ofrece datos cualitativos sobre las perspectivas de los empresarios del sector que **mostró, con datos a abril, un nuevo registro negativo (-4,4%) del indicador de confianza empresarial (ICE) que se inició desde febrero pasado.**

Resumen mercados internacionales^(*)

(*) cierres al jueves 28.5

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año
FED	3,64%	0	0
1M	3,72%	0	-2 pbs
3M	3,69%	1 pbs	2 pbs
6M	3,79%	0	20 pbs
1Y	3,80%	-6 pbs	32 pbs
10Y	4,45%	-11 pbs	27 pbs

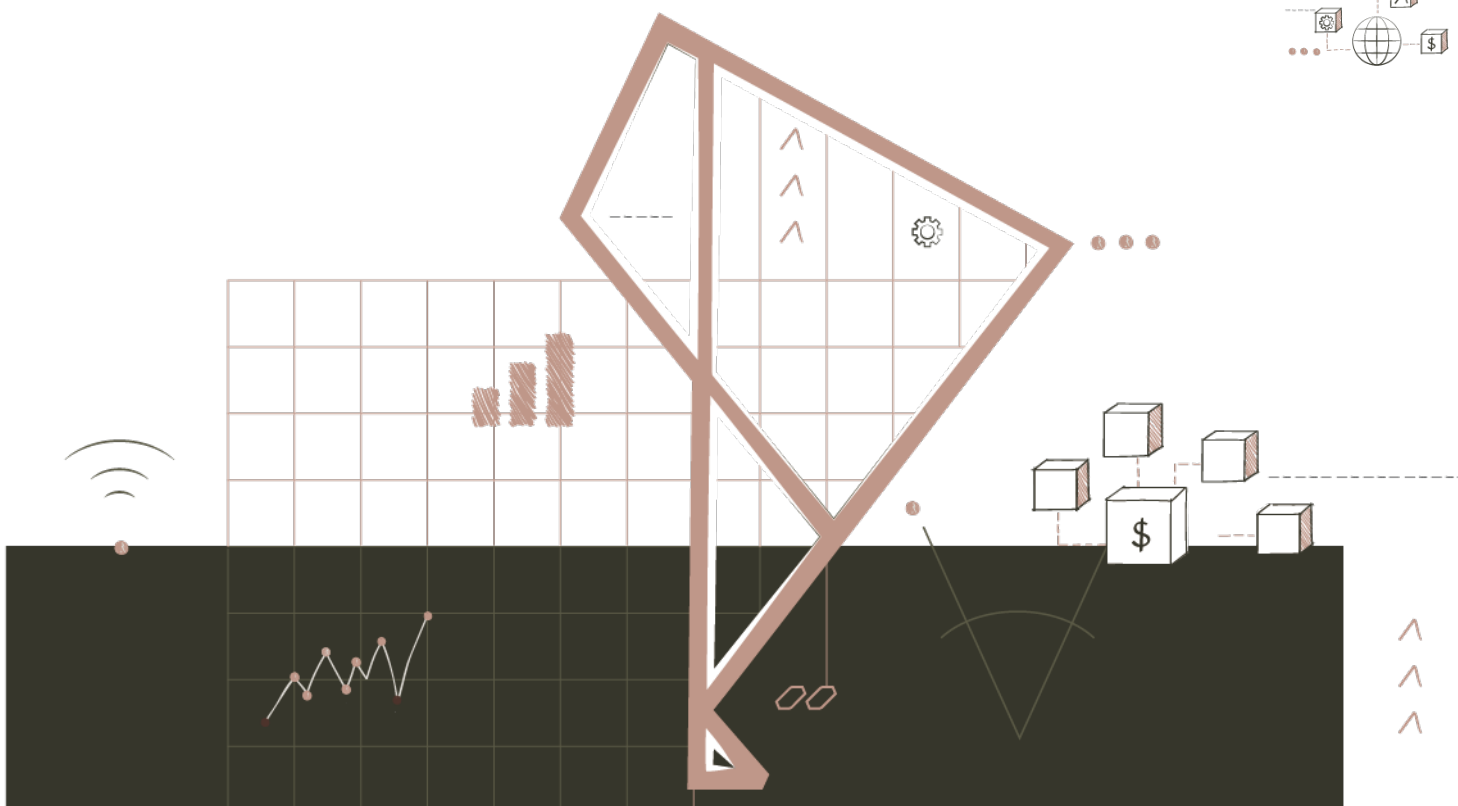
Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año
Oro	4.527,30	0,1%	4,7%
Petróleo	88,53	-8,4%	54,2%
Gas Natural	3,30	13,6%	-10,4%
Trigo	169,82	-3,4%	23,1%
Maíz	141,43	-1,5%	3,6%
Soja	325,43	-0,1%	16,0%

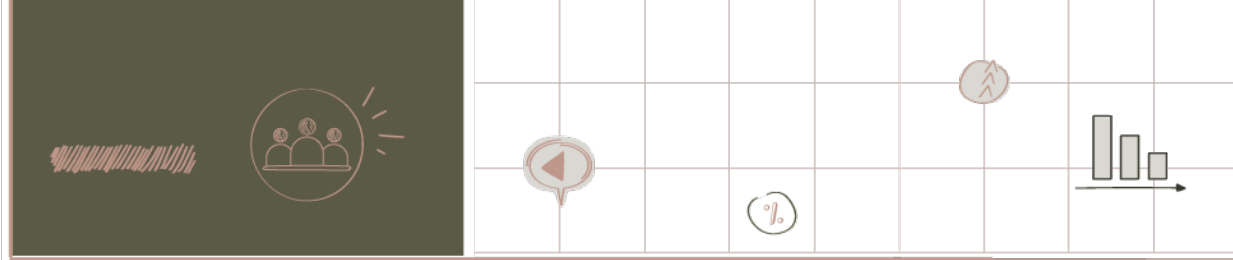
Monedas		Var. Sem	Var. Año
	1,1650	0,2%	-0,8%
	1,3436	0,0%	-0,2%
	159,21	0,1%	1,8%
	6,7791	-0,3%	-3,1%
	5,0314	0,3%	-8,1%
	1412,25	1,6%	-2,7%

Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año
Dow Jones	50.668,97	0,2%	5,4%
S&P 500	7.563,63	1,2%	10,5%
NASDAQ	26.917,47	2,2%	15,8%
Shenzhen	15.736,47	0,9%	16,4%
IBOVESPA	175.063,41	-0,7%	8,7%
S&P BYMA	3.089.496,72	8,1%	1,2%

Tasas Argentinas	TNA	TEA	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		494	-67 pbs
Caución 1d	19,64%	21,69%	-7227 pbs
BADLAR Priv.	21,56%	23,85%	-639 pbs
TAMAR Priv.	22,06%	24,44%	-657 pbs
TM20 Priv.	21,56%	23,85%	-639 pbs
PF Personas	22,81%	25,36%	-767 pbs

Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
CCL	1.488,42	1,0%	-2,9%
MEP	1.435,79	0,6%	-3,6%
Turismo	1.834,83	1,3%	-3,0%
BCRA	1.411,41	1,3%	-3,0%
ROFEX Dic '26	1.612,00	-0,4%	-14,9%





Equipo de trabajo



Fundador:

Martín Guzmán

Elaboración del informe:


Martín Guzmán, Guillermo Hang, Ramiro Tosi

Economista líder del Informe: Ramiro Tosi

Editorial: Martín Guzman

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.

SUR
AMERICANA

 +54 9 2216 00 5547

 info@suramericanavisio

