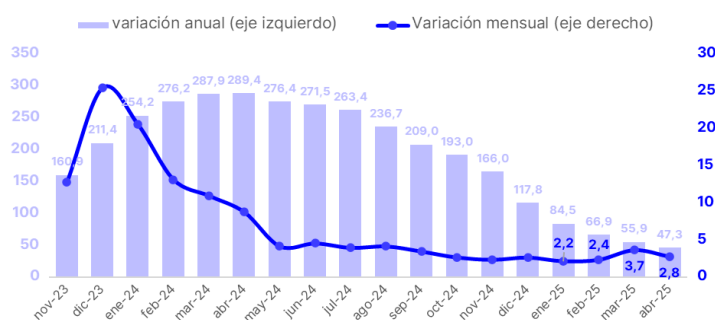


INFORME SEMANAL

Semana #20/2025 | 16 de mayo de 2025 | Tiempo de lectura: 20m

1/ LO "BARATO" ESTÁ SALIENDO CARÍSIMO

Índice de Precios al Consumidor (IPC). Nivel general. Variaciones mensuales y anuales.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

El IPC del mes de abril arrojó una variación mensual del 2,8%. En principio es una buena noticia: 0,9 puntos menos que el registro de marzo. Mucho se especuló sobre el impacto que tendría en los precios la **modificación del esquema cambiario que comenzó a regir desde el 14 de abril y que implicó una devaluación mensual del 9%** aproximadamente en el mes, sepultando la política de *crawling peg* de 1% sostenida desde principios de año. **Un salto discreto, poco discreto.**

La principal incertidumbre tras la liberación parcial del cepo cambiario, contemplada en el nuevo esquema de bandas y vinculada al reciente acuerdo con el FMI por 20.000 millones de dólares, giraba en torno al **valor de estabilización del dólar; sin embargo, la devaluación resultó menor a lo anticipado y el pass-through se mantuvo relativamente controlado.** Devaluar con respaldo en dólares pareció resultar más efectivo que sin él.

No obstante, **la expectativa de una devaluación más pronunciada, ante la posibilidad de mayores exigencias del FMI, pareció internalizarse en el IPC de marzo (3,7%),** que superó las previsiones del mercado y coincidió con una consistente pérdida de reservas del BCRA, incluyendo una venta cercana a los 400 millones de dólares el día del anuncio del acuerdo; así, **la devaluación más moderada posterior tuvo un menor impacto en precios. Una vez más,**

EN DOS MINUTOS

1/ Lo "barato" está saliendo carísimo

La inflación de abril marcó un 2,8% sorprendiendo a todos los pronósticos que la ubicaban arriba de 3%. Alimentos desaceleró a la mitad del mes pasado y estacionales también descendió desde el 8,4% a casi un 2%. La no sorpresa: la mano visible del gobierno que efectuó el mayor freno al aumento de tarifas y otros precios regulados en lo que va de la era Milei. Entre intentar controlar la inflación y continuar con la corrección de los precios relativos, al igual que todos los gobiernos desde hace 20 años, se optó por la primera.

2/ La sal no sala

Los salarios del sector registrado anotaron en marzo una caída en términos reales de -1,2%, el peor dato desde los inicios del gobierno de Milei. La caída del salario registrado, a diferencia de otras oportunidades, se explica casi totalmente por lo sucedido en el sector privado en donde el dato de marzo presenta una caída de -1,5% mientras el sector público apenas un -0.4%. Con la intención y efectivización de fijar un techo bajo a las paritarias, los salarios aparecen como una nueva ancla inflacionaria dentro del programa del gobierno.

3/ Adiós a las anclas

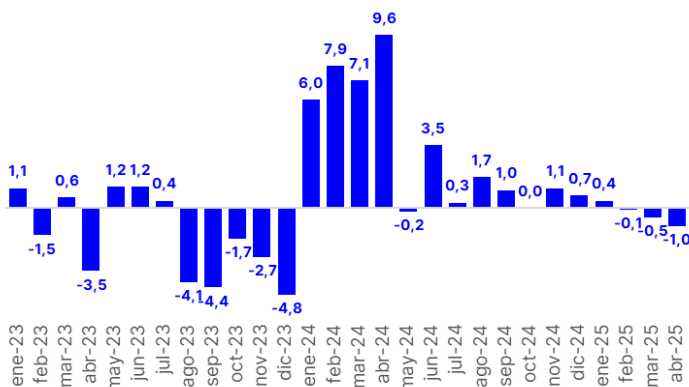
El principio de acuerdo entre EE.UU. y China empujó hacia arriba las cotizaciones de los activos financieros a nivel global y Argentina no fue la excepción. La calificación crediticia del país aumentó pero no lo suficiente como para salir a tomar deuda en condiciones sostenibles. Con canjes de por medio, la licitación de la semana logró superar la prueba del primer paredón de vencimientos en pesos del año. Mientras tanto, las reservas para cumplir con la meta del FMI siguen sin aparecer y se habla de un Repo y la emisión de un título *peso-linked* que se suscriba en dólares. El punto Anker se desvaneció y la Base Monetaria, al igual que otros agregados monetarios, se "desancló".

en Argentina se remarca dos veces: primero con la expectativa y después con la convalidación del ajuste cambiario.

Volviendo al IPC de abril, detrás del 2,8% se presentan varias cuestiones. En primer lugar, **se destaca la desaceleración en el rubro de alimentos (principal componente del índice) que se redujo a la mitad respecto a marzo** (de 5,9% a 2,9%). Esto seguramente tendrá una **incidencia positiva en el cálculo de la canasta básica alimentaria que, a su vez, repercute en el cálculo de la pobreza e indigencia**. En segundo lugar, **la inflación núcleo se ubicó en 3,2%, sensiblemente por encima del nivel general**. Este número resulta llamativo no sólo porque el equipo económico se encargó de repetir desde hace casi un año que la núcleo (y no el nivel general) era el indicador a tener en cuenta a la hora de evaluar el desempeño inflacionario sino, y sobre todo, porque **desde septiembre, con *crawling peg* primero al 2% y luego al 1%, la inflación núcleo crece a un ritmo mensual que ronda el 3% mensual**.

Adicionalmente, **la inflación de abril tuvo dos grandes "ayudas"**. La primera fueron los **precios estacionales, que en marzo habían subido un 8,4% (impulsado por un aumento del 21% en el rubro de educación) y en abril desaceleraron fuertemente hasta marcar 1,9%**. Incluso en el IPC que calcula la Dirección de Estadísticas de la Ciudad de Buenos Aires (el IPC-CABA), el rubro estacionales registró en abril una caída de -1,1%.

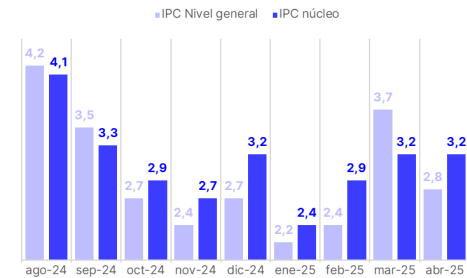
Diferencia entre las variaciones de los precios regulados y el nivel general del IPC. Puntos porcentuales.



Fuente: Vectorial, a partir de datos de INDEC.

La segunda ayuda provino de **la mano visible del gobierno**. En abril, **los denominados "precios regulados" (básicamente, tarifas de servicios públicos que define el gobierno) crecieron apenas un 1,8%**. A modo de ejemplo, durante abril el precio de la nafta descendió 4% lo que impactó a la baja en el total de precios regulados. De esta manera, **abril se convirtió en el mes en donde las tarifas y otros regulados registraron el menor aumento de la era Milei**. Para encontrar aumentos similares de esa categorías de precios hay que retrotraerse hacia fines del año 2021 en donde, vale aclarar, el ritmo de inflación mensual era solo unas décimas mayor al dato de abril de 2025. El gráfico muestra la diferencia entre las variaciones de la categoría "regulados" y el nivel general del IPC.

Índice de Precios al Consumidor (IPC). Nivel general y núcleo. Variaciones mensuales.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

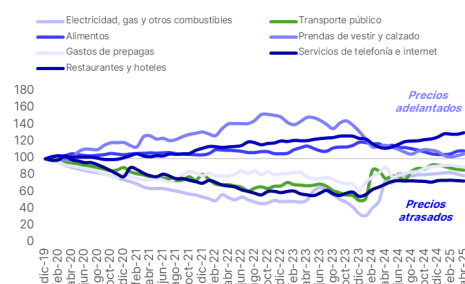
Los valores positivos indican aumentos de regulados superiores al incremento del nivel general de precios. Por el contrario, valores negativos indicarían cuán “pisados” se encuentran los precios regulados. En abril de 2025 se registró el valor negativo más importante desde enero de 2024.

Esta movida expresa un dilema concreto. Por un lado, “pisar” el aumento de tarifas de servicios públicos y bienes regulados contribuye a lograr un número de inflación más bajo en el mes. Por el otro lado, **interrumpe el proceso de alineación y corrección de los precios relativos de la economía.** En efecto, las tarifas de los servicios públicos constituyen el conjunto de precios que más rezagado se encuentra en relación a otros precios de la economía. Durante los últimos 20 años, sin importar el signo político de los gobiernos, se ha hecho uso de esta herramienta para controlar (infructuosamente) la inflación provocando, con la misma medida, un retraso considerable de estos precios en relación a otros precios de la economía. **El gobierno de Milei durante el 2024 también recurrió, aunque con idas y vueltas, a esta estrategia.** En abril de 2025 el “pisotón” fue considerable.

De esta manera, **en abril los precios relativos se “desalinearon” levemente.** Aquellos que estaban “adelantados” con respecto al nivel general como alimentos, prendas de vestir y calzado y restaurantes y hoteles aumentaron aún más. Por el contrario, los precios de bienes y servicios que se encontraban “atrasados”, como electricidad, gas y combustibles, prepagas, transporte público y comunicación (todos precios regulados por el Estado), interrumpieron su “corrección” hacia arriba.

De no mediar sorpresas, **mayo mostrará una inflación menor a la de abril, resultado de la relativa estabilidad cambiaria** y a pesar de los aumentos de precios regulados programados (gas, transporte y combustibles) a pesar de la baja de abril.

Precios relativos. Rubros seleccionados vs. nivel general del IPC. Región GBA. Diciembre 2019 = 100.



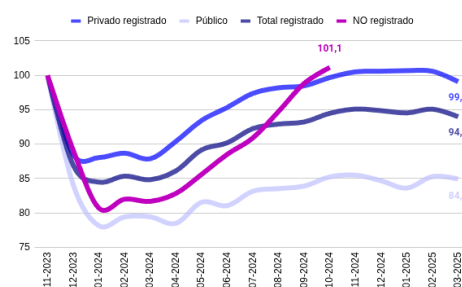
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

2/ LA SAL NO SALA

Los salarios del mes de marzo registraron un aumento inferior a la inflación. En efecto, con la variación del IPC de 3,7% en ese mes, **el índice de salario del sector registrado (público y privado) retrocedió -1,2%.** Se trata de la caída más elevada en lo que va de la gestión de Milei, descontando los fatídicos primeros dos meses de gobierno en donde la inflación hizo estragos.

Con esta caída, **el salario real retrocede y todavía se encuentra a 6 puntos por debajo del nivel registrado en noviembre de 2023.** La distancia entre el salario de fines del 2023 y marzo 2025 es explicado en su totalidad por la **performance particular del salario del sector público que hoy día se encuentra a 20 puntos por debajo punta a punta.** Sin embargo, durante marzo, el sector privado registrado explicó en mayor medida la caída del índice al ser -1,5% menor que en el mes de febrero. De esta manera, el salario regis-

Salario real (deflactado por IPC ENGH0 2004-2005). Base noviembre 2023 = 100.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

trado del sector privado, todavía el más representativo del mercado laboral, experimentó **dos meses consecutivos de pérdida salarial en términos reales**. Durante febrero, la caída alcanzó apenas un -0,1%.

Más allá del dato puntual de marzo, la evolución reciente de los salarios indica que **el sector público es quién se ha llevado la peor parte** al encontrarse casi 15 puntos porcentuales en términos reales por debajo del valor de noviembre de 2023.

Con el **salario no registrado** sucede lo que venimos señalando en todos nuestros informes que relevan el dato de salarios: **el dato presentado por el INDEC para marzo de 2025 tiene un rezago de 5 meses** y es erróneo promediarlo en dicho mes cuando en realidad corresponde al mes de octubre de 2024. Haciendo esa corrección, **el índice salarial del sector privado no registrado sorprende al ser el único que ha superado el nivel de noviembre de 2023 por apenas 1,1%.**

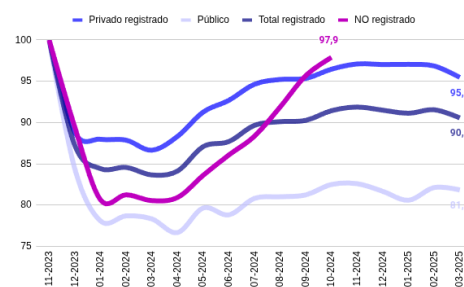
Por supuesto, **si se toma un índice de inflación ponderado en base a la canasta de consumo de los hogares más moderna, a partir de la Encuesta Nacional de Gasto de los hogares 2017-2018 (ENGHO 2017-2018) los resultados son peores**, aunque las diferencias entre asalariados privados, públicos y no registrados se mantienen. Con este índice ningún segmento de los recién mencionados le gana a la inflación acumulada desde noviembre de 2023.

Esta evolución, sin importar con qué índice de inflación se mira, **confirma la necesidad que tiene el gobierno de ponerle un tope a las paritarias** (la prensa menciona un 1%) con el objetivo de contener la inflación.

En la lógica del gobierno **un aumento de los salarios podría impulsar un aumento de la demanda agregada que tendría impactos inflacionarios** principalmente, y en las cuentas externas del país en segundo lugar (creciente consumo de bienes importados). En el marco del desanque del tipo de cambio, los agregados monetarios (ver siguiente sección) y con el cuadro fiscal muy finito para cumplir con la meta del FMI, **los salarios de los trabajadores parecerían aparecer como una nueva ancla para contener el proceso inflacionario.**

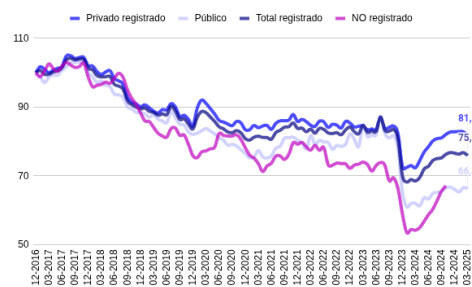
De confirmarse la intención del gobierno de ponerle un techo a las paritarias, aún en un sendero de desinflación, costaría volver a niveles previos experimentados en materia salarial. En una mirada de largo plazo, **los salarios se encuentran entre 20 y 35 puntos porcentuales por debajo del nivel de diciembre de 2016.**

Salario real (deflactado por IPC reponderado por ENGHO 2017-2018). Base noviembre 2023 = 100.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Salario real (deflactado por IPC ENGHO 2004-2005). Base diciembre 2016 = 100.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

3/ ADIÓS A LAS ANCLAS

Durante el fin de semana el Gobierno de los Estados Unidos anunció un **principio de acuerdo con China respecto a la Guerra Comercial** lo que empujó hacia arriba la cotización de los activos fi-

nancieros del mundo, con impacto también en Argentina. Esto permitió un **alza del Índice Merval en USD del 6,5%**. Por su parte, la reacción del Riesgo País ha sido más moderada, mostrando una vez más **escepticismo del mercado respecto a la sustentabilidad del pago de la deuda en moneda extranjera**.

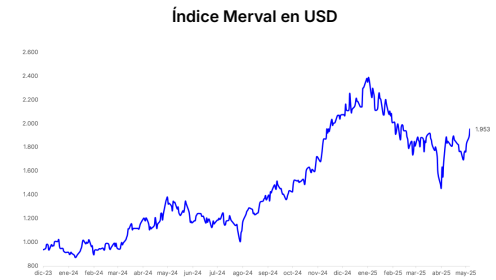
En ese sentido, **llegó la ansiada recalificación crediticia de Fitch Ratings**, una de las agencias estadounidenses que más impacta en el mercado. Sin embargo, **la Argentina fue elevada desde la categoría CCC a CCC+**, cuando la expectativa estaba en alcanzar la **calificación B**, que permitiría al país entrar en el radar de los Fondos de Inversión Extranjeros que invierten en emergentes.

Seguramente **el mercado observa la persistente debilidad de las Reservas Internacionales**, a pesar de los aportes de Organismos Internacionales. De hecho, el martes **ingresaron 500 millones de dólares como refuerzo del Banco Interamericano de Desarrollo**, pero a pesar de eso, **las Reservas se ubican en 38.650 millones de dólares, es decir, 641 millones por debajo del máximo de 39.291 millones alcanzado hace apenas dos semanas**. Los factores de disminución fueron pagos a Organismos Internacionales (principalmente intereses al FMI), reducción de encajes, caída en la valuación del oro, y otros, entre los que se cuentan otras operaciones del sector público como pagos de deuda provinciales.

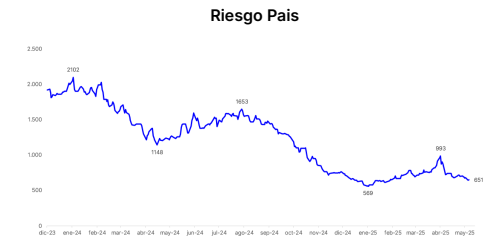
De esta forma, **las Reservas Netas se situaron el 8 de mayo en 4.500 millones de dólares**. Si descontamos los pagos de Bopreal a 12 meses y los Depósitos del Gobierno Nacional se mantienen en negativo por -882 millones de dólares. **Las Reservas Líquidas mantienen solidez, gracias a todos los desembolsos recibidos y a la abstención del BCRA de intervenir en el mercado cambiario**.

Para el pago de bonos que acontecerá los primeros días de julio, **el Gobierno Nacional cuenta con 2.752 millones de dólares depositados en el BCRA y mantiene negociaciones con bancos internacionales para obtener un Repo por 2.000 millones de dólares**, con el objetivo de acordar una **tasa inferior al 8,8%** obtenido en enero pasado, según confirmó el vicepresidente del BCRA, Vladimir Werning. Adicionalmente, Federico Furiase, director del Banco, declaró que **el Gobierno podría emitir un bono en dólares atado al peso, presuntamente dirigido a Fondos de Inversión extranjeros que temen ingresar a Argentina por el riesgo de volver a verse atrapados por el cepo en un futuro**. Esta operación implicaría para el Tesoro una **forma implícita de comprar dólares en medio de la banda cambiaria, acercando al Gobierno a la meta del FMI sin incidir en el precio de la divisa**. La probable intervención en la curva de Futuros por parte del BCRA podría ser una herramienta para preparar la emisión de este nuevo bono, reduciendo la tasa implícita de los Futuros.

También entre las medidas para incrementar la oferta de moneda extranjera, **se espera un próximo anuncio del Gobierno orientado a incentivar que los ahorristas ingresen los dólares físicos en el**

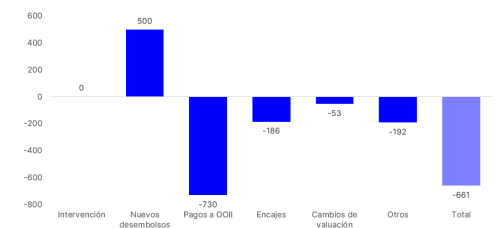


Fuente: Vectorial, a partir de datos del mercado.



Fuente: Vectorial, a partir de datos de JP Morgan.

Factores de variación de las Reservas Internacionales entre el 28 de abril y el 13 de mayo.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA y estimaciones propias.

Reservas Internacionales al 8 de mayo de 2025

Reservas brutas	37.997
Encajes	13.445
SWAP	17.941
Otros pasivos	2.094
Reservas Netas	4.517
Depósitos del Gobierno en USD	2.752
BOPREAL a 1 año	2.647
Reservas "Super Netas"	-882
Reservas Líquidas	18.429

Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

sistema financiero, con el objetivo de reforzar los préstamos en moneda extranjera de los bancos, **como sucedió con el blanqueo**.

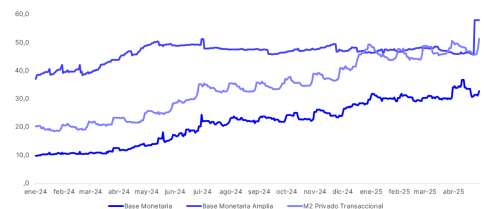
En el universo de la deuda en pesos, **el Tesoro enfrentó el miércoles la primera licitación del “paredón” de vencimientos de mayo y junio**. Originalmente, los vencimientos alcanzaban los \$7,6 billones, pero redujeron por una operación de canje del BCRA, donde cambió letras con vencimiento en mayo por la LECAP S30S5 con vencimiento en septiembre. Por esa razón, **los vencimientos a cubrir alcanzaron los \$5,4 billones, para lo cual el Gobierno ofreció varios instrumentos a tasa fija con vencimientos entre junio 2025 y enero 2026**, una letra atada a tasa TAMAR y un bono atado al CER. Además, ofrece la conversión del bono TZX26 (bono atado al CER con vencimiento en junio del próximo año) por el bono TTD26 (bono dual que paga el mejor entre una tasa fija y la tasa TAMAR).

El resultado de la licitación fue satisfactorio en términos de lograr un roll-over del 100%, con gran concentración en los vencimientos más inmediatos: un 62% se suscribió a las LECAP con vencimiento en junio y julio. La letra TAMAR volvió a quedar desierta, mostrando que **el mercado prefiere apostar a la desinflación con tasa fija** (apostar a la tasa variable provee mayor cobertura contra escenarios de rebote inflacionario).

Los funcionarios destacaron la señal hawkish que implica un roll-over alto, dado que no se alimenta el mercado de nuevos pesos. Esto se contradice con el discurso del “punto Anker”, según el cual es positivo que el roll-over sea inferior al 100%, porque significa que la economía demanda más pesos para crecer. O una cosa o la otra.

Está claro que así como se levantó el ancla cambiaria, **tampoco está operativa el ancla monetaria: todos los agregados monetarios están creciendo, incluida la Base Monetaria Amplia**, la Base Monetaria tradicional, el M2 Privado Transaccional, y cualquier otro que uno decida mirar. Las únicas anclas remanentes son el ancla fiscal y -como señalamos en la sección anterior- la cada vez más explícita ancla de los ingresos.

Agregados monetarios seleccionados. Billones de pesos.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

vectorial | hola@vectorial.com.ar | vectorial.com.ar | X: [@vectorial_AR](https://twitter.com/vectorial_AR) | 11-5952-3252

Eduardo Hecker Director + Federico Sánchez Director Adjunto + Haroldo Montagu Economista Jefe

DISCLAIMER: la información contenida en el presente reporte se elabora a partir de datos provenientes de organismos oficiales (públicos y privados) y por lo tanto se trata de información pública que Vectorial considera confiable y recopila de manera sistemática. No obstante, dicha información no necesariamente está exenta de errores y/u omisiones por los cuales Vectorial no se hace responsable, ni tampoco se hace responsable por el uso que clientes y terceras partes le den a la información provista en este informe. Ningún cliente o tercera parte debe asumir que la información presentada y/o puesta a disposición en este reporte comporta un sustituto de asesoramiento individual y personalizado en materia de inversiones por parte de Vectorial y cualquiera de sus empleados. Está prohibida la distribución y/o reproducción parcial o total de este informe sin el expreso consentimiento de Vectorial.