

## EDITORIAL

## POR DONDE VA ARGENTINA



*En un ambiente global de mayor incertidumbre, quedan impactados un conjunto de activos argentinos que cotizan en la Bolsa de Comercio de Nueva York. Nuestro pronóstico es que durante el transcurso del año los niveles de incertidumbre caerán respecto al pico de la última semana.*

*El Gobierno avanza hacia un acuerdo con el FMI eludiendo al Congreso de la Nación (no cumpliendo con la “Ley de Fortalecimiento de la Sostenibilidad de la Deuda Pública” que requiere de una ley especial del Congreso para la aprobación de todo programa de financiamiento con el FMI), lo que puede tener consecuencias políticas de mediano plazo, aumentando con alta probabilidad la conflictividad política y social en caso de que el endeudamiento adicional termine mostrando una trayectoria insostenible.*

*El escenario más probable desde nuestra perspectiva es que inicialmente los desembolsos del FMI aumenten las reservas internacionales, pero que el B.C.R.A eventualmente haga uso de esas reservas cuando enfrente una situación de presión cambiaria que atente contra la reducción de la inflación.*

*No vemos una salida inminente del cepo cambiario luego del acuerdo con el FMI, ya que de ocurrir habría una salida neta de capitales que forzaría al gobierno a decidir entre intervenir utilizando el financiamiento del FMI o aceptar un salto cambiario, afectando a la estrategia de reducción de la inflación demasiado cerca de las elecciones.*

## EL GOBIERNO APURA EL ACUERDO CON EL FMI EN UN CONTEXTO DE DEBILIDAD DEL RÉGIMEN CAMBIARIO Y DE UN CONTEXTO INTERNACIONAL VOLÁTIL

El Gobierno “aprueba” por DNU un nuevo programa con el FMI con más interrogantes que certezas y no logra aún impulsar las cotizaciones de los bonos reestructurados en 2020 (que se hizo respetando todo el marco legal)

Este lunes se publicó el DNU 179/25 por el que (Art. 1) “se aprueban” las operaciones de crédito público contenidas en el Programa de Facilidades (EFF) a celebrarse con el FMI.

De acuerdo con el **Art. 2, los fondos obtenidos serán destinados a cancelar: 1) las Letras Intransferibles en poder el BCRA con vencimiento más cercano, comenzando por la que vence el 1.6.2025 y sus subsiguientes en orden cronológico; b) las operaciones de crédito público celebradas en el marco del EFF 2022 “cuyo vencimiento opere dentro de los 4 años de la suscripción del acuerdo a celebrarse”.**

Amén de que el Ejecutivo “aprueba” un programa que aún no se ha firmado (ni aprobado por el propio FMI) y del que se desconoce el monto, plazo y esquema de desembolsos, **el texto contraría la más elemental técnica legislativa (debería facultarse al PEN a celebrar el acuerdo, no aprobar algo cuyo texto aún no se ha escrito siquiera) y viola lo dispuesto en el art. 2 de la ley 27.612 de fortalecimiento de la sostenibilidad de la deuda pública.**

Cuando consideramos el “uso” que de acuerdo al DNU se daría a los fondos a recibir del FMI surge que **el stock de Letras Intransferibles en poder**

del B.C.R.A. totaliza un valor nominal original de USD69.231 millones (stock informado por el propio Ministerio de Economía en su último reporte de deuda trimestral del 30.9.2024) pero en el balance semanal (al 28.2 pasado) del B.C.R.A. se encuentran valuadas a USD23.239 millones, lo que representa un descuento del 66,4%.

Ello en virtud que desde mayo de 2024 el B.C.R.A. decidió "valuar a costo amortizado" las Letras Intransferibles. Para ello se calcula exponencialmente dicho valor con la tasa de descuento por "interpolación lineal de la curva de referencia de bonos en dólares (nota 4.2.1.2.2. del balance anual 2013).

El DNU dispone en sus fundamentos que "para la cancelación de las Letras se tomarán en cuenta los valores existentes en los mercados o los mecanismos usuales específicos para cada transacción a efectos de la fijación de las operaciones de administración de tales pasivos", por lo que la operación a perfeccionar convalidaría la reducción contable dispuesta oportunamente por el Directorio del B.C.R.A y lejos estaría de "capitalizar" y "mejorar el patrimonio" de la entidad como han referido desde el Gobierno.

Por otra parte, si consideramos los vencimientos de capital de los próximos cuatro años del EFF 2022 por USD18.798 millones, este sería el monto que estaría vinculado al "segundo uso" al que refiere el segundo inciso del art. 1 del DNU.

Las próximas semanas serán decisivas para conocer si el Congreso interviene en uso de sus facultades naturales, y aquellas que explícitamente le confirió la ley 27612, para

## LETRAS INTRANSFERIBLES B.C.R.A.

VN original y contable en pesos y USD

	Valor Nominal original emitido	Valor contable BCRA (\$)	Valor contable BCRA (TC A3500)
Datos al 28.2.2025			
<b>LETRAS INTRANSFERIBLES B.C.R.A</b>	<b>USD 69.231.160</b>	<b>24.735.067.471</b>	<b>USD 23.239.053</b>
<b>Detalle de instrumentos</b>			
Letras Intransferibles y Otras del Tesoro(*)	USD 69.231.160	24.735.067.471	USD 23.239.053
LETRA FDA Vto 01-06-2025	USD 10.562.540	3.773.808.513	USD 3.545.563
LETRA Vto. 29-04-2026	USD 376.300	134.445.327	USD 126.314
LETRA/US\$/BCRA/03-04-2029	USD 5.939.524	2.122.086.755	USD 1.993.740
LETRA Vto. 30-12-2029	USD 4.571.000	1.633.137.362	USD 1.534.363
LETRAVto. 20-04-2030	USD 118.679	42.401.905	USD 39.837
LETRA Vto. 07-01-2031	USD 9.627.596	3.439.769.577	USD 3.231.727
LETRA Vto. 21-09-2031	USD 4.334.000	15.484.614.559	USD 1.454.808
LETRA Vto. 20-04-2032	USD 7.809.225	2.790.097.816	USD 2.621.349
LETRAVto. 30-09-2032	USD 2.961.672	1.058.152.964	USD 994.154
LETRA Vto. 30-12-2032	USD 1.069.903	382.257.397	USD 359.138
LETRA Vto. 16-01-2033	USD 10.025.291	35.818.580.958	USD 3.365.223
LETRA Vto. 15-09-2033	USD 2.165.869	773.826.643	USD 727.024
LETRA vto.07-01-2034	USD 8.069.561	2.883.111.126	USD 2.708.736
LETRA Vto. 08-01-2034	USD 1.600.000	571.651.669	USD 537.077

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

## Vencimientos 2025-29 programa EFF

Datos al 28.2 y cotización DEG 12.3

Años	Cifras por año y moneda(*)			
	Total en DEGs		Total en USD	
	Intereses	Capital	Intereses	Capital
2025	1.433	0	1.910	0
2026	1.912	833	2.547	1.110
2027	1.810	3.250	2.412	4.330
2028	1.560	4.842	2.078	6.451
2029	1.228	5.183	1.637	6.906
<b>TOTAL</b>	<b>7.943</b>	<b>14.108</b>	<b>10.583</b>	<b>18.798</b>

(\*) Considerando cotización DEG al 12.03.2025

FUENTE: @SuramericanaV en base a FMI

tratar la legalidad del DNU y exigir al PEN un procedimiento acorde al marco legal vigente.

**El Tesoro no pudo renovar la totalidad de los vencimientos a pesar de pagar tasas más altas y volver a acortar el plazo de emisión de los instrumentos colocados**

En la primera licitación del mes, el Tesoro obtuvo financiamiento por \$4,46 billones frente a vencimientos de \$4,59 billones, por lo que utilizará sus depósitos en el B.C.R.A. para cubrir el faltante de \$137.875 millones.

En esta oportunidad el menú de instrumentos ofrecidos se concentró en la reapertura de 3 LECAPs con vencimiento entre mediados de abril y fin de julio de 2025, la reapertura de dos bonos cupón cero ajustado por CER con vencimiento en octubre de 2025 y marzo de 2027 y la reapertura de la letra *dollar-linked* a enero de 2026 junto al Boncap a fines de ese mes.

Las tasas de corte se ubicaron algo por encima de las prevalecientes en el mercado secundario y las TNA en un rango de entre 31-34%, superando con creces la tasa de inflación esperada en los próximos meses. En el caso del bono ajustable por CER se convalidó una tasa real del 9%.

La tasa de refinanciamiento (*roll-over*) alcanzó el 97% y volvió a caer luego del 104% alcanzado en enero (que interrumpió tres meses consecutivos con renovaciones de vencimientos menores al 100%).

Cerca del 92% de los fondos obtenidos fueron adjudicados en los títulos de más corto plazo, por lo que el plazo promedio ponderado de licitación fue de apenas 92 días, apenas 19 días

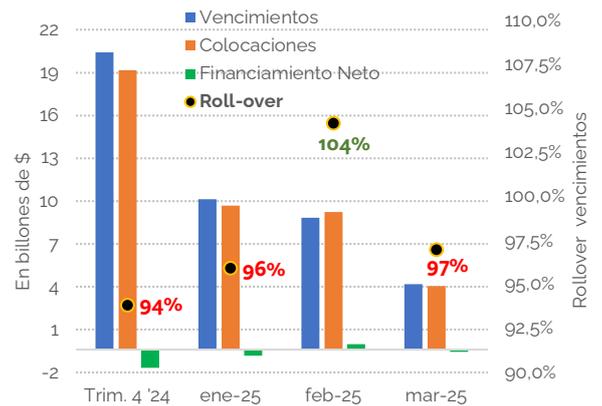
**Resultados licitación Finanzas del 26.2**

Instrumentos	Fecha de Vencimiento	Plazo de Emisión (días)	Valor Emitido (mill. de pesos)	Valor Efectivo (mill. de pesos)	Tasa de Corte (TNA)	Tasa de Rendimiento (TEA)	Participación por instrumento
<b>Licitación 123</b>							
Reap. LECAP Vto 16.04.25 (S16A5)	16/4/25	33	2.023.815	2.581.376	32,29%	37,49%	57,9%
Reap. LECAP Vto 30.05.25 (S3015)	30/5/25	77	712.844	911.727	31,23%	35,31%	20,5%
Reap. LECAP Vto 31.07.25 (S31L5)	31/7/25	139	466.422	615.677	31,33%	34,45%	13,8%
Reap. Boncer 0% (TZX05)	31/10/25	231	55.955	59.592	9,04%	9,07%	1,3%
Reap. Letra Dollar-Linked (D16E6)	16/1/26	308	Declarada desierta con ofertas por USD64M				0,0%
Reap. BONCAP Vto 30.01.26 (T30E6)	30/1/26	322	133.775	146.165	34,37%	35,03%	3,3%
Reap. Boncer 0% (TZXM7)	31/3/27	747	118.048	143.428	10,64%	10,66%	3,2%
<b>Totales</b>		<b>921*</b>	<b>3510.859</b>	<b>4457.967</b>			<b>100,0%</b>
Vencimientos				4.595.842			
<b>Financiamiento Neto</b>				<b>-137.875</b>			

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

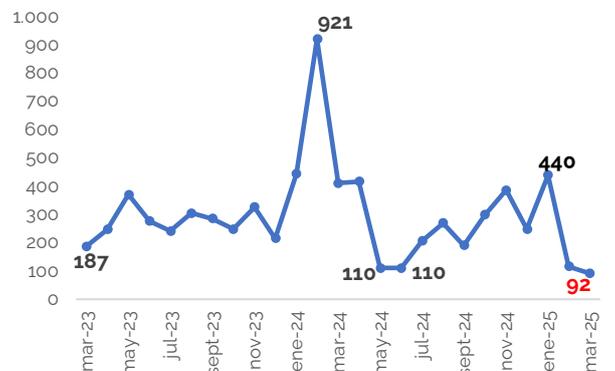
**Vencimientos, financiamiento neto y roll-over**

Cifras en billones de pesos y en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

**Plazo promedio ponderado de los títulos emitidos, en días**



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

superior a la última licitación del mes de febrero, pero el menor si se consideran los valores promedios mensuales desde el año 2020.

En marzo el Tesoro afrontará vencimientos por cerca de \$7,5 billones en la próxima licitación prevista para el jueves 27.3.

**A pesar de las mayores liquidaciones del sector agroexportador, se acentúa la dificultad del B.C.R.A. de acumular reservas**

Las liquidaciones del sector agroexportador acumulan al 12.3 un promedio diario de USD118,3 millones y registran un alza del 15,7% respecto al mes previo y del 49,7% respecto a igual mes de 2024.

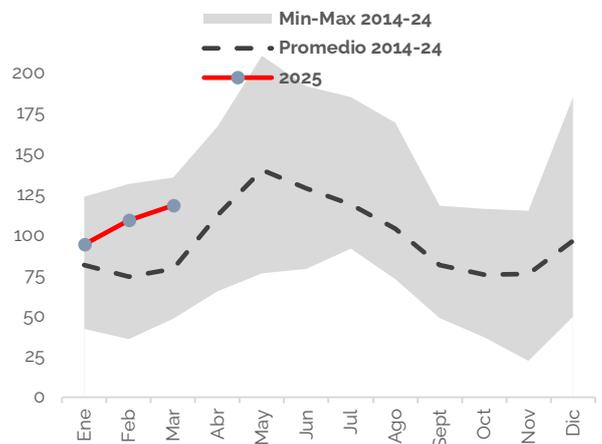
A pesar de la afectación, desde la jornada de ayer, de las plantas y puertos de Rosario por una medida del sindicato aceitero, las liquidaciones continúan a buen ritmo y acorde con la estacionalidad esperada para el segundo trimestre del año.

Sin embargo, a diferencia del mes previo el B.C.R.A. registró ventas por cerca de USD574 millones que luego pudo revertir pero el total acumulado de compras netas al 13.3 totaliza USD274 millones, por lo que el mes cerraría más cerca del registro de diciembre pasado (USD700 millones) que al de los dos últimos meses.

Al cierre de este informe, y con datos al 13.3, las reservas internacionales brutas del BCRA sumaban USD28.102 millones y

**Liquidación de divisas sector agroexportador**

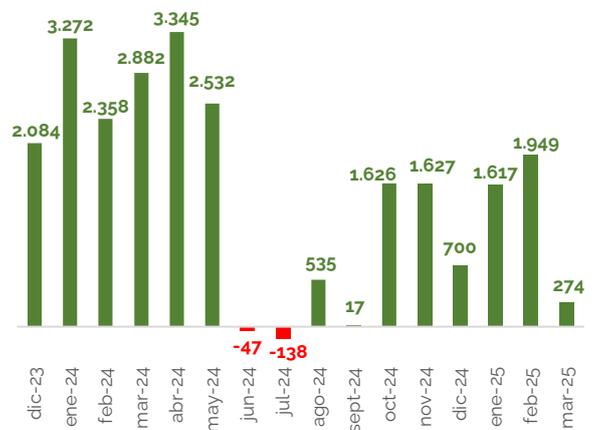
Promedio diario por mes, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

**Compras netas de divisas del B.C.R.A.**

Datos acumulados por mes, en mill. de USD



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

experimentaban un alza de apenas USD107 millones respecto al cierre de febrero pasado (USD27.995 millones).

Como venimos advirtiendo hace varios informes atrás, la sostenibilidad del esquema macroeconómico requiere repensar el diseño del régimen cambiario, más aún de cara a un próximo acuerdo con el FMI que seguramente incorporará exigencias en esta materia como así también respecto a la acumulación de reservas por el B.C.R.A.

En tanto, al cierre si de este informe, el dólar MEP cotizaba a \$1.233,71 (15,4%) y el CCL a \$1231,55 (15,5%), subiendo ambos cerca de 1,3 p.p. y unos \$15 respecto a los vigentes la semana previa.

**El R.E.M. del BCRA de febrero mostró una aceleración de la inflación esperada de los próximos dos meses a pesar del menor ritmo del deslizamiento cambiario (*crawl*)**

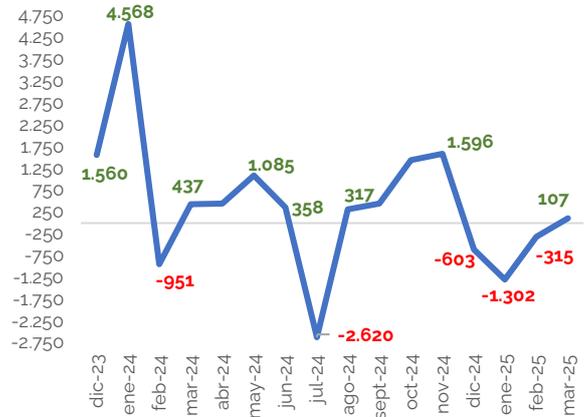
Este lunes se conocieron los resultados del relevamiento de expectativas de mercado (REM) del mes de febrero.

Para la inflación de febrero, que se publicará este viernes 14.3, ahora se estima un dato del 2,3% (vs 1,8% en relevamiento enero). En tanto que para los próximos 6 meses se anticipa ahora un dato menor al 2% desde abril próximo y una estabilidad alrededor del 1,5% mensual desde mayo próximo.

En este sentido, el miércoles se conoció el dato de inflación de la Ciudad de Buenos Aires para febrero: el alza fue del 2,1% y desaceleró respecto al 3,1% de enero a partir de la menor presión de los precios regulados (1,5%) y la deflación del 4,8% en estacionales.

### Variación reservas del B.C.R.A.

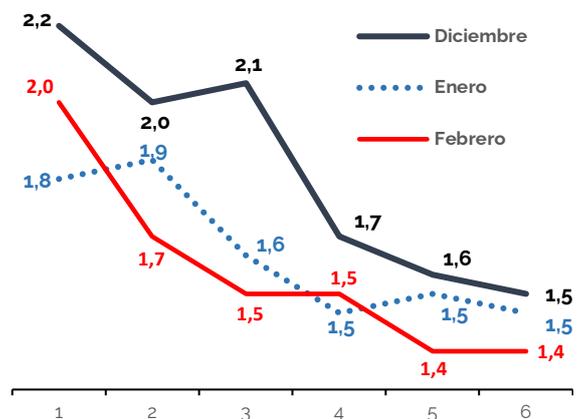
Datos mensuales, en mill. de USD



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

### 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.

Por otra parte, se mantuvo el crecimiento esperado del PIB en torno al 5%.

**Trump continúa con su guerra comercial, suma represalias y los mercados accionarios ingresan en terreno de corrección técnica**

Los últimos aranceles del presidente Trump a las importaciones de acero y aluminio entraron en vigor el miércoles, extendiendo sus guerras comerciales a más de los principales socios comerciales de EE.UU. en un arriesgado intento de reactivar una base industrial que emigró durante décadas a competidores extranjeros.

Las últimas restricciones entran en vigor tras un tumultuoso día en la Casa Blanca, en el que Trump amenazó con duplicar los aranceles sobre los metales a Canadá hasta el 50%, sólo para dar marcha atrás cuando Ontario acordó abandonar sus planes de imponer un recargo sobre la electricidad enviada a EE.UU..

Todo mientras restaba importancia al riesgo de una recesión provocada por los aranceles que han hecho caer los mercados estadounidenses a "territorio técnico de corrección" (baja acumulada del 10% desde el último máximo).

Europa puso en marcha "contramedidas rápidas y proporcionadas" a exportaciones de bienes estadounidenses por EUR26.000 millones a productos industriales y agrícolas.

En tanto, el miércoles Canadá respondió con nuevos aranceles del 25% sobre aproximadamente USD20.800 millones de productos fabricados en Estados Unidos.

Este nuevo escenario trae más factores de incertidumbre, inestabilidad a la economía mundial y tasas del Tesoro americano más altas.

**Evolución índice S&P 500 EE.UU.**

Datos diarios, en puntos



FUENTE: @SuramericanaV en base a Trading Economics

**Tasa del Tesoro americano a 10 años**

Datos diarios, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a Trading Economics

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES<sup>(\*)</sup>

(\*) cierres al jueves 13.3

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año	
FED	4,33%	o	o	Oro	2.996,40	3,2%	14,0%	
1M	4,37%	-1 pbs	-3 pbs	Petróleo	66,84	-0,3%	-6,8%	
3M	4,34%	o	-3 pbs	Gas Natural	4,03	-8,3%	11,0%	
6M	4,27%	-2 pbs	3 pbs	Trigo	152,95	5,3%	1,9%	
1Y	4,03%	-2 pbs	-13 pbs	Maíz	143,83	1,9%	1,2%	
10Y	4,27%	-5 pbs	-31 pbs	Soja	274,60	-0,1%	1,1%	
Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año	
	1,0857	0,6%	4,3%	Dow Jones	40.813,57	-4,6%	-4,1%	
	1,2955	0,5%	3,2%	S&P 500	5.521,52	-4,3%	-6,1%	
	147,87	-0,2%	-5,8%	NASDAQ	17.303,01	-4,9%	-10,4%	
	7,2434	-0,1%	-0,7%	Shenzhen	10.736,19	-1,0%	3,1%	
	5,8069	0,8%	-6,0%	IBOVESPA	125.637,11	0,5%	4,5%	
	1066,25	0,2%	3,4%	S&P BYMA	2.232.179,96	-1,3%	-11,9%	
Tasas Argentinas		TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		748		113 pbs	CCL	1.233,02	1,3%	3,8%
LEFI B.C.R.A.	29,00%	33,63%		-407 pbs	MEP	1.231,31	1,2%	4,9%
Caución 1d	25,87%	29,51%		-1233 pbs	Exportador (80/20)	1.100,30	0,4%	3,5%
BADLAR Priv.	28,94%	33,14%		-396 pbs	Turismo	1.387,26	0,1%	3,4%
TAMAR Priv.	30,13%	34,66%		-366 pbs	BCRA	1.067,13	0,1%	3,4%
PF Personas	28,62%	32,70%		-440 pbs	ROFEX Nov '25	1.291,50	0,2%	1,7%

## 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.