

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



El dato de inflación de enero de 2025 marcó el primer mes desde diciembre de 2023 sin apreciación del tipo de cambio real.

En SURAMERICANA VISIÓN mantenemos nuestra opinión respecto a que el ritmo de la desinflación futura será inferior a la proyectada por el Gobierno y a la esperada por los analistas del REM del BCRA.

La discusión económica de la semana se ha centrado en el tipo de cambio, en particular, en si la actual política cambiaria es sostenible o si el tipo de cambio está atrasado de modo tal que una devaluación será inevitable. ¿Cómo la vemos en SURAMERICANA VISIÓN?

Con el cepo aún hay brecha, por lo que obviamente el oficial está atrasado con respecto al CCL/MEP (aunque la brecha es baja). ¿Significa esto que el gobierno no podrá mantener la política cambiaria que está llevado a cabo?

Para el año 2025, nuestro análisis de los componentes de la balanza cambiaria indica que hasta las elecciones legislativas la política cambiaria podría sostenerse aún con algo más de apreciación real, pero esa propia

apreciación genera problemas para buena parte del sistema productivo y para el mercado laboral.

Sin embargo, a efectos electorales, el deterioro que la actual política cambiaria genera en el mercado laboral se coteja con el fuerte (hoy en día, mayor) contrapeso de la baja de la inflación.

Yendo más allá de las elecciones legislativas de este año, la situación es otra. No solamente esperamos que la falta de dinamismo en el mercado laboral vaya generando demandas crecientes al gobierno para mantener apoyo popular, sino que los pagos de deuda en moneda extranjera a partir de 2026 presentan un escenario que requerirá de una actualización del análisis de la balanza cambiaria luego de que quede más clara como sigue la historia con el FMI.

El discurso del presidente Milei sobre que el valor del tipo de cambio lo determinan las expectativas de mercado sobre las variables fundamentales de la economía, comenzando con la productividad futura, es más relevante para el valor del tipo de cambio CCL/MEP que para el oficial, que hoy está muy lejos de estar puramente determinado por las fuerzas del mercado.

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



Hay quienes argumentan que el tipo de cambio CCL/MEP también está artificialmente bajo por las intervenciones del Estado. Pero si el mercado cambiario estuviese unificado y el tipo de cambio flotase, las divisas que el BCRA hoy compra y luego vende en el CCL/MEP serían ofrecidas directamente por el sector privado en el mercado cambiario libre

Aunque se podría dar la importante excepción de que los préstamos en divisas al sector privado deban seguir siendo liquidados al BCRA, por lo que habría consecuencias en el tipo de cambio de mercado. Es relevante notar que hoy parte de la intervención que hace el BCRA en el CCL/MEP proviene de esas liquidaciones de préstamos financieros, lo que implica que el BCRA está sumándose el riesgo asociado a la posibilidad de que las empresas eventualmente quieran amortizar esas deudas y demanden dólares al BCRA para ello, y el BCRA ya los haya vendido, como viene ocurriendo.

Por segunda vez consecutiva el Tesoro no logró renovar la totalidad de sus vencimientos y recurrió a sus fondos depositados en el BCRA. Tema a seguir mirando de cerca.

El BCRA continúa con su racha compradora en el mercado de divisas, pero sigue sin poder acumular reservas internacionales, ni brutas y netas. Esta dinámica está en línea con nuestra expectativa de que no será posible que en 2025 se logre simultáneamente crecer, mantener la política cambiaria, pagar las deudas en moneda extranjera y acumular reservas (aunque pronosticamos que sí pueden ocurrir las primeras tres cosas sin que haya acumulación de reservas).

BAJA LA INFLACIÓN, EL B.C.R.A. NO LOGRA ACUMULAR RESERVAS Y SE DEBATE EL NIVEL Y SOSTENIBILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO REAL

La inflación minorista desaceleró respecto a diciembre y alcanzó su menor valor mensual desde julio de 2020

La inflación de enero desaceleró al 2,2% mensual (-0,5 p.p. respecto a diciembre) y alcanzó el menor valor para un mes desde julio de 2020 (1,9%). En tanto, en respecto a enero de 2024 la inflación totalizó el 84,5% y perforó las tres cifras en la variación interanual y registró el menor valor desde septiembre de 2022 (83%).

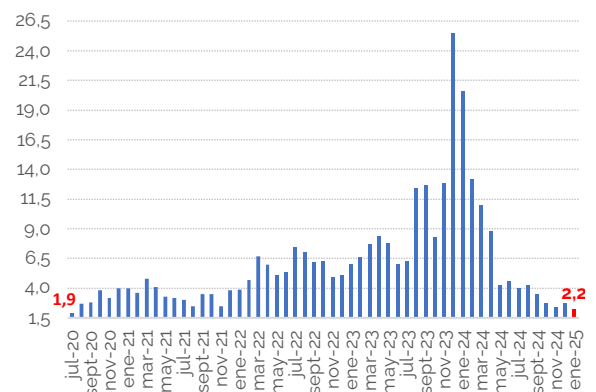
Al descomponer la variación mensual de la inflación por tipo de bienes, se destacó la suba de los regulados (2,6%) seguido por la núcleo (2,6%) y los estacionales (0,4%), estos últimos contribuyendo positivamente a la baja del índice general a pesar de su baja ponderación (11,3%).

Si observamos los capítulos que componen el IPC se destacaron las alzas de: Restaurantes y hoteles (5,6%), Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (+4%) y Bienes y servicios varios (2,5%). Los rubros con menores aumentos respecto al índice general fueron: Alimentos y bebidas no alcohólicas (1,8%), Equipamiento y mantenimiento del hogar (1,6%) y Transporte (1,2%).

Como venimos destacando desde Suramericana Visión, la distinta velocidad a la que evolucionan los precios de los bienes respecto a los servicios impondrá cierta dificultad para continuar con el sendero de desinflación en los próximos meses.

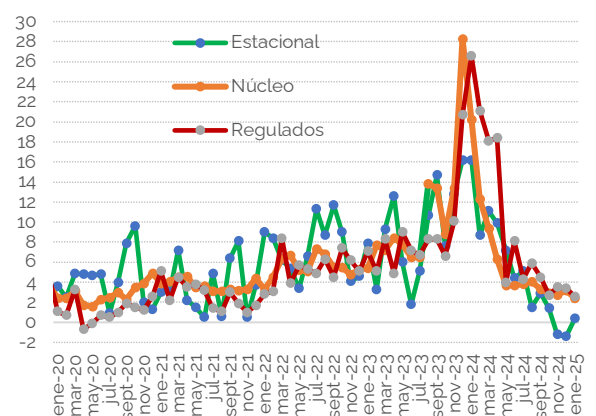
Tasa de inflación mensual

IPC Nacional, en %



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

Tasa de inflación mensual por tipo, en%



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

En la inflación de enero, los precios de los bienes (que ponderan poco más de dos tercios en el índice general) subieron 1,5% (1,7% promedio mensual últimos 3 meses) en tanto que los servicios lo hicieron al 3,8% (4,2% promedio mensual últimos 3 meses).

De este modo, mantenemos nuestra opinión respecto a que el ritmo de la desinflación futura será menor a la deseada por el Gobierno y a la esperada por los analistas del REM del BCRA (en el último relevamiento anticipaban un dato menor al 2% en febrero y una convergencia a un promedio mensual del 1,5% desde mayo próximo).

Tensiones en el programa financiero: el Tesoro por segunda vez consecutiva no pudo renovar la totalidad de sus vencimientos y utiliza sus fondos depositados en el BCRA

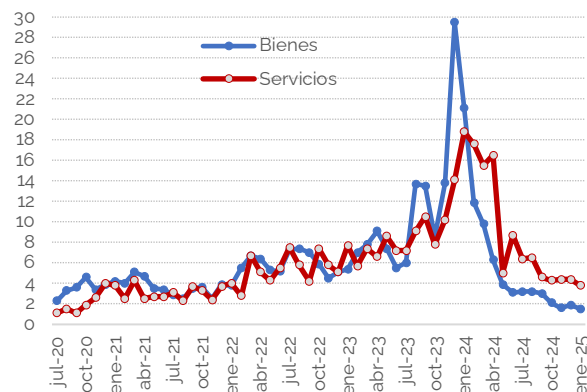
En la primera licitación prevista del mes el Tesoro colocó instrumentos por \$5,2 billones frente a vencimientos que totalizaban \$6,5 billones y deberá recurrir a sus depósitos en el B.C.R.A: para cubrir el faltante de \$1,35 billones.

El menú de instrumentos ofrecidos incluyó la reapertura de tres LECAP y un BONCAP, una nueva LECAP con vencimiento el 28.11 y una nueva Letra *Dollar-Linked* que vencerá el 16.1.2026.

El Presidente, su Ministro de Economía y Secretario de Finanzas, celebraron por la red X el poco interés de la letra *Dollar Linked* y lo atribuyeron a señal de que el mercado no ve problemas con el valor del tipo de cambio a futuro.

Tasa de inflación en bienes y servicios

Datos mensuales en %



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

Resultados Licitación Finanzas 12.2

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
Licitación 12.2							
Reap. LECAP Vto 14.03.25 (S14M5)	14/3/25	28	2.061.835	2.533.170	33,69%	39,47%	48,7%
Reap. LECAP Vto 30.05.25 (S30V5)	30/5/25	105	661.021	825.285	32,14%	36,00%	15,9%
Reap. LECAP Vto 31.07.25 (S31L5)	31/7/25	167	462.196	602.704	29,19%	31,53%	11,6%
Nueva LECAP Vto 28.11.25 (S28N5)	28/11/25	287	446.327	446.327	29,83%	30,76%	8,6%
Nueva Letra Dollar-Linked (D16E6)	16/1/26	336	USD 79	80.141	4,97%	5,00%	1,5%
Reap. BONCAP Vto 13.02.26 (T13F6)	13/2/26	364	253.733	280.121	31,66%	31,71%	5,4%
Reap. Boncor 0% (T20M7)	31/3/27	775	352.649	436.227	8,16%	8,20%	8,4%
Totales		1641*	4.321.591	5.203.975			100,0%
Vencimientos				6.554.624			
Financiamiento Neto				-1.350.649			

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

En este sentido, debe destacarse que se adjudicaron USD79,34 millones de un total de ofertas por USD204 millones a una tasa de corte del 5% anual.

Lo destacable de la licitación es que por segunda vez consecutiva el Tesoro no llegó a renovar sus vencimientos y terminará cubriendo el faltante con sus fondos en el B.C.R.A. Considerando la licitación de esta semana, y la del pasado 29.1, los depósitos afectados suman \$3,57 billones.

Como ilustra el gráfico, luego de la licitación los depósitos alcanzaron los \$3 billones, el menor valor desde abril de 2024, por lo que en las próximas colocaciones el Tesoro deberá repensar su estrategia financiera para no tensionar el programa financiero del año.

En este sentido, la licitación disminuyó el plazo promedio de los instrumentos colocados a los 164 días, el menor registro desde junio 2024.

En la última licitación del mes, prevista para el próximo 26.2, el Tesoro afrontará vencimientos por cerca de \$2,3 billones.

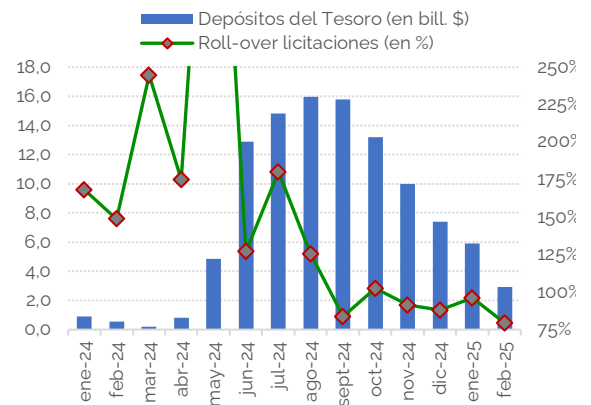
El B.C.R.A. continúa con su racha compradora en el mercado de divisas, pero sin poder acumular reservas internacionales brutas y netas

Con datos al miércoles 13.2, las liquidaciones del sector agroexportador promediaban un saldo diario de USD80,6 millones, un 14,6% menor al promedio del mes de enero y un 3,2% inferior a igual mes de 2024.

Como advertíamos en anteriores informes, la falta de mejora del precio local en pesos para los productores podría estar reduciendo el incentivo para adelantar la venta del grano y esperar una mejora en su precio internacional.

Depósitos del Tesoro y roll-over licitaciones

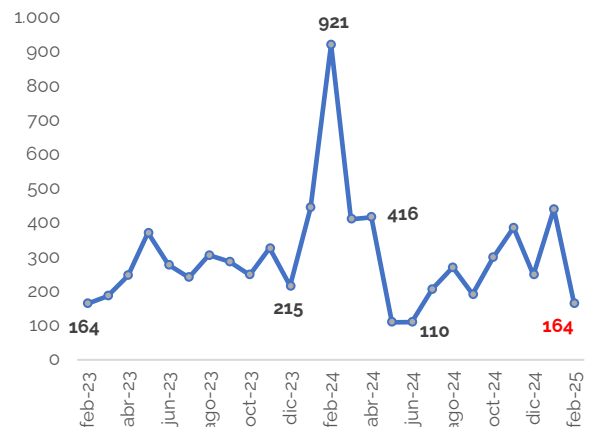
Promedio mensual (bill. \$) y en %



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

Plazo promedio instrumentos colocados

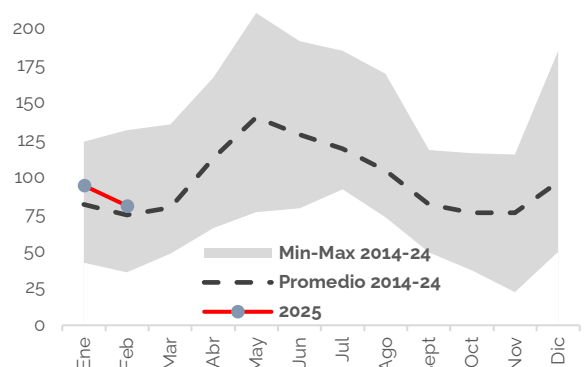
Valor promedio ponderado por mes, en días



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Liquidación divisas sector agroexportador

Promedio diario, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

Al cierre de este informe el BCRA acumulaba un total de compras por USD987 millones, lo que evidencia que una parte de esta buena performance se explica por liquidaciones de préstamos financieros que mejoran la de los agroexportadores.

Al 13.2 las reservas internacionales sumaban USD28.893 millones, subiendo USD583 millones respecto al dato al 31.1. Sin embargo, si se ajusta el saldo de fin de enero por la recuperación observada luego de la integración de encajes en el exterior, las reservas caen USD560 millones respecto al primer día hábil de febrero.

Se extiende el debate sobre el actual nivel del tipo de cambio real y su sostenibilidad en el tiempo

En la semana el Presidente y el Ministro de Economía ingresaron al debate mediático sobre la apreciación o no del nivel actual del tipo de cambio real y su sostenibilidad en el tiempo.

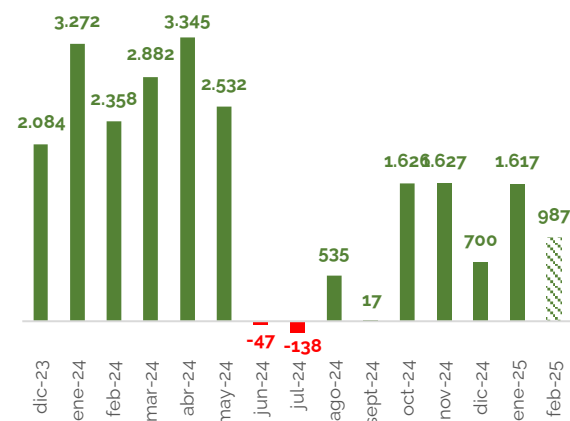
Si bien una respuesta detallada excede la extensión y cobertura de este informe, como ilustra el gráfico del tipo de cambio real multilateral calculado en forma diaria por el BCRA, se registra una apreciación real en torno al 20% respecto a la fecha base del indicador (diciembre 2015).

De persistir y consolidarse las diferencias entre la opinión del Gobierno sobre el “nivel adecuado del tipo de cambio real” respecto a las expectativas de los participantes del mercado, ello podría traer consecuencias económicas y financieras.

Entre las más destacadas podemos mencionar el deterioro de la balanza comercial y de la cuenta corriente, pérdida de competitividad de la

Resultado B.C.R.A. en el MULC

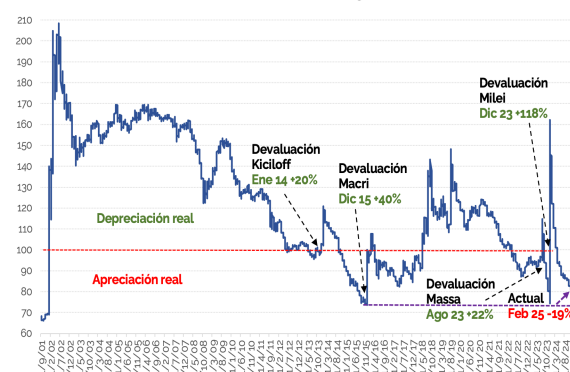
Compras netas de divisas, en millones de USD



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

Tipo de cambio real multilateral B.C.R.A.

Base 17-12-2015=100



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

industria, dificultades adicionales del BCRA para adquirir divisas y ralentización de las exportaciones. En lo financiero, aumento del tipo de cambio futuro, baja en los precios de los bonos en pesos (y aumento en el costo de financiamiento del Tesoro) y mayor volatilidad en la brecha que podría trasladarse en parte a los precios de los bienes y servicios.

Primeras medidas arancelarias del gobierno de Trump con foco específico en las industrias del acero y el aluminio

En una medida que rememoró sus dichos en 2018 ("Si no tienes acero, no tienes país") el domingo el presidente Trump anunció que planea imponer aranceles del 25% a todas las importaciones de acero y aluminio con efecto desde el próximo 12 de marzo.

A diferencia de lo sucedido en 2018 cuando se anunciaron aranceles del 25% al acero y del 10% al aluminio, esta vez no se descartó que la medida incluya a los vecinos países de Canadá y México.

El país depende de las importaciones de aluminio de países como Canadá, Emiratos Árabes Unidos y México para satisfacer la parte mayoritaria de la demanda. Las importaciones de acero representan una porción menor del consumo general, pero son vitales para los sectores que dependen de grados especiales de acero, como son el sector aeroespacial, la fabricación de automóviles y la energía, siendo Canadá y México los principales proveedores.

Trump no aclaró si las importaciones de metales de China enfrentarían aranceles dobles, dado que ya impuso un arancel del 10% a los productos chinos la semana previa.

En este sentido, el mismo lunes el gobierno de China anunció aranceles del 15% al gas natural

Importaciones de acero y aluminio

Por país de origen, miles de millones de USD

Steel		Aluminum	
Canada	\$11.2B	Canada	\$9.5B
Mexico	6.5B	UAE	1.1B
Brazil	5.2B	Mexico	686.2M
China	5.2B	South Korea	643.7M
Taiwan	3.8B	China	507.8M
South Korea	3.2B	Bahrain	488.4M
Germany	2.9B	Argentina	459.5M
Japan	2.4B	South Africa	383.6M
India	1.9B	Australia	273.3M
Vietnam	1.7B	India	270.9M

FUENTE: @SuramericanaV en base a Bloomberg

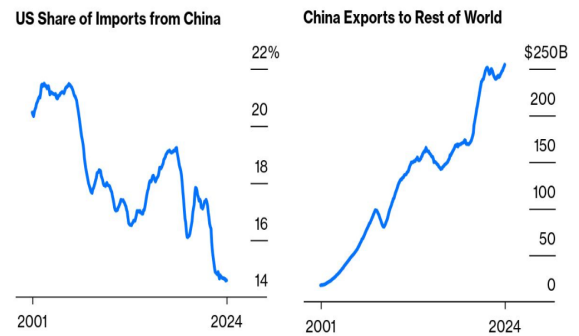
licuado y al carbón provenientes de Estados Unidos.

Durante las últimas dos décadas China ha ido perdiendo peso en las importaciones americanas desde cerca del 22% en 2001 a un 14% en 2024, al tiempo que China ha ido expandiendo su exportación al resto de los países del mundo.

Este martes, en su testimonio semestral ante el Senado, el titular de la FED Jerome Powell dejó varios mensajes clave: a) confirmó que la Fed no tiene prisa por volver a recortar las tasas de interés; 2) alentó a los legisladores a reducir el déficit; 3) reconoció que es "posible" que los aranceles de Trump empeoren la inflación y 4) negó que la Fed desarrolle su propia moneda digital mientras él esté a cargo.

Importaciones de EE.UU.

China y resto del mundo, en % y en miles de millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a Bloomberg

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

(*) cierres al jueves 13.2

Tasas EE.UU.				Precios Commodities			
		Var. Sem	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
FED	4,33%	0	0	Oro	2.957,20	3,1%	12,5%
1M	4,37%	0	-3 pbs	Petróleo	71,41	0,6%	-0,4%
3M	4,34%	-1 pbs	-3 pbs	Gas Natural	3,64	9,9%	0,1%
6M	4,33%	3 pbs	9 pbs	Trigo	161,05	1,5%	7,3%
1Y	4,27%	2 pbs	11 pbs	Maíz	156,78	3,7%	10,3%
10Y	4,52%	3 pbs	-6 pbs	Soja	284,95	-0,2%	4,9%
Monedas				Bolsas internacionales			
		Var. Sem	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
	1,0464	0,8%	0,6%	Dow Jones	44.711,43	0,9%	5,1%
	1,2559	1,0%	0,1%	S&P 500	6.115,07	1,5%	4,0%
	152,77	1,0%	-2,7%	NASDAQ	19.945,64	2,2%	3,3%
	7,2888	0,0%	-0,1%	Shenzhen	10.626,62	0,5%	2,0%
	5,7669	0,1%	-6,7%	IBOVESPA	124.850,18	0,2%	3,8%
	1056,80	0,3%	2,5%	S&P BYMA	2.353.743,68	-2,6%	-7,1%
Tasas Argentinas				Dólar oficial, futuros y financieros			
	TNA	TEA	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
Riesgo Pais (EMBI+), en pbs		675	40 pbs	CCL	1.190,48	-0,2%	0,3%
LEFI B.C.R.A.	29,00%	33,63%	-407 pbs	MEP	1.183,48	-0,1%	0,8%
Caución 1d	30,85%	36,12%	-573 pbs	Exportador (80/20)	1.084,06	0,1%	1,9%
BADLAR Priv.	29,19%	33,46%	-363 pbs	Turismo	1.374,70	0,1%	2,4%
TAMAR Priv.	30,38%	34,99%	-333 pbs	BCRA	1.057,46	0,1%	2,4%
PF Personas	28,86%	33,01%	-408 pbs	ROFEX Nov '25	1.248,50	-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.