

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



Luego de dos meses consecutivos en los que las reservas internacionales registraron una leve caída, el Gobierno apuesta a cerrar un acuerdo con el FMI que implique un mayor endeudamiento, con el objetivo de disponer de un “seguro cambiario” en este año electoral.

Para SURAMERICANA VISIÓN, el escenario más probable en el contexto geopolítico actual es que habrá un acuerdo con nuevo financiamiento y que el Gobierno no modificará su política cambiaria, manteniendo el cepo.

Desde el FMI, es posible que se argumente que el programa permitirá fortalecer las reservas internacionales a efectos de “apoyar los esfuerzos del gobierno argentino para relajar las restricciones cambiarias”, aún si, a la fecha del acuerdo, ello no ocurre.

Sin embargo, dicha justificación resulta incongruente. Si las reservas adicionales provenientes del nuevo endeudamiento externo no pueden utilizarse, su impacto en las expectativas cambiarias sería irrelevante.

En cambio, si sí pueden usarse, sus posibles destinos serían:

- (i) venderlas en el mercado cambiario en caso de ser necesario para sostener la política cambiaria en un contexto de apreciación real creciente; y/o*
- (ii) utilizarlas para hacer frente a vencimientos de deuda en moneda extranjera con otros acreedores, en caso de que un shock a la balanza cambiaria impida al gobierno contar con recursos propios para ello*

Esto es similar a lo que hizo el gobierno de Mauricio Macri con la deuda del FMI entre 2018 y 2019.

Cabe recordar que la Ley de Fortalecimiento de la Sostenibilidad de la Deuda Pública (Ley 27.612), sancionada en 2021, exige que cualquier acuerdo con el FMI sea aprobado por el Congreso Nacional.

Por otra parte, la reducción de la tasa decidida por el BCRA estuvo en línea con lo esperado y es consistente con los objetivos de mejora del resultado fiscal y caída de la inflación. Esta medida, junto a la próxima baja del crawl, amplía la brecha para el carry trade e incrementa los riesgos cambiarios futuros.

EL TESORO RESIGNA FINANCIAMIENTO A CAMBIO DE ALARGAR PLAZOS DE EMISIÓN. LAS RESERVAS REGISTRAN POR PRIMERA VEZ SU SEGUNDA CAÍDA MENSUAL CONSECUTIVA

El Tesoro alarga los exigentes vencimientos de 2025 pero en enero no pudo renovar su totalidad y recurre a sus depósitos en el B.C.R.A.

En la última licitación del mes, el Tesoro no renovó los vencimientos de \$8,8 billones por lo que usará sus depósitos en el B.C.R.A. para cubrir la diferencia de \$2,2 millones.

En la licitación se ofreció la reapertura de dos LECAPs con vencimiento en marzo y abril próximos y un nuevo Boncap (instrumento similar pero con plazo de emisión superior al año), con vencimiento en enero de 2027 que logró captar el 66,1% de los fondos obtenidos y aumentar el plazo promedio ponderado de los instrumentos emitidos a los 488 días.

Las tasas de colocación estuvieron en el rango de TNA29,02/31,20% (TEA32,99/27,57%), en tanto que en la reapertura del Boncer 2027 se convalidó una tasa real del 7,66% anual.

El mes de enero cerró con un financiamiento neto negativo de \$426.886 millones, lo que implicó un *roll-over* del 96% respecto a los vencimientos del mes (\$10,51 billones).

En forma previa a esta licitación el Tesoro realizó una conversión de activos (OCA) directa con el B.C.R.A. (el viernes 24.1) para disminuir en cerca de \$6 billones el monto a renovar del bono Dual 31.1.2025 (TDE25) en cartera de la institución (USD4.162 millones).

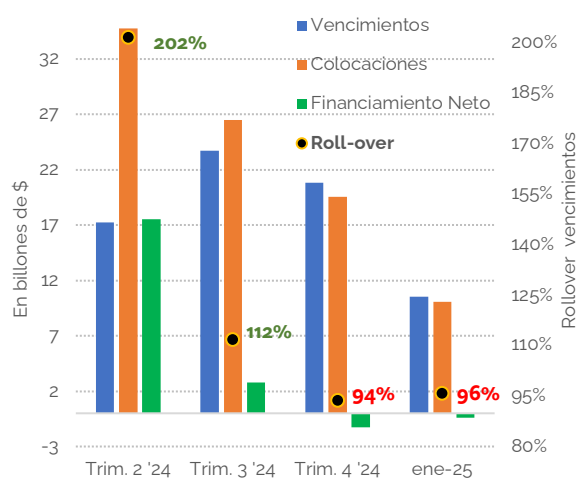
Resultados licitación Finanzas del 29.1

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 29.1							
Reap. LECAP Vto 14.03.25 (S14M5)	14/3/25	42	790.807	962.017	29,02%	32,99%	14,6%
Reap. LECAP Vto 28.04.25 (S28A5)	28/4/25	87	612.359	750.139	27,76%	30,81%	11,4%
Nuevo BONCAP Vto 17.01.27 (T15E7)	15/1/27	714	4.362.026	4.362.026	31,20%	27,57%	66,1%
Reap. Boncer 0% (TZXM7)	31/3/27	789	424.858	523.425	7,64%	7,66%	7,9%
Totales		488*	6.190.051	6.597.607			100,0%
Vencimientos				8.814.438			
Financiamiento Neto				-2.216.831			

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

Además, en forma complementaria a la oferta por efectivo de esta licitación, **se ofreció a los tenedores del Boncer 14.2.2025 (T2X5) su conversión por una nueva LECAP con vencimiento el 30.11.2025 (S30N5).** La operación tuvo una **baja aceptación del 19,53%**, probablemente dado el **acotado plazo remanente al vencimiento (14 días)** del instrumento elegible. De este modo, **se postergaron vencimientos hasta noviembre próximo por \$1,2 billones.**

Durante el mes de febrero el Tesoro afrontará vencimientos por \$10,1 billones en las dos licitaciones previstas, siendo la primera el próximo miércoles 12.2.

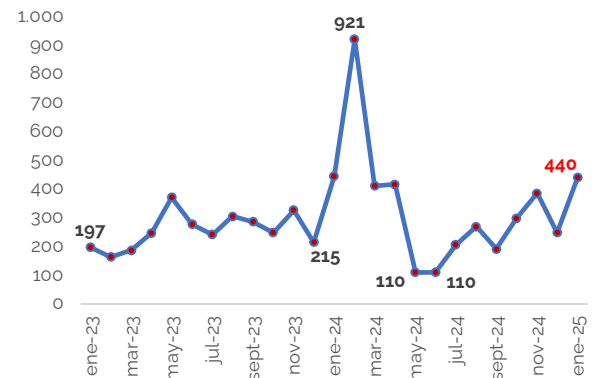
Vale la pena recordar que en la conversión de activos (OCA), que se ejecutó el pasado viernes 24.1, el Tesoro postergó pagos por cerca de 14 billones que vencían entre mayo y noviembre de este año entregando nuevos bonos Dual con vencimiento entre marzo y diciembre de 2026.

En enero las reservas del B.C.R.A. volvieron a caer a pesar del buen ritmo de las liquidaciones de los agroexportadores

Faltando dos jornadas, en el mes de enero el complejo agroexportador acumula liquidaciones por un total de USD2.006 millones, lo que implica un promedio diario de unos USD97 millones. Así, en el primer mes del año suben 3,6% respecto a diciembre y un 18,8% respecto al promedio 2014-2024.

Al analizar la dinámica de las liquidaciones en los últimos 10 años, se observa que el dato de enero de 2025 es el mayor de los últimos 10 años con excepción de enero 2016 (promedio

Plazo promedio ponderado de los títulos emitidos, en días



Resultados conversión de activos 24.1

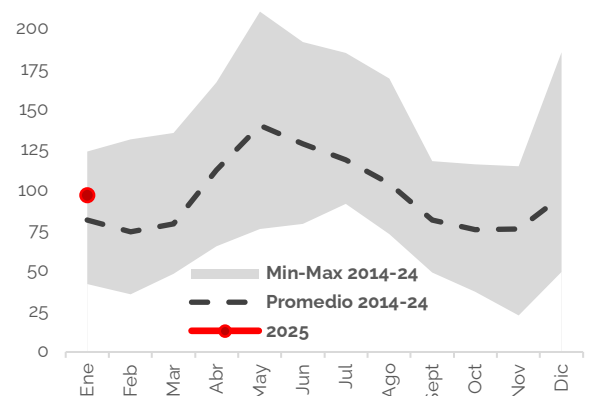
Totales por instrumento elegible, en \$ y en %

Instrumento elegible para la conversión	Fecha de Vencimiento	Días al vencimiento	Valor Emitido (mill. de VN)	Valor Aceptado en Conversión (mill. de VN)	Aceptación sobre VN emitido	Reducción de Vencimientos (mill. de \$)
Lecap 16.5.25 (S16Y5)	16/5/25	107	2.632.850	1.361.486	51,71%	1.709.291
Lecap 30.5.25 (S30Y5)	30/5/25	121	1.292.512	538.264	41,64%	667.028
Lecap 18.6.25 (S18Y5)	18/6/25	140	1.588.534	872.691	54,94%	1.154.832
Lecap 30.6.25 (S30Y5)	30/6/25	152	917.336	344.853	37,59%	449.706
Boncer 0% (T2X25)	30/6/25	152	1.831.696	1.029.560	56,21%	2.155.466
Lecap 31.7.25 (S31Y5)	31/7/25	183	1.844.422	937.098	50,81%	1.207.507
Lecap 29.8.25 (S29Y5)	29/8/25	212	1.063.900	662.940	62,31%	892.377
Lecap 12.9.25 (S12Y5)	12/9/25	226	828.692	511.938	61,78%	689.319
Lecap 30.9.25 (S30Y5)	30/9/25	244	936.788	617.856	65,95%	826.914
Boncap 3,9% (T17O5)	17/10/25	261	1.385.212	887.716	64,09%	1.168.847
Boncer 1,8% (T1X25)	9/11/25	284	917.160	278.817	30,40%	3.087.547
			15.239.103	8.042.219	52,78%	14.008.833

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Liquidación divisas agroexportadores

Promedio diario mensual, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC

USD123,8 millones). Vale recordar que en diciembre de 2015 el gobierno de Macri decidió eliminar las retenciones al trigo, maíz y el girasol y bajar las del complejo sojero del 3% al 30%.

Estas mayores liquidaciones, que todavía no reflejan la baja temporal de retenciones dispuesta la semana anterior, permitieron al B.C.R.A. acumular durante enero compras netas de divisas por un total de USD1.617 millones, más que duplicando el registro del mes de diciembre.

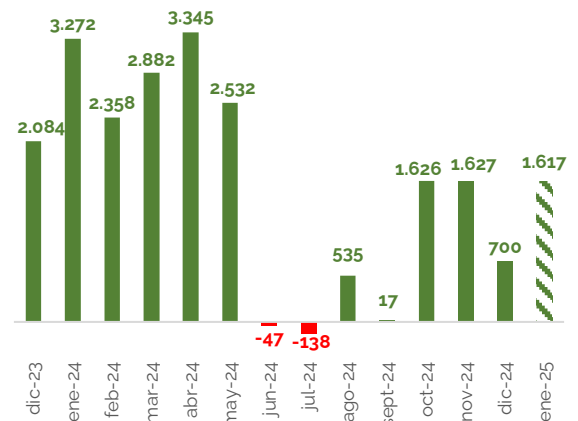
A pesar de esta positiva performance, al cierre de enero las reservas internacionales sumaron USD29.428 millones y registraron una baja de USD184 millones, la primera vez en la gestión Milei en que retroceden en dos meses de forma consecutiva. Así, las reservas volvieron a perforar el nivel de los USD30.000 millones que habían logrado superar al finalizar la etapa I del Blanqueo de capitales (8.11.24).

A diferencia de un año atrás cuando las reservas tuvieron su mayor aumento mensual (USD4.568 millones) y también se efectuaron pagos de los bonos reestructurados en 2020, los factores que explican su variación cambiaron significativamente.

En enero de 2024, aún con menor liquidación de los exportadores, el BCRA había comprado USD3.272 millones (más del doble que este mes) a partir de habilitar sólo el pago del 25% de las importaciones. Adicionalmente, producto de las demoras de las revisiones del acuerdo con el FMI, en enero de 2024 ingresaron desembolsos por USD2.579 millones mientras que en este mes los organismos internacionales restaron USD85 millones a las reservas.

Saldo neto del B.C.R.A. en el M.U.L.C.

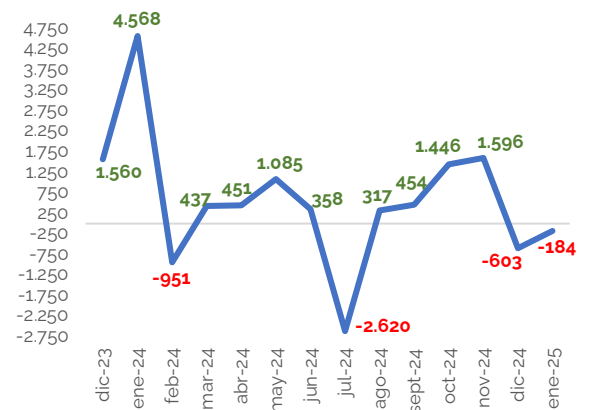
Totales por mes, en millones de USD



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

Variación reservas brutas del B.C.R.A.

Totales por mes, en millones de USD



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

Durante la semana las brechas cambiarias se movieron dentro de los rangos de las últimas jornadas. Al cierre de este informe el CCL cotizaba a \$1.178,16 (11,9%) y el MEP a \$1.170,42 (11,2%).

Durante el mes de febrero es esperable un aumento en la oferta de los exportadores en este mercado, a partir de las mayores liquidaciones y la vigencia del dólar blend, lo que podría implicar a su vez menor necesidad de intervenciones del B.C.R.A. para mantener los actuales niveles de brechas cambiarias.

El B.C.R.A. dispuso una nueva baja en su tasa de política basado en las expectativas de menor inflación y amplía el diferencial del *carry trade* local

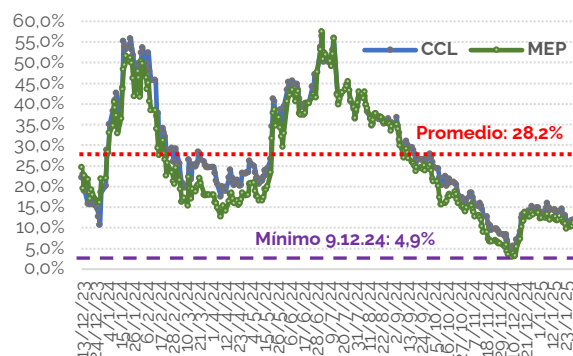
Luego de su reunión de Directorio, el B.C.R.A. dispuso reducir la tasa de política monetaria de 32% a 29% de TNA. La tasa de interés de pases activos también se reduce de 36% a 33%. La decisión se fundamentó "en consideración de la consolidación observada en las expectativas de baja de la inflación".

La baja de 300 pbs iguala a la dispuesta el pasado 6.12.24 y lleva la tasa de política de TNA₃₂/TEA_{37,69}% a TNA₂₉/TEA_{33,63}%. En base mensual significa una reducción desde el 2,63% al 2,38% que, sumado a la desaceleración del crawl desde el próximo lunes (del 2% al 1% mensual) implica un aumento del diferencial de rendimientos del "carry trade local" desde el 0,63% mensual al 1,38%.

La medida aumentará el atractivo para la liquidación anticipada de divisas de los agroexportadores luego de la baja temporal de retenciones como así también aumenta el incentivo a la financiación local en moneda extranjera.

Brechas cambiarias en gestión Milei

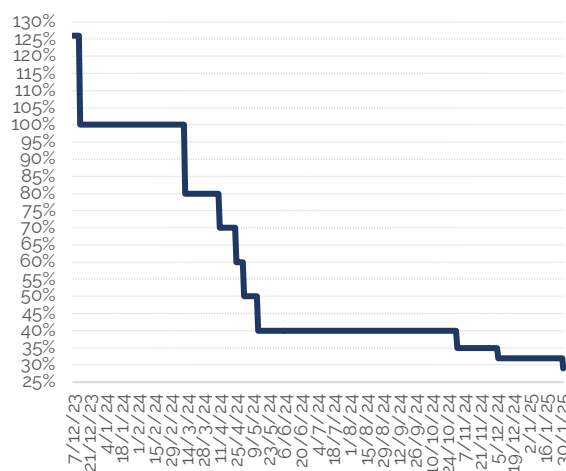
En % respecto dólar A3500 del B.C.R.A.



FUENTE: @SuramericanaV en base a BYMADATA

Tasa de política monetaria del B.C.R.A.

En TNA anual



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

La FED no modificó su tasa de política tal como se esperaba, pero realizó ajustes al texto de su comunicado que generó incertidumbre sobre sus próximos pasos

En su primera reunión del año, que finalizó este miércoles 29.1, **la Reserva Federal (FED) decidió mantener sin cambios el rango actual de su tasa de política monetaria (4,25-4,50%).**

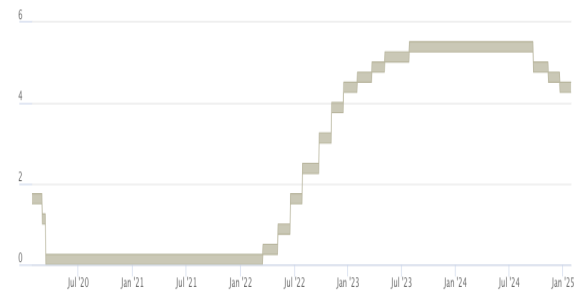
La decisión, anticipada por el mercado, estuvo acompañada por pequeños ajustes en el texto del comunicado que generaron volatilidad en el mercado por la eliminación de la mención donde se hacía referencia a que la inflación había “progresado” hacia el objetivo oficial del 2%.

En la conferencia de prensa posterior, Powell rechazó la idea de que ya no se hubiera avanzado en la desinflación. “Hemos hecho un poco de limpieza en el lenguaje”, eso es todo, indicó, “simplemente elegimos acortar esa oración.

Los futuros de tasa FEDFUND anticipan un próximo recorte de 25 pbs recién para la reunión de la FED del 18.6, por lo que se mantendría el actual nivel de la tasa luego de las reuniones previstas para marzo y mayo.

Tasa FEDFUND de la Reserva Federal

En % anual. Últimos 5 años



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año
	FED	4,33%	0	Oro	2.849,40	2,6%	8,4%
	1M	4,37%	-8 pbs	Petróleo	73,10	-2,1%	1,9%
	3M	4,30%	-5 pbs	Gas Natural	3,07	-23,9%	-15,6%
	6M	4,27%	2 pbs	Trigo	154,11	4,1%	2,7%
	1Y	4,16%	-1 pbs	Maíz	151,89	0,7%	6,9%
	10Y	4,52%	-11 pbs	Soja	284,13	-1,1%	4,6%
Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año
		1,0396	-0,2%		Dow Jones	44.882,13	1,0%
		1,2423	0,6%		S&P 500	6.071,17	-0,5%
		154,34	-1,2%		NASDAQ	19.681,75	-1,4%
		7,2502	-0,5%		Shenzhen	10.156,07	-1,3%
		5,8740	-0,8%		IBOVESPA	126.912,78	3,6%
		1051,00	0,4%		S&P BYMA	2.599.328,57	1,3%
Tasas Argentinas		TNA	TEA	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
	Riesgo Pais (EMBI+), en pbs		614		CCL	1.178,16	1,5%
	LEFI B.C.R.A.	32,00%	37,69%		MEP	1.170,42	1,5%
	Caución 1d	31,29%	36,71%		Exportador (80/20)	1.077,63	0,5%
	BADLAR Priv.	32,25%	37,52%		Turismo	1.368,25	0,3%
	TAMAR Priv.	33,88%	39,67%		BCRA	1.052,50	0,3%
	PF Personas	31,85%	36,95%		ROFEX Nov '25	1.240,50	0,0%

(*) cierres al jueves 30.1

EQUIPO DE TRABAJO

Fundador y Presidente: Martín Guzmán

Elaboración del informe: Martín Guzmán, Guillermo Hang, Melina Mallamace, 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.