

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA

- En un contexto político en el que las alternativas opositoras no llegan a despertar esperanza, el aguante social al ajuste de los ingresos ha sido más prolongado que lo que la mayor parte de la política suponía a principios de este año, implicando niveles de importaciones bajos que, junto a la mejora en la balanza comercial energética, ha incrementado fuertemente la capacidad de pago de las deudas públicas externas para 2025.
 - El blanqueo, que acentúa los incentivos al “negreo”, ha sido un éxito para los objetivos del gobierno de corto plazo, ya que ayudó simultáneamente (de forma directa o indirecta) a aumentar los depósitos en dólares en el sistema financiero, bajar la brecha cambiaria, y mejorar la situación fiscal en el año 2024.
 - La victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de Estados Unidos favorece a las posibilidades del Gobierno para la administración económica, al facilitar posible financiamiento neto del FMI (aún si no hay forma de darle coherencia a mayor financiamiento del Fondo dada la misión y los objetivos que debería perseguir el organismo).
- Este efecto de “seguro financiero” pesa más que el posible escenario de peores términos de intercambio y tasas de interés globales menos favorables que se presenta con el resultado de la elección.
- Sin embargo, la propia evolución de la balanza comercial puede hacer que el Gobierno tenga menor apuro en cerrar un acuerdo con el FMI, ya que ese financiamiento se vuelve menos necesario en 2025 para hacer frente a pagos de deuda externa con otros acreedores que lo que se percibía hace algunos meses.
 - Del lado negativo en lo macro-financiero, la prolongación del *carry trade*, que ayudó a bajar la brecha cambiaria, aumenta el riesgo del desarme de los controles cambiarios (cepo), ya que una reversión de esos flujos implicaría presiones sobre el tipo de cambio oficial en caso de que se saliese del cepo, lo que se transmite mucho más rápidamente y en mayor magnitud a la inflación que un aumento de la brecha cambiaria.
 - La baja de la tasa de política monetaria dispuesta por el BCRA la semana pasada ya se está transmitiendo a un menor costo de financiamiento para el Tesoro, y contribuye a disminuir el piso inflacionario.

EL BLANQUEO AYUDÓ A RECUPERAR RESERVAS Y MEJORAR LA RECAUDACIÓN EN OCTUBRE. CONTINÚA LA MEJORA DEL CLIMA FINANCIERO LOCAL Y EL REGRESO DE TRUMP GENERA INCERTIDUMBRE SOBRE EL FUTURO DE LAS TASAS

El blanqueo de capitales abre una oportunidad al Gobierno para seguir recuperando reservas y al sistema financiero para acelerar la intermediación.

Los datos divulgados esta semana por la flamante ARCA (Agencia de Recaudación y Control Aduanero) del blanqueo de capitales al 31.10 mostraron una regularización de efectivo en moneda extranjera por USD19.023 millones y USD1.935 en otros bienes.

De este modo, si bien el total regularizado sumó unos USD20.977 millones y resultó sustancialmente menor al del año 2016 (USD116.800 millones), se logró un efecto ampliamente superior en términos de los fondos que ingresaron al sistema financiero doméstico.

En el año 2016 el 54% de los activos blanqueados se encontraban en el exterior y el 46% de los bienes en el país. El total de cuentas bancarias que se ingresaron en el país fue de apenas USD7.728 millones, un 23% del total declarado (USD33.600 millones).

Durante la etapa I del blanqueo de capitales (18.7 al 31.10) se observó un aumento en los depósitos en el sistema financiero de USD16.198 millones (85% del total de los fondos exteriorizados).

De este modo, los depósitos privados alcanzaron un máximo histórico desde la salida de la Convertibilidad, superando al anterior máximo

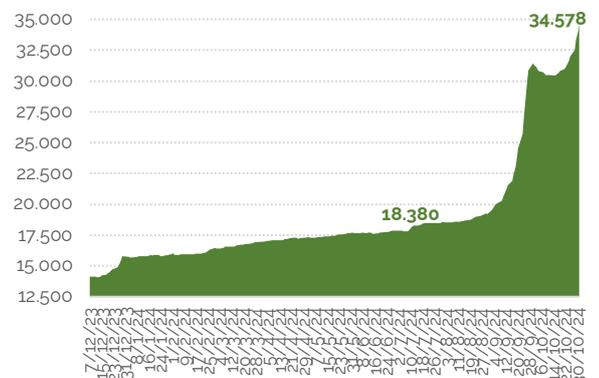
Principales datos Blanqueo de Capitales



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

Depósitos del Sector Privado en USD.

Datos diarios, en millones de USD



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

de US\$32.492 millones registrado el 9.8.2019, en los días previos a las elecciones PASO de ese año.

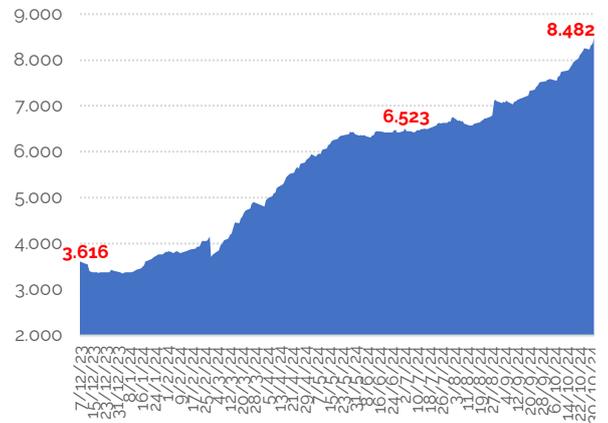
La recuperación de los depósitos en moneda extranjera permitió una rápida recuperación de los préstamos en igual moneda. Durante la etapa I del blanqueo los préstamos aumentaron cerca de US\$1.960 millones y sumaban al 31.10 unos US\$8.482 millones, nivel similar al observado en abril de 2020.

En perspectiva histórica, la relación entre el volumen de préstamos y depósitos en moneda extranjera ilustra el gran potencial de recuperación de intermediación que se le presenta al sistema financiero y que, además, podría contribuir positivamente a la recuperación de las reservas del B.C.R.A.

Al 31.10 pasado, el ratio préstamos/depósitos alcanzaba un valor del 24,5%, por debajo del promedio del 31,7% durante la vigencia del actual cepo cambiario. De este modo, sin eventos disruptivos que alteren la confianza de los depositantes y permitan así consolidar el actual nivel récord de depósitos, es esperable una recuperación mayor del stock de préstamos. Para dimensionar el efecto, volver al promedio del 31,7% implicaría una suba adicional de US\$2.420 millones, mientras que quedar "a mitad de camino" respecto al promedio sin restricciones cambiarias (52,8%) implicaría un aumento adicional de US\$3.650 millones respecto a los valores actuales.

Préstamos al Sector Privado en USD.

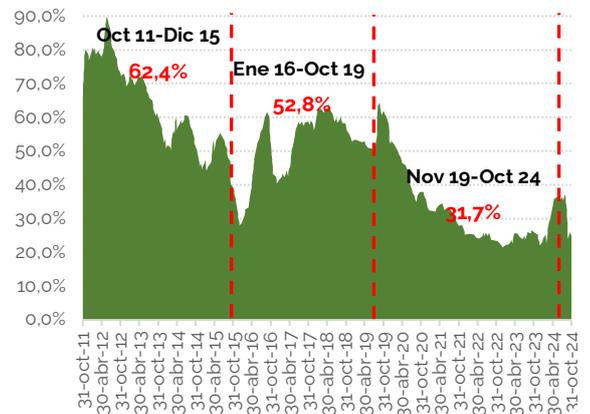
Datos diarios, en millones de USD



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

Ratio Préstamos/Depósitos en USD.

Datos diarios, en % y promedio por periodos



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

Se recuperan las reservas y continúa la mejora del clima financiero con el riesgo país alcanzando nuevos mínimos durante la gestión Milei.

Durante el mes de octubre, las reservas del B.C.R.A. subieron USD1.426 millones, el segundo mejor registro del año. La recuperación se explicó por las mayores compras netas de divisas (+USD1.626 millones) y la suba del efectivo mínimo en bancos producto del blanqueo (+USD1.913 millones) que más que compensaron las mermas por los pagos a Organismos Internacionales (USD277 millones) y las compras de divisas del Tesoro al B.C.R.A. (USD1.194 millones, en gran parte para anticipar el pago de intereses de enero 2025 de los bonos reestructurados en el año 2020).

El jueves 7.11 el índice EMBI+ de Argentina alcanzó los 859 pbs, el menor registro de la gestión Milei y el menor valor observado desde el 2 de agosto de 2019, unos diez días antes de las elecciones PASO de ese año.

Así, durante octubre el riesgo país disminuyó unos 354 pbs desde los 1.288 pbs del 1.10 a un mínimo de 934 pbs el 29.10. La baja superó a los 237 pbs que se había registrado en el mes de abril pasado cuando el riesgo país había alcanzado los 1.215 pbs, el primer mínimo de la gestión Milei.

Luego de la decisión del B.C.R.A. el pasado viernes 1.11 de bajar 5 p.p. su tasa de política las brechas cambiarias mostraron estabilidad y culminan en la semana en niveles similares al día previo a esta decisión: el CLL cierra en \$1.157,96 (16,4%) y el MEP en \$1.133,24 (13,9%).

Factores de variación Reservas Internacionales del B.C.R.A. durante Octubre 2024



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

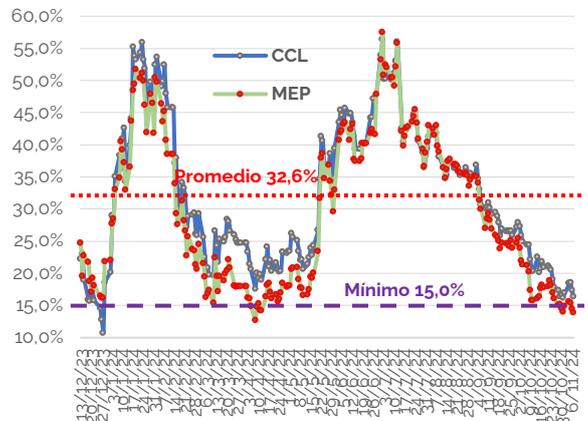
Riesgo país durante gestión Milei

Spread EMBI+ Argentina, en pbs



FUENTE: @SuramericanaV en base a J.P.Morgan

Brechas cambiarias durante gestión Milei



FUENTE: @SuramericanaV en base a BYMADATA

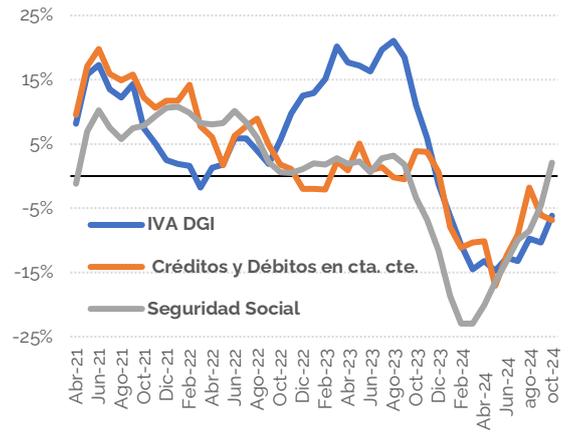
El blanqueo de capitales, la moratoria impositiva y un ligero leve repunte de la actividad lograron que la recaudación de octubre tenga su menor caída en términos reales en lo que va del año.

Durante octubre, la recaudación tributaria en términos reales se ubicó 2,4% por debajo del valor del mismo mes de 2023. Esto fue posible, en buena medida, gracias al aporte extraordinario del blanqueo de capitales y los ingresos de la moratoria tributaria, aduanera y de la seguridad social.

Mientras que el IVA-DGI superó ligeramente el nivel de octubre de 2023 (+0,4% i.a.), el impuesto a los débitos y créditos bancarios mantuvo su dinámica negativa (-8,3%). Cuando miramos la tendencia de los últimos meses, los recursos vinculados al nivel de actividad se acercan a valores neutros o a mostrar variaciones positivas respecto al cierre de 2023. Esto se debe a dos razones principales: por un lado, algunos sectores de la economía muestran una recuperación respecto de la primera mitad del año; por otro lado, las comparaciones toman como base una economía que había acelerado su contracción hacia fines de 2023.

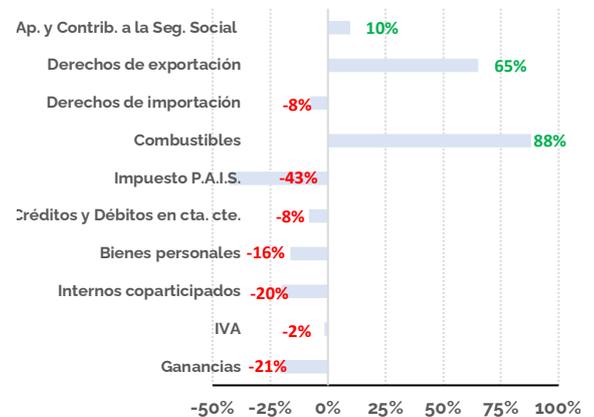
La moratoria sobre las obligaciones de la Seguridad Social permitió que la recaudación por este concepto tenga un crecimiento del 10% respecto a octubre-23. Los derechos de exportación (+65% i.a.) y el impuesto a los combustibles (+88% i.a.) continúan siendo las fuentes de ingreso más dinámicas. Por otro lado, se destaca la caída de la recaudación por el impuesto PAIS (-43%), atribuible a la reducción de la alícuota en septiembre, y la menor recaudación de impuestos progresivos como Ganancias (-21% i.a.) y Bienes Personales (-16%).

Recaudación vinculada a la actividad
Var. anual a precios constantes (prom. móvil 3M)



FUENTE: @SuramericanaV en base A ARCA y MECON

Recaudación por tributo. Octubre 2024
Var. anual a precios constantes



FUENTE: @SuramericanaV en base A ARCA y MECON

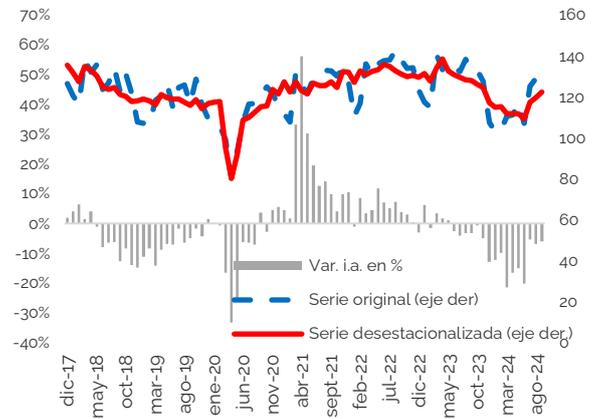
La actividad industrial en septiembre creció 2,6% s.e. y confirma su recuperación. Al mismo tiempo, la construcción retomó la recuperación iniciada desde abril y creció 2,4% s.e después de la caída de agosto.

La Industria cayó 6,1% con respecto a septiembre de 2023 y acumuló una caída interanual del 12,7% en los primeros 9 meses del año. En la serie desestacionalizada volvió a crecer (2,6%) y aceleró la suba respecto al mes anterior (+1,8% i.m en agosto). La recuperación es clara pero parte de niveles significativamente bajos y de naturaleza heterogénea entre sectores.

En este sentido, fueron tres los sectores que mostraron un mejor desempeño respecto a septiembre de 2023: Alimentos y Bebidas (+7,0% i.a), Muebles y colchones, y otras industrias manufactureras (+0,9%), y Refinación del petróleo, coque y combustible nuclear (+0,5%).

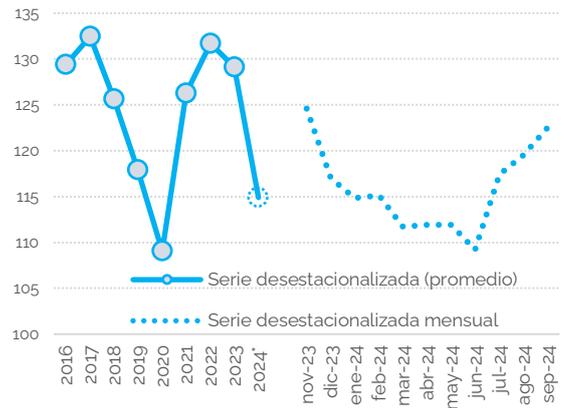
La construcción, luego de la caída observada en agosto, retomó su crecimiento intermensual y creció en septiembre 2,4% s.e. Cayeron con respecto a igual mes de 2023 los 12 insumos que componen el índice, entre los que se destacaron Artículos sanitarios de cerámica (-47,4%), Mosaicos graníticos y calcáreos (-44,2%) y Hierro redondo y aceros para la construcción (-36,5%).

Índice de producción industrial (IPI)

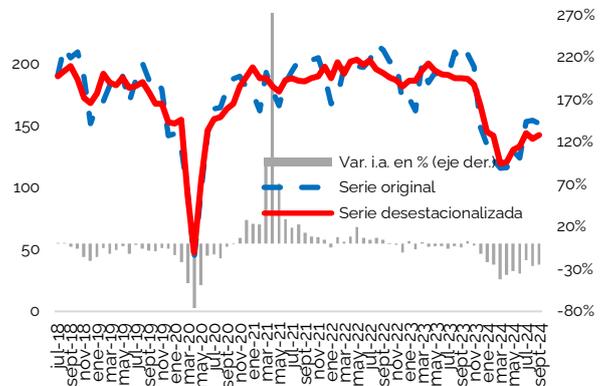


Índice de producción industrial (IPI)

Serie desestacionalizada.



Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC)



FUENTE: @SuramericanaV en base INDEC

El Tesoro no volvió a renovar sus vencimientos en busca de señalar una baja de tasas nominales luego de la publicación del dato de inflación el próximo martes

En la primera licitación del mes la Secretaría de Finanzas colocó instrumentos por \$1,53 billones frente a vencimientos por \$2,92 billones.

De este modo, por segunda licitación consecutiva no se lograron refinanciar los vencimientos y el roll-over alcanzó el 52,3% (57,2% en licitación del 29.10)

Nuevamente no se ofrecieron LECAPs y se licitaron los mismos instrumentos ajustables por CER que compusieron el menú del 29.10.

En esta oportunidad, se rechazaron cerca de \$475.000 millones en los instrumentos con vencimiento en 2025 para lograr bajar las tasas de rendimiento reales convalidadas cerca de 4 p.p., y llevarlas a niveles de un dígito en torno al 7,25-9% (11,4-12% en última licitación).

En los instrumentos con vencimiento en 2026 las tasas convalidadas bajaron cerca de 2 p.p. y se adjudicó el 87% de los fondos colocados lo que permitió aumentar el plazo promedio de los instrumentos emitidos hasta los 545 días.

Adicional a la licitación por efectivo, se realizó una conversión de activos de acuerdo al DNU 846/24, que habilitó a Finanzas a realizar estas operaciones sin importar la moneda de pago de los instrumentos y determinar los precios según "los valores existentes en los mercados" en lugar de los valores técnicos (Decreto 331/22 incorporado luego a la Ley Complementaria de Presupuesto 11.672)

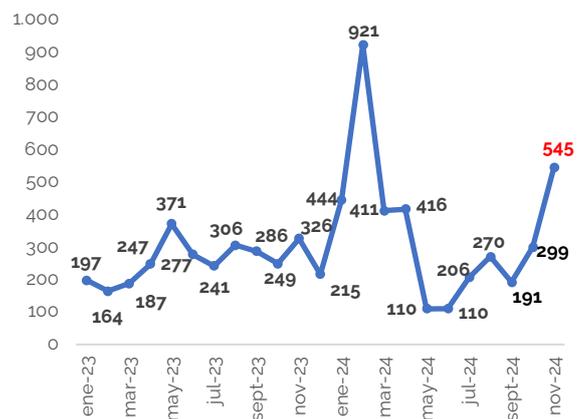
Se ofreció la conversión del Boncer con vencimiento el 14.2.2025 (T2X5) a un precio de

Resultado Licitación de Finanzas 7.11

Instrumentos	Fecha de Vencimiento	Plazo de Emisión (en días)	Valor Emitido (mill. de pesos)	Valor Efectivo (mill. de pesos)	Tasa de Cartera (TNA)	Tasa de Rendimiento (TEA)	Participación por instrumento
Licitación 7.11							
Reap. Boncer 0% (TZXY5)	30/5/25	200	138.930	134.762	7,25%	7,28%	8,8%
Reap. Boncer 0% (TZX05)	31/10/25	354	74.580	69.204	8,98%	9,01%	4,5%
Reap. Boncer 0% (TZXM6)	31/3/26	505	635.726	798.472	10,39%	10,42%	52,25%
Reap. Boncer 0% (TZX06)	30/10/26	718	630.480	525.770	10,65%	10,68%	34,40%
Totales		545(*)	1.479.716	1.528.209			100,0%
Vencimientos				2.921.773			
Financiamiento Neto				-1.393.564			

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Plazo promedio instrumentos emitidos



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

ajustado de \$6.039,83 por el Boncer 30.6.2026 (TZX26). Se recibieron 73 ofertas que representaron cerca del 38,25% del stock de títulos en circulación y se redujo en cerca de \$3,42 billones los vencimientos del instrumento elegible.

En la última licitación del mes, prevista para el próximo 27.11, el Tesoro enfrenta vencimientos por cerca de \$5 billones y el Tesoro buscará convalidar menores tasas nominales en las LECAPs que seguramente volverán a ofrecerse en el menú de instrumentos.

INTERNACIONAL: el regreso a la presidencia de Trump genera expectativas de tasas más altas y de un dólar fortalecido.

Las elecciones presidenciales del martes 5.11 en Estados Unidos trajeron una victoria más holgada a la prevista por parte de Donald Trump, que no sólo consiguió los 270 electores sino también ganar el voto popular (cerca de 72,8 millones de votos frente a 68,2 de Harris), algo que no sucedía desde la reelección de George W. Bush en 2004.

Los republicanos, además, tendrán control del Senado, y al cierre de este informe se encaminaban a recuperar también la mayoría en la Cámara de Representantes.

Los mercados venían descontando en las últimas semanas un probable triunfo de Trump, aunque con un margen más ajustado por lo que los resultados dispararon fuertes alzas en los mercados de acciones.

Sin embargo, los mercados anticipan una política fiscal más expansiva (que incluye renovar los recortes impositivos temporales a empresas e individuos que expiraban a fines de

Resultado conversión de activos DNU 846/24

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 Título Elegible (VN)
BONCER 4,25% (TZX5)	14/2/25	94	\$ 1.485.386	568.226	38,25%

Instrumentos adjudicados por conversión	Fecha de Vencimiento	Días al vencimiento	Valor Emitido (mill. de VN)	Valor Efectivo (mill. de \$)	Tasa de Rendimiento (T.N.A.)
BONCER 0% (TZX26)	30/6/26	595	1.657.973	3.432.005	10,51%

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

2025), mayores tarifas a las importaciones y restricciones a los flujos de inmigración.

Estas medidas se esperan produzcan un aumento del déficit fiscal y aminore el ritmo de reducción de la tasa de política monetaria.

En este sentido, en el último mes la tasa de rendimiento del bono a 10 años de plazo registró un aumento de 60 pbs y volvió a superar el umbral del 4% y se ubica en niveles similares a febrero pasado. Algunos analistas incluso proyectan que la tasa podría alcanzar el 5% en los próximos meses si no hay señales sobre una moderación de la política fiscal durante la próxima administración de Trump.

La FED baja 25 pbs su tasa de política en línea con lo esperado y señaló una posible pausa en su próxima reunión en diciembre

Al finalizar la reunión del jueves 7.11, la FED decidió un recorte de 25 pbs en su tasa de política hasta el nivel objetivo de 4,5-4,75%, luego de la baja de 50 pbs en septiembre pasado, marcándole la cancha a la administración entrante.

No hubo cambios en el texto del comunicado pero en la conferencia de prensa posterior Powell se mostró cauto respecto a la posibilidad de un nuevo recorte en la próxima reunión de la FED del 18 de diciembre.

Tasa de rendimiento Treasury a 10 años



FUENTE: @SuramericanaV en base a Bloomberg

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

Tasas EE.UU.				Precios Commodities			
		Var. Sem	Var. Año		Var. Sem	Var. Año	
 FED	4,83%	0	-50 pbs	Oro	2.716,70	-0,8%	31,7%
 1M	4,69%	-6 pbs	-91 pbs	Petróleo	72,17	3,9%	0,7%
 3M	4,63%	2 pbs	-77 pbs	Gas Natural	2,70	1,5%	7,5%
 6M	4,40%	-2 pbs	-86 pbs	Trigo	159,13	3,7%	-6,2%
 1Y	4,28%	0	-51 pbs	Maíz	136,78	6,5%	-6,4%
 10Y	4,31%	-6 pbs	43 pbs	Soja	277,33	4,5%	-20,6%
Monedas				Bolsas internacionales			
		Var. Sem	Var. Año		Var. Sem	Var. Año	
 	1,0733	-1,4%	-3,0%	 Dow Jones	43.729,34	4,0%	16,0%
 	1,2883	-0,1%	1,2%	 S&P 500	5.973,10	4,3%	25,2%
 	154,32	1,5%	9,1%	 NASDAQ	19.269,46	5,6%	28,4%
 	7,1407	0,3%	0,5%	 Shenzhen	11.235,92	7,5%	18,0%
 	5,6910	-1,7%	17,3%	 IBOVESPA	129.681,70	1,2%	-3,4%
 	993,50	0,3%	23,0%	 S&P BYMA	2.015.557,70	7,2%	116,8%
Tasas Argentinas				Dólar oficial, futuros y financieros			
	TNA	TEA	Var. Año		Var. Sem	Var. Año	
 Riesgo País (EMBI+), en pbs		859	-1048 pbs	 CCL	1.157,96	-0,3%	20,7%
 Pase 1d	35,00%	41,88%	-12957 pbs	 MEP	1.133,24	-0,7%	15,0%
 Caución 1d	31,10%	36,46%	-10089 pbs	 Exportador (80/20)	1.027,86	0,1%	22,6%
 BADLAR Priv.	36,69%	43,59%	-14324 pbs	 Turismo	1.592,53	0,3%	23,1%
 TM20 Priv.	37,94%	45,29%	-14021 pbs	 BCRA	995,33	0,3%	23,1%
 PF Personas	36,74%	43,62%	-13635 pbs	 ROFEX Dic '24	1.049,50	0,2%	-47,3%

(*) cierres al jueves 7.11

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.