

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



En los próximos meses van a abundar las buenas noticias en cuanto a los datos de actividad económica y recaudación fiscal cuando se haga la comparación interanual, ya que la base de comparación corresponderá a un momento muy malo de la economía, que fue el final del año 2023 y el principio de 2024.

El crecimiento de la recaudación real del mes de noviembre adelanta una mejora de la actividad económica en la variación interanual.

El blanqueo tan exitoso para los objetivos del Gobierno abre la puerta a que en el corto plazo la contracción del sector público sea compensada por una expansión del gasto privado. Para que esa expansión sea un camino al desarrollo, hace falta que venga acompañada de una mejora de la performance del sector transable de la economía (el que genera las divisas), que genere valor agregado y que sea compartido en la sociedad. La mejora tan fuerte del sector energético ayuda en el primero de los puntos, pero para los otros dos no alcanza.

Para ver si el país está fortaleciendo o debilitando su posición externa neta, hay que mirar la cuenta corriente. Si es positiva, entonces puede financiar un déficit de la cuenta capital o acumulación de reservas o una combinación de ambas. Si es negativa, o la financia el resto del mundo (superávit en la cuenta capital) o se financia vendiendo reservas.

En 2023, el saldo de la cuenta corriente fue de -20.956MMUSD, y se financió principalmente con pérdida de reservas internacionales. En el primer semestre de este año, el saldo fue de +3.695MMUSD. La evolución posterior de las balanzas comercial y cambiaria auguran una reducción de ese saldo en el segundo semestre del año.

El BCRA volvió a reducir su tasa de interés de política. En nuestra visión, la medida conlleva un riesgo bien tomado para seguir fortaleciendo la situación fiscal (vía la transmisión a las tasas que paga el Tesoro Nacional) y profundizar el proceso de reducción de la inflación.

RECUPERACIÓN DE LA RECAUDACIÓN EN TÉRMINOS REALES Y NUEVOS MÍNIMOS DE LAS BRECHAS CAMBIARIAS DESDE SEPTIEMBRE DE 2019

La recaudación en noviembre registró su segundo crecimiento consecutivo en términos reales respecto a un año atrás

Durante noviembre, la recaudación tributaria total en términos reales creció 4,1%, comparado con noviembre de 2023. Esta es la segunda vez en 2024 que se produce un incremento real interanual de la recaudación, junto con el dato de mayo que incluyó un vencimiento extraordinario de impuesto a las ganancias.

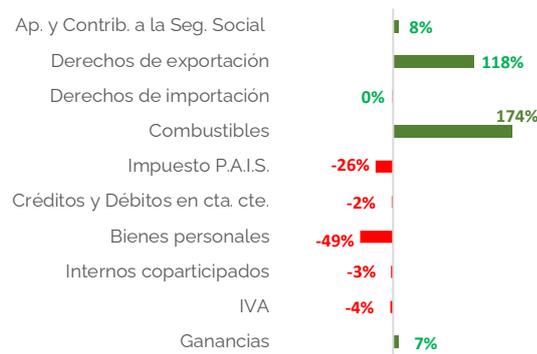
Mientras el impuesto a los combustibles líquidos y los derechos de exportación aumentaron 174% i.a. y 118% i.a. respectivamente, es de destacar que los aportes y contribuciones a la seguridad social subieron 8% i.a.

En tanto, la recaudación por impuesto a las ganancias mostró un saldo positivo de 7% respecto a noviembre de 2023. Por otro lado, el IVA y el impuesto a los créditos y débitos bancarios se mantienen en terreno negativo (-4% i.a. y -2% i.a.), aunque desacelerando la caída en los últimos meses. Además, empieza a impactar la caída de la recaudación por el impuesto PAIS (-26% i.a.), atribuible a la reducción de la alícuota en septiembre pasado.

La recaudación más vinculada al nivel de actividad interno muestra que aún no se percibe una recuperación clara. Sin embargo, dada la base de comparación de cierre de 2023 - una economía en contracción con una inflación muy elevada- estos recursos tributarios se están

Recaudación tributaria – Noviembre 2024

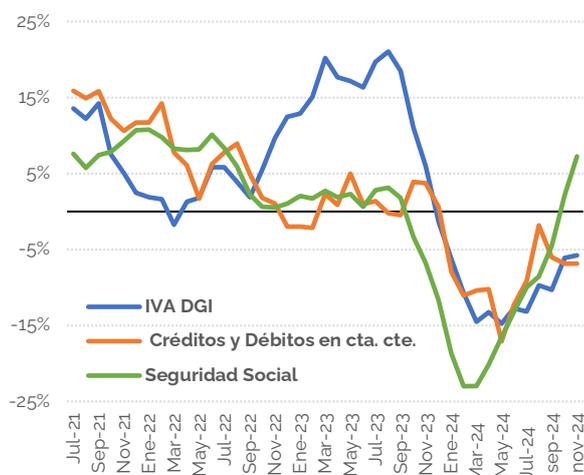
Variación interanual real, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a AFIP y MECON

Recaudación tributaria – Noviembre 2024

Variación interanual real, prom. móvil 3 meses



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

acercando a variaciones positivas que seguramente se materializarán en los próximos meses.

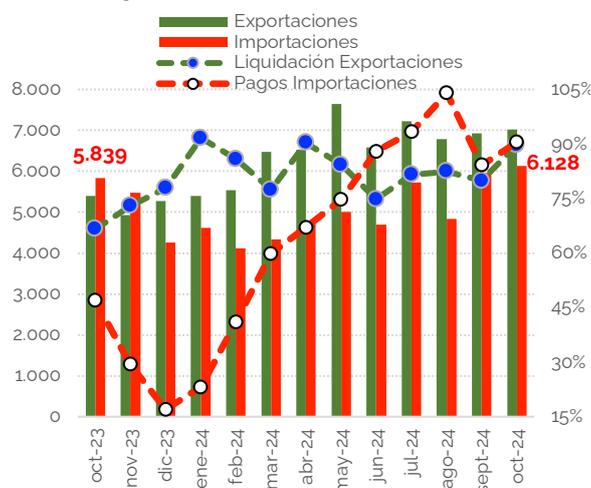
Mientras que el IVA-DGI cayó respecto del nivel de noviembre de 2023 (-2,6% i.a.), el impuesto a los débitos y créditos bancarios mantuvo su dinámica negativa (-1,8% i.a.). Los recursos asociados a la seguridad social muestran una dinámica positiva, creciendo por tercer mes consecutivo respecto de los mismos meses de 2023. **Esto fue posible, en buena medida, gracias al aporte de la moratoria que lanzó el Gobierno en septiembre.**

En el acumulado del año, la recaudación por derechos de exportación crece 44% real, el impuesto PAIS crece 77% y el impuesto a los combustibles líquidos un 21%. **La próxima derogación del impuesto PAIS y la dinámica que vienen mostrando los precios de exportación, junto al impacto inflacionario del impuesto a combustibles, se prevé que el Gobierno deberá mantener su política de contención del gasto público en el año electoral si pretende mantener el superávit fiscal.**

El informe cambiario del BCRA mostró un nuevo deterioro del balance cambiario a pesar de la favorable evolución de la balanza comercial

Durante el mes de octubre continuó el proceso de normalización de los pagos de importaciones (90,5%) y se observó un ligero aumento de las liquidaciones de las exportaciones (89,7%) de la mano de la baja en la brecha cambiaria que resta atractivo al uso del dólar *blend* por parte de los exportadores.

Liquidación de exportaciones y pagos de importaciones en MULC vs ICA



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

En este sentido, se destacan los pagos de importaciones en el mercado cambiario (USD5.548 millones) que alcanzaron su mayor valor desde junio de 2023.

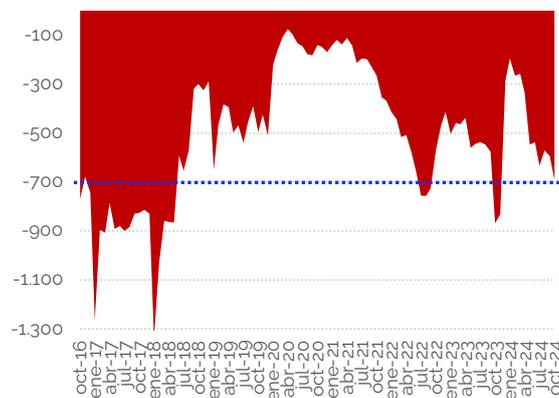
En este sentido, se destaca la recuperación de las importaciones, que superaron el nivel de USD6.000 millones por primera vez desde septiembre de 2023 de acuerdo con las cifras del ICA difundidas por el INDEC.

En lo que va de 2024, el uso del dólar *blend* por parte de los exportadores significó una oferta de USD10.827 millones en el mercado de CCL, en tanto que la diferencia entre las importaciones devengadas (ICA) respecto a las pagadas (MULC) sumó USD12.810 millones (de esta diferencia USD10.537 millones se acumuló en los primeros cuatro meses de la mano de la calendarización de los pagos dispuesta oportunamente por el B.C.R.A).

En tanto, a pesar de que cerca del 50% de los pagos del mes se canalizaron a través del acceso al dólar MEP y no al mercado oficial de cambios, **en octubre se amplió el déficit de la “cuenta de viajes y otros pagos con tarjeta”, que sumó USD691 millones y alcanzó su mayor valor mensual de los últimos doce meses.** En el año suma cerca de USD4.500 millones y ya se encuentra en niveles cercanos a los del período 2017-2018.

Por último, continuando una tendencia iniciada en junio pasado, el déficit del balance cambiario de octubre (-USD1.581 millones) se duplicó respecto al mes previo y acumuló USD5.441 millones en los últimos cinco meses, debido a pagos netos de intereses que no llegaron a ser compensados por el resultado positivo de la balanza de bienes

Déficit viajes y otros pagos con tarjeta
En millones de USD



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

(exportaciones menos importaciones) que aportó USD3.194 millones.

La cuenta financiera registró un superávit récord de USD3.128 millones en octubre, el mayor desde diciembre de 2022, a partir del impulso positivo de USD3.501 millones producto del blanqueo de capitales.

Durante noviembre las reservas del B.C.R.A. tuvieron su segundo mejor mes de 2024

En el mes de noviembre el complejo agroexportador acumuló liquidaciones por un total de USD1.999 millones y se ubicó cerca del valor máximo del promedio 2011-2021. Los primeros datos de diciembre anticipan una continuación de esta favorable tendencia de la mano de la liquidación de la cosecha de trigo.

En noviembre las reservas internacionales registraron una suba de USD1.596 millones, el segundo mejor registro del año luego de enero. Las compras de divisas (USD1.627 millones) y la suba de encajes en dólares (USD997 millones) fueron los principales factores explicativos de esta favorable evolución de las reservas.

La estabilidad cambiaria en torno al 2% mensual, combinada con la mejora en las compras de divisas y el aumento de las reservas brutas del B.C.R.A. (a partir del éxito de la etapa I del blanqueo de capitales) fueron decisivos en los últimos tres meses para llevar las brechas cambiarias a nuevos mínimos durante la gestión Milei.

Al cierre de este informe, el dólar CCL cotizaba a \$1.088,33 (brecha de 7,1%) y el MEP a \$1.061,81 (brecha de 4,4%). Estos niveles de brechas cambiarias no sólo son los

Factores de variación Reservas – Nov 24

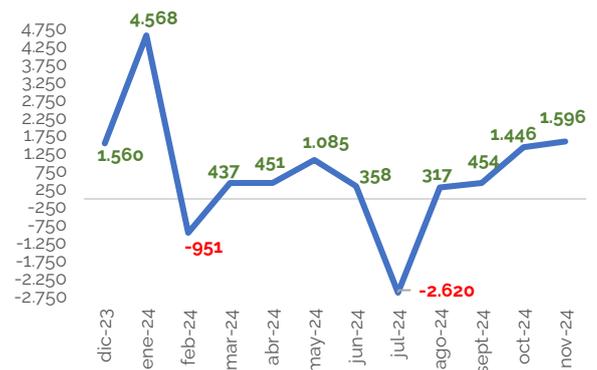
Total por concepto, en millones de USD



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

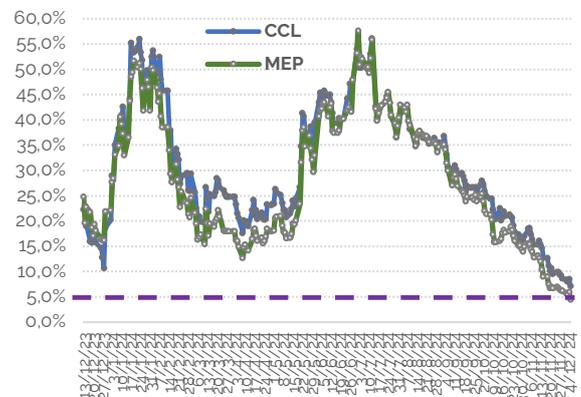
Variación Reservas Internacionales B.C.R.A.

Total por mes, en millones de USD



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

Brechas cambiarias durante gestión Milei



FUENTE: @SuramericanaV en base a BYMADATA

menores durante la gestión Milei, sino que igualan los observados a inicios de septiembre de 2019 cuando el gobierno de Macri introdujo las primeras restricciones cambiarias (Com. A6770 del 1.9.2019) luego del desfavorable resultado de las PASO de ese año para aquel gobierno.

Sorpresivo anuncio de reducción de la tasa de política del B.C.R.A.

El jueves por la noche el B.C.R.A. anunció la reducción de 3 p.p de su tasa de política del 35% al 32% anual con efecto desde el viernes 6.12. Esta nueva baja, que se suma a la de 5 p.p. decidida el pasado 1.11, lleva la tasa mensual a niveles del 2,63% desde el 2,88% vigente previo al anuncio.

En el escueto comunicado de prensa que acompañó la decisión el BCRA citó “la decisión del Directorio se fundamenta en consideración de la consolidación observada en las expectativas de baja de la inflación”.

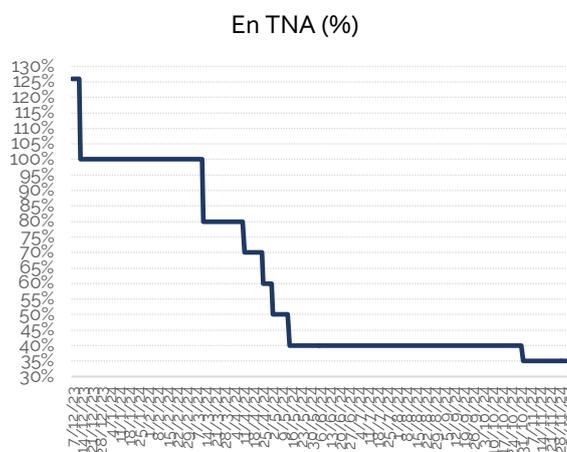
El mismo día del anuncio, el BCRA publicó los resultados del relevamiento de expectativas de mercado (REM) correspondiente al mes de noviembre.

Las expectativas del relevamiento para los próximos meses mostraron un descenso respecto al mes previo. Sin embargo, el nuevo nivel de la tasa de política (2,6%) se encontraría por debajo de la inflación prevista para los próximos tres meses.

Cabe destacar que durante la semana la tasa de rendimiento mensual de las LECAPs se consolidó por encima del 3% y el Tesoro debe anunciar la licitación del miércoles 11.11 el próximo lunes. Así, la medida podría buscar colaborar en disminuir la tasa de financiamiento del Tesoro asumiendo el

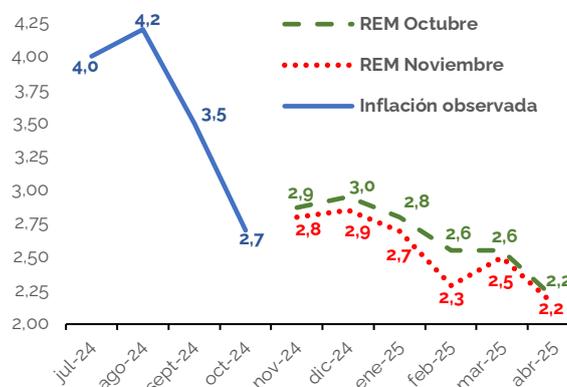
riesgo de un leve repunte de la brecha cambiaria que alcanzó niveles mínimos esta semana (en un mes donde la estacionalidad de la demanda de dinero juega a favor de la decisión disminuyendo este riesgo).

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



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

Inflación observada (INDEC) y esperada (REM)



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

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

Tasas EE.UU.				Precios Commodities			
		Var. Sem	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
 FED	4,58%	0	-75 pbs	Oro	2.652,40	-0,2%	28,6%
 1M	4,59%	-17 pbs	-101 pbs	Petróleo	68,53	0,8%	-4,4%
 3M	4,46%	-12 pbs	-94 pbs	Gas Natural	3,08	-8,4%	22,5%
 6M	4,38%	-4 pbs	-88 pbs	Trigo	150,82	4,9%	-11,1%
 1Y	4,23%	-7 pbs	-56 pbs	Maíz	135,15	3,1%	-7,5%
 10Y	4,17%	-1 pbs	29 pbs	Soja	269,90	1,0%	-22,8%
Monedas				Bolsas internacionales			
		Var. Sem	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
 	1,0586	0,2%	-4,4%	 Dow Jones	44.804,20	-0,2%	18,9%
 	1,2754	0,4%	0,2%	 S&P 500	6.081,93	0,8%	27,5%
 	150,02	-0,8%	6,1%	 NASDAQ	19.715,45	2,6%	31,3%
 	7,2592	0,2%	2,1%	 Shenzhen	10.634,49	0,2%	11,7%
 	6,0068	-0,1%	23,8%	 IBOVESPA	127.679,16	1,6%	-4,8%
 	1012,00	0,3%	25,3%	 S&P BYMA	2.211.582,91	-2,1%	137,9%
Tasas Argentinas				Dólar oficial, futuros y financieros			
	TNA	TEA	Var. Año			Var. Sem	Var. Año
 Riesgo País (EMBI+), en pbs		760	-1147 pbs	 CCL	1.085,92	-1,1%	13,2%
 Pase 1d	35,00%	41,88%	-12957 pbs	 MEP	1.058,48	-1,5%	7,5%
 Caución 1d	31,46%	36,95%	-10040 pbs	 Exportador (80/20)	1.028,25	-0,1%	22,6%
 BADLAR Priv.	36,94%	43,94%	-14289 pbs	 Turismo	1.622,13	0,2%	25,4%
 TMzo Priv.	37,88%	45,20%	-14029 pbs	 BCRA	1.013,83	0,2%	25,4%
 PF Personas	37,43%	44,59%	-13539 pbs	 ROFEX Nov '25	1.290,00	0,9%	0,9%

(*) cierres al jueves 5.12

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.