

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



La variación interanual de la actividad económica en noviembre fue positiva, luego de cinco meses consecutivos de caída. Arrancó una “temporada de buenas noticias”, en la que las comparaciones interanuales con respecto a las cifras muy bajas de fines de 2023 y la primera parte de 2024 redundarán en números positivos, que se exhibirán como muy buenas noticias.

El 2024 finalizó con superávit fiscal financiero, por primera vez desde 2010. Dentro de las múltiples opiniones alrededor de este resultado, una de ellas manifiesta que no solamente era necesario alcanzar el superávit fiscal, sino que la única forma factible era la implementada, y la otra manifiesta que el ajuste fiscal generó un daño social y económico que era innecesario.

Para analizar lo hecho y lo alcanzado en el plano fiscal, partamos de la restricción de presupuesto del sector público, que establece que el resultado fiscal es igual a la variación de la deuda pública más el señoreaje,

que es la apropiación de recursos que hace el Estado a partir de la pérdida de valor de las tenencias de dinero de la moneda debido a la inflación (el “impuesto inflacionario”), neta de la variación de los saldos de dinero en términos reales (que suma al señoreaje cuando la demanda por el dinero local crece y resta cuando esa demanda cae).

Durante 2024, con una inflación desacelerando, pero alcanzando el 117,8%, hubo un señoreaje positivo. La suma del señoreaje más el superávit fiscal permitió amortizar parte de la deuda pública, particularmente aquella denominada en moneda extranjera que vencía para la cual no había posibilidad de roll-over. La reacción en términos de precios de los bonos en USD fue muy positiva durante el año. Pero esa aritmética vino acompañada de una reducción del gasto público primario del 27%, incluyendo una caída de las prestaciones sociales (-16% respecto a 2023) y la inversión pública (-77%), este último componente clave para la competitividad de la economía.

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



Por otra parte, también aportaron al ajuste los subsidios económicos (-33%), el gasto de funcionamiento del sector público (-22%) y las transferencias corrientes, incluidas aquellas destinadas a las provincias, que se redujeron 66% y 68% respectivamente. El ajuste fue completado por una reducción significativa de las tasas de interés de política monetaria, clave para reducir la creación de liquidez de la economía y así atacar la inflación en un contexto de demanda de dinero que venía cayendo e inflación que venía creciendo.

Mientras que esta política presupuestaria cayó bien en el mercado y contribuyó a bajar la inflación (ayudada por la recesión provocada y la apreciación del tipo de cambio real), también generó daños sobre las posibilidades productivas de la economía por sus consecuencias sobre la formación de capital humano y la infraestructura pública. Del otro lado de la discusión, sostener la misma política fiscal y financiera del año previo era explosivo para la inflación.

Reducir el déficit fiscal era absolutamente necesario. El debate que queda abierto es aquel sobre las implicancias de la magnitud y el contenido de la consolidación fiscal.

En el año 2024, la balanza comercial registró un superávit de USD18.899 millones (déficit de USD6.925 millones en igual período de 2023). Esto se explica tanto por la suba de las exportaciones (+19,4%) como por la caída de las importaciones (-17,5%). El sector energético fue la estrella del sistema productivo en el año, alcanzando un superávit comercial positivo de USD5.668 millones (cerca de un 30% del total), el mejor resultado de los últimos 15 años. Aún con este resultado, el BCRA sigue sin poder acumular reservas mientras paga la deuda externa e interviene fuertemente en el mercado MEP/CCL para mantener la brecha cambiaria.

SEÑALES DE RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD Y EL CONSUMO. EL B.C.R.A COMPRA DIVISAS, PERO TIENE DIFICULTADES PARA ACUMULAR RESERVAS INTERNACIONALES

La actividad económica en noviembre muestra su primera suba interanual, luego de cinco meses consecutivos de caída

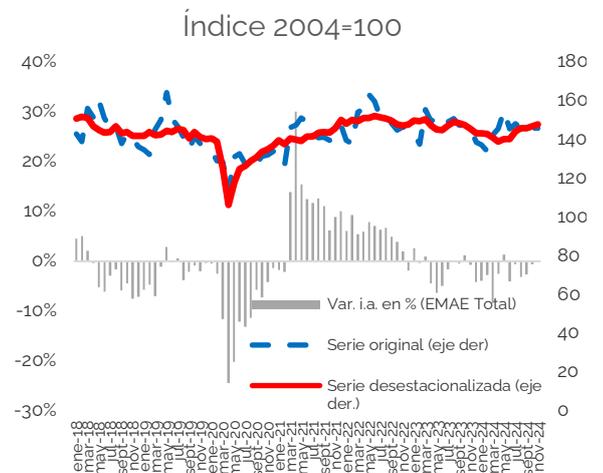
La actividad económica varió **+0,9% s.e** en noviembre y marca su séptima suba consecutiva en la serie sin estacionalidad. **Respecto a 2023, varió +0,08% i.a** y acumuló entre enero y noviembre de 2024 una caída del **2,5%**.

Fueron cinco los sectores que registraron subas interanuales en noviembre, destacándose Intermediación Financiera (+9,9% i.a), Explotación de minas y canteras (+7,1% i.a) y Pesca (+164,6% i.a), que fueron en ese orden los de mayor incidencia positiva en la variación interanual del EMAE. Sin estos tres sectores, la actividad hubiese caído en noviembre cerca de un **1,2%**.

Diez sectores de actividad continuaron cayendo en noviembre con respecto a 2023. Se destacan los sectores de la Construcción (-14,2% i.a), Industria manufacturera (-2,3% ia) y Comercio mayorista, minorista y reparaciones (-1,3% ia) los que le restaron un punto porcentual a la variación interanual del EMAE.

En diciembre desaceleraron los precios mayoristas mientras que los de la construcción aceleraron fuertemente

Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)



*El año 2024 refleja el promedio de la serie sin estacionalidad de enero a septiembre de 2024.

FUENTE: @SuramericanaV en base INDEC

Los precios mayoristas aumentaron 0,8% en diciembre respecto a noviembre, subiendo por cuarto mes consecutivo por debajo de la tasa de devaluación del tipo de cambio oficial. El alza se explicó por el incremento de los productos nacionales (+1%), compensada por la baja de los importados (-1,6%), aún influidos por la baja del impuesto PAIS.

Por su parte, el costo de la construcción tuvo un aumento de 8,5% en diciembre, acelerando significativamente respecto a noviembre (0,9%). En el último mes de 2024, Mano de obra y Gastos Generales aceleraron respecto a los aumentos de noviembre y variaron +17,6% y +4,8%, respectivamente; mientras Materiales desaceleró respecto al mes anterior y subió 0,9% en diciembre.

El consumo masivo mostró señales de recuperación durante noviembre

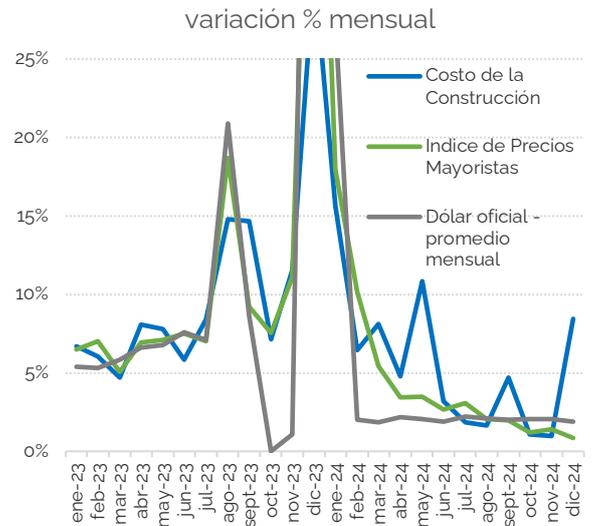
En los tres puntos de ventas encuestados, el consumo en precios constantes se recuperó en noviembre respecto a octubre, en línea con la recuperación del salario real registrado.

En noviembre, se destacaron las ventas en Centros de Compras, que volvieron a crecer en el interanual (+3,8%), en tanto que Supermercados y Autoservicios mayoristas continúan cayendo en el acumulado en más de 2 dígitos.

Cierre del año 2024 con superávit primario y el primer superávit financiero desde 2010. Se anunció una baja temporal de retenciones al sector agroexportador

A pesar del resultado deficitario de diciembre, el año cerró con superávit fiscal financiero de 0,3% y un superávit primario de 1,8% del PIB. El

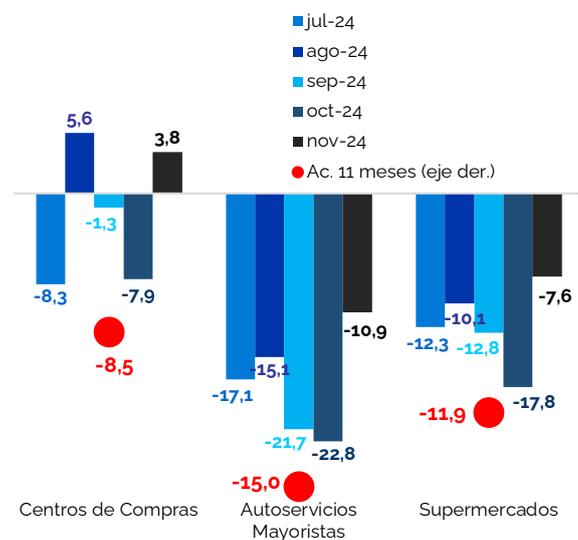
Precios Mayoristas, Costo de Construcción y evolución del Dólar oficial



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC y BCRA

Ventas de consumo masivo

Variación interanual real, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Gobierno logró además reducir la deuda flotante un 52% en términos reales durante 2024.

El superávit se explica en gran medida por el ajuste del 27% sobre el gasto público primario. Las partidas con más incidencia en la reducción del gasto primario son las prestaciones sociales (-16% respecto a 2023) y la inversión pública (-77%). También aportaron al ajuste los subsidios económicos (-33%) y el gasto de funcionamiento del sector público (-22%). Las transferencias corrientes, incluidas aquellas destinadas a las provincias, se redujeron 66% y 68% respectivamente.

Este jueves, el ministro Caputo anunció hasta junio de 2025 una reducción de los derechos de exportación, con especial énfasis en la cadena sojera donde se reducen entre 6,5 y 7 puntos porcentuales, pero que abarca a más productos agroindustriales (varios de las denominadas "economías regionales"). Para trigo, cebada, sorgo y maíz la reducción es de 2,5 p.p. y, para el girasol, de 1,5 p.p.

En diciembre se registró un nuevo superávit comercial y el año 2024 fue el mejor registro en más de 20 años

En el mes de diciembre las exportaciones sumaron USD7.035 (+33,4% i.a.) y las importaciones unos USD5.273 millones (+32,6% i.a.) por lo que se registró un superávit comercial de USD1.356 millones (comparado con un superávit de USD1.018 millones en diciembre de 2023).

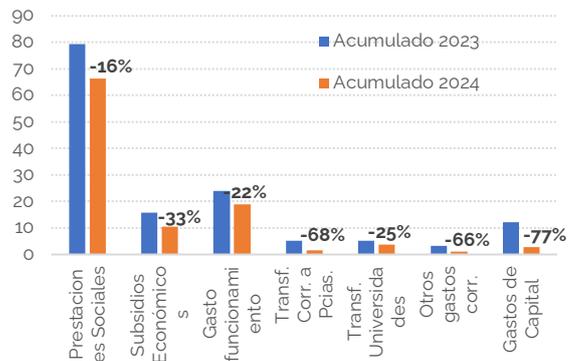
En el año 2024, la balanza comercial registró un superávit de USD18.899 millones (déficit de USD6.925 millones en igual período de 2023) y se convirtió en el mejor registro en términos nominales desde 1994, superando el superávit de USD16.886 millones del año 2009.

Resultado Primario y Financiero acumulado, en % PIB



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

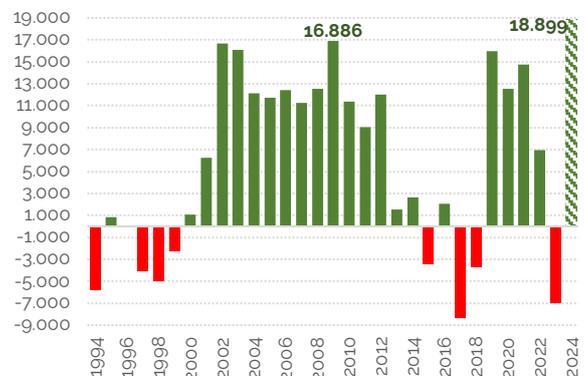
Gasto Primario Acumulado 2023-2024 en billones de \$ de diciembre-2024



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Balanza comercial por año

Cifras en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Durante 2024 las exportaciones sumaron US\$79.721 millones (+19,4%) y las importaciones US\$60.822 millones (-17,5%).

El sector energético dio un impulso decisivo al superávit comercial del año al aportar un saldo positivo de US\$5.668 millones (cerca de un 30% del total).

El superávit de la balanza energética es el mayor registrado en los últimos 15 años y al mismo tiempo permitió incrementar la participación de las exportaciones energéticas en el total de las exportaciones al 12,1%, el mayor registro desde 2009 (11,6%).

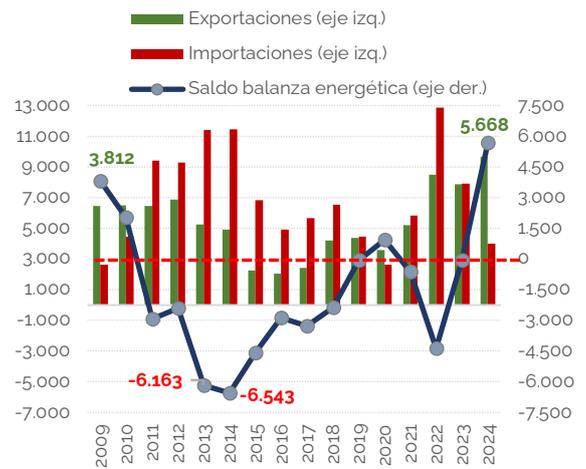
Al considerar la evolución de la composición de las exportaciones, por participación en el total, se destacaron en 2024 los incrementos del 24,6% de las Manufacturas de origen agropecuario (US\$29.675MM), del 6,9% en las de origen industrial (US\$22.062MM) y del 27% en los Productos Primarios (US\$18.307MM).

Por su parte, considerando las importaciones por su participación en el total, se destacó en 2024 los retrocesos del 19,1% de los Bienes intermedios (US\$23.047MM), del 17,2% en las Piezas y accesorios de bienes de capital (US\$13.216MM), y del 9,7% de los Bienes de capital.

En el año 2025, de la mano de la recuperación del nivel de actividad es esperable un aumento del volumen de las importaciones. Suponiendo una elasticidad respecto al PIB de 3, ello implicaría un aumento cercano al 15%, lo que implica cerca de US\$10.000 millones en las importaciones.

De este modo, la reducción del superávit de la balanza comercial, en el entorno de los US\$6.000/8.000 millones, será dependiente de la evolución de los precios de las *commodities*

Balanza energética anual (mill. de USD)

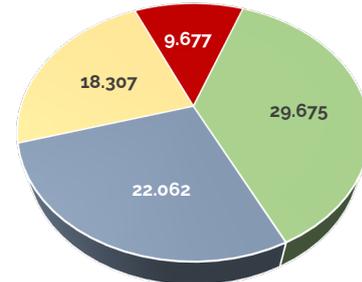


FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Composición de las exportaciones

Año 2024, cifras en millones de USD

- Manufacturas de origen agropecuario (MOA)
- Manufacturas de origen industrial (MOI)
- Productos primarios (PP)
- Combustibles y energía (CyE)

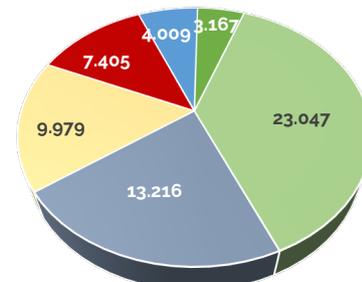


FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Composición de las importaciones

Año 2024, cifras en millones de USD

- Bienes intermedios (BI)
- Piezas y accesorios bienes de capital (PyA)
- Bienes de capital (BK)
- Bienes de consumo (BC)
- Combustibles y lubricantes (CyL)
- Vehículos automotores de pasajeros (VA) y Resto



agrícolas y al aumento en las exportaciones de combustible y energía.

El B.C.R.A. continúa con su racha compradora en el mercado de divisas a partir del buen ritmo de las liquidaciones

Las liquidaciones del sector agroexportador en la última semana disminuyeron su cuantía respecto a la primera quincena, pero en el mes promedian un saldo diario de USD114,6 millones ubicándose un 40% por encima del promedio 2014-24 y un 65,5% respecto a igual mes de 2024.

Esto ha permitido al B.C.R.A. seguir su racha compradora: con datos al jueves 23.1 el total de compras totaliza USD1.432 millones.

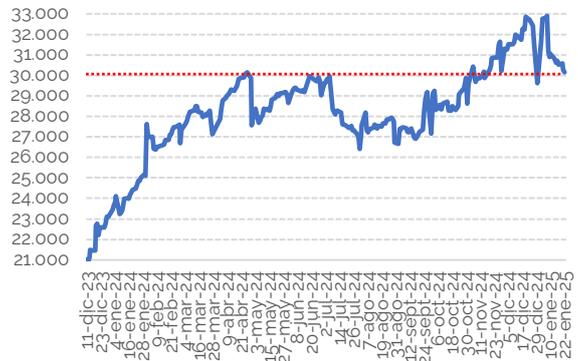
Esta performance compradora de divisas, sumado al aumento de la integración de encajes en moneda extranjera (USD2.598 millones), permitió a las reservas internacionales absorber la merma de USD3.461 millones explicada por compras del Tesoro para los pagos de deuda del mes.

Con datos al 23.1, las reservas internacionales totalizaban USD30.139 millones y se ubicaban en niveles similares a los observados entre abril y junio de 2024, lo que muestra la persistente dificultad de acumular reservas del B.C.R.A.

A la continuidad del dólar blend y la normalización en los pagos de importaciones (desde mayo 2024), se sumaron mayores intervenciones en el mercado del MEP/CCL por el BCRA. Esta semana se divulgó una presentación de su vicepresidente donde se muestra que las intervenciones acumuladas desde el 13.7.24 (fecha del anuncio por X del ministro Caputo) al 16.1.25 sumaron USD1.602 millones, con una aceleración en lo que va de 2025 (USD619 millones).

Reservas internacionales B.C.R.A.

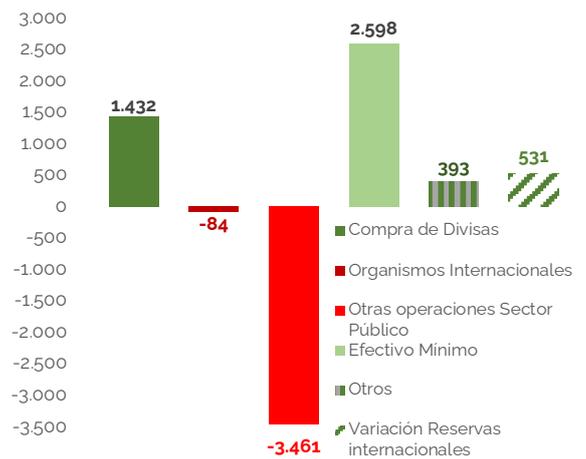
Datos diarios, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-MEC

Factores de variación de las reservas

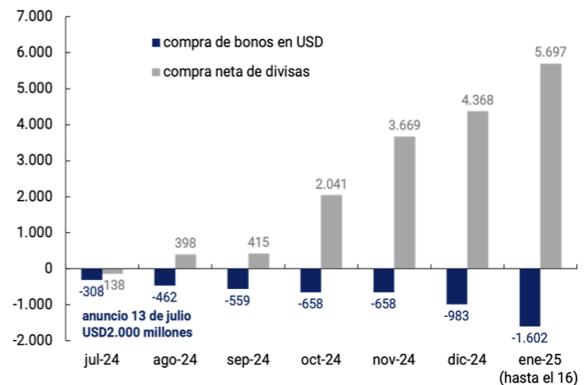
En millones de USD



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

Intervención BCRA en el MEP/CCL

En millones de USD



FUENTE: presentación 20.1.25 de Vladimir Werning en Londres

La meta de acumulación de reservas fue incumplida en el último trimestre de 2024 y será uno de los temas críticos en las negociaciones con el FMI que se iniciaron esta semana con la llegada de una misión al país.

Las intervenciones del B.C.R.A. mantienen estable la brecha en un nivel mayor mientras los bonos encuentran dificultad para seguir impulsando sus precios

Desde los mínimos alcanzados el pasado 9.12, las brechas se han estabilizado en torno a los valores de cierre de las últimas jornadas ayudadas por la comentada intervención del B.C.R.A. Al cierre del jueves 23.1, el CCL cotizaba a \$1.184,31 (13%) y el MEP a \$1.162,93 (11%)

En tanto, el Riesgo país, luego de haber alcanzado el pasado 9.1 el mínimo en la gestión Milei (559 pbs), y el menor valor desde agosto de 2018, se ha estabilizado alrededor de los 640 pbs.

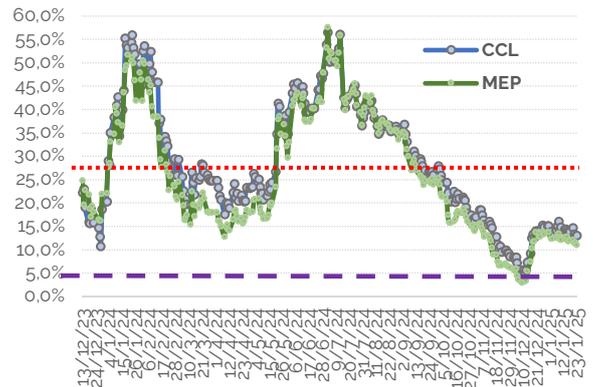
Luego del pago de los cupones el 9.1, los bonos soberanos en dólares acumulan un retroceso promedio del 4% encontrando dificultades para continuar alcanzando nuevos máximos.

La Secretaría de Finanzas anuncia una Conversión de Activos (OCA) para despejar vencimientos de deuda en pesos en 2025

Por fuera del calendario de licitaciones, este martes la Secretaría de Finanzas publicó el llamado a conversión de 11 títulos elegibles en pesos (8 Lecaps, 2 Boncer y 1 Boncap) que vencen entre mayo y noviembre de 2025.

Los instrumentos elegibles serán convertidos a una canasta de 4 nuevos bonos Dual", que pagarán el mayor monto al vencimiento entre una tasa capitalizada fija del 2,25/2,14% (de

Brechas cambiarias en gestión Milei



FUENTE: @SuramericanaV en base a BYMADATA

Riesgo país argentina (EMBI+)

Datos diarios, últimos 6 meses



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

Conversión de activos viernes 24.1

Detalle títulos elegibles para la operación

Instrumento elegible para la conversión	Fecha de Vencimiento	Días al vencimiento	Valor de pago al Vencimiento	Valor de pago a Liquidación
Lecap 16.5.25 (S16Y5)	16/5/25	107	3.603.334	3.138.319
Lecap 30.5.25 (S30Y5)	30/5/25	121	1.762.100	1.507.203
Lecap 18.6.25 (S18J5)	18/6/25	140	2.346.190	1.960.693
Lecap 30.6.25 (S30J5)	30/6/25	152	1.344.881	1.109.308
Boncer 0% (TZX25)	30/6/25	152	3.572.524	3.277.545
Lecap 31.7.25 (S31L5)	31/7/25	183	2.724.950	2.153.251
Lecap 29.8.25 (S29G5)	29/8/25	212	1.677.772	1.285.314
Lecap 12.9.25 (S12S5)	12/9/25	226	1.317.426	987.789
Lecap 30.9.25 (S30S5)	30/9/25	244	1.496.370	1.093.643
Boncap 3,9% (T17O5)	17/10/25	261	2.200.718	1.583.692
Boncer 1,8% (TX25)	9/11/25	284	11.882.422	10.332.541
Total			22.028.687	28.420.200

acuerdo al plazo del título) y la tasa promedio TAMAR desde 10 días hábiles de la fecha de emisión a 10 días hábiles previos al vencimiento (los títulos vencerán entre marzo y diciembre de 2026)

Así, el inversor se beneficiará de un descenso en la inflación y por tanto de la nominalidad de la economía. En tanto que en un escenario donde la inflación supere el 30% anual, la tasa fija perderá valor y el inversor correrá el riesgo de un menor ajuste de la tasa variable (la TAMAR aplica para depósitos a plazo fijo a 30/35 días de plazo superiores a los \$1.000 millones).

Los títulos elegibles para la operación, que se liquidará el martes 29.1, implican pagos al vencimiento por unos \$33,9 billones desde mayo a noviembre, cerca del 52% del total de vencimientos del período (\$64,85 billones).

No todos los instrumentos con vencimiento en el período fueron seleccionados a los efectos de la operación, lo que sugiere que se buscará principalmente despejar los vencimientos en mano de organismos intra-sector público y del B.C.R.A. (más el aporte de las entidades financieras), por lo que el piso de aceptación debería ubicarse cerca del 40%.

Conversión de activos viernes 24.1

Canasta de títulos a recibir en la conversión

Instrumentos adjudicados por conversión	Fecha de Vencimiento	Días al vencimiento	Tasa de Rendimiento (T.E.A.)	Pparticipación en Canasta
Nuevo DUAL (TTM26)	16/3/26	411	30,55%	25,0%
Nuevo DUAL (TTJ26)	30/6/26	561	29,65%	25,0%
Nuevo DUAL (TTS26)	15/9/26	638	29,31%	25,0%
Nuevo DUAL (TTD26)	15/12/26	729	28,93%	25,0%

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

(*) cierres al viernes 24.1

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año	
FED	4,33%	o	o	Oro	2.778,40	2,4%	5,7%	
1M	4,45%	2 pbs	5 pbs	Petróleo	74,55	-5,5%	3,9%	
3M	4,35%	1 pbs	-2 pbs	Gas Natural	4,01	-1,7%	10,4%	
6M	4,25%	-3 pbs	1 pbs	Trigo	147,98	-0,6%	-1,4%	
1Y	4,17%	-4 pbs	1 pbs	Maíz	150,58	1,5%	5,9%	
10Y	4,63%	2 pbs	5 pbs	Soja	287,06	1,2%	5,7%	
Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año	
	1,0500	1,9%	0,9%	Dow Jones	44.424,45	2,2%	4,4%	
	1,2501	2,2%	-0,4%	S&P 500	6.101,24	1,7%	3,7%	
	155,91	0,4%	-0,7%	NASDAQ	19.954,30	1,7%	3,3%	
	7,2435	-1,2%	-0,7%	Shenzhen	10.292,73	1,3%	-1,2%	
	5,9210	-2,1%	-4,2%	IBOVSPA	122.493,97	0,1%	1,8%	
	1046,00	0,5%	1,5%	S&P BYMA	2.560.151,50	2,0%	1,0%	
Tasas Argentinas		TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		629		-6 pbs	CCL	1.160,52	-2,4%	-2,3%
LEFI B.C.R.A.	32,00%	37,69%		o	MEP	1.152,80	-1,4%	-1,8%
Caución 1d	32,09%	37,82%		-402 pbs	Exportador (80/20)	1.071,77	-0,2%	0,8%
BADLAR Priv.	31,63%	36,68%		-42 pbs	Turismo	1.364,45	0,5%	1,7%
TAMAR Priv.	33,19%	38,74%		42 pbs	BCRA	1.049,58	0,5%	1,7%
PF Personas	31,28%	36,18%		-91 pbs	ROFEX Nov '25	1.241,00	0,5%	-2,2%

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.