

## EDITORIAL

## POR DONDE VA ARGENTINA

*El desempeño del sector energético permite que la economía se plante en una plataforma desde la cual la actividad económica pueda crecer un poco al mismo tiempo que se cuente con capacidad para hacer frente a los vencimientos de deuda pública externa sin acceso al mercado de crédito internacional en 2025, aunque los números dan justos, por lo que no son robustos a un shock negativo.*

*Mientras, en 2024, la actividad no despega. La evolución de la situación productiva augura el afianzamiento de una dinámica regresiva desde lo distributivo. Los sectores que la energía y la minería no tienen la capacidad de crear trabajo en la escala que se pierde en los sectores del entramado industrial, por lo que buena parte de los trabajos que allí se pierden terminan siendo absorbidos por el sector de servicios, con pérdidas de calidad para la mayoría de quienes se desplazan hacia esos sectores.*

*La reducción de tasas de interés ha sido fundamental para la reducción del déficit fiscal financiero, pero para la sostenibilidad fiscal el gobierno debe cuidarse de no convalidar tasas de interés reales altas. En esta semana, la emisión de un bono ajustable por CER con tasa real del 8% despierta una alerta.*

*La situación política es altamente favorable al gobierno. Dos muestras de ello en la pasada semana fueron la falta de quórum lograda por el gobierno para el tratamiento del DNU 846/2024, que flexibiliza las condiciones bajo las cuales se pueden hacer canjes de deuda pública en moneda extranjera bajo ley argentina y para el tratamiento del proyecto de ley de Ficha Limpia.*



**LA ACTIVIDAD Y EL CONSUMO SIGUEN SIN DAR INDICIOS CLAROS DE RECUPERACIÓN MIENTRAS EL B.C.R.A. CIERRA SU MEJOR MES DESDE ENERO**

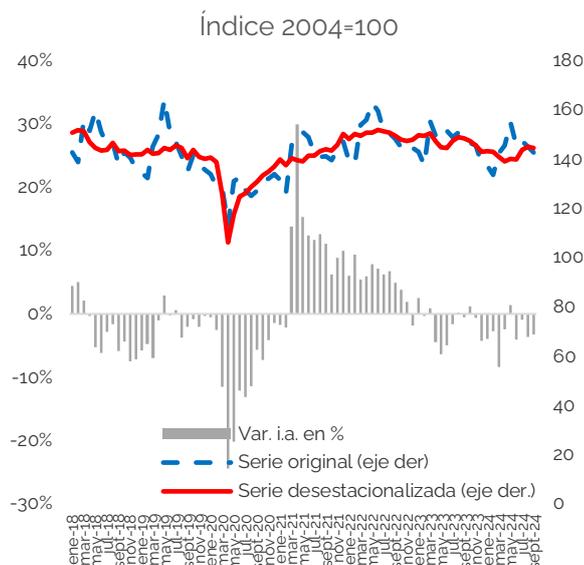
La actividad económica en septiembre registró una ligera baja respecto a agosto e interrumpió su crecimiento.

La actividad económica cayó 0,3% en septiembre en la serie sin estacionalidad y detuvo la leve recuperación observada los meses previos. Respecto a igual mes de 2023, volvió a caer (3,3% i.a) y acumula en lo que va de 2024 un retroceso del 3,1%.

Once de los quince sectores que componen el indicador registraron caídas interanuales en septiembre, pero los que explicaron principalmente la caída del mes fueron la Pesca (-25,2% i.a), interrumpiendo el crecimiento del 16% observado en agosto; y la Construcción que volvió a caer en septiembre por décimo mes consecutivo (-16,6% i.a). En tanto, este último junto a Comercio mayorista, minorista y reparaciones (-8,3% i.a) -sector que acumula once meses de caídas interanuales ininterrumpidas- y la Industria Manufacturera (-6,2% i.a) le restaron 2,7 puntos porcentuales a la variación interanual del EMAE en septiembre.

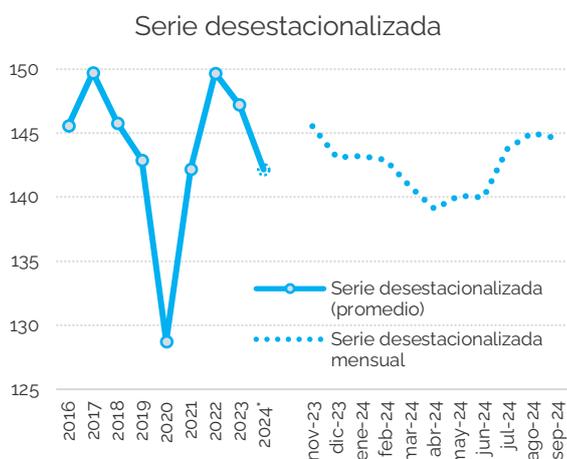
Por su parte, solo cuatro sectores mostraron un mejor desempeño en septiembre en relación al mismo mes de 2023: se destacan Explotación de minas y canteras (+7,6% i.a), y Agricultura, ganadería, caza y silvicultura que crece por doceavo mes consecutivo (+3,1% i.a en septiembre); y también el sector de Intermediación financiera, que interrumpió 24 meses de caída, y creció en septiembre 2,5% i.a.

**Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)**



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

**Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)**



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

### Los indicadores de consumo masivo no dieron señales de recuperación en septiembre

En septiembre los datos de consumo masivo empeoran su desempeño respecto a agosto en todos los puntos de ventas encuestados. Así, acumulan en los primeros 9 meses del año caídas interanuales cercanas a los 2 dígitos.

El consumo en centros de compra, único canal que había mostrado crecimiento interanual en 2024 (+5,8% i.a en agosto), volvió a caer en el interanual en el mes de septiembre (-1,3% i.a).

En tanto, las ventas en supermercados cayeron 0,4% respecto a agosto y en autoservicios mayoristas el retroceso fue del 0,8% respecto a agosto.

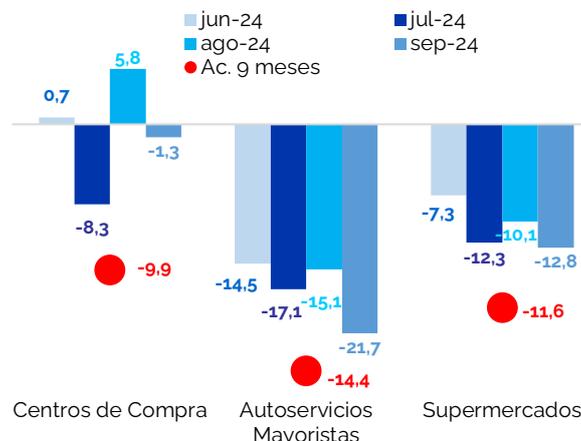
El Tesoro volvió a emitir LECAPs y logró renovar los vencimientos de fin de mes, pero cerró el mes con financiamiento neto negativo por segunda vez en los últimos tres meses

En la última licitación del mes, el Tesoro obtuvo financiamiento neto por unos \$689.668 millones, aunque cerró el mes con un financiamiento neto negativo de \$703.896 millones. Los pagos del mes de noviembre totalizaron \$8,4 billones en tanto que las colocaciones totalizaron unos \$7,34 billones.

Luego que en las últimas dos licitaciones el Tesoro decidiera no ofrecer las LECAPs, en esta oportunidad el menú incluyó la reapertura de la Lecap del 16.5.2025 y dos Boncaps (instrumento similar pero con plazo de emisión superior al año) con vencimiento en octubre de 2025 y febrero de 2026.

### Ventas de consumo masivo a precios constantes

Variación interanual, en %



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

### Resultado Licitación Finanzas 27.11

Instrumentos	Fecha de Vencimiento	Plazo de Emisión (en días)	Valor Emitido (mill de pesos)	Valor Efectivo (mill de pesos)	Tasa de Corte (TNA)	Tasa de Rendimiento (TEA)	Participación por instrumento
<b>Licitación 27.11</b>							
Reap. LECAP Vto 16.05.25 (S16Y5)	16/5/25	168	1.915.297	2.229.406	37,89%	41,78%	38,4%
Reap. BONCAP Vto 17.10.25 (T17O5)	17/10/25	322	710.915	851.321	36,98%	37,72%	14,6%
Nuevo BONCAP Vto 13.02.26 (T13F6)	13/2/26	441	1.338.246	1.338.246	37,30%	36,07%	23,0%
Reap. Boncer 0% (TZXM6)	31/3/26	487	757.938	1.002.373	8,31%	8,34%	17,2%
Reap. Boncer 0% (TZX06)	30/10/26	700	444.275	391.851	8,84%	8,87%	6,7%
<b>Totales</b>		<b>3441*</b>	<b>5.166.671</b>	<b>5.813.197</b>			<b>100,0%</b>
Vencimientos				5.123.529			
<b>Financiamiento Neto</b>				<b>689.668</b>			

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Las tasas de colocación, en torno al 37% TNA, reflejaron el ajuste reciente a la baja en el mercado secundario a partir del dato de inflación del 2,7% en octubre. Por su parte, los instrumentos ajustables por CER captaron apenas el 24% del total colocado y las tasas reales de interés convalidadas estuvieron por encima del 8%.

Así, el mes de noviembre finalizó con un *roll-over* de vencimientos del 91% y continuó con la tendencia decreciente de los últimos meses (septiembre 84% y octubre 103%). De este modo el Tesoro decidió utilizar parte del financiamiento neto obtenido en los meses previos para afrontar los pagos de deuda en moneda local.

Previo al llamado a licitación, el B.C.R.A. publicó la Comunicación A8134 que extendió a los Bonos del Tesoro en pesos (Boncaps) la posibilidad de ser utilizado por las entidades financieras para la integración de los encajes en pesos. De este modo, con excepción de los bonos *dollar-linked*, todos los instrumentos en pesos emitidos por el Tesoro podrán ser utilizados (dentro de los límites previstos en la norma) para integrar encajes.

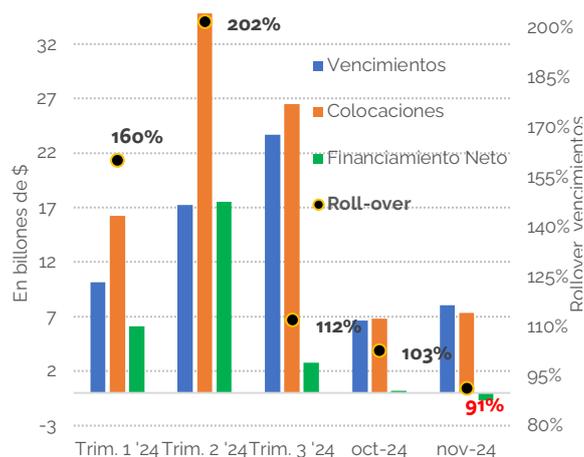
En el mes de diciembre los vencimientos totalizan unos \$6,1 billones, de los cuales unos \$5,14 billones corresponden a la Lecap con vencimiento el 13.12 que buscará ser renovada en la licitación prevista para el miércoles 11.12.

### El B.C.R.A. cierra el mejor mes de compra de divisas en el mercado de cambios desde mayo pasado

En el mes de noviembre el B.C.R.A. acumuló compras netas de divisas por un total de USD1.628 millones, y tal como habíamos

### Financiamiento neto y *roll-over*

En billones de pesos y en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

anticipado en nuestro SEMANAL de dos semanas atrás, superó al registro de octubre y se convirtió en el mejor mes de compra de divisas desde mayo pasado.

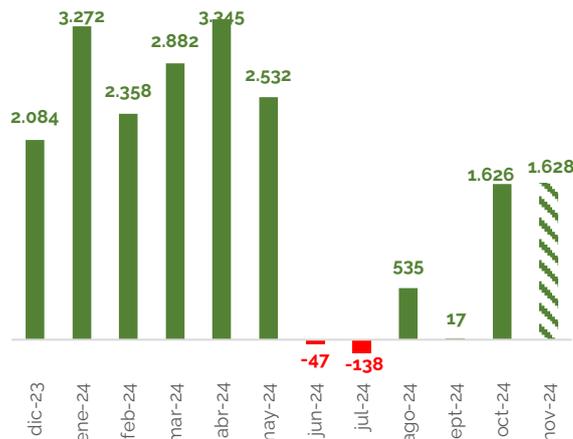
A partir del vencimiento de la etapa I del blanqueo de capitales, las entidades financieras comenzaron gradualmente a incrementar la integración de encajes resultante del incremento de los depósitos en dólares en el sistema. Al 25.11 suman USD33.050 millones y, si bien disminuyeron unos USD1.000 millones desde el fin del blanqueo, acumularon un crecimiento de USD14.670 millones desde su inicio el pasado 18 de julio.

Con datos al 25.11, la integración de encajes en dólares sumaba USD2.659 millones (el mayor registro desde enero de 2018) y se constituyeron en el principal impulsor del crecimiento de las reservas. Con datos al 28.11, las reservas sumaban USD31.636 millones y registran una suba de USD3.018 millones, el mejor registro desde enero pasado.

Por último, otro factor que explica tanto la mejor performance compradora de divisas del BCRA como la consecuente suba de reservas, tiene que ver con las emisiones en moneda extranjera en el mercado local de capitales: en octubre totalizaron USD2.003 millones y en lo que va de noviembre unos USD820 millones.

### Saldo intervención B.C.R.A. en el MULC

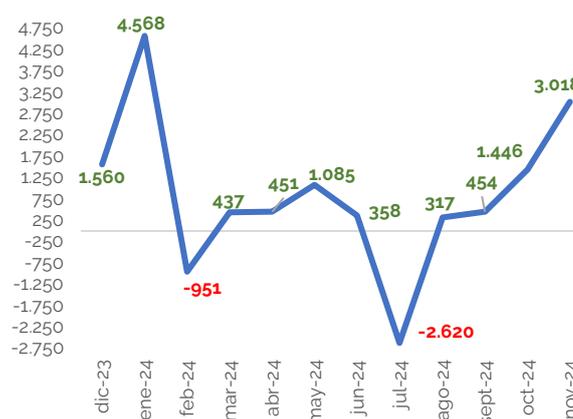
Total por mes, en millones de USD



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.

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES<sup>(\*)</sup>

Tasas EE.UU.				Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año		
	FED	4,58%		0	-75 pbs	Oro	2.661,50	-1,8%	29,0%		
	1M	4,76%	4 pbs	-84 pbs	Petróleo	68,88	-3,3%	-3,9%			
	3M	4,60%	-3 pbs	-80 pbs	Gas Natural	3,30	5,3%	31,1%			
	6M	4,43%	-3 pbs	-83 pbs	Trigo	148,12	0,7%	-12,7%			
	1Y	4,34%	-8 pbs	-45 pbs	Maíz	132,67	0,6%	-9,2%			
	10Y	4,25%	-16 pbs	37 pbs	Soja	267,27	0,6%	-23,5%			
Monedas				Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año		
		1,0559	0,9%	-4,6%		Dow Jones	44.722,06	1,0%	18,7%		
		1,2689	0,8%	-0,4%		S&P 500	5.998,74	0,5%	25,8%		
		151,50	-1,8%	7,1%		NASDAQ	19.060,48	0,3%	27,0%		
		7,2435	0,1%	1,9%		Shenzhen	10.432,54	-0,1%	9,5%		
		6,0067	3,3%	23,8%		IBOVESPA	124.579,37	-3,5%	-7,2%		
		1009,00	0,5%	24,9%		S&P BYMA	2.230.803,31	0,9%	139,9%		
Tasas Argentinas				TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año	
	Riesgo País (EMBI+), en pbs			752		-1155 pbs		CCL	1.102,05	-0,1%	14,9%
	Pase 1d			35,00%	41,88%	-12957 pbs		MEP	1.072,50	-0,1%	8,9%
	Caución 1d			33,08%	39,18%	-9816 pbs		Exportador (80/20)	1.027,81	0,2%	22,6%
	BADLAR Priv.			36,38%	43,16%	-14368 pbs		Turismo	1.614,80	0,2%	24,8%
	TM20 Priv.			37,56%	44,77%	-14073 pbs		BCRA	1.009,25	0,2%	24,8%
	PF Personas			36,45%	43,22%	-13676 pbs		ROFEX Dic '24	1.038,50	0,0%	-47,8%

(\*) cierres al jueves 28.11

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.