

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA



Terminó el año 2024 con el nivel de salario real para el trabajo registrado en un valor casi similar al de noviembre de 2023. En el transcurso de este período, la magnitud de lo perdido por este universo de trabajadores fue muy grande, tal como lo ilustra la figura “Salarios Registrados (RIPTÉ)” de la siguiente página.

Los datos de recaudación real de cierre de 2024 muestran que fue la caída del gasto público la que explicó el ajuste fiscal. Por otra parte, la baja en la recaudación real anual de 5,4% fue principalmente explicada por la menor actividad, y debería recuperarse junto a la esperada recuperación del PIB en 2025.

Al cierre del informe semanal previo, se publicó que el BCRA realizó un Repo con bancos internacionales por USD 1.000 millones a una tasa de interés del 8,8%. La tasa de la operación es alta para los propósitos de sostenibilidad de la deuda (si toda la deuda pública en moneda extranjera se refinanciase a esa tasa,

la dinámica de la deuda pública se tornaría explosiva), pero el monto de la operación no es macroeconómicamente relevante.

Al Gobierno y al BCRA le permitió mostrar una menor caída de reservas luego del pago de los bonos en moneda extranjera y “vender la operación” como el comienzo de un re acceso a los mercados de crédito internacional (lo cual luce exagerado).

Finalmente, el Gobierno continúa apostando a un mayor préstamo del FMI que le permita poder asegurar una política de al menos no depreciación (y posiblemente algo de apreciación) del tipo de cambio real, tal como sugirió el presidente Milei durante una entrevista que dio en esta semana.

INDICADORES DE INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN MUESTRAN RECUPERACIÓN EN UNA SEMANA CLAVE POR LOS PAGOS DE DEUDA REESTRUCTURADA EN 2020

Nueva mejora del salario formal en términos reales en noviembre, que se acerca a los niveles de noviembre de 2023

En noviembre el RIPTE alcanzó los \$1.178.925 y subió un 2,8% mensual, superando al dato de inflación del mes (2,4%).

Los ingresos de los trabajadores registrados (RIPTE) continuaron en noviembre con la recuperación en términos reales iniciada en marzo pasado, y mejoraron levemente (0,4% mensual) respecto a octubre. De este modo, ya casi retornaron al valor que tenían en noviembre de 2023 (se sitúan tan solo un 1% por debajo del nivel de aquel mes).

Sin embargo, continúan en niveles muy bajos y por detrás de los años previos. Como ejemplo, en términos reales el valor de los ingresos de los trabajadores registrados en noviembre de 2024 resultó un 8% inferior a los niveles de noviembre de 2022 y un 11% inferior a los niveles pre-pandemia (noviembre 2019).

La recaudación del año 2024 se redujo en línea con la baja de la actividad económica

La recaudación del año 2024 se redujo un 5,4% en términos reales respecto a la de 2023. Este fenómeno está más asociado a la caída del PIB (-2,6% proyectado según el R.E.M. del B.C.R.A.) que a una reducción de impuestos dispuesta por el Gobierno Nacional.

Salarios Registrados (RIPTE)

En \$ constantes de Nov-2024



FUENTE: @SuramericanaV en base a Secretaría de Trabajo, Empleo y Seguridad Social e INDEC

Entre las fuentes de recursos fiscales más relevantes, y vinculadas al nivel de actividad, IVA, Ganancias, Créditos y Débitos bancarios y los de la Seguridad Social **tuvieron caídas del orden del 7% al 10%**. Se espera que su performance mejore durante 2025, de la mano de la recuperación proyectada del PIB (en torno al 4,5/5%).

Luego, un conjunto de tributos con menor peso en la recaudación acumuló una caída de 18%, especialmente a causa de la merma de Bienes Personales (-32%), Impuestos internos que se coparticipan (-16%) y el Monotributo (-11%).

Los ingresos fiscales por el impuesto PAIS y el Impuesto a los Combustibles Líquidos y Gas Natural tuvieron una dinámica destacada, aumentando casi 50% anual en términos reales.

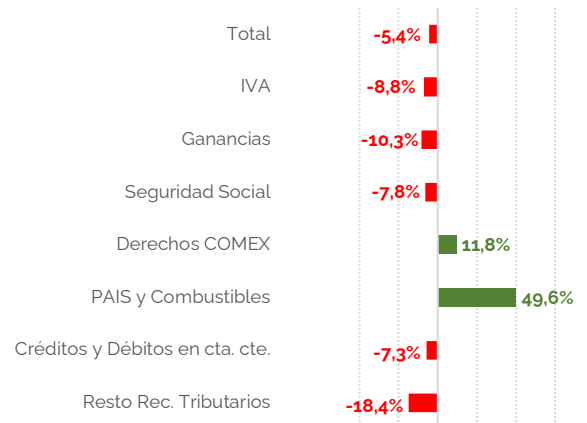
En el caso del impuesto PAIS, este recaudó 56% más que en 2023 y representó cerca del 5% de los recursos tributarios totales del año. Recordemos que hacia el mes de septiembre el Gobierno redujo la alícuota del impuesto, que finalmente perdió vigencia en el mes de diciembre (según preveía la ley que lo creó en 2020).

En el caso del impuesto a los combustibles su recaudación creció 34% anual, impulsada por los sucesivos aumentos dispuestos por el Gobierno Nacional a lo largo del año 2024. Es de esperar que durante 2025 continúen las actualizaciones del impuesto, aunque en porcentajes inferiores a los autorizados en 2024.

Entre los recursos más vinculados al nivel de actividad, podemos notar que los de la Seguridad social se encuentran creciendo a tasas del 15% respecto al cierre de 2023. Los ingresos por IVA-DGI crecen 0,7% i.a. y los

Recaudación total: año 2024 vs 2023

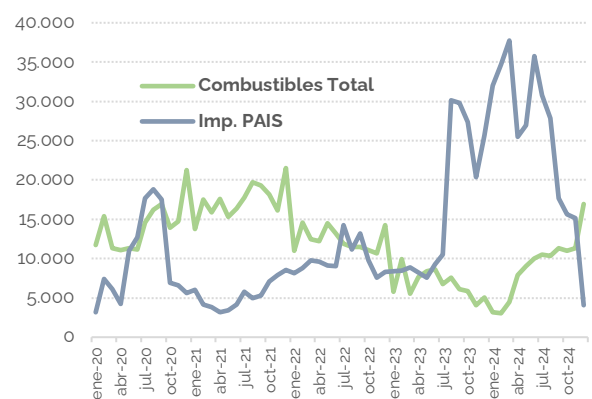
Variación anual en precios constantes



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Recaudación por impuesto PAIS y a los Combustibles líquidos.

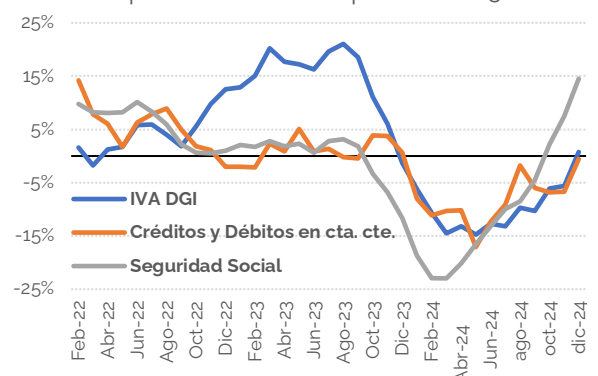
A precios constantes de Ene-2020, miles de M\$



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Recaudación vinculada a la actividad.

Var % i.a a precios constantes (prom. móvil 3 meses)



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

originados por Créditos y Débitos caen un 1% i.a. en el promedio móvil de los últimos 3 meses.

El R.E.M. del B.C.R.A. de diciembre mostró una nueva baja en la inflación esperada y una mejora en la trayectoria del PIB

El relevamiento de expectativas (R.E.M.) del B.C.R.A. mostró un **nuevo descenso en la inflación esperada para los próximos 6 meses.**

Se espera que la inflación perfore el nivel del 2% mensual a partir de abril próximo y que durante el 2025 alcance el 21,5% anual, ligeramente por encima del 18% previsto en el proyecto de Presupuesto 2025.

Para el pasado mes de diciembre se espera un dato del 2,5% (anterior 2,9%), lo que ubicaría el dato anual de 2024 en el 117,3%.

En tanto, respecto a la expectativa del PIB de 2024 se espera ahora una caída del 2,6% en 2024 (anterior 3,1%) mejorando respecto a la merma cercana al 4% esperada seis meses atrás e igual al valor que se anticipaba en diciembre de 2023.

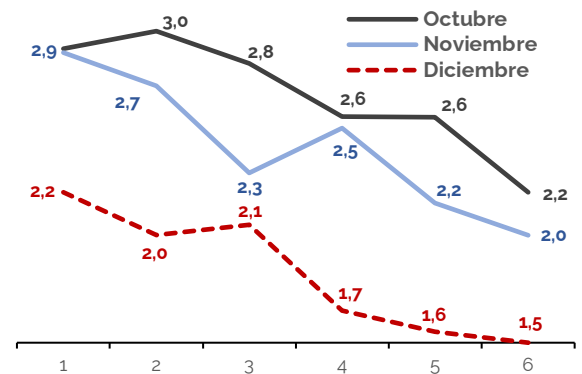
Para el año 2025 se espera un aumento del PIB del 4,7%, cercano al 5% que anticipaba el proyecto de Presupuesto 2025.

La actividad industrial y de la construcción en noviembre retomaron el crecimiento en la serie sin estacionalidad mostrado los meses previos.

La Industria volvió a crecer levemente en el intermensual (+0,4% s.e. respecto a oct-24), y cayó 1,7% con respecto a octubre de 2023. Así acumuló en los primeros 11 meses de 2024 una caída interanual del 10,7%. En la serie

Inflación esperada próximos 6 meses

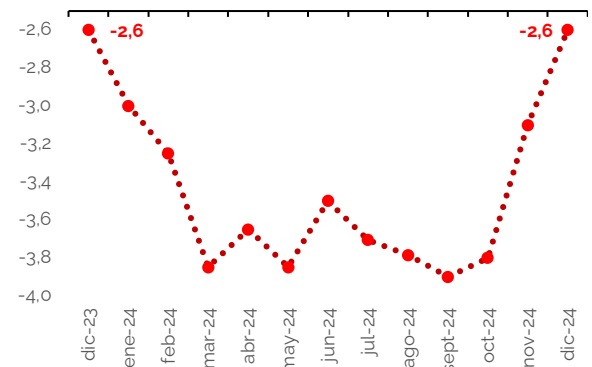
En % mensual



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

Variación esperada del PIB. Año 2024

Por mes de relevamiento, en %



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

desestacionalizada se observa una merma en la recuperación observada a partir de julio, ubicando a la industria en niveles aún inferiores a los de nov-23 (-1,24% s.e.)

Fueron cuatro los sectores que mostraron un desempeño mejor que noviembre de 2023: se destacan este mes la producción de "Maquinaria y equipo" y la de "Otros equipos, aparatos e instrumentos", las que tuvieron su primer dato positivo en lo que va de 2024 +7,2% i.a. y +3,4% i.a. respectivamente. También continuaron con su crecimiento "Alimentos y Bebidas", +8,4% i.a. y "Refinación del petróleo, coque y combustible nuclear", +1,5% i.a.

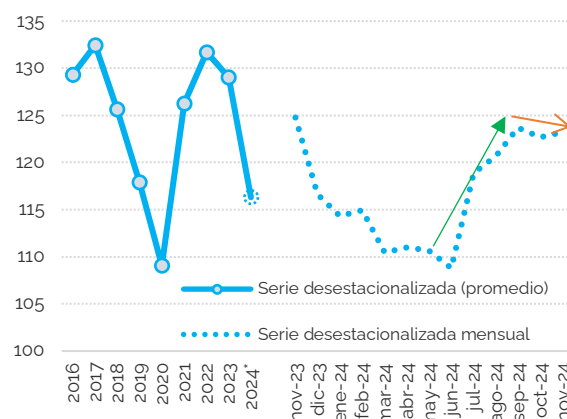
En tanto, la actividad de la construcción volvió a crecer en el intermensual en noviembre +2,2% s.e., luego de la baja observada en octubre (-4,3% s.e.).

Respecto a noviembre de 2023, la construcción cayó 23,6% i.a. y acumuló una baja del 28,5% en los primeros 11 meses de 2024. Cayeron los 12 insumos que componen el índice, con la excepción de "Asfalto" que creció 22,4%. Los que más caen continúan siendo los más vinculados a la construcción privada: Artículos sanitarios de cerámica (-46,9%), Hierro redondo y aceros para la construcción (-34,8%) y Mosaicos graníticos y calcáreos (-34,5%).

Al observar la serie sin estacionalidad, se ve una recuperación clara de la actividad de la construcción desde abril pasado siendo solo interrumpida por las dos caídas intermensuales observadas en agosto y en octubre último. Sin embargo, se encuentra en niveles significativamente más bajos que los observados en noviembre de 2023.

Índice de producción industrial (IPI)

Serie desestacionalizada^(*). Base 2004=100

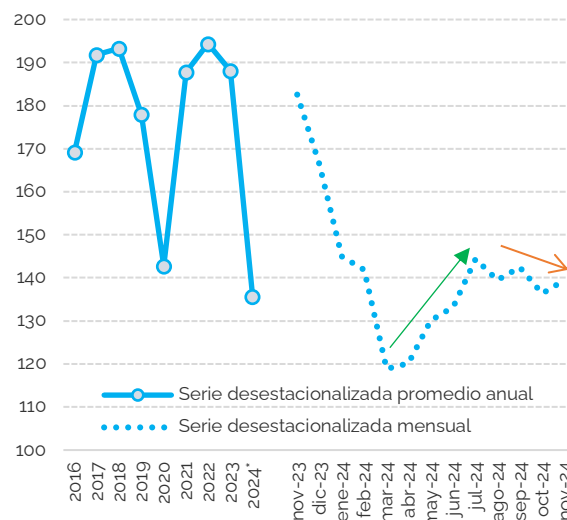


*Para el año 2024 el promedio incluye solo enero-noviembre.

FUENTE: @SuramericanaV en base INDEC

Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC)

Serie desestacionalizada^(*). Base 2004=100



*Para el año 2024 el promedio incluye solo enero-noviembre.

FUENTE: @SuramericanaV en base INDEC

La operación de repo del BCRA y las compras de divisas en el mercado de cambios permitieron una recuperación de las reservas luego del pago de los bonos reestructurados en 2020

Como anticipábamos en nuestro anterior Semanal, al cierre de 2024 las reservas internacionales sumaron USD29.612 millones y registraron una baja diaria de USD1.912 millones y de USD603 millones en diciembre, la primera desde julio pasado.

Al considerar el año 2024, se destaca el aumento de USD6.538 millones en las reservas del B.C.R.A., la mayor desde el año 2018. Esta suba estuvo explicada por las compras de divisas (USD18.710 millones) y del efectivo mínimo de las entidades financieras (USD3.142 millones) sobre todo en el último trimestre del año como resultado del blanqueo de capitales. En sentido contrario, las operaciones del B.C.R.A. con el Tesoro (mayormente explicadas por pagos de deuda) restaron USD6.763 millones a las reservas, en tanto que los pagos netos a organismos internacionales drenaron otros USD3.169 millones.

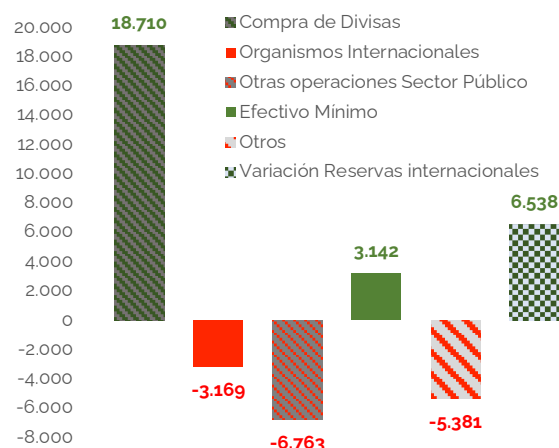
En la primera jornada de 2025 se revirtió la baja de encajes observada el último día de 2024 (USD1.780 millones) y los mismos subieron unos USD2.157 millones.

Luego, el pasado viernes 3.1. el B.C.R.A. anunció la concreción de una operación de repo (utilizando como garantía el Bopreal Serie 1D con vencimiento en octubre de 2027) por USD1.000 millones a la tasa SOFR más un spread de 4,75% (tasa total cercana al 8,8%).

Esta operación de financiamiento, sumada a las compras de divisas en el mercado de

Factores variación Reservas B.C.R.A.

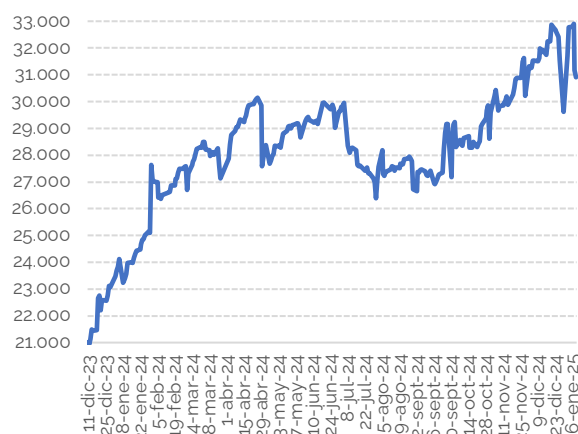
Total año 2024, en millones de USD



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

Reservas Internacionales B.C.R.A.

Totales diarios, en millones de USD



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

cambios que acumularon unos USD740 millones permitieron que las reservas cierren el 9.1, luego del pago de los bonos reestructurados, en los USD30.904 millones.

El riesgo país se acerca a los niveles de acceso a mercado luego del pago del 9.1, mientras la brecha se estabiliza en un nivel mayor respecto a los mínimos alcanzados en las semanas previas

Durante las jornadas previas al pago de este jueves 9.1, los bonos siguieron con su performance positiva y **el riesgo país cierra la semana cerca de perforar los 500 pbs.**

El actual nivel de riesgo país (544 pbs) es similar al observado en julio de 2016 (506 pbs) cuando el país regresó a los mercados de deuda (luego del acuerdo con los *holdouts* en abril de ese mismo año).

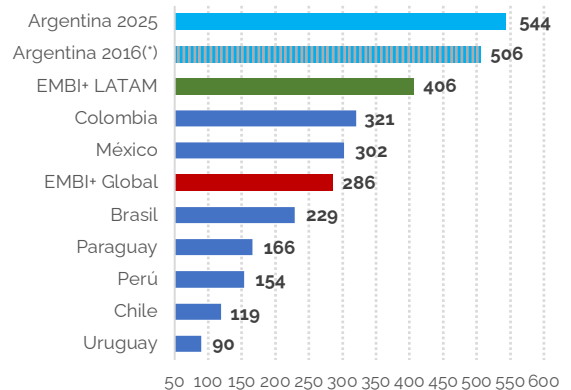
Sin embargo, en 2016 la tasa del Tesoro americano se encontraba por debajo del 2% anual, en tanto que en las últimas jornadas se alcanzaron niveles cercanos al 4,7% (algo no observado desde octubre de 2023). Esto implica que el costo de financiamiento alcanzaría hoy cerca del 10% comparado con el 7,5% del año 2016.

En tanto, las brechas cambiarias cierran la semana en torno al 15% luego de los mínimos del 5% alcanzados exactamente un mes atrás.

El dólar CCL cierra la semana en \$1.183,71 (14,1%) en tanto que el MEP lo hace en \$1.166,18 (12,4%).

Riesgo país comparados

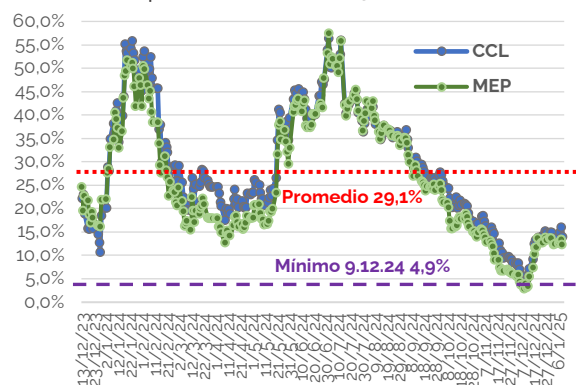
Spread en pbs, índice EMBI+



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

Brechas cambiarias durante gestión Milei.

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



FUENTE: @SuramericanaV en base a BYMADATA

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año
 FED	4,33%	0	0	Oro	2692,60	1,8%	2,4%
 1M	4,44%	0	4 pbs	Petróleo	74,29	0,4%	3,6%
 3M	4,35%	1 pbs	-2 pbs	Gas Natural	3,71	10,6%	2,1%
 6M	4,24%	-1 pbs	0	Trigo	143,80	0,6%	-3,5%
 1Y	4,16%	-2 pbs	0	Maíz	141,59	1,3%	-0,4%
 10Y	4,68%	8 pbs	10 pbs	Soja	269,30	1,6%	-0,2%
Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año
 	1,0306	0,4%	-1,0%	 Dow Jones	42635,20	-0,2%	0,2%
 	1,2307	-0,6%	-1,9%	 S&P 500	5918,25	-0,4%	0,6%
 	158,08	0,5%	0,7%	 NASDAQ	19478,88	-0,7%	0,9%
 	7,3321	0,5%	0,5%	 Shenzhen	9976,00	0,8%	-4,2%
 	6,0538	-1,6%	-2,0%	 IBOVESPA	119780,56	1,1%	-0,4%
 	1036,70	0,5%	0,6%	 S&P BYMA	2829730,44	3,7%	11,7%
Tasas Argentinas		TNA	TEA	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
 Riesgo País (EMBI+), en pbs		560	-75 pbs	 CCL	1183,71	1,2%	-0,3%
 LEFI B.C.R.A.	32,00%	37,69%	0	 MEP	1166,18	0,3%	-0,7%
 Caución 1d	27,69%	31,89%	-996 pbs	 Exportador (80/20)	1066,94	0,5%	0,3%
 BADLAR Priv.	32,38%	37,68%	59 pbs	 Turismo	1349,08	0,3%	0,5%
 TAMAR Priv.	34,81%	40,95%	263 pbs	 BCRA	1037,75	0,3%	0,5%
 PF Personas	32,47%	37,77%	68 pbs	 ROFEX Nov '25	1242,00	-1,0%	-2,2%

(*) cierres al jueves 9.1

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.