

EDITORIAL

POR DONDE VA ARGENTINA

La política fiscal contractiva, la eliminación del financiamiento de la autoridad monetaria al Tesoro, la reducción de tasas de interés del BCRA y el ancla cambiaria siguen mostrándose efectivas para atacar la inflación. En los próximos meses, quitando factores estacionales de diciembre, esperamos una continuidad de la reducción de las tasas de inflación.

La política cambiaria luce macroeconómicamente sostenible para el próximo año, aunque sigue contribuyendo al fenómeno que hemos denominado anteriormente “enfermedad holandesa con cepo”; es decir, la sustancial mejora de la balanza comercial energética permite sostener una política de apreciación de tipo de cambio real que tiene efectos adversos sobre varios sectores de la industria y sobre el nivel del empleo.

Las “fotos” que exhibe la oposición siguen fortaleciendo al Gobierno en términos relativos frente a la opinión pública.



NUEVA BAJA DE LA INFLACIÓN, MAYOR A LA ESPERADA, JUNTO A UNA MARCADA MEJORA EN LA INTERVENCIÓN DEL BCRA EN EL MERCADO CAMBIARIO

La inflación minorista sorprendió a la baja en noviembre a partir de un menor ajuste de los precios de alimentos y la deflación de los estacionales

La inflación en noviembre retrocedió al **2,4% mensual** (-0,3 p.p. respecto a octubre) y fue la más baja desde julio de 2020 (**1,9%**). En tanto, la variación interanual sumó 166% (-33 p.p) y **en el acumulado de 2024 la inflación totalizó el 112%** (-36,2 p.p. respecto a igual período de 2023).

De este modo, la inflación sorprendió a la baja a la mayoría de las estimaciones (**2,8%**) a partir de una marcada desaceleración de los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas (**0,9%**) que registraron la menor suba mensual desde mayo de 2020. En el mismo sentido, los bienes estacionales registraron deflación de precios (**-1,2%**) algo que no se observaba desde febrero de 2018.

Al observar la dinámica de la inflación en lo que va de 2024 se observa una particularidad respecto a la evolución de los precios de los alimentos en relación al índice general: en 10 de los 11 meses (90,9%) el ajuste de precios de alimentos y bebidas no alcohólicas fue menor al índice general. Esto no se observa en la serie desde 2017 (tasa anual del 24,8%) la mejor desde 2011 cuando dicha proporción fue del 75%

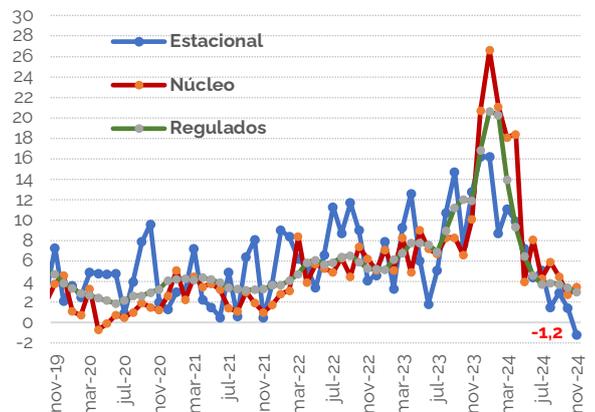
Esta positiva dinámica de los precios de los alimentos (ponderan 26,9% en el índice) ha contribuido decisivamente al proceso de desinflación al tiempo que mejora en términos relativos la situación de los grupos más

Tasa de inflación mensual
IPC Nacional y capítulo Alimentos, en %



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

Descomposición de la inflación
Por categoría de bienes, en %



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

vulnerables que tienen una canasta de consumo con mayor participación de este tipo de bienes.

Al descomponer la evolución de la inflación entre los precios de los bienes (que ponderan poco más de dos tercios en el índice general), respecto a los servicios se observa que en noviembre se alcanzó la menor tasa (1,6%) desde enero de 2018. Por su parte, los servicios aumentaron 4,4%, acelerando 0,1 p.p, respecto a octubre y mostrando dificultad para perforar el nivel del 4% en el que osciló en los últimos tres meses.

De este modo, la velocidad de la desinflación de los próximos meses (probablemente interrumpida en diciembre con un valor de 2,7/2,8% a partir de aumentos de los regulados, estacionales e impacto del 10% del precio de la carne vacuna) estará condicionada por el ritmo de desaceleración de los servicios y por la decisión del B.C.R.A. de disminuir el ritmo del *crawling peg* (que tiene un traslado muy rápido al precio de los bienes).

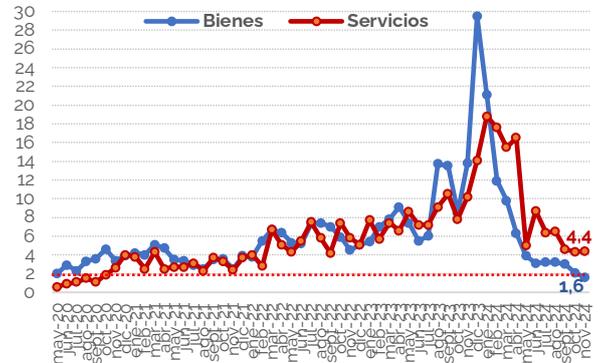
El Tesoro renovó casi todos de los vencimientos de diciembre y ejecutó una conversión de activos con escasa aceptación para ir adelantando parte de los desafiantes vencimientos en enero por \$14,2 billones

En la única licitación prevista para diciembre el Tesoro colocó instrumentos por \$5,4 billones frente a vencimientos que totalizan \$6,15 billones por lo que se recurrirán a los depósitos del Gobierno en el B.C.R.A. para cubrir la diferencia de \$744.342 millones.

Nuevamente se incluyeron las reaperturas de LECAPs y BONCAPs en la licitación junto a dos instrumentos ajustables por CER que tuvieron escasa aceptación (6,4% del total emitido). En el caso de las LECAPs y BONCAPs las tasas convalidadas se ubicaron en el rango de

Tasa de inflación en bienes y servicios

Datos mensuales en %



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

Resultados Licitación Finanzas 11.12

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
Licitación 11.12							
Reap. LECAP Vto 16.04.25 (S16Ag)	16/4/25	124	2.029.823	2.365.525	36.82%	41.45%	43.8%
Reap. LECAP Vto 31.07.25 (S31L5)	31/7/25	230	775.938	928.798	36.99%	39.42%	17.2%
Reap. LECAP Vto 30.09.25 (S30S5)	30/9/25	291	479.226	588.312	37.78%	39.13%	10.9%
Reap. BONCAP Vto 13.02.26 (T13F6)	13/2/26	427	1.166.922	1.176.257	37.56%	36.54%	21.8%
Reap. Bonocer 0% (TZXM6)	31/3/26	473	259.809	345.027	9.36%	9.39%	6.4%
Reap. Bonocer 0% (TZXM7)	31/3/27	838			Desierto		
Totales		2491¹⁾	4.711.518	5.403.919			100,0%
Vencimientos				6.148.261			
Financiamiento Neto				-744.342			

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

TNA37/37,50% (TEA36,5/39,5%) lo que resulta en una tasa equivalente mensual cercana al 3%.

En forma simultánea a la licitación se incluyó un llamado para convertir anticipadamente a su vencimiento la Lecap 31.1.25 (S31E5) por dos instrumentos similares con vencimiento el 30.5 y 31.10 de 2025 y un nuevo Boncap que vencerá el 30.1.26

La aceptación de la conversión fue de apenas el 19,47% del total emitido y permitirá reducir los vencimientos de este instrumento (\$2,6 billones) por unos \$502.046 millones en enero, donde el Tesoro afrontará los mayores vencimientos (\$14,2 billones) para un mes en 2025 previstos a la fecha.

En forma simultánea a la licitación se incluyó un llamado para convertir anticipadamente a su vencimiento la Lecap 31.1.25 (S31E5) por dos instrumentos similares con vencimiento el 30.5 y 31.10 de 2025 y un nuevo Boncap que vencerá el 30.1.26.

Luego de la última licitación prevista para 2024 en el año el Tesoro acumuló un financiamiento neto de \$25,15 billones (rollover 135%) respecto a los vencimientos programados (\$71,95 billones).

Al observar la estrategia financiera a lo largo de 2024 se advierte que el grueso del financiamiento neto se logró en el primer semestre del año (94% del total) donde el Tesoro aprovechó la baja de tasas del B.C.R.A. para colocar deuda a tasas reales negativas, respecto al segundo semestre donde comenzó a convalidar un aumento en la tasa real de los instrumentos colocados en el entorno del 5-9%.

Resultados Conversión de Activos 11.12

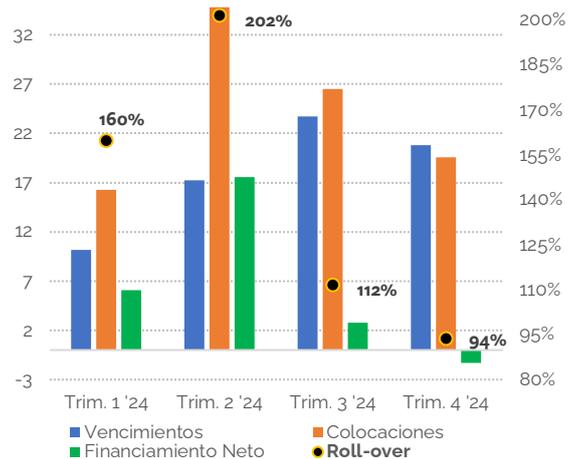
Instrumento elegible para la conversión	Fecha de Vencimiento	Días al vencimiento	Valor Emitido (mill. de VN)	Valor Aceptado en Conversión (mill. de VN)	Aceptación sobre VN emitido	Reducción de Vencimientos (mill. de \$)
Lecap 31.1.25 (S31E5)	31/1/25	46	2.057.497	400.510	19,47%	502.046

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.)	Tasa de Rendimiento (T.E.A.)
Lecap 30.5.25 (S30I5)	30/5/25	165	331.249	386.568	36,26%	39,82%
Lecap 31.10.25 (S31O5)	31/10/25	319	164.204	164.204	37,51%	38,32%
Boncap 30.1.26 (T30E6)	30/1/26	410	112.528	112.528	37,62%	36,87%

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Vencimientos, emisiones y roll-over

Año 2024, en billones de \$ y en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

La actividad industrial y de la construcción en octubre interrumpieron la incipiente recuperación evidenciada los meses previos.

La Industria cayó 2% con respecto a octubre de 2023 y acumuló una caída interanual del 11,6% en los primeros 10 meses del año. En la serie desestacionalizada cayó 0,8% s.e. en octubre luego de 3 meses con crecimiento intermensual consecutivos y suspendió la recuperación observada a partir de julio.

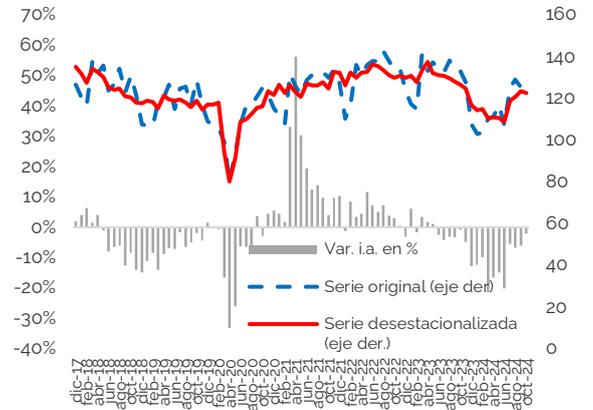
La recuperación es clara para ciertos sectores como Alimentos y Bebidas (6,9% i.a.) y Refinación del petróleo (12,4% i.a.), mientras que para sectores más asociados al mercado interno es menos sostenida y parte de niveles significativamente más bajos.

Fueron cinco los sectores que mostraron un desempeño mejor que octubre de 2023: se destaca la producción automotriz que tuvo su primer dato positivo en lo que va de 2024, principalmente explicado por el crecimiento de las exportaciones (+25,9% con relación a octubre de 2023 y representaron el 68,6% de la producción del mes).

En tanto, la actividad de la construcción, luego de la suba observada en septiembre, volvió a caer en el intermensual y cayó en octubre 4% s.e.

Respecto a octubre de 2023, la construcción cayó 24,5% y acumuló una baja del 29% en los primeros 10 meses del año. Cayeron los 12 insumos que componen el índice, los que más caen continúan siendo los Artículos sanitarios de cerámica (-51,2%), Mosaicos graníticos y calcáreos (-34,9%) y Hierro redondo y aceros para la construcción (-32,9%).

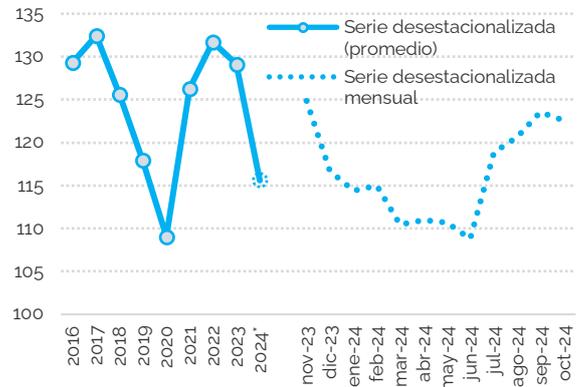
Índice de producción industrial (IPI)



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Índice de producción industrial (IPI)

Serie desestacionalizada. base 2004=100



Nota: para el año 2024 el promedio incluye solo ene-octubre

FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Al observar la serie sin estacionalidad, se advierte una recuperación clara de la actividad desde abril pasado, siendo solo interrumpida por las dos caídas intermensuales observadas en agosto y en octubre último. En este sentido, la serie tendencia-ciclo muestra una recuperación sostenida, la misma creció por cuarto mes consecutivo (+2,2% i.m en octubre).

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

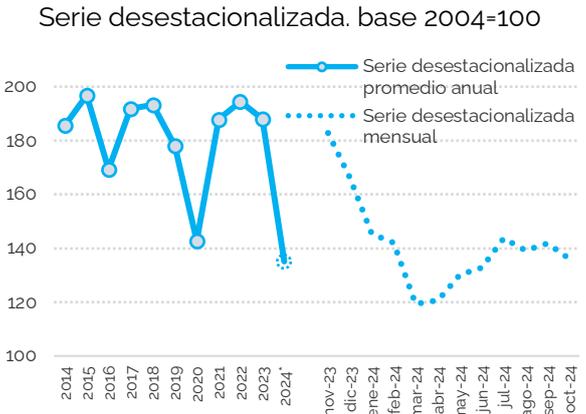
Con datos al jueves 11.12, las liquidaciones del sector agroexportador totalizan unos USD905 millones y promedian un saldo diario de USD113,2 millones, ubicándose un 33% por encima del promedio 2011-21 y un 13% respecto al promedio de noviembre pasado.

Este buen ritmo de liquidación de divisas del sector agroexportador, junto a las liquidaciones de los endeudamientos en moneda extranjera en el mercado local (por financiamientos bancarios y en el mercado de capitales) han impactado positivamente en el saldo de intervención del B.C.R.A. en el mercado de cambios.

Al 12.12, el BCRA acumula un total de compras por USD937 millones, lo que implica un promedio diario de USD82 millones, evidenciando además una fuerte recuperación en las últimas cinco jornadas donde el promedio de compras totalizó USD180 millones.

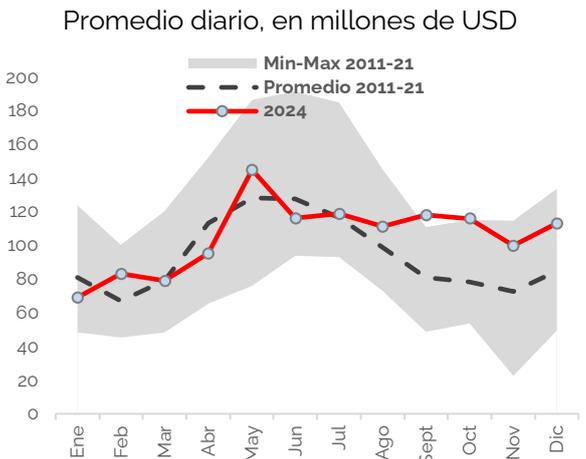
Al cierre de este informe, las brechas cambiarias continúa en niveles mínimos: el CCL cerró a \$1.054,27 (5,6%) y el MEP en \$1.074,94 (3,3%).

Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC)



Nota: para el año 2024 el promedio incluye solo ene-octubre
FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Liquidación divisas sector agroexportador



FUENTE: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC.

Resultado neto B.C.R.A. en el MULC



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

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

(*) cierres al jueves 12.12

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año	
FED	4,58%	0	-75 pbs	Oro	2.684,00	1,7%	30,1%	
1M	4,43%	-14 pbs	-117 pbs	Petróleo	70,01	4,2%	-2,3%	
3M	4,35%	-7 pbs	-105 pbs	Gas Natural	3,46	12,4%	37,5%	
6M	4,31%	-3 pbs	-95 pbs	Trigo	144,07	-1,7%	-15,1%	
1Y	4,22%	3 pbs	-57 pbs	Maíz	137,56	3,0%	-5,8%	
10Y	4,32%	17 pbs	44 pbs	Soja	268,96	0,2%	-23,0%	
Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año	
	1,0471	-1,1%	-5,4%	Dow Jones	43.914,12	-1,6%	16,5%	
	1,2678	-0,6%	-0,4%	S&P 500	6.051,25	-0,6%	26,9%	
	152,52	1,5%	7,8%	NASDAQ	19.902,84	0,2%	32,6%	
	7,2680	0,1%	2,3%	Shenzhen	10.957,13	1,5%	15,0%	
	5,9923	-0,3%	23,5%	IBOVSPA	126.042,21	0,1%	-6,1%	
	1018,00	0,6%	26,0%	S&P BYMA	2.304.089,57	4,6%	147,8%	
Tasas Argentinas		TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		721		-1186 pbs	CCL	1.076,73	0,2%	12,3%
LEFI B.C.R.A.	32,00%	37,69%		-13376 pbs	MEP	1.053,13	0,0%	6,9%
Caución 1d	29,40%	34,16%		-10319 pbs	Exportador (80/20)	1.030,35	0,3%	22,9%
BADLAR Priv.	32,69%	38,10%		-14873 pbs	Turismo	1.630,00	0,3%	26,0%
TAMAR Priv.	34,88%	41,04%		-1331 pbs	BCRA	1.018,75	0,3%	26,0%
PF Personas	32,61%	37,96%		-14201 pbs	ROFEX Nov '25	1.238,00	-3,2%	-3,2%

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.