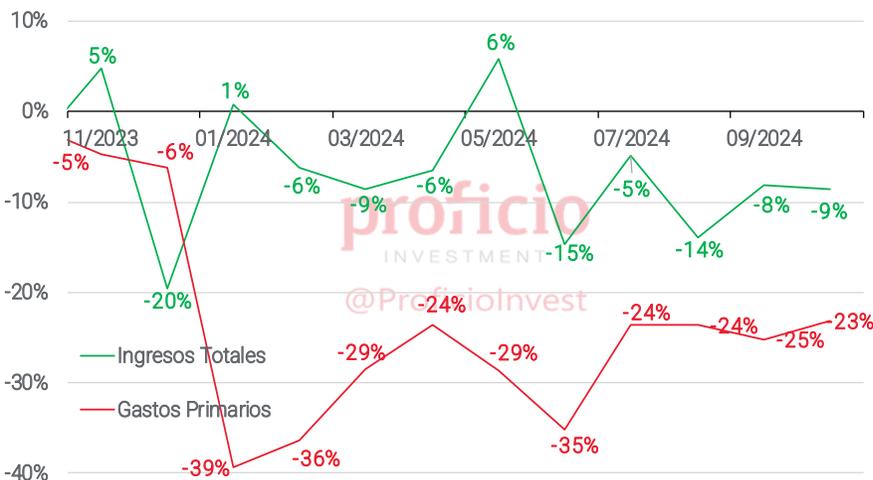




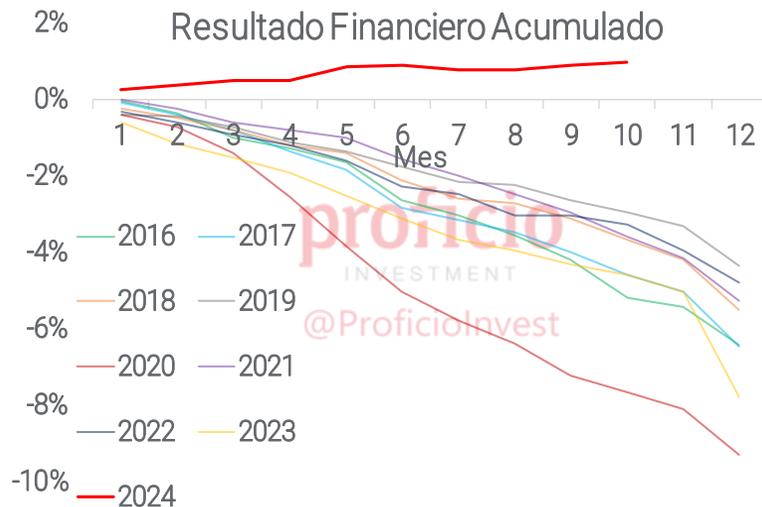
Reporte Macro
Noviembre

Situación Fiscal

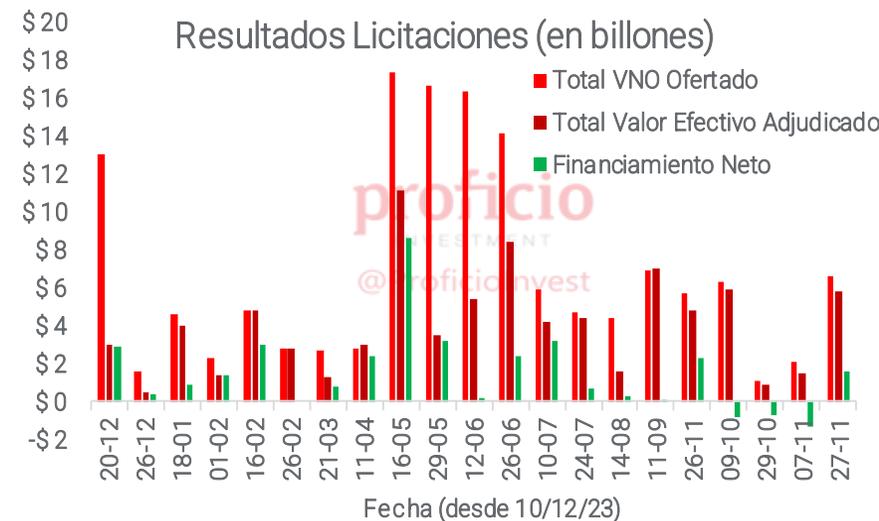
Variación Interanual real de Ingresos y Gastos del Estado Nacional



Resultado Financiero Acumulado



Resultados Licitaciones (en billones)



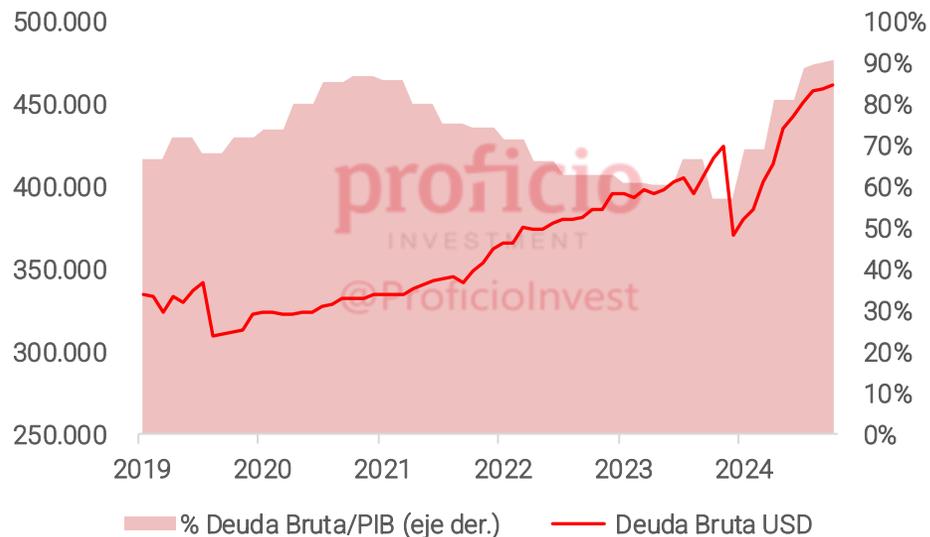
Comentario Fiscal

Ya una constante en el presente gobierno, en octubre nuevamente el resultado fiscal fue superavitario en la última línea (financiero) por un total de AR\$ 466.631 mln. Mirando las cuentas públicas, desde el Mecon informaron un superávit primario de AR\$ 746.921 mln, ya principalmente explicado por recortes en gastos de capital (2/3) y por las transferencias corrientes a las provincias (1/3) si observamos variaciones interanuales (i.a.), dado el repunte que están experimentando las prestaciones sociales (la caída i.a. en términos reales ahora asciende al -11%, desde el -30% durante los primeros meses de gestión). En el acumulado de los primeros 10 meses de 2024, el superávit primario asciende a AR\$ 10,98 b y el superávit financiero, a AR\$ 3,22 b.

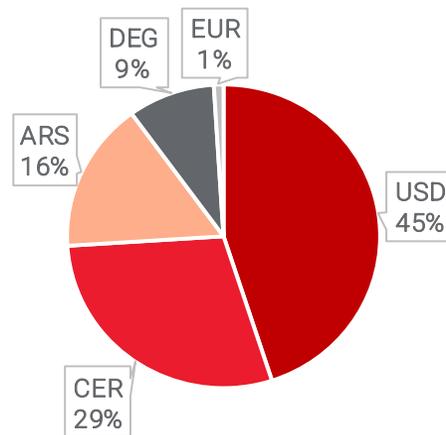
De cara a 2025, existen ciertas dudas con relación a la sostenibilidad del resultado fiscal principalmente por el one-off del Blanqueo, como así también la eliminación del Imp. País. Dependerá principalmente de que se logre el crecimiento del PIB previsto en el Proyecto de Ley de Presupuesto (5%) dado que la recaudación ronda el 30% del mismo.

Por otro lado, con el regreso de instrumentos a tasa fija en la última licitación del Tesoro Nacional en noviembre, éste volvió a obtener un financiamiento neto positivo, a la par que el mercado confía y le permite incrementar la duration media sin necesidad de incluir montos máximos a instrumentos cortos ni tasas de rendimiento mínimas a los largos.

Deuda



Composición de la Deuda (por moneda de pago)



Vencimientos Deuda en Dólares del Tesoro (miles de millones)

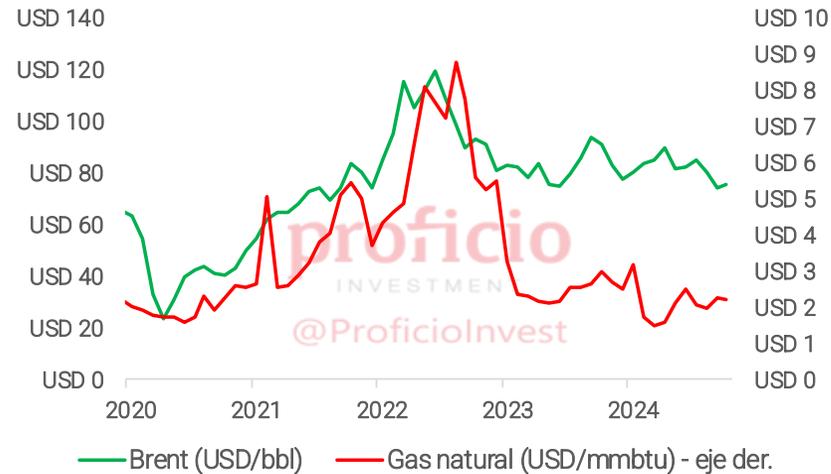
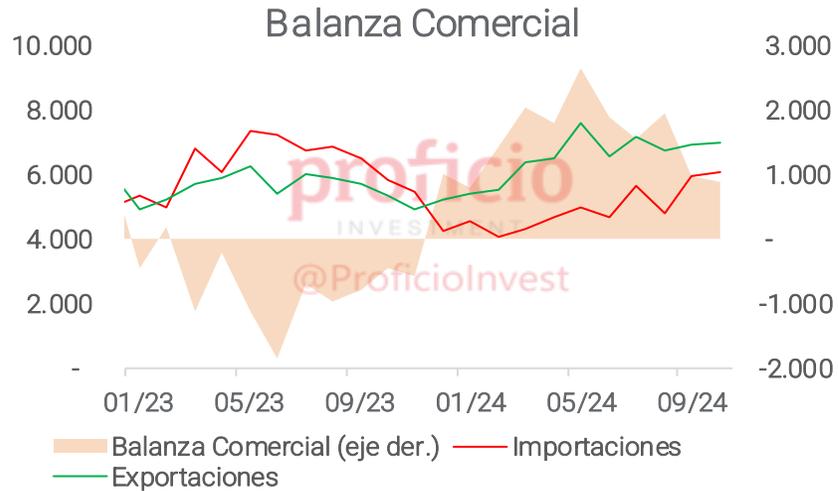


Comentario Deuda

Si bien se observa un gran crecimiento de la deuda medida en dólares (oficiales) en lo que va de 2024, se debe a dos cuestiones principales: la más relevante es el saneamiento del balance del BCRA vía LECAPs primero y LEFIs más tarde (pase de deuda desde el BCRA al Tesoro Nacional); y la otra es el mayor costo de la deuda denominada en pesos con relación al ritmo del crawling peg. Esto se observa en la mayor ponderación de la deuda a tasa fija y CER que pasó desde el 38% en nov23 al 45% actual. Vale remarcar que no se trata de nueva deuda (existe superávit financiero) y que desde el Mecon están rearmando el mercado de deuda local. Todo pareciera indicar que no veremos nuevas emisiones internacionales sino hasta que el riesgo país converja a la zona de 500 pbs (o menos).

En lo que hace a los vencimientos de deuda en dólares de ene25, los intereses ya se habían girado anticipadamente al BoNY a principios de octubre, y recientemente se confirmó la compra del Tesoro de los dólares necesarios para hacer frente a los vencimientos de capital por USD 2,7 b. Como las reservas netas aún son negativas (USD -3,9 b), antes de que impacte el giro de las divisas en concepto del pago del capital queda pendiente la ejecución de una operación de REPO con bancos para que no haya lugar a dudas respecto de la capacidad del BCRA para mantener variables clave (dólar) estables. Aquí la clave pasará por observar la tasa a la el gobierno haya podido negociarlos, en donde sería una señal alcista que sea de un dígito, 8/9% (las TIR de los soberanos HD se ubican entre 11 y 13%).

Situación Externa



Comentario Situación Externa

Gran repunte de las importaciones en octubre, marcando el máximo de la gestión actual (USD 6,128 b) y el primer mes con crecimiento interanual (+4,9%). Aun así, la balanza comercial fue superavitaria en USD 888 mln (USD -515 mln de impacto en el balance cambiario si tenemos en cuenta que el 20% de las exportaciones se liquidan por el mercado del CCL –dólar Blend-).

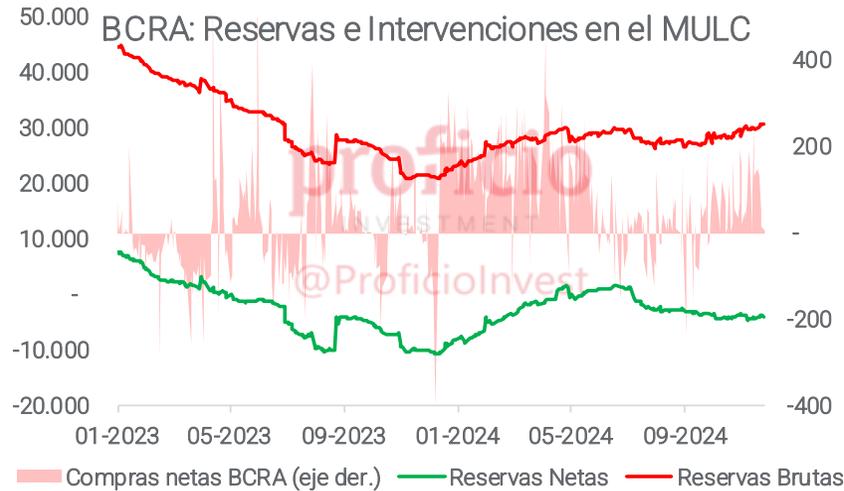
De esta forma, el saldo comercial acumulado desde el mes de enero hasta octubre es de USD 16.088 mln (USD 2.851 mln neto del efecto del dólar Blend).

El 18dic tendremos el ICA de noviembre y podremos observar si la eliminación del impuesto país hacia el 23dic ya tuvo impacto en el nivel de importaciones.

Para destacar, en el mes de octubre la balanza energética presentó un superávit de USD 618 mln (70% del superávit comercial y acumula USD 4.467 mln), con un precio del Brent que todavía se sostiene por los USD 73 el barril con noticias desfavorables descontadas (sobreoferta de crudo en los próximos años; dólar más fuerte luego de la victoria de Trump y su amenaza de imposición de aranceles; y un cese al fuego en el conflicto Israel-Hezbollah) pero impactó positivamente rumores, luego confirmados, de que la OPEC+ extienda los recortes de producción por 3 meses más (hasta mar25).

	Precio	7d%	30d%	1y%
Aceite Soja	\$ 910	0,1%	-10,9%	-16,8%
Harina Soja	\$ 312	-3,5%	-4,0%	-26,4%
Soja	\$ 362	-0,1%	0,3%	-23,0%
Maíz	\$ 167	-0,1%	2,4%	-17,3%
Trigo	\$ 198	0,3%	-5,4%	-20,0%

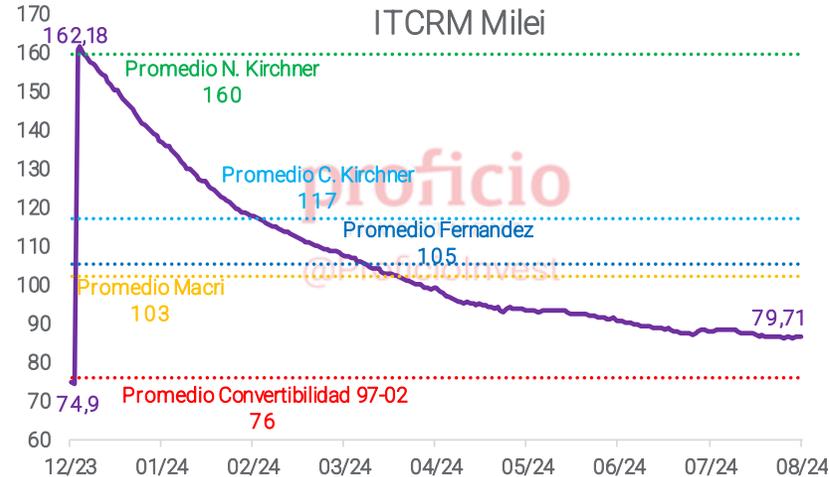
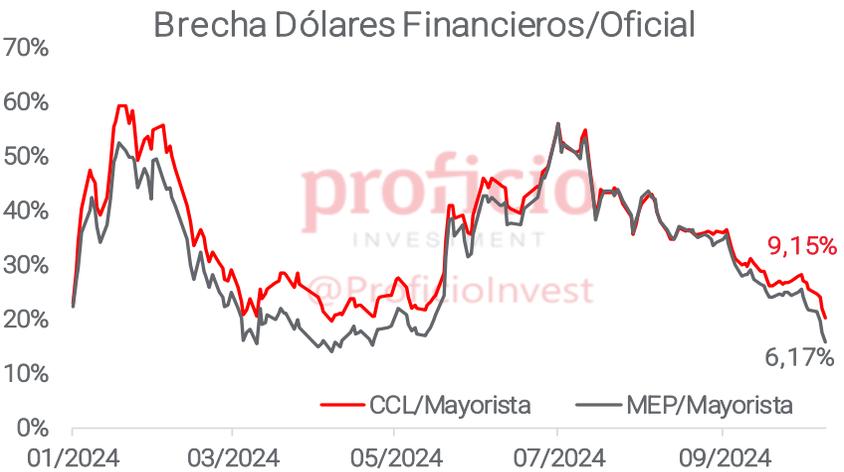
Comentario PMyC:



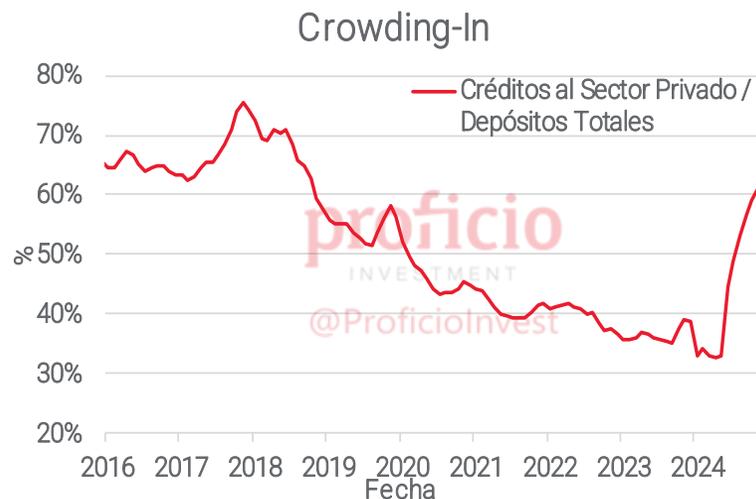
Noviembre tampoco decepcionó y el BCRA finalizó otro buen mes de intervenciones en el MULC habiendo acumulado USD 1.440 mln. Todo pareciera indicar que es posible gracias al crecimiento del crédito en dólares del sector privado y no al superávit comercial dado que el 20% de los dólares de las exportaciones pasan por el CCL.

No obstante, de continuar el equilibrio fiscal y con la política de emisión cero, cabe la posibilidad de que más pronto que tarde logre cerrarse la brecha existente entre los dólares financieros y el oficial. Esto sería sumamente positivo para la acumulación de reservas siempre que se mantenga el superávit comercial.

Relacionado con lo anterior, con una mirada optimista y para extraer una conclusión, si bien parece que el tipo de cambio real multilateral está apreciado (por su cercanía al promedio de la Convertibilidad), de lograr el Mecon sostener los superávits gemelos y el cierre de las brechas, pasaría a ser el BCRA, en caso mantener el régimen de tipo de cambio reptante (crawling peg), el que evite mayores apreciaciones.



Situación Bancaria:



Comentario Situación Bancaria:

Luego de la finalización de la primera etapa del Blanqueo se observó un leve descenso en el nivel de depósitos del sector privado en dólares, en torno a los USD -1,2 b (USD 33 b aprox), aunque todavía se mantienen por encima de los USD 32,5 b alcanzados antes de las PASO de 2019. Gracias a esto, aunque tímidamente, durante noviembre, siguieron creciendo los préstamos privados en dólares en torno a USD 1 b (hoy se ubican en USD 9,1 B). En lo que hace al crédito en pesos, si bien partimos de agregados monetarios más bajos, en proporción de los depósitos totales ya se encuentra en niveles de fines de 2018 (61%).

Para lo que queda hacia fin de año, por tratarse diciembre de un mes en el que la demanda de pesos es estacionalmente elevada, cabría esperar un desempeño positivo de los créditos al sector privado en pesos. Mientras que una evolución positiva en los préstamos en dólares puede que dependa de datos de inflación positivos (similares al 2,7% de octubre por lo menos) y a señales de desaceleración en el ritmo del crawling peg.

Por último, el BCRA post-REM de noviembre, al observar expectativas claras de desinflación para los primeros meses de 2025, resolvió disminuir la TPM en 300 pbs del 35% al 32% TNA.

Economía Real:

Variaciones desde Noviembre 2023 (con ajuste estacional)				
Fecha	jul-24	ago-24	sep-24	oct-24
1. EMAE (INDEC)	-1,2%	-0,4%	-0,7%	
- Puestos de trabajo registrados (MTySS)	-0,7%	-0,6%		
- Importaciones de Brasil (COMEX)	33,6%	20,3%	36,1%	42,1%
- Recaudación de IVA (MECON)	-4,8%	-5,6%	-3,7%	-0,2%
- Recaudación de la seguridad social (MECON)	2,0%	3,6%	4,8%	8,5%
2. EMAE - Comercio (INDEC)	-3,8%	-4,1%	-5,6%	
- Ventas supermercados (INDEC)	-9,6%	-7,6%	-10,0%	
- Ventas mayoristas (INDEC)	-16,5%	-15,1%	-15,7%	
- Préstamos comerciales en pesos (BCRA)	-5,3%	-0,6%	8,1%	13,7%
- Confianza del consumidor (UTDT)	39,1	41,5	39,0	42,4
- Patentamientos autos (ACARA)	4,9%	8,4%	17,7%	19,0%
3. EMAE- Industria (INDEC)	-3,4%	-3,7%	-4,5%	
- IPI Manufacturero (INDEC)	-4,8%	-3,1%	-0,9%	
- IPI (FIEL)	-4,2%	-5,5%	-3,2%	-2,7%
- IPI Minero (INDEC)	3,9%	2,2%	6,0%	
- Empleo en industria (SIPA)	-2,5%	-2,5%		
- Producción acero (CAA)	-18,3%	-12,2%	-10,9%	-10,2%
- Demanda electricidad (Cammesa)	4,4%	2,4%	1,2%	2,3%
- Producción de autos (ADEFSA)	-8,8%	-13,0%	-12,4%	-4,8%
4. EMAE - Construcción (INDEC)	-13,9%	-17,1%	-16,6%	
- ISAC (INDEC)	-21,2%	-23,9%	-22,1%	
- Empleo en construcción (SIPA)	-15,3%	-15,0%		
- Despachos cemento (AFCP)	-7,3%	-17,9%	-15,3%	-16,7%
- Índice Construya (Grupo Construya)	-10,6%	-14,4%	-19,0%	-21,3%
5. EMAE - Minas y canteras (INDEC)	3,5%	4,1%	6,2%	
- Producción de petróleo (MECON)	-5,2%	-3,2%	-2,7%	22,9%
- Producción de gas (MECON)	2,3%	1,3%	6,1%	36,0%
- Producción de hierro (CAA)	-12,1%	-8,2%	-16,7%	-5,1%
6. EMAE - Agricultura y ganadería (INDEC)	7,1%	2,9%	0,5%	
- Empleo en sector agro (SIPA)	2,9%	3,2%		
- Molienda de oleaginosas (MECON)	63,2%	35,3%	74,3%	79,4%
- Faena vacuna (MECON)	-11,1%	-10,9%	-7,4%	-3,4%
- Producción de pollos (MECON)	10,6%	-0,8%	0,3%	4,4%
- Producción láctea (MECON)	-0,4%	-1,6%	-0,6%	-0,2%
7. EMAE - Inmobiliarias, emp. y alq. (INDEC)	-1,0%	-0,8%	-0,3%	
- Empleo en inmobiliarias, emp. y alq. (SIPA)	-2,0%	-1,8%		
- Escrituras CABA (Colegio Escribanos CABA)	36,4%	37,4%	36,9%	52,7%
- Escrituras PBA (Colegio Escribanos PBA)	13,4%	16,5%	13,7%	20,5%
8. EMAE - Hoteles y restaurantes	-7,6%	-6,7%	-6,6%	
- Pernoctaciones hoteleras (EOH - INDEC)	-9,5%	-9,2%	-11,8%	
- Turismo emisivo (INDEC)	67,1%	28,7%	39,0%	57,8%
- Turismo receptivo (INDEC)	-20,6%	-32,9%	-30,7%	-37,5%
- Empleo en hoteles y restaurantes (SIPA)	-2,9%	-3,1%		



Remuneración Trabajadores Estables al CCL



Comentario Economía Real:

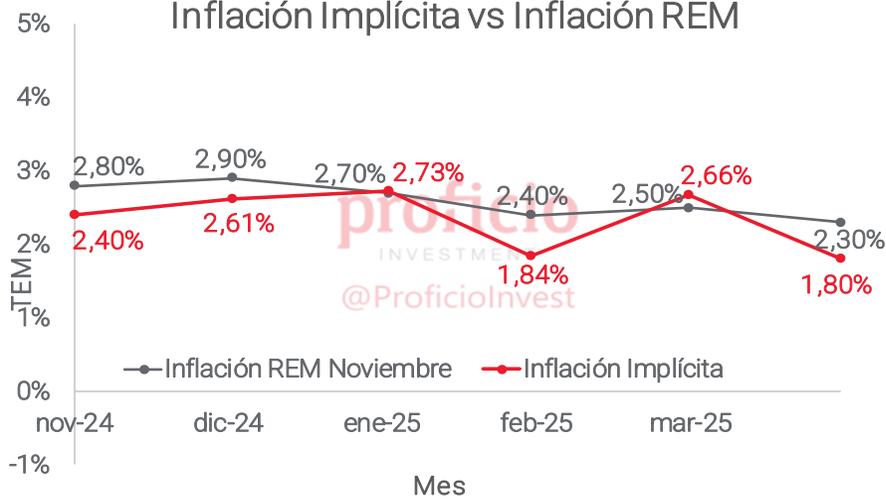
Continúan los datos mixtos de actividad en octubre, con varios sectores que aún permanecen en terreno negativo contra nov23 (construcción, industria y comercio) y con sectores claramente ganadores como lo son el Agro (principalmente por la sequía del año anterior) y Energía (gracias a Vaca Muerta –shale oil en principio-) y Minería (que, de cara a los próximos años, se verá muy beneficiada por el RIGI).

En el relevamiento de noviembre, el conjunto de analistas del REM proyectó para 2024 un nivel del PIB 3% inferior al promedio de 2023, mejoraron las expectativas en 0,6 p.p. con relación al REM previo. La caída se habría concentrado en el primer semestre. De acuerdo con los pronósticos, el nivel de actividad habría comenzado a recuperarse en el tercer trimestre del año, con una suba de 3,4% s.e. (+1,4 p.p. vs. REM previo). Para 2025, el conjunto de participantes del REM estimó un crecimiento promedio de 4,2% i.a (+0,7 p.p. vs REM previo mientras que el proyecto de Ley de Presupuesto estima +5% i.a.).

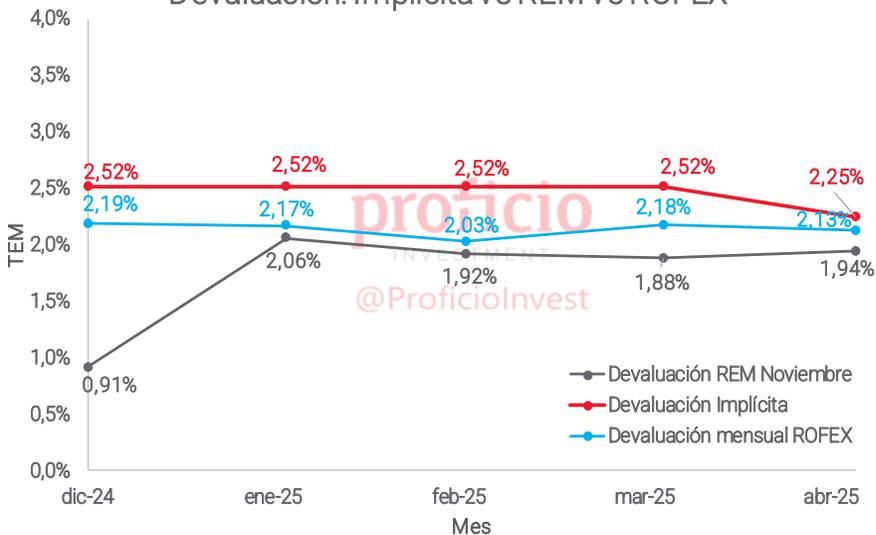
En cuanto a los salarios reales, el índice de salarios se incrementó un 4,7% en septiembre (último dato), lo que implica una suba del 1,2% en términos reales, distribuidos de la siguiente manera: +3,8% para el salario privado registrado (+0,1% real), +3,9% para el sector público (+0,2% real) y +10,4% para el salario privado no registrado (+6,5% real). Por otro lado, conforme al RIPTE, el salario convertido al CCL se ubicó en los USD 828 en agosto (último dato) y representa una suba del +64% desde nov23.

Expectativas:

Inflación Implícita vs Inflación REM



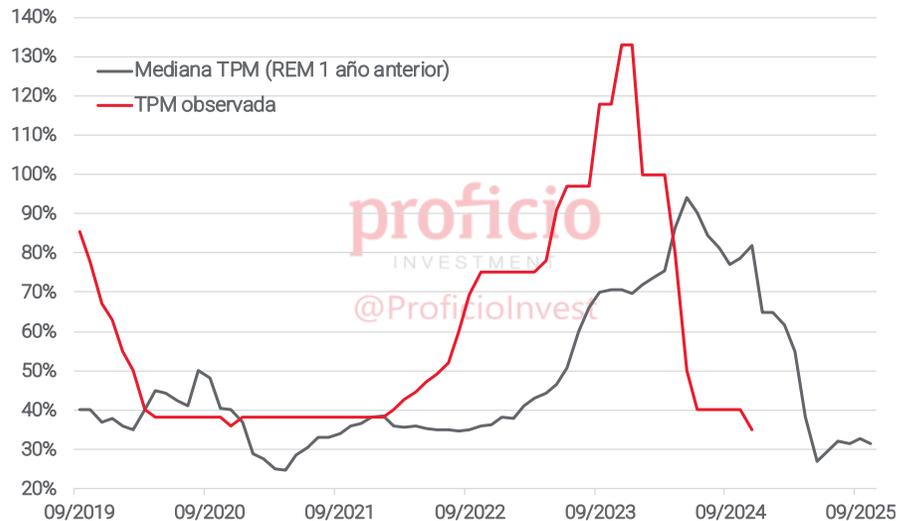
Devaluación: Implícita vs REM vs ROFEX



Confianza en el Gobierno y Resultado Electoral



Tasa de Política Monetaria esperada vs. observada



Comentario Expectativas:

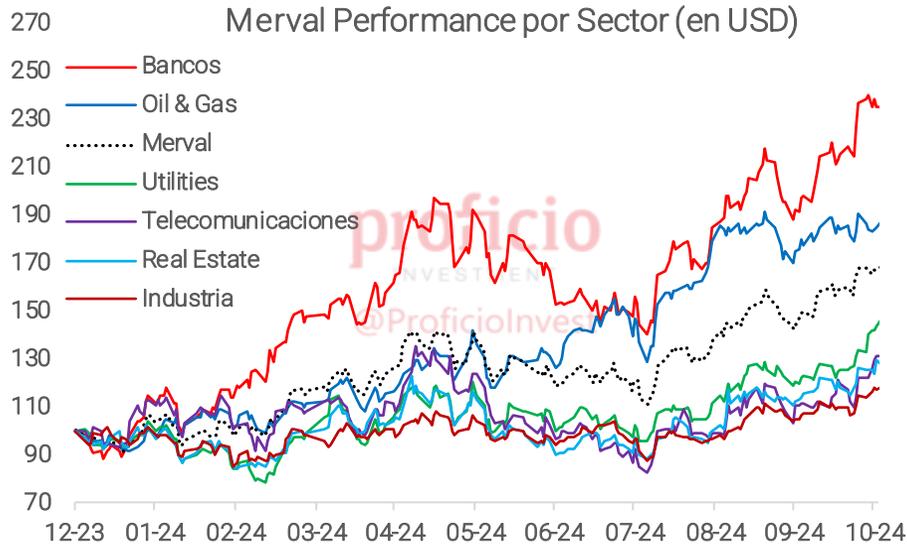
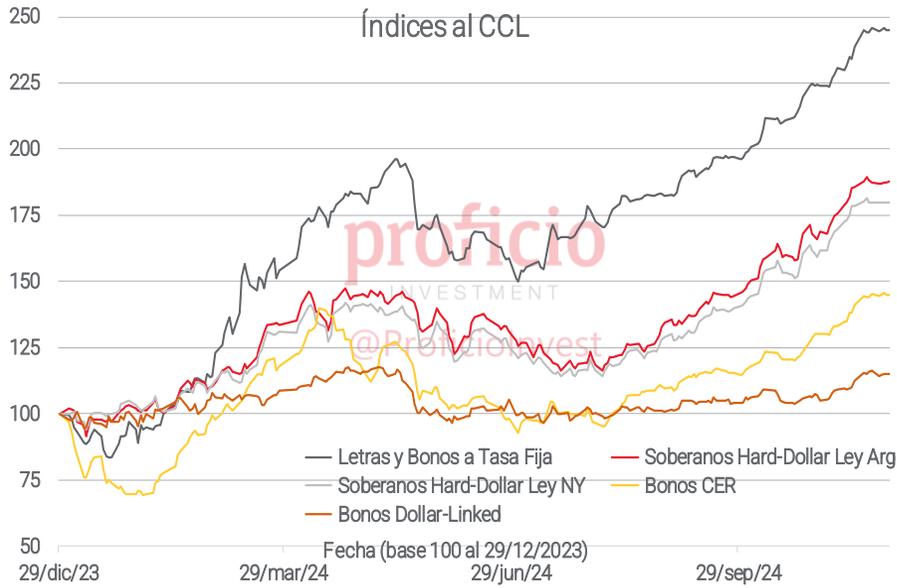
Los analistas económicos que encuesta el Banco Central y recopila en el REM (de Nov.) esperan un IPC del 2,8% para noviembre (2,4% implícito en los precios de mercado) que el INDEC informará el 11dic, y del 118,8% para el año.

La mediana de las proyecciones de tipo de cambio nominal del REM se ubicó en \$1.021/USD para el promedio de diciembre de 2024 lo que implicaría una suba mensual promedio de 2% de la paridad cambiaria. La variación interanual a dic24 implícita se ubicó en 23,8%.

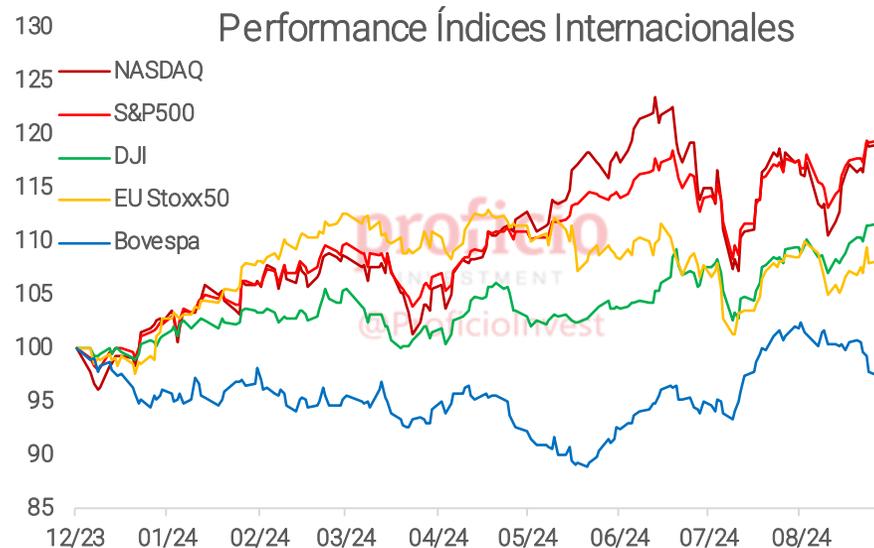
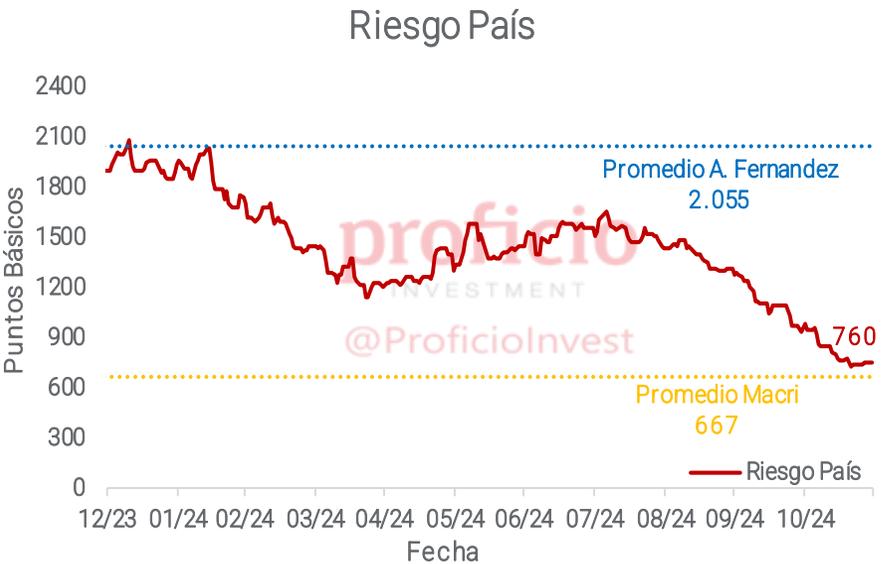
En lo que hace a la TPM esperada para los próximos 12 meses, según el REM, la mediana de los analistas espera que se ubique en 25,5% y representaría una caída de 650 pbs desde la actual. No obstante, si la inflación 2025 está más en línea con lo que espera el gobierno, es esperable que los recortes sean mayores.

En noviembre, continuó la mejora en el Índice de Confianza en el Gobierno (ICG) y fue de +6,6% con relación a octubre. Se observan dos hechos muy positivos: los niveles de confianza se ubican en máximos históricos para un 11° mes de gobierno, como así también la baja volatilidad del mismo (esto es, no solo es elevado, sino que se mantiene estable). A su vez, es un buen indicio de lo que podrían ser las legislativas el año que viene para el oficialismo, dada su elevada correlación con los resultados electorales.

Performance Financiero:



Especie	YTD (en USD)
GGAL	226,94%
BMA	206,54%
BBAR	199,95%
SUPV	195,43%
COME	189,23%
YPFD	137,08%
MIRG	129,85%
Merval	113,09%
EDN	104,41%
IRSA	103,31%
TGNO4	95,97%
TGSU2	94,67%
TECO2	94,41%
PAMP	76,21%
LOMA	68,71%
TRAN	61,67%
VALO	49,94%
CEPU	47,08%
CRES	32,44%
TXAR	0,12%
ALUA	-10,04%



Variación % (Índices al CCL)					
Período de tiempo	Soberanos Hard-Dollar Ley Arg	Soberanos Hard-Dollar Ley NY	Bonos CER	Bonos Dollar-Linked	Letras y Bonos a Tasa Fija
NOV/24	13,13%	12,96%	11,26%	7,31%	9,10%
YTD (31/10)	87,66%	79,76%	44,70%	15,06%	144,99%

- La apuesta del gobierno no se modifica. El foco sigue en la desinflación que continúa avanzando gracias a una gran convicción en el sostenimiento del equilibrio fiscal, al endurecimiento de la política monetaria basada en emisión cero y a una política cambiaria que mantiene un régimen fijo con tipo de cambio reptante (crawling peg).
- Sí se ha producido un ligero cambio a la hora de adoptar políticas. De pasar de adelantarse al mercado (como las aceleradas disminuciones de la tasa de política monetaria –TPM- durante la primera mitad de año), a ser data-dependent (de la inflación o de las expectativas de los distintos agentes), para modificar no sólo la TPM sino también la política cambiaria. Esto podría deberse a los meses más delicados que atravesó el gobierno (2da mitad de mayo hasta fines de agosto) en los que se desató una corrida contra el peso luego de una baja de la TPM que la colocaba en niveles poco atractivos para continuar con una estrategia de “carry trade” que sostenga el fortalecimiento de la moneda nacional y el engrosamiento de reservas del BCRA.
- Conforme a los dichos del gobierno, el paso siguiente sería una modificación del ritmo del crawling peg, que implicaría una reducción de la tasa de devaluación mensual del 2% al 1%. Estaría sujeta a que la variación del IPC en los meses de noviembre y diciembre arroje valores cercanos al 2,7% de octubre (o en torno al 2,5%). Entonces, como el dato de inflación de dic24 se conocerá el día 14ene25, es probable que recién en la segunda mitad de ene25 se reduzca el crawl o directamente en febrero. Sin embargo, actualmente existen dudas con relación a la inflación de diciembre, dado el repunte en datos de alta frecuencia en las últimas dos semanas de noviembre, aunque también tendremos el impacto de la eliminación del impuesto país (restan 7,5 p.p.) hacia la última semana del mes.
- En los próximos meses, la incógnita será el impacto que tendrá la eliminación del impuesto país sobre el equilibrio fiscal, aunque en noviembre representó sólo el 3% de la recaudación, y el total de la misma experimentó por primera vez crecimiento interanual en términos reales. Y para todo 2025, la fortaleza fiscal dependerá de que la economía crezca en cifras cercanas al 5% previsto en el proyecto de Ley de Presupuesto para cubrir no solo la eliminación del Imp. País sino también los one-off producto del Blanqueo y de la Moratoria.
- Ahora bien, las reservas netas del BCRA todavía son negativas (USD -3,9 b) y durante 2025 los vencimientos de deuda consolidados suman alrededor de USD 23 b (soberana por USD 9,5 b, OO.II. por USD 7,7 b y provincial por USD 6 b). Aquí, el quid de la cuestión pasará por lograr una rápida convergencia de los tipos de cambio financieros hacia el oficial, y de esa manera lograr que el 20% de las exportaciones que hoy se liquidan por el CCL (dólar Blend) pasen por el MULC y así, el BCRA, expanda sus compras significativamente (USD 16 b aprox.). No obstante, habrá que seguir de cerca la balanza comercial, específicamente la evolución de las importaciones, por lo apreciado que quedó el peso no sólo si se lo compara contra los años previos sino también en términos históricos. Resultados no tan positivos en la misma puede que alteren los saldos positivos de la cuenta capital y la confianza en el modelo.

Disclaimer:

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Proficio Investment S.A. No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de Proficio. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que Proficio no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. Proficio, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo.

Proficio Investment S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación – Propio registrado bajo la matrícula n° 115, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 97, en ambos casos de la CNV. Además, Proficio es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 20, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 375, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 059, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 521.

proficio

INVESTMENT

+54 11 4343 1000

info@proficioinvestment.com

www.proficioinvestment.com