

ARGENTINA

INFORME ECONONÓMICO FEBRERO

2025



Cámara de Industria y Comercio
Argentino-Alemana
Deutsch-Argentinische
Industrie- und Handelskammer

#SOMOSTUPARTNERGLOBAL

Argentina Económica

01. Introducción

02. Panorama

03. Actividad

04. Precios

05. Política Fiscal

06. Sector Externo

07. Política Monetaria y Cambiaría

02/2025

Realizado por:



Si desea auspiciar en “Argentina Económica”, por favor póngase en contacto con
Victoria Giannasca: vgiannasca@ahkargentina.com.ar

INTRODUCCIÓN

A continuación, se presentan los principales aspectos del informe.

OBJETIVOS

El estudio presenta un claro diagnóstico de la situación económica actual y de las perspectivas para el año en curso. El informe pone en relieve las restricciones que enfrenta la política económica y sus implicancias en términos de las variables fundamentales (actividad, inflación y tipo de cambio).

CONTENIDO

- Contexto internacional. Cómo jugará el mundo en los próximos años.
- Diagnóstico de la situación económica actual local.
- La política económica luego de las elecciones legislativas.
- Cuáles son los posibles escenarios y sus probabilidades asociadas.
- Proyecciones de las principales variables bajo varios escenarios posibles.

VARIABLES CONSIDERADAS EN LAS PROYECCIONES

- Contexto internacional: crecimiento e inflación de las principales economías.
- Actividad: PBI, consumo privado, inversión, exportaciones, importaciones, tasa de desempleo.
- Precios: Inflación real (IPC Ecolatina).
- Tipo de cambio nominal y real.
- Política fiscal: gasto, recaudación, resultado fiscal, brecha de financiamiento.
- Sector externo: exportaciones, importaciones, superávit comercial.
- Mercado laboral: demanda laboral, desempleo, salario nominal y real.

Para más información:

No dude en comunicarse vía mail a eyf@ecolatina.com.

PANORAMA

Económico: Un arranque de año cargado de novedades

Enero fue un mes con varios hitos para repasar: **1)** El BCRA confirmó la reducción del crawling peg y recortó la tasa de interés; **2)** El Gobierno redujo de forma transitoria las retenciones para los principales productos del agro; **3)** El Tesoro abonó los vencimientos de deuda pública en USD (implicó una caída de USD 3.100 M en la Reservas Netas); **4)** La brecha cambiaria arrancó el año al alza dada la mayor demanda por turismo y demandó la intervención del BCRA, aunque luego logró estabilizarse; **5)** El Riesgo País se estancó por encima de los 600 puntos básicos en el marco de un contexto financiero internacional volátil; **6)** El BCRA cerró enero con compras netas gracias al dinamismo de los préstamos en USD; **7)** El Tesoro logró una adhesión del 64% en un canje de deuda en pesos y buenos resultados en las primeras licitaciones del año; **8)** El Gobierno habilitó la posibilidad de expresar precios y realizar transacciones comerciales en USD; y **9)** Se confirmó que el fisco cerró el año con un superávit fiscal por primera vez desde 2008.

En cuanto a la economía real, **el EMAE mostró un crecimiento mensual del 0,9% s.e. en noviembre**, acumulando una suba de 6% desde el piso de abril y alcanzando los niveles de noviembre de 2023. Durante 2024 la actividad mostró un desempeño heterogéneo entre sectores, que se tradujo en distintas velocidades de recuperación tras el inicio de la recesión. Hacia adelante, lo más probable es que el camino a transitar sea **con vaivenes y resultados heterogéneos**.

En esa misma línea, una de las claves para propiciar un escenario de crecimiento virtuoso sería sostener la reducción de la inflación para que los ingresos reales continúen recuperándose. En esta materia, **el Gobierno alcanzó resultados positivos en los últimos meses**: la inflación promedió un 2,6% mensual durante el último trimestre y terminó el año en un 117,4% i.a. (fue del 211,4% en 2023).

Frente a la consolidación de la baja de la inflación, las autoridades optaron por **reducir el crawling peg** desde el 2% mensual hacia el 1% a partir de principios de febrero. En este sentido, las autoridades buscan simultáneamente profundizar el proceso de moderación inflacionaria y robustecer la estrategia de “carry trade” local, uno de los pilares detrás de las compras del BCRA en el MULC durante los últimos meses. Justamente, la mencionada baja del crawling peg otorgó espacio para que la autoridad monetaria recorte la tasa sin perjudicar el “carry trade” local. La incógnita será cómo impactará la baja de la tasa en un sistema cada vez menos líquido en pesos.

Por su parte, los riesgos de la reducción del crawling peg se centran en la dinámica del tipo de cambio real, dado que actualmente se ubica en los niveles más bajos de la serie y ampliar la diferencia entre la inflación y el ritmo de la devaluación profundizaría aún más la situación en el marco de un contexto internacional poco amable para países emergentes.

En otro orden, las autoridades del Gobierno anunciaron que los comercios tendrán la posibilidad de expresar los precios de sus productos tanto en pesos (obligatorio) como en dólares (opcional), dándole así la **opción a los compradores de abonar en USD** al realizar operaciones comerciales (en efectivo, vía débito e incluso QR).

Dado que hoy en día casi la totalidad de las operaciones se realizan en pesos (salvo excepciones, como los inmuebles), es prácticamente una certeza que la medida incrementará las operaciones en USD. Ahora bien, esto no necesariamente implica que todas las operaciones pasarán a realizarse en moneda extranjera, sino que lo más probable es que veamos un avance gradual y secuencial.

Mediante estas modificaciones, estimamos que las autoridades no sólo buscan avanzar hacia una competencia de monedas, sino que también pretenden que las personas y las empresas **vuelquen a la economía los USD que tienen fuera del sistema**. De esta manera, un mayor volumen de operaciones en USD incrementaría los depósitos en moneda extranjera y, en consecuencia, la expansión de los préstamos en moneda extranjera. No obstante, hoy en día las **regulaciones macroprudenciales** les permiten a los bancos dar préstamos en USD únicamente a exportadores, lo cual le pone un techo al ritmo de su expansión. Por tal motivo, habrá que estar atentos en los próximos meses a si el Gobierno evalúa flexibilizar dichas restricciones para fomentar una mayor utilización de la herramienta.

Por su parte, la **crítica situación que enfrenta el agro** (baja de precios internacionales y condiciones climáticas en deterioro) incentivó a las autoridades a eliminar de forma permanente las retenciones para las exportaciones de las economías regionales y **reducir transitoriamente** (hasta junio) **las alícuotas para los principales cultivos** (soja, trigo, maíz, girasol, cebada y sorgo). Concretamente, la medida abona a dos objetivos en simultáneo. En primer lugar, da una señal de apoyo al sector agropecuario, el cual además viene atravesando una compleja situación financiera desde la sequía del 2023. Al mismo tiempo, fomenta la liquidación de divisas en un 2024 que tendrá como telón de fondo la contienda electoral y la probable volatilidad cambiaria/financiera asociada a los años impares.

En cuanto al **impacto fiscal**, estimamos que la medida tendría un costo aproximado de 0,15% del PIB (podría alcanzar un 0,2% del PIB si la baja transitoria se extiende hasta fines de

año). Otro costo vinculado será el potencial **impacto en precios**, en particular para productos más ligados a la canasta de consumo (frutas, verduras, carnes, etc.). Si bien no vemos que la medida dispere una aceleración de los precios, podría compensar en parte el efecto de la reducción del crawling peg al 1% y ralentizar la convergencia de los bienes a la nueva pauta de devaluación oficial.

Hacia adelante, quedan algunos interrogantes pendientes. Por un lado, será esencial lo que ocurra con el clima en un escenario que se vuelve cada vez más pesimista. Si las lluvias no llegan en el tiempo y volumen adecuado, el efecto paliativo de las retenciones será cada vez menor y tornará necesario que se tomen nuevas medidas.

Por otro lado, surge el interrogante sobre lo que puede ocurrir en el MULC desde julio. En el marco actual, lo lógico sería que las liquidaciones de agro se anticipen para poder aprovechar el beneficio impositivo, lo cual redundaría en una menor oferta posterior en un contexto que estará atravesado por la típica volatilidad electoral. Por tal motivo, no descartamos que el Gobierno se incline por extender un tiempo más el esquema si la situación lo requiere.

Político: La batalla económica le reditúa más al Gobierno que la batalla cultural

1. *El inicio de año puede seguir trayendo buenas noticias económicas para sostener los apoyos.*

Mientras el mercado intuye que la inflación de enero puede ser la más baja de todo el ciclo, se puede decir que el inicio del 2025 sigue arrojando buenas noticias económicas para seguir sosteniendo los apoyos.

2. *Pero la insistencia de Milei con la batalla cultural puede hacerlo perder parte de esos apoyos.*

La polémica surgida por el discurso de Milei en Davos, particularmente por la insinuación que hizo entre homosexualidad y pedofilia, provocó una reacción que recordó las marchas universitarias de 2024.

3. *Sin PASO, el calendario electoral se retrasa y podría haber más fragmentación política.*

La novedad electoral surge de la suspensión de la PASO, que retrasaría el inicio del proceso electoral y podría producir una mayor fragmentación política, ya que habrá más oferta para repartir las mismas bancas.

La dinámica económica del inicio del año parece seguir la misma senda positiva que se evidenció a fines del 2024. Mientras la actividad sigue recuperándose, los salarios y el consumo siguen por

el mismo camino, aunque a distintas velocidades y de manera heterogénea. Del mismo modo, la inflación parece seguir su senda bajista, con un dato de enero que podría ser el más bajo de todo el ciclo desde el cambio de gestión.

Estas buenas noticias podrían seguir alimentando el **fenómeno de opinión pública** que hemos visto a lo largo de todo el 2024: un gobierno sosteniendo gran parte de los apoyos iniciales en base a resultados concretos del programa económico que ayudan a construir la **percepción de un rumbo correcto**. La situación actual permite proyectar que, de sostenerse un contexto económico de estabilidad y mejora en los indicadores económicos sensibles a la opinión pública, habría altas posibilidades de que el Gobierno tenga un **buen desempeño en la elección de medio término**. De esta manera, avanzaría en la consolidación política del ciclo.

Sin embargo, el oficialismo parece no estar ajeno a cometer errores, y **el discurso de Milei en Davos fue uno de ellos**. Para empezar, Milei desaprovechó una oportunidad al discutir la “cultura woke” y cuestiones vinculadas a la diversidad sexual frente a un auditorio que hubiera recibido con mucha simpatía un discurso más enfocado en el esfuerzo económico que está haciendo el Gobierno. Más allá de la elección del contenido, el discurso careció de la mínima calidad lógica en su estructura argumental necesaria para ser convincente y contuvo **afirmaciones que inducían a concluir ideas bastante polémicas** (como la de asociar la homosexualidad a la pedofilia). Frases que incluso podrían haber provocado rechazo en figuras muy relevantes para los intereses del país.

Como reacción a dicho discurso, se generó la **segunda gran manifestación contra el Gobierno de Milei**. Lo llamativo es que estas protestas, con una gran cantidad de personas en las calles, estuvieron vinculadas a temas no económicos: la educación pública y la defensa de la diversidad sexual. Aquel comportamiento podría llevarnos a concluir que a Milei la mayoría de la sociedad le acepta o le tolera su batalla económica, pero no le acepta ni le tolera su batalla cultural. Justamente, un factor que debería ser la base central para la construcción de una estrategia política inteligente de parte del oficialismo de cara al desafío electoral de este año.

Un desafío electoral que **muy probablemente no tendrá PASO**, por lo cual iniciaría unos meses más tarde. Un aspecto que pudiera serle útil al gobierno para profundizar o afianzar los buenos resultados del programa económico. Sin embargo, también provocaría que la suspensión del sistema de doble vuelta (PASO y General) **neutralice el voto estratégico**. Esto último podría perjudicar al oficialismo: era el “no peronismo” quien aprovechaba mejor este aspecto del proceso para concentrar el voto antiperonista o anti-kirchnerista.

Por otro lado, la ausencia de PASO producirá naturalmente un **aumento en la oferta electoral**. Habrá más opciones en la grilla, lo que reducirá las chances de juntar más votos a las listas principa-

les. Además, tendrá el efecto de producir una mayor fragmentación política dada la potencial capacidad de distribuir bancas en más espacios políticos.

Una fragmentación que no es saludable para el sistema, ya que se vuelve más difícil la construcción de consensos. Sin embargo, esta fragmentación podría beneficiar al oficialismo, que seguirá gobernando en minoría (es imposible que logre mayorías en ambas cámaras en este turno electoral). En este contexto, podría aumentar sus posibilidades de negociación y conseguir los apoyos necesarios para sancionar leyes.

ACTIVIDAD

La actividad volvió a subir en noviembre

- El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) **mostró un crecimiento mensual del 0,9% s.e. en noviembre y, de esta manera encadenó siete meses consecutivos de subas desde el piso de abril, acumulando una suba superior al 6% desde aquel momento.**

- Al avance de Explotación de minas y canteras (7,1% i.a.) se le sumó en el penúltimo mes del año un crecimiento de casi 10% i.a. de la Intermediación financiera. Por su parte, seguramente sea el último mes en negativo de la Industria manufacturera (-2,3% i.a.) y el Comercio (-1,3% i.a.), aunque no así de la Construcción (-14,2% i.a.), que llegó a noviembre con una caída promedio superior al 18% en el acumulado.

- La caída del PBI será inferior al 3% durante 2024. Como resultado, el arrastre estadístico para este año será positivo por casi 3 p.p. ayudando a que la economía exhiba un crecimiento promedio superior al 4% en 2025.

La actividad subió 0,9% en noviembre

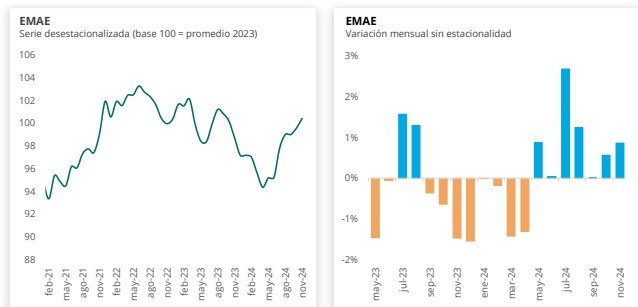
El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) mostró un crecimiento **mensual del 0,9% s.e. en noviembre y, de esta manera encadenó siete meses consecutivos de subas desde el piso de abril, acumulando una suba superior al 6% desde entonces**. De esta forma, la actividad se encuentra 0,1% por encima de igual mes del 2023, mostrando la recuperación de la fuerte recesión de este año. Por su parte, excluyendo el aporte del agro -que alcanzó su nivel del noviembre 2023-, el EMAE registró una caída de 0,6% i.a.

Dentro del estimador de actividad económica persiste una **notable heterogeneidad entre los sectores**, tal como se ha observado a lo largo del año. A la dinámica positiva de Explotación de minas y canteras (7,1% i.a.) se le sumó en el penúltimo mes del año un crecimiento de casi 10% i.a. de la Intermediación financiera. Por su parte, seguramente sea el

último mes en negativo de la Industria manufacturera (-2,3% i.a.) y el Comercio (-1,3% i.a.), aunque no así de la Construcción (-14,2% i.a.), que llegó a noviembre con una caída promedio superior al 18% en el acumulado.

LA ACTIVIDAD ECONÓMICA CONTINÚA RECUPERÁNDOSE

ECOLATINA
Economics



Tal como viene ocurriendo desde agosto del 2024, la caída en bienes (-1,7% i.a.) es mayor que en servicios. Por primera vez desde el inicio de la recesión, los servicios lograron no estar en rojo, manteniendo el nivel alcanzado en noviembre del 2023.

Al interior de servicios, **el comercio** (la actividad de mayor peso en esta categoría) **viene moderando su caída**. En noviembre, restó apenas 0,2 puntos porcentuales al indicador de servicios. Aunque todavía se mantiene por debajo de su nivel de 2023, su lenta recuperación se vio favorecida por un consumo en supermercados y mayoristas que estaría encontrando su piso. En ese sentido, las ventas reales en supermercados se recuperan luego de dos meses consecutivos de caídas, con un avance 1,8% en la serie s.e. En la misma línea, noviembre marcó el segundo mes de subas en las ventas de autoservicios mayoristas, mostrando un aumento del 1,3% mensual en la serie desestacionalizada.

¿Qué esperamos hacia adelante?

Durante 2024 la actividad mostró un **desempeño heterogéneo** entre sectores que se tradujo en distintas **velocidades de recuperación** tras el inicio de la recesión. Mientras que los sectores primarios (agro, petróleo y minería) fueron los que traccionaron la recuperación, las ramas industriales vinculadas al mercado interno, la construcción y el consumo -con cierto cambio de composición hacia su interior- tuvieron un avance más lento.

Diciembre será un mes en donde la actividad continuará avanzando en la medición mensual. A su vez, **las variaciones interanuales comenzarán a arrojar valores elevados** producto de la baja base de comparación generada por la recesión inicial luego del cambio de gestión.

Esto ya se observa en algunos **indicadores adelantados de la actividad**: las ventas minoristas PYME se posicionan 17,7% por encima del año anterior, el patentamiento de vehículos 0km (+16,3% i.a.), el de motos (+49,2% i.a.), y las ventas de autos

usados (+31,6% i.a.). Todo esto en un contexto en el cual el crédito al consumo creció más de 55% i.a y el Índice de confianza del consumidor tocó su nivel más alto del año (+33,1% i.a.).

Sin embargo, **las distintas ramas de la industria tuvieron diferentes desempeños**. Las industrias asociadas a la construcción continúan por debajo del año pasado, pero con una contracción mucho menor que meses previos, como se vio en el índice construya (-6,7% i.a.) y los despachos de cemento (-5,5% i.a.). Por su parte, la producción del acero profundiza su caída (-23,1% i.a.).

Finalmente, así como la producción de automóviles mostró la mayor suba del año (+2,8% i.a.), el reciente anuncio de baja de impuestos internos a los vehículos de gama media y alta podría impactar en los próximos meses en una baja de precios -al menos en términos relativos- de los autos. No es claro si una mayor demanda redundará en una mayor producción local o en un incremento de las importaciones. En la medida que se generalicen medidas tendientes a la eliminación de impuestos y regulaciones, esta disyuntiva podría extenderse a otros sectores y disociar el consumo de algunos bienes respecto de la producción de los mismos.

Entonces, producto de estas dinámicas y de la mano de las **sucesivas correcciones al alza** de la actividad económica durante la segunda mitad del año, el PIB arrojará una caída inferior al 3% durante 2024. Como resultado, el **arrastre estadístico** para este año será positivo por casi 3 p.p., ayudando a que la economía exhiba un crecimiento promedio superior al 4% en 2025.

Si bien un contexto internacional algo tenso y el año electoral son ingredientes que podrían condicionar este rebote, en las últimas semanas el mismo está siendo amenazado por la **escasez de lluvia** -y la baja previsión de las mismas- que puede complicar la cosecha gruesa y la actividad de los sectores asociados a las mismas, uno de los principales motores de la actividad durante el año pasado.

PRECIOS

La inflación cerró 2024 en 118%

- El IPC Nacional de INDEC mostró una suba del 2,7% mensual en diciembre, exhibiendo una aceleración de 0,3 p.p. respecto al dato de noviembre. Con este número se observó el menor registro para un diciembre desde 2018. Así, la inflación nacional acumuló una suba del 117,8% i.a. en 2024, representando una desaceleración de 93,6 p.p. respecto a la variación interanual de diciembre de 2023.

• A su interior, las categorías mostraron evoluciones disímiles: la inflación Núcleo (que mide la tendencia de los precios al excluir estacionales y regulados) trepó 3,2% mensual (+0,5 p.p. respecto al mes anterior), con una importante incidencia del precio de la carne. Por su parte, los precios Regulados aumentaron 3,4%, desacelerando 0,1 p.p. respecto al dato de noviembre. No obstante, los precios Estacionales se mantuvieron a la baja: evidenciaron una caída mensual del -1,4%, la segunda caída mensual de manera consecutiva. El registro se explica principalmente por la caída en los precios de verduras (especialmente el tomate, la cebolla y la papa).

• Frente a la consolidación de la baja de la inflación en el último trimestre, las autoridades optaron por reducir el *crawling peg* desde el 2% mensual hacia el 1% a partir de principios de febrero. En consecuencia, es posible que desde febrero los bienes sigan creciendo a un ritmo cada vez menor para acercarse paulatinamente a la nueva velocidad a la que corre el tipo de cambio oficial. Más allá de lo que suceda con los bienes, los servicios (tanto privados como públicos) aún tienen margen para recuperar sus precios relativos.

El IPC Nacional de INDEC mostró una suba del 2,7% mensual en diciembre, exhibiendo una aceleración de 0,3 p.p. respecto al dato de noviembre. Con este número se observó el menor registro para un diciembre desde 2018. Del mismo modo, se ubicó en línea a las expectativas del mercado, que también esperaba 2,7% para dicho mes (REM-BCRA).

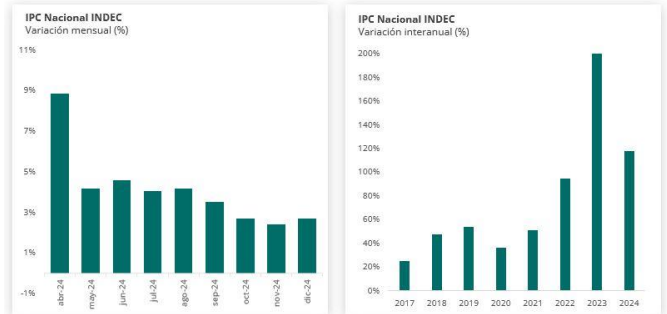
Así, la inflación nacional acumuló una suba del 117,8% i.a. en 2024, representando una desaceleración de 93,6 p.p. respecto a la variación interanual de diciembre de 2023. La última vez que un año cerró con una inflación inferior a la del año previo fue en 2020, cuando la economía se vio afectada por la pandemia.

Recapitulando, los primeros meses del 2024 iniciaron con una importante inercia inflacionaria, un traspaso a precios que trajo consigo la devaluación del tipo de cambio oficial a fines de 2023 y la corrección de precios regulados que se encontraban atrasados. Como resultado, la inflación acumuló 79,8% en el primer semestre del año, la variación acumulada más alta desde principios de los 90.

Sin embargo, pasada la etapa más fuerte del traspaso a precios de la devaluación del tipo de cambio oficial, la inflación comenzó a desacelerar. En este sentido, el *crawling peg* cambiario en la zona del 2% fue la principal ancla para reducir la inflación, junto con una fuerte contracción del consumo y un anclaje de las expectativas inflacionarias de la mano de señales fiscales y monetarias contundentes. De esta manera, en el segundo semestre del año la inflación se desaceleró notablemente y acumuló un 21,1%.

LA INFLACIÓN SE DESACELERÓ MÁS DE LO ESPERADO EN 2024

ECOLATINA
Economics



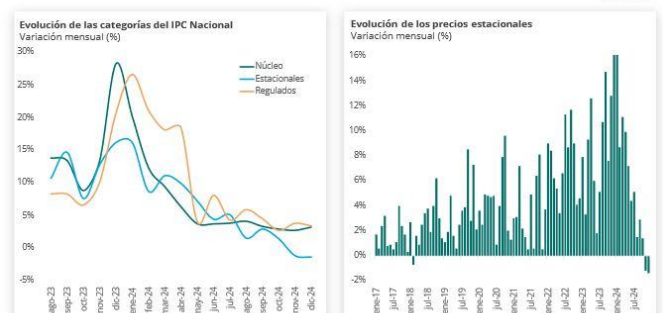
A su interior, las categorías mostraron evoluciones disímiles: la inflación Núcleo (que mide la tendencia de los precios al excluir estacionales y regulados) trepó 3,2% mensual (+0,5 p.p. respecto al mes anterior), con una importante incidencia del precio de la carne. De esta manera, la inflación núcleo finalizó el año con un alza de 105,5% i.a., un -12,3 p.p. por debajo de la inflación.

Por su parte, los precios Regulados aumentaron 3,4%, desacelerando 0,1 p.p. respecto al dato de noviembre, impulsados por aumentos en transporte público y tarifas de electricidad, luz y gas. Así, cerraron el año con una suba de 205,9% i.a., 88,1 p.p. por encima del nivel general de precios.

No obstante, los precios Estacionales se mantuvieron a la baja: evidenciaron una caída mensual del -1,4%, la segunda caída mensual de manera consecutiva. El registro se explica principalmente por la caída en los precios de verduras (especialmente el tomate, la cebolla y la papa), que cayeron -12,1% a nivel nacional. De esta manera, contribuyeron a la baja de la inflación, cerrando en 87,3% i.a. en el año (-30,4 p.p.).

CAÍDA EN ESTACIONALES POR SEGUNDO MES CONSECUTIVO

ECOLATINA
Economics



En términos de bienes y servicios, los primeros treparon 1,9% en diciembre, mientras que los servicios subieron un 4,4%. Así, mostraron en el año variaciones de 96,3% i.a. y 189,0% i.a. en diciembre, respectivamente. La diferencia entre la evolución de ambos grupos se explicó principalmente por el *crawling peg* cambiario, donde se observó como los bienes se acoplaron a la evolución del tipo de cambio oficial, mientras que los servicios siguieron evolucionando por encima.

En cuanto a las divisiones, la de mayor aumento en el mes fue Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles (+5,3%) en diciembre, como consecuencia del incremento en alquileres y electricidad. Además, le siguió la división de Comunicación (+5,0%), por subas de servicios de telefonía e internet. Además, en todas las regiones -salvo GBA- la división con mayor incidencia fue Alimentos y bebidas no alcohólicas (+2,2%) por incrementos en lácteos, carnes y panes, mientras que en GBA fue Restaurantes y hoteles (+4,6%).

Por su parte, el IPC GBA Ecolatina cerró enero con una suba de 2,3%, exhibiendo una desaceleración de 0,3 p.p. respecto al dato anterior. De esta manera, la inflación interanual se ubicó en 101,2%. Los capítulos que contribuyeron a la desaceleración del índice (-0,3 p.p.) respecto al mes anterior fueron Indumentaria (-0,4%) y Educación (+0,5%). Contrariamente, Transporte y Comunicaciones (+4,3%) fue el capítulo que más aumentó producto de incrementos en los seguros y telecomunicaciones.

En cuanto a las categorías, la inflación Núcleo avanzó 2,0%, desacelerándose -1 p.p. respecto al mes anterior. También se destaca la desaceleración de los Estacionales (+0,9%), como resultado de los movimientos en la ropa y las verduras (especialmente papa), pese a la suba en diversos cítricos. Por último, los precios Regulados aumentaron 3,6% en el primer mes del año.

¿Qué esperamos para 2025?

Como hemos mencionado, en los últimos meses se evidenció una marcada diferencia entre la velocidad a la que corren los bienes y los servicios, la cual es explicada principalmente por el ancla cambiaria. Frente a la consolidación de la baja de la inflación en el último trimestre, las autoridades optaron por reducir el *crawling peg* desde el 2% mensual hacia el 1% a partir de principios de este mes. En consecuencia, es posible que los bienes sigan creciendo a un ritmo cada vez menor para acercarse paulatinamente a la nueva velocidad a la que corre el tipo de cambio oficial.

Más allá de lo que suceda con los bienes, los servicios (tanto privados como públicos) aún tienen margen para recuperar sus precios relativos. Esto último explica la postura más activa del Gobierno en cuanto a las paritarias salariales, buscando que los acuerdos se cierren mirando más la expectativa inflacionaria que su pasado reciente. Dado que el salario es uno de los principales costos al momento de *pricear* un servicio, mantener acotados los aumentos salariales resulta clave para contener la evolución de esta categoría.

En este marco, aparecen 2 riesgos que pueden complejizar el sendero de moderación inflacionaria: 1) El riesgo cambiario, que consiste en si el Gobierno logra sostener una brecha cambiaria baja con el esquema del *crawling peg* al 1% (al menos

hasta las elecciones); y 2) El riesgo inercial, dado que, si la inflación no se reduce a la velocidad esperada por diversos motivos, la profundización del atraso cambiario será aún mayor (frente a un contexto externo poco amigable para emergentes). Tanto el primer como el segundo punto cobrarán más relevancia si la recuperación de la actividad económica es mayor a la esperada, dado que no sólo demandará más dólares, sino que también le daría más margen para incrementar precios a los comercios.

No obstante, pese a que los riesgos mencionados pueden generar cierta resistencia a la baja en algún momento del año (algo esperable en el marco de un año electoral), estimamos que en 2025 la inflación anual seguirá desacelerándose respecto a lo observado en 2024.

POLÍTICA FISCAL

Superávit fiscal en 2024

- El Sector Público Nacional No Financiero registró en diciembre un déficit primario por \$1,3 billones, y un rojo fiscal por \$1,56 billones (producto de pagos de intereses por \$256.000 M). Pese al rojo en diciembre, los resultados favorables acumulados a lo largo del año le permitieron al fisco cerrar 2024 con un superávit primario del 1,8% del PIB y un superávit financiero del 0,3% del PIB. En consecuencia, el resultado primario mostró una mejora de 4,7% p.p. del PIB en el primer año de gestión de Milei. De esta manera, el Gobierno reafirmó su compromiso con el equilibrio fiscal al alcanzar un año con resultado financiero positivo por primera vez desde 2008.

- La clave para lograr la consolidación fiscal en 2024 pasó no sólo por un profundo y generalizado recorte sobre el gasto público (el Gasto Primario pasó de un 19,6% del PIB en 2023 a apenas un 15,1% del PIB en 2024, mostrando un ajuste de 4,4% p.p. del PIB), sino también por la ampliación transitoria del Impuesto PAIS, el aporte de la Ley Bases (blanqueo, moratoria, adelanto de bienes personales, etc.) y algunos recursos extraordinarios (ganancias bancarias en mayo), que permitieron compensar la caída de los ingresos vinculados a la actividad. En el agregado, los Ingresos Totales alcanzaron un 17% del PIB en 2024, mostrando una mejora cercana a 0,2 p.p. del PIB contra 2023.

- Los desafíos fiscales no desaparecerán en 2025, sino que sólo tendrán otra naturaleza. Para empezar, el fisco ya no contará con el Impuesto PAIS y otros ingresos extraordinarios que estuvieron presentes a lo largo del 2024. Sumado a ello, la reciente reducción de las retenciones tendría un costo fiscal de 0,15% del PIB. Por ende, la ecuación difícilmente mejore por el lado de los recursos, los cuales dependerán de la

velocidad de recuperación de la economía. Incluso sosteniendo el nivel de ingresos, el camino fiscal no estará exento de complejidades: el desafío de cara a 2025 consistiría en pasar el bisturí en el gasto público. En otras palabras, dado que el fuerte ajuste sobre el gasto ya se hizo en 2024, la dificultad será sostenerlo en un año electoral.

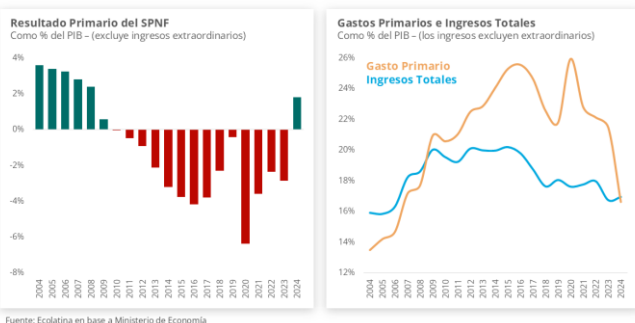
¿Qué pasó en diciembre y cómo cerró 2024?

El **Sector Público Nacional No Financiero** registró en diciembre un déficit primario por \$1,3 billones, y un rojo fiscal por \$1,56 billones (producto de pagos de intereses por \$256.000 M). Si bien se trató del primer mes del año en terminar con un resultado primario negativo, el rojo primario era esperable por cuestiones estacionales y se redujo un 70% en términos reales al compararlo con el déficit evidenciado en diciembre del 2023.

¿Qué explicó el resultado fiscal de diciembre? No sólo se registró un incremento en el gasto asociado a la estacionalidad de ciertas partidas (aguinaldos de jubilaciones y salarios), sino que también jugó en contra el acotado aporte del Impuesto PAIS en su último mes de vigencia.

Pese al rojo en diciembre, los resultados favorables acumulados a lo largo del año le permitieron al fisco cerrar 2024 con un **superávit primario del 1,8% del PIB y un superávit financiero del 0,3% del PIB**. En consecuencia, el resultado primario mostró una mejora de 4,7% p.p. del PIB en el primer año de gestión de Milei (en 2023 el déficit primario fue equivalente a 2,9% del PIB al excluir ingresos extraordinarios). De esta manera, el Gobierno reafirmó su compromiso con el equilibrio fiscal al alcanzar un año con resultado financiero positivo por primera vez desde 2008.

VOLVIÓ EL SUPERÁVIT FISCAL EN 2024



La clave para lograr la **consolidación fiscal en 2024** pasó no sólo por un profundo y generalizado recorte sobre el gasto público (explicó un 93% de la mejora en el resultado primario), sino también por la ampliación transitoria del Impuesto PAIS, el aporte de la Ley Bases (blanqueo, moratoria, adelanto de bienes personales, etc.) y algunos recursos extraordinarios (ganancias bancarias en mayo), que permitieron compensar la caída de los ingresos vinculados a la actividad.

Un zoom al interior de las cuentas públicas

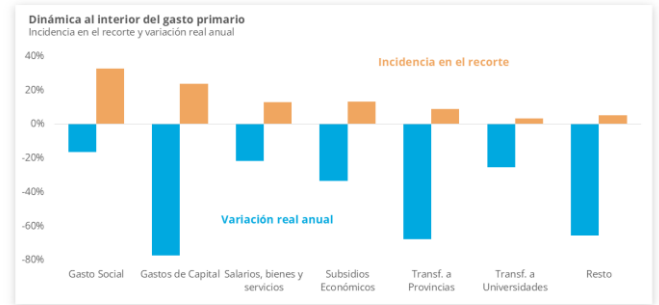
Por el lado de los recursos, los **Ingresos Totales alcanzaron un 17% del PIB** en 2024, mostrando una mejora cercana a 0,2 p.p. del PIB contra los mínimos del 2023 (afectados por la sequía). A su interior, los Ingresos Tributarios mostraron un incremento de 0,6% del PIB, mientras que las rentas de la propiedad y otros recursos corrientes se redujeron en 0,4% del PIB.

Volviendo a los tributos, pese a la caída en los tributos ligados a la actividad **el aumento de recursos se explicó por:** **1)** La expansión del Impuesto PAIS (impulsado por la suba transitoria en sus alícuotas y las licitaciones de BOPREAL), que pasó de un 0,8% del PIB a un 1,1% del PIB; **2)** La contabilización de las ganancias bancarias generadas por la devaluación a fines de 2023 (+0,2% del PIB), junto con la restauración de la cuarta categoría de Ganancias; **3)** La recuperación de los Derechos de Exportación luego de superar la sequía en 2023 (+0,2% del PIB); **4)** Los ingresos asociados al Paquete Fiscal de la Ley Bases (+0,2% del PIB); y **5)** La mayor recaudación producto de la actualización del Impuesto a los Combustibles (+0,1% del PIB).

En cuanto a las erogaciones, el **Gasto Primario pasó de un 19,6% del PIB en 2023 a apenas un 15,1% del PIB en 2024**, mostrando un recorte de 4,4% p.p. del PIB y alcanzando niveles mínimos desde 2007 (previo a la estatización de las AFJP, lo cual expandió el gasto previsional). Si bien algunas partidas se vieron más perjudicadas que otras, el recorte fue generalizado (a excepción del gasto en AUH, que creció en términos reales).

UN RECORTE PROFUNDO Y GENERALIZADO DEL GASTO

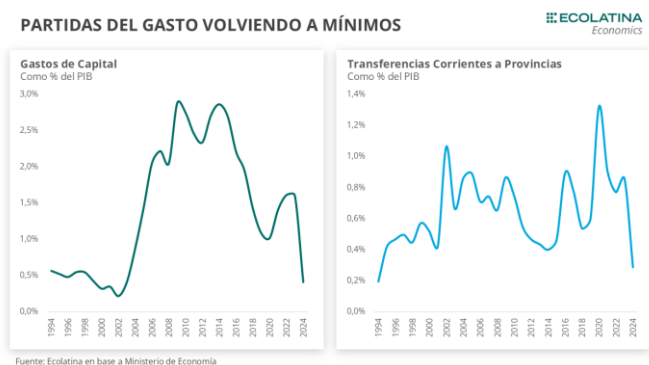
ECOLATINA
Economics



Fuente: Ecolatina en base a Ministerio de Economía

En cuanto al **Gasto Social**, las Prestaciones Sociales cayeron al 9,6% del PIB (-1,1 p.p. del PIB contra 2023) y alcanzaron su nivel más bajo desde 2015 (inicio de la metodología IMIG). Si bien la AUH creció un 40% i.a. en términos reales (+0,2% del PIB) y las Prestaciones al PAMNI se mantuvieron relativamente estables, el resto de las partidas sociales evidenciaron fuertes reducciones. En primer lugar, las **Jubilaciones y Pensiones** (incluyendo las Pensiones No Contributivas) sufrieron una fuerte licuación inicial y cayeron un 0,6% del PIB en el año, explicando un 13% del ajuste sobre el Gasto Primario. A su vez, las Asignaciones Familiares cayeron un 20% i.a. en términos reales, mientras que el resto de los Programas Sociales se ajustaron a la baja en un 0,7% del PIB.

No obstante, la partida que mayor impacto tuvo en el recorte sobre las erogaciones fue el **Gasto de Capital** (obra pública): pasó de un 1,6% del PIB en 2023 a apenas un 0,4% del PIB en 2024, alcanzando mínimos desde 2002 y representando casi un tercio del ajuste sobre el Gasto Primario. En la misma línea, las Transferencias Corrientes a Provincias se redujeron un 68% i.a. en términos reales y aportaron un 0,5% del PIB (pasaron de 0,8% del PIB a apenas 0,3% del PIB) en el ajusto sobre el Gasto.



Con respecto a la Energía y el Transporte, el gasto en **Subsidios Económicos** se redujo al 1,5% del PIB (incluso más bajo que en 2019) producto de la actualización tarifaria y la negociación de la deuda generada por la postergación de pagos. De esta manera, el rubro se contrajo en 0,6% del PIB y aportó el 13% del recorte del Gasto.

Por su parte, los **Gastos en Funcionamiento** (mayormente salarios) se ajustaron un 21,6% i.a. en términos reales y alcanzaron el 2,7% del PIB (mínimo desde 2006) como consecuencia de la licuación de salarios, el achicamiento de personal y el recorte de otros gastos operativos. Del mismo modo, las **Transferencias Universidades** cayeron un 25,5% i.a. en términos reales a lo largo del 2024.

¿Qué esperamos para 2025?

Con el superávit alcanzado y el fuerte recorte sobre el gasto público en 2024 el Gobierno logró dar un mensaje contundente de **compromiso con la consolidación fiscal**. Hacia adelante, nadie pone en dudas la voluntad de las autoridades de respetar el equilibrio fiscal. No obstante, los desafíos fiscales no desaparecerán en 2025, sino que sólo tendrán otra naturaleza.

Para empezar, este año el fisco **ya no contará con el Impuesto PAIS y otros ingresos extraordinarios** (blanqueo, moratoria, ganancias bancarias, etc.) que estuvieron presentes a lo largo del 2024, lo cual implica que la ecuación difícilmente mejore por el lado de los recursos.

Sumado a ello, la crítica situación que enfrenta el agro (baja de precios internacionales y condiciones climáticas en deterioro) incentivó a las autoridades a eliminar de forma permanente

las retenciones para las exportaciones de las economías regionales y reducir transitoriamente las alícuotas para los principales cultivos (soja, trigo, maíz, girasol, cebada y sorgo). En números, estimamos que la medida tendría un **costo fiscal aproximado de 0,15% del PIB**, el cual podría alcanzar un 0,2% del PIB si la baja transitoria se extiende hasta fines de año. A su vez, habrá que continuar monitoreando la situación climática, dado que también podría afectar negativamente los ingresos fiscales.

Frente a este panorama, el Gobierno apuesta a que una rápida y sostenida recuperación de la economía le permita compensar la caída de aquellos recursos vía un **incremento de la recaudación asociada al nivel de actividad y los ingresos**. En este sentido, estimamos que el Gobierno podría sostener el nivel agregado de los recursos en 2025 pese a perder algunas fuentes de ingresos. En caso de no lograrlo, el Gasto Primario deberá sufrir nuevos recortes si se pretende sostener la disciplina fiscal.

Incluso sosteniendo el nivel de ingresos, el camino fiscal no estará exento de complejidades: **el desafío de cara a 2025 consistiría en pasar el bisturí en el gasto público**. En otras palabras, dado que el fuerte ajuste sobre el gasto ya se hizo en 2024, la dificultad será sostenerlo en un año electoral, cuando históricamente aparecen mayores presiones sobre el gasto.

Como si fuera poco, la **indexación de las Jubilaciones y Pensiones** luego de tocar un piso en la primera parte del 2024 presionarán al alza el gasto social en 2025, exigiendo un cambio de composición en un gasto que ya no será tan flexible como lo era en 2023. Consecuentemente, como los recortes accionables ya se hicieron en 2024, la principal vía para reducir el gasto sería **el ajuste en Subsidios Económicos** (en línea con el Proyecto de Presupuesto).

En este contexto, vemos **poco espacio para avanzar con una reducción significativa de impuestos en 2025**. Si las autoridades pretenden transitar ese camino, la reducción deberá ser compensada por otros ingresos o con un mayor ajuste sobre el gasto público (ya no tan flexible como antes). De todas formas, parecería que la reforma impositiva (junto con el resto de las reformas estructurales) quedaría en la agenda de cara a 2026, no sólo para sostener la consolidación fiscal en 2025, sino también porque el oficialismo podría contar con mayores Diputados y Senadores en caso de alcanzar un buen resultado electoral.

SECTOR EXTERNO

Superávit comercial récord en 2024

- El saldo comercial alcanzó USD 1.666 M en diciembre. De esta manera, el saldo comercial cerró 2023 con un resultado positivo por USD 18.899 M, lo cual representó el superávit más elevado desde al menos el inicio de la serie (1992). Durante el año, el resultado comercial se explicó por una mejora marcada en las exportaciones y un deterioro de las importaciones.

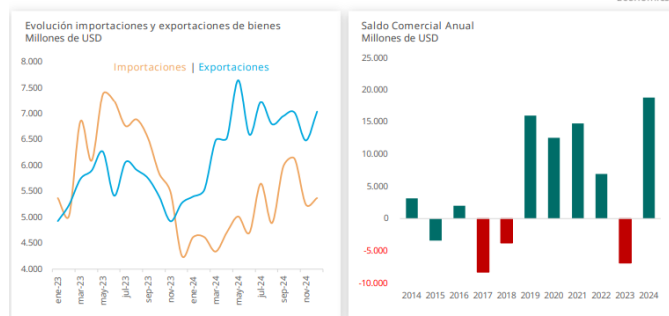
- Las ventas externas fueron USD 7.035 M en diciembre, lo cual representó una suba de 33,4% i.a. respecto al mismo mes del año anterior. De esta manera, acumularon USD 60.822 M en todo el año (+19,4% i.a.). Al interior, la mejora se explicó por las cantidades exportadas (+26,7% en el año) y pese a un deterioro de los precios (-5,8%). En diciembre las importaciones fueron de USD 5.369 M (+26,2% i.a.) y en el año alcanzaron USD 60.822 M (-17,5% i.a.), mostrando los valores importados más bajos desde 2020, afectado por la pandemia. En términos de precios y cantidades, ambos mostraron caídas anuales (-4,0% y -14,0%, respectivamente).

- De cara a 2025, estimamos que producto de una cosecha promedio y la mejora en la balanza energética se podría mantener el superávit comercial, aunque en menor magnitud que en 2024. La reducción del saldo se explicaría por una recuperación más pronunciada de las importaciones, en línea al crecimiento de la actividad económica y la flexibilización de las restricciones a importar. Ahora bien, existen determinados riesgos: (i) la espera de menores precipitaciones durante el año, que podrían afectar el volumen agrícola producido; (ii) la estrategia cambiaria actual corre el riesgo de generar una apreciación cambiaria real, con efectos negativos sobre los incentivos a exportar/importar.

El saldo comercial alcanzó USD 1.666 M en diciembre. De esta manera, el saldo comercial cerró 2023 con un resultado positivo por USD 18.899 M, lo cual representó el superávit más elevado desde al menos el inicio de la serie (1992). Durante el año, el resultado comercial se explicó por una mejora marcada en las exportaciones y un deterioro de las importaciones.

SUPERÁVIT COMERCIAL RÉCORD EN 2024

ECOLATINA
Economics



Fuente: Ecolatina en base a INDEC

Respecto al primer punto, **las ventas externas fueron USD 7.035 M en diciembre**, lo cual representó una suba de 33,4% i.a. respecto al mismo mes del año anterior. De esta manera, acumularon USD 60.822 M en todo el año (+19,4% i.a.). Al interior, la mejora se explicó por las cantidades exportadas (+26,7% en el año) y pese al deterioro observado de los precios (-5,8%), en línea a la caída de los precios de *commodities* observado durante el año.

Detrás de la recuperación, resaltó la mejora en los valores de producción agrícola, tras la sequía ocurrida en 2023. Esto se puede observar en la evolución del rubro de **Productos Primarios (PP)**, que mostraron valores exportados por USD 1.356 M en diciembre (+32,6% i.a.), acumulando USD 18.307 M en el año (+27,0% i.a.) y representando el 23% de las ventas externas totales. Al interior, el principal producto son los cereales, que acumularon ventas por USD 10.833 M, exhibiendo una mejora de 25,1% i.a. Además, la mejora se observó principalmente por las cantidades, que subieron 41% en el año, con precios que jugaron en contra (-5,8%).

Por su parte, resaltó también el buen desempeño de las **Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA)**, que mostraron valores exportados por USD 2.431M en diciembre (+36,7% i.a.) y acumularon USD 29.675 M en el año (+24,6% i.a.), representando el 37,2% de las exportaciones. Quitando el efecto de los precios (-10,7% anual), las cantidades treparon 39,5% en el año. Al interior, resaltó la evolución de Grasas y aceites (USD 8.057 M, +38,3% i.a.) y Carnes (+3.525 M, +9,1% i.a.).

Por su parte, las **Manufacturas de Origen Industrial (MOI)** fueron USD 2.216 M (+26,4% i.a.) y acumularon USD 22.062 M (+6,9% i.a.) en el año. Al interior, destacaron rubros como Material de transporte terrestre (USD 8.466 M, +2,1% i.a.) y Productos químicos y conexos (USD 4.374 M, +1,9% i.a.). Los precios jugaron a favor (+2,8%) y las cantidades treparon 23%.

En términos de compras externas, durante el año se observó una importante caída, exhibiendo una caída interanual en 10 de los 12 meses del año. Detrás de este comportamiento, el principal motivo fue la recesión económica, que tiene una correlación directa con el volumen importado. Puesto en números, **en el año las importaciones alcanzaron USD 60.822 M**,

exhibiendo una caída de **-17,5% i.a. respecto al acumulado del 2023** y mostrando los valores importados más bajos desde 2020, año afectado por la pandemia. En términos de precios y cantidades, ambos mostraron caídas anuales (-4,0% y -14,0%, respectivamente).

Ahora bien, los únicos dos meses donde las importaciones mostraron una suba interanual (octubre y diciembre) fueron meses afectados por la **reducción de la alícuota del Impuesto PAÍS** (en septiembre, del 17,5% al 7,5% y a partir de diciembre del 7,5% al 0%), lo cual generó el incentivo a incrementar las compras externas una vez reducida la alícuota.

Puntualmente, **en diciembre las importaciones fueron de USD 5.369 M (+26,2% i.a.)**, beneficiadas por la eliminación de la alícuota, una continuación en la recuperación en la actividad económica y la flexibilización de las restricciones a importar (por ejemplo, la flexibilización de los plazos de pagos de importaciones y la reducción de aranceles de determinados bienes).

Al interior de las importaciones, **la suba interanual en el mes se explicó por diversos rubros**. Por un lado, Vehículos automotores de pasajeros mostraron una suba de USD 393 M (+230,9% i.a.). Además, los Bienes de consumo fueron USD 782 M (+53,0% i.a.), mientras que los Bienes de capital mostraron una mejora de 84,9% i.a. (USD 1.080 M) y las Piezas y accesorios para bienes de capital subieron USD 1.154 M (y 27,8% i.a.). A contramano, Bienes intermedios cayeron -2,6% i.a. (USD 1.739 M).

Además, **en el acumulado del año** todos los rubros salvo vehículos automotores (USD 2.873 M, +55,4% i.a.) mostraron caídas. Así, los bienes intermedios mostraron USD 23.047 M (-19,1% i.a.), piezas y accesorios un acumulado de USD 13.216 M (-17,2% i.a.), bienes de capital USD 9.979 M (-9,7% i.a.) y bienes de consumo por USD 7.405 M (-6,7% i.a.).

Superávit comercial energético récord en 2024

La balanza comercial energética tuvo un nuevo superávit en diciembre: las exportaciones fueron USD 1032 M, mientras que las importaciones fueron de USD 180 M. De esta manera, el saldo comercial fue de USD 852 M en el mes, el más elevado del año. En tal sentido, el saldo comercial acumuló USD 5.832 M en 2024: las exportaciones treparon a USD 9.574 M, mientras que las importaciones fueron de USD 3.742 M.

Se anunció una baja de retenciones

En medio de una reducción de las liquidaciones del agro, el Gobierno anunció la **modificación a las retenciones del sector**. En primer lugar, se eliminó de forma permanente las retenciones para las exportaciones de las economías regionales (tabaco, azúcar, algodón, etc.). En segundo lugar, se redujo de forma temporaria hasta el 30 de junio de 2024 las retenciones

para los principales cultivos: porotos de soja pasa a 26% (vs 33% previo), productos derivados de soja 24,5% (31%), girasol 5,5% (7%), y trigo, cebada, sorgo y maíz 9,5% (12%). Asimismo, aquellos exportadores que quieran contar con el beneficio deberán pagar el derecho a los 5 días hábiles de la declaración jurada de exportación (DJVE), y a los 15 días liquidar las divisas correspondientes.

Explicando esta decisión, las autoridades mencionaron la reducción de **los precios internacionales y las duras condiciones climáticas** que viene atravesando el sector. Respecto a los precios, desde la tercera semana del mes la cotización de la soja en Chicago comenzó a dar tímidos indicios de recuperación al rondar cerca de los 390 USD/Tn en algunas jornadas, algo positivo al contrastar con los 350 USD/Tn que llegó a tocar a mediados de diciembre (el valor más bajo desde el 2006 medido a precios de hoy). No obstante, durante diciembre y enero el precio promedió los 370 USD/Tn, muy por debajo de los más de 460 USD/Tn que supo alcanzar en el mismo lapso del año previo. Reducción del crawling peg mediante, el combo de precios internacionales a la baja y mayor apreciación cambiaría se traduce en precios menos competitivos para los productores locales.

Para empeorar la situación, **las lluvias en enero no llegaron en la medida necesaria**. Las condiciones hídricas al 29 de enero para la soja a nivel nacional se encuentran un 42,1% en regular/sequía y un 57,9% en estado óptimo/adecuado, cuando a comienzo de mes se ubican en 19% y 81%, respectivamente. Las condiciones empeoran sensiblemente para la región núcleo, en particular para la zona sur que presenta el 52,8% en condiciones de regular/sequía. Asimismo, los pronósticos de precipitaciones vienen empeorando: la probabilidad de La Niña (lluvias por debajo del promedio histórico) para el primer trimestre del año superan el 80% (en diciembre era del 63%).

Con todo, la medida abona a dos objetivos en simultáneo. En primer lugar, da una **señal de apoyo al sector agropecuario**, el cual además viene atravesando una compleja situación financiera que arrastra desde la sequía del 2023. Al mismo tiempo, **fomenta la liquidación de divisas** en un 2024 que tendrá como telón de fondo la contienda electoral y la probable volatilidad cambiaria/financiera asociada a los años impares. Para tal fin, Hacienda está aprovechando el **espacio fiscal** construido durante 2024. No obstante, el **trade-off** entre mayor liquidación de divisas y costo fiscal de la medida (aproximadamente 0,15% del PIB) se da en medio de un desafiante panorama para las cuentas públicas.

Así las cosas, quedan algunos **interrogantes** a futuro. Por un lado, será esencial lo que ocurra con el clima en un escenario que se vuelve cada vez más pesimista. Si las lluvias no llegan en el tiempo y volumen adecuado, el efecto paliativo de las retenciones será cada vez menor y tornará necesario que se

tomen nuevas medidas, con los consecuentes efectos en materia fiscal y en el ingreso de divisas en el MULC.

Por otro lado, surge el interrogante sobre lo que puede ocurrir en el MULC desde julio. En el marco actual, lo lógico sería que las liquidaciones de agro se anticipen para poder aprovechar el beneficio impositivo, lo cual redundaría en una menor oferta posterior en un contexto que estará atravesado por la típica volatilidad electoral. Por tal motivo, no descartamos que el Gobierno se incline por extender un tiempo más el esquema si la situación lo requiere.

¿Qué esperamos en 2025?

De cara a 2025, **estimamos que se mantendría el superávit comercial devengado, aunque en una menor magnitud respecto al resultado observado en 2024.** Detrás de este resultado, se encuentran varios cambios en el escenario económico respecto a lo observado en el año anterior, tanto por el lado de las importaciones como de las exportaciones.

Respecto a las compras externas, seguirá observándose una mejora en línea a la recuperación de la actividad económica -al igual a la que se observó en los últimos meses del 2024-. Además, la continuación en la flexibilización de las restricciones a importar continuará como incentivo extra. De esta manera, todos los rubros importados -exceptuando Combustibles y lubricantes- exhibirán un crecimiento respecto a lo observado en el año anterior.

Por el lado de las exportaciones, estimamos que, al menos en el agregado, los valores exportados mostrarían una cifra similar a la del año anterior. Sin embargo, al interior de los rubros existirían ciertas disparidades. Respecto a **la cosecha agrícola,** en la actualidad se encuentra latente el riesgo de una caída en las precipitaciones esperadas durante el año, que podrían afectar negativamente la producción agrícola. Por otro lado, la continuación en la mejora exportaciones energéticas con ciertos sectores exportadores como el minero serán rubros que **continuarán mostrando un mayor dinamismo.** Además, las manufacturas de origen industrial tendrían margen para continuar creciendo, en un contexto de mayor dinamismo de la economía.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Baja de crawling peg, tasas y retenciones

- **Queda atrás un primer mes del año signado por una serie de novedades en materia cambiaria-monetaria.** Por un lado, si bien la brecha finalizó estable al situarse en torno al 13%, la transición a la estabilidad se logró mediante una fuerte intervención del BCRA. Por otro lado, el BCRA acumuló compras por más de USD 1.600 M durante el mes, bastante por encima del saldo positivo por USD 700 M de diciembre.

- **Las principales novedades del mes se centraron en la confirmación de la reducción del crawling peg al 1% mensual, el recorte de la tasa de interés y la baja de las retenciones.** Respetando el orden, frente a la consolidación de la baja de la inflación en el último trimestre de 2024, el BCRA optó por reducir el crawling peg desde el 2% mensual hacia el 1% a partir de principios del primer lunes de febrero. En este marco, el BCRA redujo la tasa de interés en 300 puntos básicos (misma magnitud que el último recorte de diciembre), pasando de 32% TNA a 29% TNA. De esta forma, el nuevo marco de tasas arroja un diferencial del 1,4% TEM (vs 1,7% TEM si la tasa se mantenía sin cambios) entre la TPM y el deslizamiento cambiario oficial, la más elevada desde octubre del año pasado. Dentro de este esquema, se observó una aceleración de la oferta financiera en el MULC vía créditos en USD registrando el mayor crecimiento desde el rally impulsado por el blanqueo, lo que permitió compensar una desaceleración en la liquidación de los agroexportadores durante la segunda parte del mes. Justamente, en medio de ello las autoridades económicas anunciaron la modificación de retenciones para el sector.

- **Hacia adelante, la incógnita será cómo impactará la baja de la tasa en un sistema financiero cada vez con menor disposición de liquidez.** Incluso, para suplir la misma en enero se dispararon la solicitud de Pases activos y los préstamos interbancarios. La tasa de estos instrumentos se ubica por encima de la TPM y, dada la mayor relevancia, la pregunta es en qué medida se transmitirá a la baja de tasas activas del resto del sistema.

Queda atrás un primer mes del año signado por una serie de novedades en materia **cambiaria-monetaria.** Por un lado, si bien la brecha finalizó estable al situarse en torno al 13%, la transición a la estabilidad se logró mediante una fuerte intervención del BCRA. En concreto, según Vladimir Werning (vicepresidente del BCRA) se habían destinado cerca de USD 620 M durante la primera quincena del mes para contener los dólares paralelos. No obstante, en las últimas semanas se redujo la presencia de la autoridad monetaria en el mercado financiero.

Por otro lado, el **BCRA acumuló compras** por más de USD 1.600 M durante el mes, bastante por encima del saldo positivo por USD 700 M de diciembre, y acumula compras por USD 23.400 M desde el cambio de gestión. Asimismo, las Reservas Brutas finalizaron en USD 28.307 M, una reducción de USD 1.305 M respecto al pasado 30/12, en un enero donde debió afrontarse el pago de vencimientos de deuda soberana del Tesoro y, en menor medida, vencimientos de BOPREAL. De esta forma, producto de los pagos mencionados, las Reservas Netas cerraron el mes en -USD 9.300 M (-USD 6.000 M si no se descuentan los depósitos del Tesoro).

Más allá de ello, las principales novedades del mes se centran en la confirmación de la **reducción del crawling peg al 1% mensual, el recorte de la tasa de interés y la baja de las retenciones**. Respetando el orden, frente a la consolidación de la baja de la inflación en el último trimestre de 2024, el **BCRA optó por reducir el crawling peg** desde el 2% mensual hacia el 1% a partir de principios del primer lunes de febrero. En este sentido, las autoridades buscan simultáneamente profundizar el proceso de moderación inflacionaria y **robustecer la estrategia de “carry trade” local**, uno de los pilares detrás de las compras del BCRA en el MULC durante los últimos meses.

Resumidamente, el “carry trade” incentiva a los importadores a postergar pagos (reduce la demanda en el MULC) aprovechando la liquidez excedente para generar rendimiento, y a los exportadores a acelerar las liquidaciones y optan por financiarse en USD (eleva la oferta en el MULC).

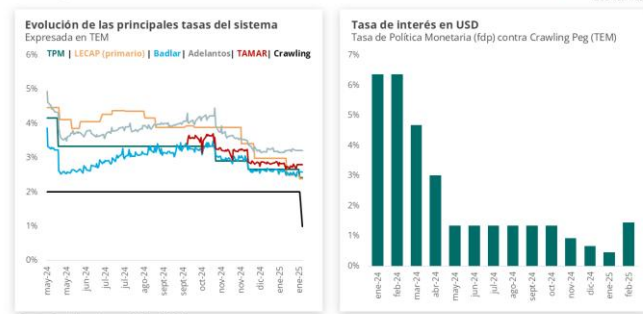
Los riesgos de la adopción de esta estrategia se centran en la **dinámica del tipo de cambio real**, dado que actualmente se ubica en los niveles más bajos de la serie y ampliar la diferencia entre la inflación y el ritmo de la devaluación profundizaría aún más la situación en el marco de un contexto internacional poco amable para países emergentes. En pocas palabras, si la inflación no se reduce a la velocidad esperada por diversos motivos, la profundización del atraso cambiario será aún mayor.

En este marco, el **BCRA redujo la tasa de interés**. En la última reunión de directorio del mes, la autoridad monetaria dispuso una nueva baja de la tasa de política monetaria, recortando la misma en 300 puntos básicos (misma magnitud que el último recorte de diciembre), pasando de 32% TNA a 29% TNA. Asimismo, la tasa de Pases activos también bajó de 36% TNA a 33% TNA.

Tal como se esperaba, la baja de la tasa llegó en la antesala de la reducción del crawling peg al 1% mensual. Como señal, las licitaciones de Finanzas por enero venían cortando a una TEM promediando el 2,3% (vs 2,8% TEM en diciembre), y la curva de rendimientos del mercado secundario indicaba que el mercado preveía un nuevo recorte en lo inmediato. Además, la mencionada baja del crawling peg otorgaba espacio para que

la autoridad monetaria modifique la tasa, sin afectar la estrategia de **“carry trade” local**. En detalle, el nuevo marco de tasas arroja un diferencial del 1,4% TEM (vs 1,7% TEM si la tasa se mantenía sin cambios) entre la TPM y el deslizamiento cambiario oficial, la más elevada desde octubre del año pasado.

LA BAJA DE LA TASA DE INTERÉS NO AFECTARÍA AL CARRY EN USD

ECOLATINA
Economics

No obstante, una de las claves para sostener la dinámica del “carry trade” local consiste no sólo en conservar una tasa positiva en USD, sino también en contener las expectativas de devaluación. Por estas razones, es que se dan las intervenciones del BCRA en los USD financieros para contener la brecha cambiaria.

La conjunción entre el esquema cambiario y expectativas de devaluación contenidas fomenta la toma de préstamos en USD y prefinanciaciones por parte de los exportadores. Por caso, los créditos en dólares crecieron USD 1.845 M (30/01 último dato disponible), el mayor crecimiento mensual desde el rally iniciado en septiembre al calor del blanqueo. De esta forma, el stock se sitúa en USD 12.687 M, el más elevado desde octubre de 2019.

Justamente, la aceleración de la oferta financiera en el MULC permitió compensar la desaceleración en la **liquidación de los agroexportadores** durante la segunda parte del mes. En números, la liquidación promedio diaria del sector pasó de USD 121 M a USD 63 M. Frente a aquel panorama, las autoridades económicas anunciaron la **modificación de retenciones** para el sector. Sintetizando, se eliminó de forma permanente las retenciones de economías regionales y hasta el 30/6 para los principales cultivos de exportación (soja y sus derivados, girasol, trigo, cebada, sorgo y maíz).

Volviendo a las medidas tomadas, las mismas se encuentran **en línea con el esquema cambiario-monetario**. Frente a unas expectativas de inflación a la baja, el recorte de tasas de interés apunta a la convergencia entre la tasa de política monetaria y la nominalidad de la economía, al tiempo que no atenta contra la estrategia de carry en USD. Asimismo, permitiría reducir un escalón a la tasa de interés activa ofrecida por los bancos privados (los Adelantos se mantuvieron sin grandes cambios en diciembre-enero, promediaron una TNA del 39%),

abonando al sostenimiento del alza de la demanda de crédito privado en pesos.

En este contexto, la **incógnita** será cómo impactará la baja de la tasa en el resto del sistema. En el marco de una creciente demanda de dinero, los bancos privados **evidenciaron una reducción de la liquidez disponible en pesos**. La liquidez amplia de los bancos privados¹ en moneda doméstica se ubica en 39,5% (30/01 último dato disponible, sin considerar tenencia de LECAPs), uno de los niveles más bajos de la serie iniciada en 2017, denotando la recuperación del crédito que viene ensayando la economía local.

Debido a las mayores necesidades de liquidez, **los bancos privados comenzaron a optar en mayor medida por los Pases activos y los interbancarios**. Al comienzo, la necesidad de mayor liquidez en pesos se cubrió vía LEFI, con un stock que actualmente se encuentra en \$ 3,7 bn (vs un pico de \$ 6 bn), vencimientos de letras y bonos con Finanzas (es decir, no “rolleando” la deuda) y venta de títulos en el mercado secundario. No obstante, la preferencia en la administración de liquidez por parte de los bancos hace difícil pensar en una tenencia de LEFI cayendo a cero, dado la flexibilidad y liquidez inmediata que ofrece el instrumento.

Por ende, tanto el stock de **Pases activos y los interbancarios pegaron un salto** durante enero y superaron el \$ 1 bn. Como observamos más arriba, la tasa de estos instrumentos se ubica por encima de la TPM (33% TNA vs 29% TNA) por lo que, ante una situación de menor liquidez y una relevancia cada vez mayor de estos instrumentos, se dispara la pregunta de en qué medida se transmitirá a la baja de tasas activas del resto del sistema.

de **abonar en USD** al realizar operaciones comerciales (en efectivo, vía débito e incluso QR).

Dado que hoy en día casi la totalidad de las operaciones se realizan en pesos (salvo excepciones históricas, como los inmuebles), es prácticamente una certeza que la medida incrementará las operaciones en USD. Ahora bien, esto no necesariamente implica que todas las operaciones pasarán a realizarse en moneda extranjera, sino que lo más probable es que veamos un **avance gradual** (no hay que pasar por alto la adaptación operativa) **y secuencial** (será el vendedor en primer lugar el que decida si incorpora o no la opción, y, en caso de hacerlo, recién en ese momento pasa a ser una decisión del comprador).

Pese a que la medida se orienta hacia la competencia de monedas, para que funcione correctamente (como los casos de Uruguay o Perú) se requiere un tipo de cambio unificado. De hecho, una de las dudas que aparecen en este contexto es qué **tipo de cambio implícito** utilizarán los comerciantes al momento de determinar los precios (dólar oficial, dólar financiero, dólar blue o un nuevo dólar propio de cada comercio). Claramente, mientras mayor sea la cotización implícita del dólar, mayores serán los incentivos de utilizar los USD propios para el comprador.

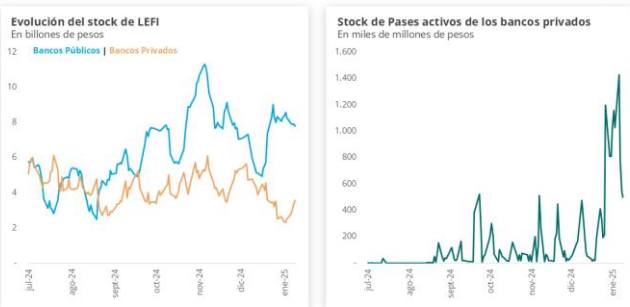
En tal sentido, otro interrogante que aparece en torno a esta medida la potencial **aceleración del pasaje a precios** de una eventual devaluación. Del mismo modo, si se utiliza un TC distinto al oficial como TC de conversión, ¿esto no les daría mayor preponderancia a los dólares paralelos en la determinación de los precios en pesos? En ese caso, sería fundamental mantener relativamente estables las cotizaciones paralelas del dólar para evitar que su volatilidad se filtre en los precios en pesos.

Mediante estas modificaciones, estimamos que las autoridades no sólo buscan **avanzar hacia una competencia de monedas**, sino que también pretenden que las personas y las empresas vuelquen a la economía los USD que tienen fuera del sistema. Consecuentemente, un mayor volumen de operaciones en USD incrementaría los depósitos en moneda extranjera y, en consecuencia, la **expansión de los préstamos en moneda extranjera** (uno de los principales factores detrás de las compras recientes del BCRA). No obstante, hoy en día las regulaciones macroprudenciales les permiten a los bancos dar préstamos en USD únicamente a exportadores, lo cual le pone un techo al ritmo de su expansión.

Por tal motivo, habrá que estar atentos en los próximos meses a si el Gobierno evalúa flexibilizar dichas restricciones para fomentar una mayor utilización de la herramienta. En caso de

LOS BANCOS PRIVADOS SE ENCUENTRAN CON POCa LIQUIDEZ

ECOLATINA
Economics



En otro orden, las autoridades del Gobierno anunciaron

que los comercios tendrán la posibilidad de **expresar los precios de sus productos tanto en pesos (obligatorio) como en dólares (opcional)**, dándole así la opción a los compradores

¹ Proporción de efectivo, cuenta corriente en BCRA, LEFI, Pases, instrumentos del BCRA y títulos públicos encajables con relación a los depósitos.

avanzar en esa dirección, se podrían acelerar las compras del BCRA gracias al incremento de los préstamos en USD en el corto plazo, aunque aparecería como un nuevo factor de riesgos el **descalce de monedas de actores locales**.

Todos los contenidos de esta publicación fueron preparados por LATINCONSULT S.A. para exclusivo uso del destinatario. Los mismos tienen un objetivo exclusivamente informativo y no pretenden ser una oferta y/o solicitud de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero, así como tampoco constituyen una recomendación de inversión y/ o transacción. La información y los análisis expuestos se basan en fuentes públicas y privadas consideradas confiables. Sin embargo, la integridad y exactitud de dicha información no puede ser garantizada por LATINCONSULT S.A. Todas las opiniones y estimaciones mencionadas en esta publicación pueden ser modificadas posteriormente por LATINCONSULT S.A. sin aviso previo. Esta publicación no puede ser reproducida ni total ni parcialmente, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico, fotoquímico, electrónico, por fotocopia o cualquier otro, así como tampoco puede ser distribuida bajo ninguna de estas formas, sin el expreso consentimiento previo por parte de LATINCONSULT S.A.

EDITOR

Cámara de Industria y Comercio Argentino-Alemana

Av. Corrientes 327 – C1043AAD Buenos Aires

Tel.: (+54 11) 5219-4000 Fax: (+54 11) 5219-4001

E-mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar

Internet: www.ahkargentina.com.ar

Texto original y estadísticas: Ecolatina

Coordinación: Julieta Barra

Edición: Christina Keim

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS Y PROYECCIONES

	Indicadores Mensuales o Trimestrales							
	Unidad de medida	Fecha	Último Dato	Fecha	Próximo Dato	2023	2024p	2025p
Nivel de Actividad								
PBI Real	Var. % i.a.	III-24	-2,1%	IV-24	-1,4%	-1,6	-2,6	4,5
Consumo Total	Var. % i.a.	III-24	-3,3%	IV-24	-1,6%	1,1	-5,0	4,2
Inversión	Var. % i.a.	III-24	-16,8%	IV-24	-8,0%	-2,0	-19,7	12,6
Precios								
IPC INDEC Nacional ⁽¹⁾	Var. %	dic.-24	2,7	ene.-25	2,4	211,4	117,8	25,5
Tipo de Cambio								
Nominal de Referencia ⁽¹⁾	ARS / USD	ene.-25	1043,7	feb.-25	1059,8	636,5	1020,7	1170,4
Real Multilateral, ARS/USD ⁽¹⁾	Dic. 01=100	ene.-25	1,15	feb.-25	1,15	1,80	1,16	1,10
Situación Fiscal, Acumulado Anual								
Ingresos totales	% PBI	dic.-24	16,9	ene.-25	1,3	16,9	16,9	16,7
Gasto Primario	% PBI	dic.-24	15,1	ene.-25	1,0	19,6	15,1	15,2
Resultado Primario Nacional	% PBI	dic.-24	1,8	ene.-25	0,3	-2,7	1,8	1,5
Sector Externo								
Exportaciones	USD M	dic.-24	7.035	ene.-25	5.574	66.694	79.544	80.692
Importaciones	USD M	dic.-24	5.369	ene.-25	4.860	73.667	61.609	68.797
Saldo Comercial	USD M	dic.-24	1.666	ene.-25	714	-6.973	17.935	11.895
Balance de Pagos								
Cuenta Corriente	USD M	III-24	1.401	IV-24	-1.374	-20.956	5.688	-8.929
Tasa de Interés								
Tasa de Política Monetaria ⁽¹⁾	% TNA	ene.-25	32,0	feb.-25	29,0	100,0	32,0	18,0
Tasa BADLAR Bancos Privados ⁽¹⁾	% TNA	ene.-25	31,3	feb.-25	26,8	109,8	31,9	18,7

⁽¹⁾En indicadores anuales, promedio diciembre

ARGENTINA

ECONOMIC REPORT FEBRUARY

2025



AHK

Cámara de Industria y Comercio
Argentino-Alemana
Deutsch-Argentinische
Industrie- und Handelskammer

#PARTNERWELTWEIT

Argentinian Economy

01. Introduction

02. Overview

03. Activity

04. Prices

05. Fiscal Policy

06. External Sector

07. Exchange Rate and Monetary Policy **02/2025**

Redated by:



If you are interested in advertising in “Argentina Economy” with your company logo, please contact Victoria Giannasca (vgiannasca@ahkargentina.com.ar).

INTRODUCTION

The most important aspects of the report are the following:

OBJECTIVES

The report presents a diagnosis of the current economic situation and the outlook for the coming year. It highlights the economic policy constraints and their impact on the key variables (economic activity, inflation and exchange rate).

CONTENTS

- International context. How the world will change in the coming years.
- Diagnosis of the current local economic situation.
- Economic policy after the parliamentary elections.
- What are the possible scenarios and the associated probabilities.
- Projections of the most important variables under several possible scenarios.

VARIABLES CONSIDERED IN THE PROJECTIONS

- International context: growth and inflation in the main economies.
- Activity: GDP, private consumption, investment, exports, imports, unemployment rate.
- Prices: real inflation (Ecolatina CPI).
- Nominal and real exchange rates.
- Fiscal policy: expenditure, tax collection, budget out-turn, financing gap.
- External sector: exports, imports, trade surplus.
- Labor market: labor demand, unemployment, nominal and real wages.

For more Information

please contact:
eyf@ecolatina.com

OVERVIEW

Economic Outlook: A Start to the Year Full of Developments

January featured several key milestones: **1)** The Central Bank confirmed the reduction of the crawling peg and cut the benchmark interest rate; **2)** The government temporarily reduced export taxes on key agricultural products; **3)** The Treasury paid public debt in USD (which led to a decrease of USD 3.1 billion in Net Reserves); **4)** The spread between exchange rates started the year on the rise due to higher demand for tourism, prompting intervention from the Central Bank, although it later stabilized; **5)** The Country Risk index stagnated above 600 basis points amid a volatile international financial context; **6)** The Central Bank ended January with net purchases, supported by the dynamism of USD-denominated loans; **7)** The Treasury secured a participation of 64% in a peso-denominated debt swap and achieved positive results in the first bond auctions of the year; **8)** The government allowed the possibility to quote prices and conduct transactions in USD; and **9)** The Treasury ended the year with a fiscal surplus for the first time since 2008.

Regarding the real economy, **the Monthly Economic Activity Estimator grew 0.9% seasonally-adjusted in November**, rising by 6% from April's trough and returning to the levels of November 2023. Throughout 2024, activity displayed an uneven performance across sectors, translating into varying recovery speeds following the start of the recession. Moving forward, **the road is likely to be marked by upswings and uneven results.**

In this context, one of the key elements to fostering a virtuous growth cycle would be to maintain the reduction of inflation so that real incomes continue to recover. On this front, the government has achieved **positive results in recent months**: inflation averaged 2.6% per month in the last quarter, ending the year at 117.4% YoY (down from 2023's 211.4%).

As the reduction of inflation consolidated, the authorities decided to **lower the crawling peg** from 2% to 1% per month starting in February. This move seeks to both deepen the inflation moderation process and strengthen the domestic carry trade strategy, which has been one of the main drivers of the Central Bank's purchases in the forex market over recent months. Precisely, the reduction in the crawling peg gave the Central Bank headroom to cut the interest rate without affecting the domestic carry trade operations. It remains to be seen how the rate cut will impact a system with less and less liquidity in pesos.

The risks associated with the reduction of the crawling peg center on the dynamics of the real exchange rate, as it currently sits at the lowest levels of the series and broadening the gap between inflation and the devaluation rate would exacerbate the situation, especially within an international context that is less favorable for emerging economies.

In other news, government officials announced that businesses will have the option to quote prices in both ARS (mandatory) and USD (optional), **giving consumers the possibility to pay in USD** when making transactions (either in cash, via debit, or even QR code).

Since almost all transactions are currently carried out in pesos (with some exceptions, such as real estate operations), it is virtually certain that this measure will increase USD-denominated transactions. However, this does not necessarily mean that all transactions will shift to foreign currency; it is more likely for the transition to be gradual.

With these changes, we believe the authorities aim not only to promote currency competition but also to **encourage individuals and businesses to bring into the economy the foreign currency they hold outside the financial system**. As a result, the higher volumes of transactions in USD would increase foreign currency deposits and, consequently, the expansion of foreign currency-denominated loans. However, current **macroprudential regulations** allow banks to grant USD loans only to exporters, which limits the expansion of these loans. Therefore, it will need to be monitored whether the government considers relaxing these restrictions in the coming months to encourage a greater use of this tool.

On a separate note, the **critical situation faced by the agricultural sector** (falling international prices and deteriorating weather conditions) prompted the government to permanently eliminate export taxes for regional economies and to **temporarily reduce** (until June) **export taxes for the main crops** (soybean, wheat, corn, sunflower, barley, and sorghum). The measure serves two purposes simultaneously. First, it signals support for the agricultural sector, which has been facing financial difficulties since the 2023 drought. At the same time, it encourages the realization of export proceeds during 2025, a year that will be signed by midterm elections and the probable exchange and financial volatility typically associated with odd years (electoral years in Argentina).

Regarding the **fiscal impact**, we estimate that the measure will cost approximately 0.15% of GDP (this could rise to 0.2% of GDP if the temporary reduction is extended until the end of the year). Another related cost will be the potential **impact on prices**, particularly for products more closely linked to the consumption basket (fruits, vegetables, meats, etc.). While we do not expect the measure to trigger an acceleration in inflation, it could partially offset the effect of reducing the

crawling peg to 1%, slowing the adjustment of goods to the government's new devaluation guideline.

Looking ahead, there are still some unresolved questions. On one hand, the weather will play a crucial role in an increasingly pessimistic outlook. If rainfall does not arrive on time and in sufficient volumes, the mitigating effect of the export tax reductions will start diminishing, making it necessary to implement new measures.

On the other hand, there is uncertainty about what will happen in the forex market from July onwards. Under the current circumstances, it would be logical for agricultural exporters to advance the realization of export proceeds to take advantage of the tax benefits, which would result in reduced future supply in a context likely to be affected by typical electoral volatility. Therefore, we do not rule out that the government may decide to extend the current scheme if needed.

Political Outlook: Economic Battle Yielding More for Government Than Cultural Battle

1. *The start of the year may bring more positive economic news to maintain government backing.*

While the market anticipates that January's inflation figure could be the lowest of the entire cycle, it can be said that the start of 2025 continues to deliver favorable economic news to help sustain support for the government.

2. *But Milei's insistence on the cultural battle could cost him part of that backing.*

The controversy sparked by Milei's speech in Davos—particularly his insinuation linking homosexuality and pedophilia—provoked a backlash reminiscent of the 2024 university protests.

3. *Suspension of primaries delay electoral calendar and risk further political fragmentation.*

The electoral development comes from the suspension of the primary elections, which would delay the start of the election process and could lead to greater political fragmentation, as more candidates will compete for the same number of seats.

The economic dynamics at the start of the year appear to maintain the positive trend seen at the end of 2024. While economic activity continues to recover, wages and consumption are following the same path, albeit at different speeds and in a dissimilar manner. Inflation appears to remain on a downward trajectory, with January's figure potentially being the lowest since the change in administration.

These positive developments could continue to fuel the **public opinion phenomenon** observed throughout 2024: a government maintaining much of its initial support thanks to the tangible results from its economic program, helping build the **perception of being on the right track**. The current situation suggests that, if the environment of economic stability and improvements in indicators sensitive to public opinion is sustained, the Government would have a strong chance of **performing well in the midterm elections**. This would further advance the political consolidation of this cycle.

However, the administration seems **prone to missteps, and Milei's speech in Davos was one of them**. To begin with, Milei missed an opportunity by focusing on "woke culture" and issues related to sexual diversity before an audience that would have responded more favorably to a speech centered on the government's economic efforts. Beyond the choice of topic, the speech lacked the minimum logical structure required to be convincing and contained **statements that led to highly controversial conclusions** (such as associating homosexuality with pedophilia). Such remarks could even provoke backlash from figures highly relevant to the country's interests.

In response to this speech, the **second major demonstration against Milei's government** took place. What is notable is that these protests, with a large number of people in the streets, related to non-economic issues: public education and the defense of sexual diversity. This suggests that while a major part of society may accept or tolerate Milei's economic battle, they do not accept or tolerate his cultural stance. And, in light of this year's midterm elections challenge, it is precisely the economic battle that should form the cornerstone of an intelligent political strategy by the administration.

2025's midterm elections are **likely to be held without primaries**, so they would take place some months later. This delay could benefit the Government by providing more time to deepen or strengthen the positive results of its economic program. However, the suspension of the two-round system (primaries followed by elections) would **neutralize strategic voting**. This could play against the administration, since "non-Peronist" sectors were the ones leveraging the process most effectively to attract the anti-Peronist or anti-Kirchnerist vote.

Moreover, the absence of primary elections will naturally **increase the number of electoral options**. There will be more candidates on the ballot, reducing the chances of consolidating votes for the main lists. Additionally, this will lead to greater political fragmentation due to the potential for distributing seats across more political groups. **Such fragmentation is not healthy for the system**, as it makes consensus-building more difficult. However, it could benefit the administration, which will continue to rule as a minority government (it is impossible for it to achieve majorities in both chambers in this

electoral cycle). In this context, the Government could enhance its negotiation capacity and secure the necessary support to pass legislation.

ACTIVITY

Economic Activity Rose Again in November

- **The Monthly Economic Activity Estimator (EMAE) expanded 0.9% monthly (s.a.) in November, marking seven consecutive months of increases since April's low, and accumulating a rise of over 6% since then.**

- **The growth in Mining and Quarrying (7.1% YoY) was coupled with an increase of nearly 10% YoY in Financial Intermediation in November. It is likely that November marked the last month of contraction for Manufacturing (-2.3% YoY) and Retail (-1.3% YoY), although this was not the case for Construction (-14.2% YoY), which had accumulated an average decline of over 18% by November.**

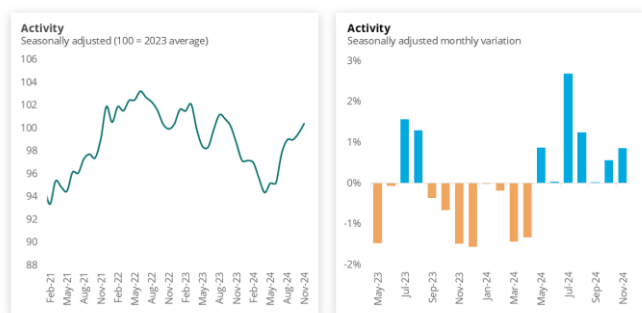
- **GDP is projected to contract by less than 3% in 2024. This will result in a positive statistical carryover effect of nearly 3 percentage points for this year, contributing to an average economic growth of over 4% in 2025.**

Activity rose 0.9% in November

The Monthly Economic Activity Estimator **grew 0.9% monthly (s.a.)** in November, marking seven consecutive months of increases since the April trough, and accumulating a rise of over 6% since then. As a result, activity stood 0.1% above the same 2023 month, reflecting a recovery from 2024's severe recession. Excluding the agricultural sector's contribution—which returned to its November 2023 level—the Monthly Economic Activity Estimator fell by 0.6% YoY.

A **notable disparity among sectors** persists within the Economic Activity Estimator, as observed throughout the year. The positive trend in *Mining and Quarrying* (7.1% YoY) was complemented by a growth of nearly 10% YoY in *Financial Intermediation* in November. Meanwhile, *Manufacturing* (-2.3% YoY) and *Retail* (-1.3% YoY) likely saw their last month of contraction, although *Construction* (-14.2% YoY) continued to struggle, ending November with an accumulated average decline exceeding 18%.

ECONOMIC ACTIVITY CONTINUES TO RECOVER

ECOLATINA
Economics

As it has been happening since August 2024, the contraction in goods (-1.7% YoY) was more pronounced than in services. For the first time since the recession began, the services sector avoided negative figures, maintaining the level reached in November 2023.

Within services, **retail**—the largest sector in this category—**has been moderating its decline**. In November, it shaved off just 0.2 percentage points from the services indicator. Although still below its 2023 level, its slow recovery has been aided by supermarket and wholesale consumption, which appears to have bottomed out. In this regard, real supermarket sales rebounded after two consecutive months of decline, advancing 1.8% in seasonally adjusted terms. Similarly, November marked the second consecutive month of growth in wholesale supermarket sales, with a 1.3% monthly increase in the seasonally adjusted series.

What Is Expected Up Ahead?

In 2024, economic activity displayed an **uneven performance** across sectors, resulting in **varying recovery speeds** following the onset of the recession. While primary sectors (agriculture, oil, and mining) drove the recovery, industrial branches linked to the domestic market, construction, and consumption—with some changes in its internal composition—experienced slower progress.

December is expected to continue displaying monthly growth in activity. Additionally, **year-on-year variations will start to show significant increases** due to the low comparison base created by the initial recession following the change in administration.

This trend is already evident in some **leading activity indicators**: SME retail sales are 17.7% up from the previous year, new car registrations rose by 16.3% YoY, motorcycle registrations increased by 49.2% YoY, and used car sales grew by 31.6% YoY. This occurs in a context where consumer credit expanded by over 55% YoY, and the Consumer Confidence Index reached its highest level of the year (+33.1% YoY).

However, **industrial sectors showed varying performances**. Industries related to construction remain below last year's levels but with much smaller contractions than in previous months, as seen in the *Construya Index* (-6.7% YoY) and cement dispatches (-5.5% YoY). Conversely, steel production continued plummeting (-23.1% YoY).

Finally, while car production showed the largest increase of the year (+2.8% YoY), the recent announcement regarding a cut in domestic taxes on mid- and high-range vehicles could impact prices in the coming months—at least relatively—, potentially lowering car prices. It remains unclear whether increased demand will lead to higher domestic production or a rise in imports. As measures to eliminate taxes and regulations become more widespread, this dilemma could extend to other sectors, decoupling the consumption of certain goods from their production.

Thus, due to these dynamics and to the **successive upward revisions** of economic activity during H2, GDP will show a contraction of less than 3% in 2024. Consequently, there will be a positive **statistical carryover** of nearly 3 percentage points for this year, contributing to an average economic growth of more than 4% in 2025.

Although a somewhat tense international context and the electoral year could constrain this rebound, the recovery is currently being threatened by **scarce rainfall**—with low precipitation forecasts—which may complicate the main harvest and the activity of sectors linked to agriculture, key drivers of activity last year.

PRICES

Inflation Ended 2024 at 118%

- **The National Consumer Price Index (CPI) published by INDEC rose 2.7% MoM in December, marking a 0.3 percentage point (p.p.) acceleration compared to November. Despite the uptick, this was the lowest inflation rate recorded for any December since 2018. As a result, national inflation accumulated a 117.8% YoY increase in 2024, representing a deceleration of 93.6 percentage points compared to the year-on-year rate in December 2023.**

- **Breaking down the data, categories showed mixed trends: Core Inflation (which reflects underlying price trends by excluding seasonal and regulated items) climbed 3.2% MoM, accelerating 0.5 p.p. from the previous month, largely driven by rising meat prices. Regulated Prices rose by 3.4%, a slight deceleration**

of 0.1 p.p. compared to November. However, **Seasonal Prices** continued to decline, falling -1.4% MoM—the second consecutive monthly drop—mainly due to lower vegetable prices, particularly tomatoes, onions, and potatoes.

- With inflation declining steadily over the last quarter, the authorities decided to reduce the pace of the crawling peg from 2% to 1% per month starting in early February. Consequently, goods prices are expected to continue slowing to gradually align with the new pace of the official exchange rate. However, beyond the behavior of goods, both private and public services still have room to adjust their relative prices upward.

Inflation Drops Thanks to Seasonal Prices

The **National CPI rose 2.7% MoM in December**, accelerating by 0.3 p.p. compared to November. This was the lowest figure for any December since 2018 and aligned with market expectations (Central Bank's Market Expectations Survey), which also forecast a 2.7% increase for the month.

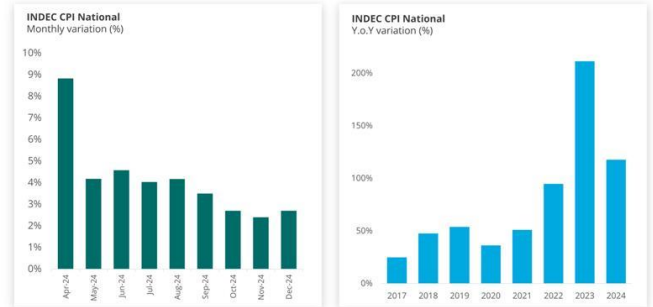
National inflation accumulated a 117.8% YoY increase in 2024, representing a deceleration of 93.6 p.p. compared to December 2023. The last time inflation closed the year lower than the previous year was in 2020, when the economy was impacted by the pandemic.

To recap, the first months of 2024 began with significant inflationary inertia, driven by price pass-through effects from the devaluation of the peso at the end of 2023 and adjustments to artificially-low regulated prices. As a result, **inflation accumulated 79.8% in H1**, marking the highest half-yearly increase since the early 1990s.

However, after the peak of the price pass-through following the devaluation, **inflation began to decelerate**. The 2% crawling peg exchange rate served as the main anchor for reducing inflation, alongside a sharp contraction in consumption and anchored inflation expectations, supported by strong fiscal and monetary signals. As a result, inflation slowed significantly in H2, totaling 21.1%.

INFLATION SLOWED MORE THAN EXPECTED IN 2024

ECOLATINA
Economics



Within the CPI, **categories showed mixed performances**: Core Inflation (which tracks price trends excluding seasonal and regulated items) rose by 3.2% MoM, accelerating by 0.5 p.p. compared to the previous month, largely influenced by rising meat prices. Core Inflation ended the year with a 105.5% YoY increase, 12.3 p.p. below headline inflation.

Meanwhile, **Regulated Prices** increased by 3.4%, a slight deceleration of 0.1 p.p. compared to November, driven by hikes in public transportation fares and electricity, water, and gas utility rates. By year-end, regulated prices had surged 205.9% YoY, 88.1 p.p. above headline inflation.

In contrast, **Seasonal Prices** continued to decline, falling 1.4% MoM, marking the second consecutive monthly drop. This decrease was primarily due to falling vegetable prices (notably tomatoes, onions, and potatoes), which declined 12.1% nationwide. Consequently, seasonal prices contributed to the easing of inflation, ending the year with an 87.3% YoY increase, down by 30.4 p.p.

FALL IN SEASONAL FOR THE SECOND CONSECUTIVE MONTH

ECOLATINA
Economics



As for the **performance of goods and services**, goods prices rose 1.9% in December, while services increased by 4.4%. Over the year, goods prices grew 96.3% YoY, whereas services surged 189.0% YoY in December. This divergence was largely attributed to the exchange rate crawling peg, with goods prices aligning closely with the official exchange rate, while services continued to outpace it.

Category-wise, the highest monthly increase in December was seen in *Housing, Water, Electricity, and Other Fuels* (+5.3%), driven by rent and electricity hikes. *Communication* followed closely (+5.0%) due to rising telephone and internet service costs. In all regions except Greater Buenos Aires (GBA), *Food and Non-Alcoholic Beverages* (+2.2%) had the greatest impact, fueled by higher prices for dairy products, meats, and bread. In GBA, however, *Restaurants and Hotels* (+4.6%) was the primary driver.

The **Ecolatina CPI for Greater Buenos Aires rose 2.3% in January**, slowing by 0.3 p.p. from the previous month. This brought the year-on-year inflation rate to 101.2%. The **categories contributing to this deceleration** were *Clothing* (-0.4%) and *Education* (+0.5%). Conversely, *Transport and Communications* (+4.3%) saw the highest increase, driven by insurance and telecommunication price hikes.

As for groups, **Core Inflation** climbed 2.0%, decelerating by 1 p.p. from the previous month. **Seasonal Prices** also slowed, rising 0.9% due to movements in clothing and vegetables (especially potatoes), despite increases in various citrus fruits. Lastly, **Regulated Prices** rose 3.6% in January.

What Is Expected for 2025

As noted in recent months, a significant gap has emerged between the pace of price increases in goods and services, largely explained by the exchange rate anchor. With inflation continuing to decline in the last quarter, authorities opted to **reduce the crawling peg from 2% MoM to 1%** starting in February. As a result, goods prices are expected to continue slowing to align more closely with the new pace of the official exchange rate.

However, **services (both private and public) still have room to increase their relative prices**. This explains the government's more proactive stance in collective bargaining negotiations, aiming for agreements that reflect inflation expectations rather than recent historical trends. Since wages are one of the primary costs when pricing services, keeping wage increases moderate is crucial to containing inflation in this category.

In this context, there are **two risks to inflation moderation**. **1)** The exchange rate risk, which hinges on the government's ability to maintain a narrow spread between exchange rates under the new 1% crawling peg scheme (at least until the elections), and; **2)** The inertial risk, because if inflation does not slow as expected due to various factors, the appreciation of the peso will intensify (amid an external environment that is not favorable for emerging markets). Both risks will become more significant if the economic recovery surpasses expectations, as this would not only increase demand for foreign currency but also give businesses more room to raise prices.

Despite these risks potentially causing some downward rigidity at some points during the year (which is to be expected in

an election year), we estimate that annual inflation will continue to slow in 2025 compared to 2024.

FISCAL POLICY

Fiscal Surplus in 2024

- The National Non-Financial Public Sector recorded a primary deficit of ARS 1.3 trillion in December and a fiscal deficit of almost ARS 1.6 trillion, driven by interest payments amounting to ARS 256 billion. Despite the December shortfall, the favorable results accumulated throughout the year allowed the government to close 2024 with a primary surplus of 1.8% of GDP and a financial surplus of 0.3% of GDP. Consequently, the primary balance improved by 4.7 percentage points (p.p.) of GDP in Milei's first year in office. This marked the first time since 2008 that the government achieved a positive financial result, reaffirming its commitment to fiscal balance.

- The key to achieving fiscal consolidation in 2024 lay not only in a deep and broad-based reduction in public spending—with Primary Spending dropping from 19.6% of GDP in 2023 to just 15.1% of GDP in 2024, a cut of 4.4 p.p. of GDP—but also in the temporary expansion of the PAIS Tax, contributions from the Reform Bill (tax amnesty, moratorium, advance payment of personal assets tax, etc.), and some extraordinary resources (such as banking profits in May). These factors helped offset the decline in activity-related revenues. Overall, Total Revenues reached 17% of GDP in 2024, showing an improvement of approximately 0.2 p.p. of GDP compared to 2023.

- Fiscal challenges will not disappear in 2025; they will merely take on a different form. To begin with, the Treasury will no longer benefit from the PAIS Tax and other extraordinary revenues that were present throughout 2024. Additionally, the recent reduction in export taxes will have a fiscal cost of 0.15% of GDP. Therefore, the revenue side of the equation is unlikely to improve and will depend on the pace of economic recovery. Even maintaining current revenue levels, the fiscal path will remain complex: the challenge for 2025 will be to further cut public spending. In other words, given that significant spending adjustments were already made in 2024, the difficulty will lie in maintaining these cuts during an election year.

December Results and 2024 Year-End Balance

The National Non-Financial Public Sector recorded a primary deficit of ARS 1.3 trillion in December and a fiscal deficit of almost ARS 1.6 trillion, driven by interest payments amounting to ARS 256 billion. Although December was the first month of

the year to end with a negative primary result, this deficit was expected due to seasonal factors and was 70% lower in real terms compared to December 2023.

What explained December's fiscal result? There was an increase in spending related to the seasonality of certain items (such as the year-end installment of the annual complementary salary for pensions and salaries). In addition, the contribution from the PAIS Tax was limited, as it was eliminated in December.

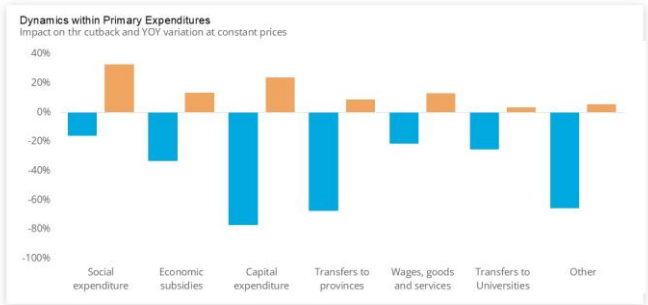
Despite the December deficit, the positive results accumulated throughout the year allowed the government to close 2024 with a **primary surplus of 1.8% of GDP and a financial surplus of 0.3% of GDP**. As a result, the primary balance improved by 4.7 p.p. of GDP in Milei's first year in office (in 2023, the primary deficit was equivalent to 2.9% of GDP, excluding extraordinary revenues). This marked the first time since 2008 that the government achieved a positive financial result, reaffirming its commitment to fiscal balance.

2) The accounting of bank profits generated by the devaluation from the end of 2023 (+0.2% of GDP), along with the reinstatement of the fourth category of Income Tax; **3)** The recovery of Export Taxes after the 2023 drought (+0.2% of GDP); **4)** Revenues associated with the Fiscal Package from the Reform Bill (+0.2% of GDP), and; **5)** Higher tax revenue resulting from the adjustment of the Fuel Tax (+0.1% of GDP).

On the expenditure side, **Primary Spending dropped from 19.6% of GDP in 2023 to just 15.1% of GDP in 2024**, reflecting a 4.4 p.p. cut in GDP terms and reaching its lowest level since 2007 (prior to the nationalization of private pension funds, which expanded pension-related spending). While some budget items were more affected than others, the cut was broad-based (with the exception of spending on the Universal Child Allowance, which grew in real terms).

DEEP AND WIDESPREAD EXPENDITURE CUTS

ECOLATINA
Economics

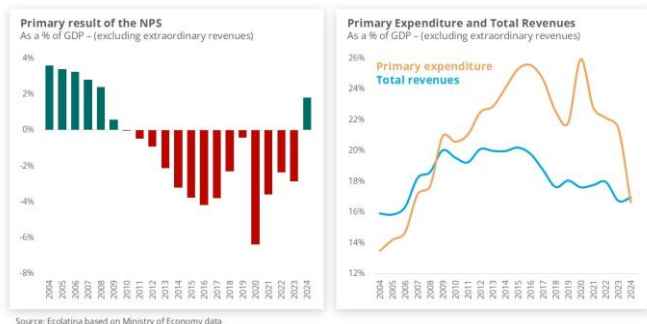


Regarding **Social Spending**, Social Benefits fell to 9.6% of GDP (-1.1 p.p. of GDP compared to 2023), reaching their lowest level since 2015 (the start of the "IMIG" methodology). Although the Universal Child Allowance grew by 40% YoY in real terms (+0.2% of GDP) and spending on PAMI's public medical services for pensioners remained relatively stable, other items of social spending experienced sharp reductions. Firstly, **Pensions and Retirement Benefits** (including Non-Contributory Pensions) underwent significant erosion and fell by 0.6% of GDP over the year, accounting for 13% of the adjustment in Primary Spending. Additionally, Family Allowances dropped by 20% YoY in real terms, while other Social Programs were reduced by 0.7% of GDP.

Nevertheless, the most significant impact on spending cuts came from **Capital Expenditure** (public works), which fell from 1.6% of GDP in 2023 to just 0.4% of GDP in 2024, reaching its lowest level since 2002 and accounting for nearly one-third of the adjustment in Primary Spending. Similarly, Current Transfers to Provinces were reduced by 68% YoY in real terms, contributing 0.5% of GDP to the spending cut (falling from 0.8% of GDP to just 0.3% of GDP).

THE FISCAL SURPLUS RETURNED IN 2024

ECOLATINA
Economics



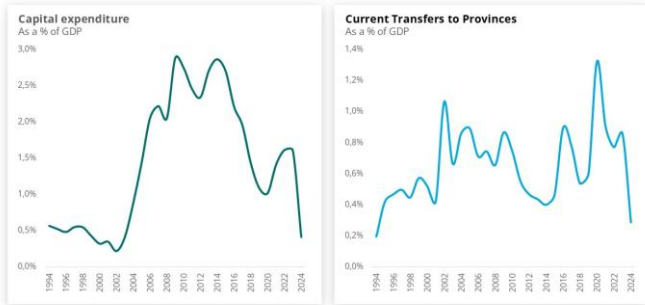
The key to achieving **fiscal consolidation in 2024** lay not only in a deep and broad-based reduction in public spending—which accounted for 93% of the improvement in the primary balance—but also in the temporary expansion of the PAIS Tax, contributions from the Reform Bill (tax amnesty, moratorium, advance payment of personal assets tax, etc.), and some extraordinary resources (such as banking profits in May), which helped offset the decline in activity-related revenues.

Zooming In On Public Accounts

On the revenue side, **Total Revenues reached 17% of GDP in 2024**, marking an improvement of nearly 0.2 p.p. of GDP compared to the 2023 record-lows (which were affected by the drought). Within this, Tax Revenues expanded by 0.6% of GDP, while property income and other current revenues declined by 0.4% of GDP.

Despite the decline in activity-related taxes, the **increase in revenues was driven by: 1)** The expansion of the PAIS Tax (boosted by the temporary hike in its rates and the BOPREAL bond auctions), which rose from 0.8% of GDP to 1.1% of GDP;

EXPENDITURE ITEMS CLOSE TO MINIMUM

ECOLATINA
Economics

Source: Ecolatina based on a Ministry of Economy data

Regarding Energy and Transport, spending on **Economic Subsidies** dropped to 1.5% of GDP (even lower than in 2019) due to increases in utility rates and negotiations over debt stemming from delayed payments. As a result, this item of spending contracted by 0.6% of GDP and accounted for 13% of the expenditure cut.

Meanwhile, **Operating Expenses** (mainly made of up salaries) were trimmed by 21.6% YoY in real terms, reaching 2.7% of GDP (all-time low since 2006) due to the erosion of wages, staff reductions, and cuts in other operating costs. Similarly, Transfers to Universities fell by 25.5% YoY in real terms throughout 2024.

What Is Expected for 2025?

With the surplus and the sharp reduction in public spending achieved in 2024, the government managed to send a strong signal of its **commitment to fiscal consolidation**. Looking ahead, no one doubts the authorities' willingness to maintain fiscal balance. However, fiscal challenges will not disappear in 2025; they will simply take on a different form.

To begin with, this year the **Treasury will no longer have the PAIS Tax and other extraordinary revenues** (such as tax amnesties, moratoriums, and bank profits) that were present throughout 2024, meaning that it will be hard for the revenue side to improve.

Moreover, the critical situation faced by the agricultural sector (declining international prices and worsening climatic conditions) prompted the authorities to permanently eliminate export taxes for regional economies and temporarily reduce them for major crops (soybean, wheat, corn, sunflower, barley, and sorghum). In figures, we estimate that this measure will have a **fiscal cost of approximately 0.15% of GDP**, potentially reaching 0.2% of GDP if the temporary reduction extends until the end of the year. Additionally, the climatic situation will need continuous monitoring, as it could further negatively impact fiscal revenues.

In this scenario, the government is counting on a rapid and sustained economic recovery to offset the decline in these revenues through **increased tax collection coming from economic activity and incomes**. In this regard, we estimate that the government could maintain the aggregate revenue level in 2025 despite losing some income sources. If it fails to do so, Primary Spending will need further cuts if fiscal discipline is to be maintained.

Even maintaining revenue levels, the fiscal path will not be free from difficulties: **the challenge for 2025 will be to carefully trim public spending**. In other words, since the major spending cuts were already implemented in 2024, the challenge will be maintaining them in an election year, when historically there are greater pressures on spending.

To make matters more complex, after bottoming out in early 2024, the **indexation of Pensions and Retirement Benefits**, will put upward pressure on social spending in 2025, requiring a shift in the composition of spending, which will no longer be as flexible as it was in 2023. Consequently, since the actionable cuts were already made in 2024, the main avenue for reducing expenditure would be **adjusting Economic Subsidies** (in line with the Budget Bill).

In this context, there appears to be **little room to pursue significant tax reductions in 2025**. If the authorities intend to do so, the reduction will need to be offset by other revenues or by further cuts to public spending (which will no longer be as flexible as before). In any case, it seems that a tax reform (along with other structural reforms) will remain on the agenda for 2026, not only to sustain fiscal consolidation in 2025 but also because the government could gain more seats in the lower and upper chambers of Congress if it secures a favorable electoral outcome.

EXTERNAL SECTOR

All-Time High Trade Surplus in 2024

- **The trade balance reached USD 1.7 billion in December. As a result, 2024 ended with a trade surplus of USD 18.9 billion, the highest since at least the start of the series in 1992. Throughout the year, trade surplus was driven by a sharp improvement in exports and a decline in imports.**

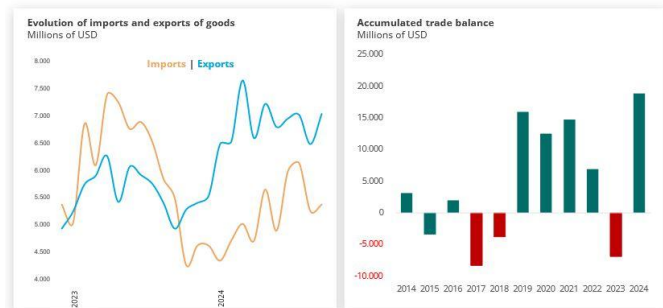
- **Exports totaled USD 7.0 billion in December, representing a 33.4% YoY increase compared to the same month last year. This brought the annual total to USD 60.8 billion (+19.4% YoY). The improvement was driven by higher export volumes (+26.7% for the year), despite a decline in prices (-5.8%). December imports amounted to USD 5.4 billion (+26.2% YoY),**

while for the year, they totaled USD 60.8 billion (-17.5% YoY), marking the lowest import volumes since 2020, a year impacted by the pandemic. Both prices and volumes showed annual declines (-4.0% and -14.0%, respectively).

• Looking ahead to 2025, we estimate that an average agricultural harvest and improvements in the energy trade balance would enable to sustain trade surplus, although at a lower magnitude than in 2024. The reduction in the surplus would be driven by a more pronounced recovery in imports, in line with economic growth and the easing of import restrictions. However, there are certain risks: (i) the expectation of lower rainfall during the year, which could affect agricultural output; (ii) the current exchange rate strategy risks causing real currency appreciation, negatively impacting export/import incentives.

The trade balance reached USD 1.7 billion in December, closing 2024 with a trade surplus of USD 18.9 billion, the highest positive result since at least 1992. The annual trade surplus was due to a marked recovery in exports and a decline in imports.

TRADE SURPLUS REMAINS IN DECEMBER

ECOLATINA
Economics

Source: Ecolatina based on INDEC

Exports totaled USD 7.0 billion in December, rising 33.4% YoY and bringing the yearly total to USD 60.8 billion (+19.4% YoY). The growth was driven by higher export volumes (+26.7% for the year), despite price declines (-5.8%), in line with falling commodity prices during the year.

The recovery was led by improved agricultural output following the 2023 drought. This is reflected in the performance of **Primary Products (PP)**, which reached USD 1.4 billion in December (+32.6% YoY), totaling USD 18.3 billion for the year (+27.0% YoY) and accounting for 23% of total exports. Cereals were the main product, with sales totaling USD 10.8 billion, showing a 25.1% YoY increase. The growth was mainly due to volumes, which rose 41% for the year, while prices declined (-5.8%).

Processed Agricultural Products (PAP) also performed well, with exports totaling USD 2.4 billion in December (+36.7% YoY) and USD 29.7 billion for the year (+24.6% YoY), representing

37.2% of total exports. While prices dipped (-10.7% annually), volumes surged 39.5% over the year. Notably, *Fats and Oils* reached USD 8.1 billion (+38.3% YoY) and *Meats* totaled USD 3.5 billion (+9.1% YoY).

Industrial Products (IP) amounted to USD 2.2 billion in December (+26.4% YoY) and USD 22.1 billion for the year (+6.9% YoY). Key categories included *Land Transport Equipment* (USD 8.5 billion, +2.1% YoY) and *Chemicals and Related Products* (USD 4.4 billion, +1.9% YoY). Prices contributed positively (+2.8%), while volumes grew 23%.

In terms of imports, a significant decline was observed throughout the year, with year-on-year decreases in 10 out of the 12 months of the year. The primary driver was the economic recession, which directly impacts import volumes. **Imports totaled USD 60.8 billion in 2024, down by -17.5% YoY from 2023**, marking the lowest import levels since 2020 (year affected by the pandemic). Both prices and volumes experienced annual declines (-4.0% and -14.0%, respectively).

The only two months where imports saw a year-on-year increase (October and December) were influenced by the **reductions in the PAIS Tax** (from 17.5% to 7.5% in September and from 7.5% to 0% starting in December), which incentivized increased imports once the rate was lowered.

December imports reached USD 5.4 billion (+26.2% YoY), supported by the elimination of the PAIS tax, continued economic recovery, and the easing of import restrictions (e.g., more flexible import payment terms and reduced taxes on specific goods).

The year-on-year increase in December imports was driven by various categories. *Passenger Motor Vehicles* rose by USD 393 million (+230.9% YoY). *Consumer Goods* amounted to USD 782 million (+53.0% YoY), *Capital Goods* climbed 84.9% YoY (USD 1.1 billion), and *Parts and Accessories for Capital Goods* increased by USD 1.2 billion (+27.8% YoY). Conversely, *Intermediate Goods* declined by -2.6% YoY (USD 1.7 billion).

For the year, all categories except passenger vehicles (USD 2.9 billion, +55.4% YoY) **contracted**. *Intermediate Goods* totaled USD 23.0 billion (-19.1% YoY), *Parts and Accessories* reached USD 13.2 billion (-17.2% YoY), *Capital Goods* amounted to USD 9.9 billion (-9.7% YoY), and *Consumer Goods* totaled USD 7.4 billion (-6.7% YoY).

Record Energy Trade Surplus in 2024

The energy trade balance posted another surplus in December: exports totaled more than USD 1.0 billion, while imports amounted to USD 180 million. The resulting monthly trade surplus was of USD 852 million, the highest of the year. In cumulative terms, the energy trade balance reached USD 5.8 billion

in 2024, with exports climbing to USD 9.5 billion and imports totaling USD 3.7 billion.

Reduction In Export Taxes

Amid a declining realization of export proceeds for **agriculture**, the government announced **changes to export taxes for the sector**. First, export taxes were permanently eliminated for regional economies (tobacco, sugar, cotton, etc.). Second, temporary reductions were implemented until June 30 this year, for the main crops: soybean export taxes were reduced to 26% (from previous 33%), soybean by-products to 24.5% (from 31%), sunflower to 5.5% (from 7%), and wheat, barley, sorghum, and corn to 9.5% (from 12%). Exporters wishing to benefit from these reductions must pay export taxes within five business days of filing their sworn export declaration and settle the corresponding foreign currency within 15 days.

In explaining this decision, the authorities cited **falling international prices and adverse weather conditions** affecting the sector. On the pricing front, from the third week of the month, soybean prices in Chicago began showing tentative signs of recovery, hovering around USD 390 per ton on some days—a positive development compared to the USD 350 per ton recorded in mid-December (the lowest level since 2006 measured at current prices). However, in December and January, the average price stood at USD 370 per ton, well below the over USD 460 per ton seen during the same period of the previous year. With the slowdown of the crawling peg, the combination of declining international prices and a stronger peso translates into less competitive prices for local producers.

To dampen the situation, **January's rainfall was insufficient**. As of January 29, 42.1% of the nation's soybean crop was in regular/drought conditions, and 57.9% was in optimal/adequate condition, compared to 19% and 81%, respectively, at the beginning of the month. Conditions visibly deteriorated in the core agricultural region, especially the southern area, where 52.8% of crops were in regular/drought conditions. Moreover, rainfall forecasts have worsened: the likelihood of *La Niña* (rainfall below historical averages) for Q1 exceeded 80% (up from 63% in December).

Overall, the measure aims to achieve two goals simultaneously. First, it **signals support for the agricultural sector**, which is also grappling with a complex financial situation stemming from the 2023 drought. At the same time, it **encourages the realization of export proceeds** in 2025, a year marked by elections and the likely exchange rate and financial volatility typical of odd-numbered years (which are electoral years in Argentina). To this end, the Treasury is **leveraging the fiscal headroom** built up during 2024. Be that as it may, the **trade-off** between increased foreign currency inflows and the fiscal cost of the measure (approximately 0.15% of GDP) comes amid a challenging outlook for public accounts.

Looking ahead, several **questions** remain. On one hand, weather developments will be critical in an increasingly pessimistic scenario. If rainfall does not arrive in time and in sufficient quantity, the mitigating effect of the lower export taxes will diminish, requiring additional measures with fiscal implications and impacts on foreign currency inflows into the forex market.

On the other hand, there is uncertainty about what could happen in the forex market from July onwards. In the current context, it would be logical for the realization of export proceeds from agriculture to be brought forward to take advantage of the tax benefit, which would result in lower supply later on, amid a context that will be marked by typical electoral volatility. For this reason, the government may consider extending the scheme if circumstances warrant it.

What Is Expected For 2025?

Looking ahead to 2025, we anticipate that the **trade surplus will remain, albeit more modest than the figures recorded in 2024**. Several shifts in the economic landscape, compared to the previous year, are expected to impact both imports and exports.

On the import side, improvements will likely continue in line with the recovery of economic activity, similar to the trend observed in the final months of 2024. Additionally, the ongoing easing of import restrictions will serve as an extra incentive. As a result, all import categories—except for fuels and lubricants—are expected to grow compared to the previous year.

On the export side, we estimate that overall export volumes will be similar to those of the previous year. However, there will be disparities across categories. Regarding **agricultural output**, there is a latent risk of reduced rainfall during the year, which could negatively affect agricultural production. On the other hand, the continued improvement in **energy exports**, along with certain export sectors such as **mining**, will be areas that continue to show **greater dynamism**. Additionally, industrial products are expected to continue growing in a more dynamic economic environment.

EXCHANGE RATE AND MONETARY POLICY

Reduction in Crawling Peg, Interest Rates, and Export Taxes

- The first month of the year was marked by several developments in exchange rate and monetary policy. While the spread between exchange rates ended stably, at around 13%, the transition to stability was achieved through strong Central Bank intervention. In addition, the Central Bank accumulated purchases of over USD 1.6 billion during the month, significantly higher than the USD 700 million purchased in December.

- The main developments of the month were: the confirmation of the reduction of the crawling peg to 1% monthly, a benchmark interest rate cut, and the reduction in export taxes. As inflation deceleration consolidated in Q4 2024, the Central Bank decided to lower the crawling peg from 2% to 1% starting in early February. As part of this adjustment, the Central Bank also cut the benchmark interest rate by 300 basis points (the same magnitude as the December rate cut), taking it from 32% to 29% (nominal annual rate). This new rate structure resulted in a 1.4% effective monthly rate differential (compared to 1.7% had the rate remained unchanged) between the benchmark interest rate and the official devaluation rate, the highest since October of the previous year. Within this framework, there was an acceleration of financial foreign currency supply in the forex market through USD-denominated loans, marking the highest growth since the surge prompted by the tax amnesty program. This helped offset a slowdown in the realization of export proceeds from agriculture during the second half of the month. In the midst of these developments, economic authorities announced changes to export taxes for the sector.

- Looking ahead, the key question is how the interest rate reduction will affect a financial system with increasingly limited liquidity. In fact, to meet demand during January, requests for repos and interbank loans surged. The rate on these instruments now exceeds the benchmark interest rate, and with their increased relevance, the concern is how this will affect the downward adjustment in lending rates across the rest of the financial system.

The first month of the year ended with a series of developments in exchange rate and monetary policy. While the spread between exchange rates remained stable at around

13%, the transition to stability was achieved through significant intervention by the Central Bank. According to Central Bank Vice President Vladimir Werning, nearly USD 620 million was allocated to containing parallel exchange rates during the first half of the month. However, in the final weeks of the month, the Central Bank reduced its interventions in the financial market.

The Central Bank purchased USD 1.6 billion during the month, much more than December's USD 700 million positive balance, bringing the total purchases since the new administration took office to USD 23.4 billion. Gross Reserves ended the month at USD 28.3 billion, a decrease of USD 1.3 billion from December 30. This decline was driven by the need to cover Treasury sovereign debt payments and, to a lesser extent, BOPREAL bond maturities. As a result of these payments, Net Reserves closed the month at USD -9.3 billion (USD -6.0 billion if Treasury deposits are excluded).

Beyond this, the month's key developments centered on the confirmation of a reduction of the crawling peg to 1% monthly, the benchmark interest rate cut, and the reduction of export taxes. In line with the sustained deceleration in inflation during Q4 2024, the Central Bank decided to lower the crawling peg from 2% to 1% starting on the first Monday of February. This adjustment aims to continue moderating inflation while strengthening the domestic carry trade strategy, one of the key drivers of the Central Bank's purchases in the forex market in recent months.

In short, the carry trade operations encourage importers to delay payments (thus reducing demand in the forex market) by taking advantage of excess liquidity to generate returns, while encouraging exporters to accelerate the realization of export proceeds and choose financing in USD (increasing supply in the forex market).

The risks of adopting this strategy are linked to the evolution of the real exchange rate, which is currently at the lowest levels in recent history. Expanding the difference between inflation and the pace of devaluation could aggravate the situation, especially in a global environment that is less favorable for emerging markets. In simple terms, if inflation does not decrease at the expected rate, currency appreciation will intensify.

In this context, the Central Bank reduced the interest rate. In the last board meeting of the month, the monetary authority decided to cut the benchmark interest rate by 300 basis points (the same as the December reduction), lowering it from 32% to 29% (nominal annual interest rate). Similarly, the repo rate dropped from 36% to 33% (nominal annual interest rate).

As expected, the rate reduction occurred just before the crawling peg adjustment to 1% monthly. Indications were clear,

with January's bond auctions by the Ministry of Finance averaging a 2.3% effective monthly rate compared to December's 2.8%. The secondary market yield curve indicated that the market anticipated further rate cuts in the near term. Furthermore, the reduction in the crawling peg allowed the Central Bank to adjust interest rates without negatively affecting the carry trade strategy. Specifically, the new interest rate framework results in a 1.4% effective monthly rate differential (compared to 1.7% had the rate remained unchanged) between the benchmark interest rate and the official devaluation rate, the highest since October of the previous year.

The measures adopted by the government are **in line with the monetary and exchange rate framework**. With inflation expectations trending downward, the interest rate cuts aim to align the benchmark interest rate with the economy's nominal increases without undermining the USD carry trade strategy. Additionally, this would lower the lending rates offered by private banks (temporary advances remained largely unchanged in December-January, averaging an annual nominal rate of 39%), supporting the continued growth in the demand of private credit in pesos.

In this context, the key **question** will be how the rate cuts will affect the rest of the financial system. Amid growing money demand, private banks have experienced a **reduction in available peso liquidity**. As of January 30 (latest available data), broad liquidity in pesos for private banks² stands at 39.5% (excluding holdings of LECAP bills), one of the lowest levels since the series began in 2017, reflecting the recovery in credit that the local economy has been experiencing.

Due to the higher liquidity needs, **private banks have increasingly turned to repo operations and interbank lending**. Initially, the increased peso liquidity demand was met through LEFI bills, with the current stock at ARS 3.7 trillion (down from a peak of ARS 6 trillion), maturing Treasury bills and bonds (i.e., not rolling over the debt), and secondary market sales of securities. However, banks' preference for liquidity management tools makes it unlikely that LEFI bill holdings will drop to zero, given the instrument's flexibility and immediate liquidity.

As a result, both **repo operations and interbank lending saw a significant rise in January**, surpassing ARS 1 trillion. As noted earlier, the rates on these instruments sit above the benchmark rate (33% vs. 29% nominal annual interest rate). Thus, in a scenario of tighter liquidity and the growing importance of these instruments, the question arises as to what extent the decline in benchmark rates will be transmitted to lending rates across the financial system.

However, one of the key factors in sustaining the dynamics of the domestic carry trade strategy lies not only in maintaining a positive rate in USD but also in managing devaluation expectations. Because of this, the Central Bank intervenes in the financial exchange rates to contain the forex spread.

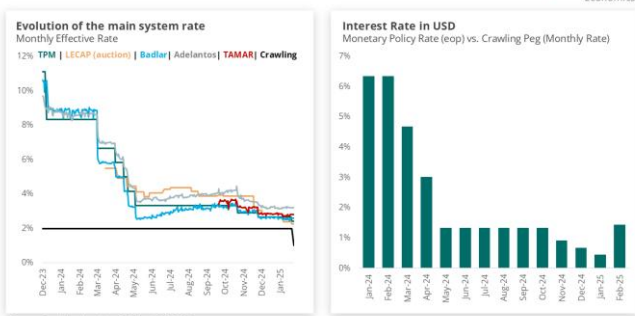
The combination of the current exchange rate regime and the contained devaluation expectations encourages to take on USD loans and exporters to seek pre-financing. For instance, dollar-denominated loans grew by USD 1.8 billion (as of January 30, latest available data), marking the largest monthly increase since the rally that started in September, fueled by the tax amnesty. As a result, the stock stands at USD 12.7 billion, the highest level since October 2019.

The acceleration of financial foreign currency supply in the forex market helped offset the slowdown in the **realization of export proceeds from agriculture** during the latter part of the month. In numbers, the sector's daily average of realized export proceeds fell from USD 121 million to USD 63 million. In response, economic authorities announced **changes to export taxes** for the sector. Specifically, export taxes were permanently eliminated for regional economies and reduced until June 30 for major export crops (soybeans and soy by-products, sunflower, wheat, barley, sorghum, and corn).

² Proportion of cash, current account at the Central Bank, LEFI bills, repos, Central Bank instruments, and eligible government securities in relation to deposits.

THE INTEREST RATE CUT DOES NOT AFFECT THE USD CARRY TRADE

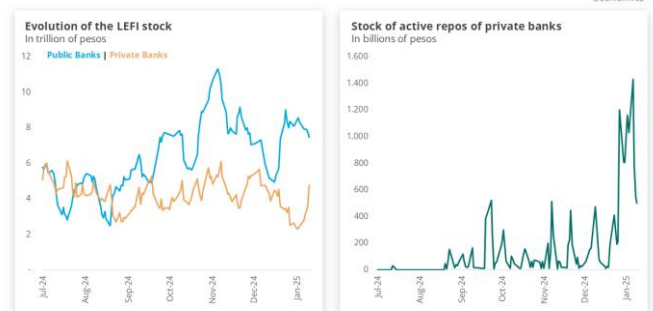
ECOLATINA
Economics



Source: Ecolatina based on BCRA and MECOM.

PRIVATE BANKS HAVE LOW LIQUIDITY

ECOLATINA
Economics



Source: Ecolatina based on BCRA.

In a separate development, the government announced that **retailers will be allowed to display prices in both pesos (mandatory) and dollars (optional)**, giving buyers the **option to pay in USD** for commercial transactions (in cash, via debit, or even QR codes).

Given that nearly all transactions are currently conducted in pesos (except for historical exceptions, like real estate operations), it is almost certain that this measure will increase USD transactions. However, this does not necessarily mean that all transactions will shift to foreign currency. A **gradual increase** is more likely, considering operational adjustments. First, the seller must decide whether to incorporate the option, and only then does it become a decision for the buyer.

Although the measure aims to promote currency competition, its effectiveness—similar to cases like Uruguay or Peru—depends on a unified exchange rate. In fact, one of the main questions in this context is which **implicit exchange rate** merchants will use to set prices (official dollar rate, financial dollar rate, informal dollar rate, or a rate defined by each business). Clearly, the higher the implicit dollar rate, the greater the incentive for buyers to use their own USD.

Another concern surrounding this measure is the potential **acceleration of price pass-throughs** following a devaluation. Similarly, if a rate different from the official exchange rate is used for conversions, could this give parallel exchange rates greater influence in setting prices in pesos? In that case, maintaining relative stability in parallel exchange rates would be crucial to prevent their volatility from spilling over into peso prices.

Through these changes, we believe that the authorities are not only seeking to **promote currency competition** but also encouraging individuals and companies to bring their USD holdings into the formal economy. Consequently, a higher volume of USD transactions would increase foreign currency deposits and, in turn, the **expansion of foreign currency lending**—one

of the main drivers behind the Central Bank's recent purchases. However, current macroprudential regulations allow banks to lend in USD only to exporters, which places a ceiling on the pace of expansion of this type of credit.

Therefore, it will be important to monitor whether the government considers easing these restrictions in the coming months to encourage broader use of this tool. If they proceed in this direction, the Central Bank's purchases could accelerate in the short term due to increased USD loans. However, this would also introduce new risks related to **currency mismatches among local players**.

All contents of this publication have been prepared by LATINCONSULT S.A. for the exclusive use of the recipients. It is for information purposes only and does not constitute an offer of and/or solicitation to buy or sell any financial product or instrument or a recommendation to invest and/or transact. The information and analyses presented are based on public and private sources that are considered reliable. Nevertheless, LATINCONSULT S.A. cannot guarantee the completeness and accuracy of this data. All opinions and estimates mentioned in the publication are subject to change without notice by LATINCONSULT S.A.. No part of this publication may be reproduced in any form or by any means, mechanical, photochemical, electronic, photocopying or otherwise, nor may it be distributed in any of these forms without the prior express permission of LATINCONSULT S.A..

PUBLISHER

German-Argentinean Chamber of Industry and Commerce

Av. Corrientes 327 – C1043AAD Buenos Aires

Tel.: (+54 11) 5219-4000 Fax: (+54 11) 5219-4001

E-Mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar

Internet: www.ahkargentina.com.ar

Original text and statistics: Ecolatina

Coordination: Julieta Barra

Edition: Christina Keim

ECONOMIC INDICATORS AND PROJECTIONS

	Monthly or Quarterly Indicators					Annual Indicators		
	Unit of measure	Date	Last Data	Date	Next Data	2023	2024p	2025p
Activity								
GDP	YoY %	III Q 24	-2,1	VI Q 24	-1,4	-1,6	-2,6	4,5
Total Consumption	YoY %	III Q 24	-3,3	VI Q 24	-1,6	1,1	-5,0	4,2
Total Investment	YoY %	III Q 24	-16,8	VI Q 24	-8,0	-2,0	-19,7	12,6
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	dec.-24	2,7	jan.-25	2,4	211,4	117,8	25,5
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	jan.-25	1044	feb.-25	1059,8	636,5	1020,7	1170,4
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	jan.-25	1,15	feb.-25	1,15	1,8	1,16	1,10
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	dec.-24	16,9	jan.-25	1,3	16,9	16,9	16,7
Primary Expenditures	% GDP	dec.-24	15,1	jan.-25	1,0	19,6	15,1	15,2
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	dec.-24	1,8	jan.-25	0,3	-2,7	1,8	1,5
Foreign Sector								
Exports	USD BN	dec.-24	7,0	jan.-25	5,6	66,9	79,5	80,7
Imports	USD BN	dec.-24	5,4	jan.-25	4,9	74,2	61,6	68,8
Trade Balance	USD BN	dec.-24	1,7	jan.-25	0,7	-7,0	17,9	11,9
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	III Q 24	1,4	VI Q 24	-1,37	-21,0	5,7	-8,9
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	jan.-25	32,0	feb.-25	29,0	100,0	32,0	18,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	jan.-25	31,3	feb.-25	26,8	109,9	31,9	18,7

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources