

ARGENTINA

INFORME ECONONÓMICO ENERO

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

01/2025

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: Logros y riesgos de cara al segundo año de Milei

El primer año de Milei se caracterizó por un inesperado **pragmatismo político-legislativo** y una **corrección de los desequilibrios macroeconómicos heredados** que, ayudados por el éxito del blanqueo y la victoria de Trump, arrojó resultados mejores a los esperados inicialmente. De esta manera, las autoridades instauraron el **ancla fiscal** (2024 cerraría con superávit fiscal por primera vez desde 2008) y la **reducción de la inflación** (cerraría el año por debajo del 3% mensual cuando en noviembre del 2023 viajaba al 12% mensual) -clave para el sostenimiento del apoyo popular- como las principales banderas de su política económica.

Ahora bien, pese a que durante el último mes del año el Gobierno logró sostener la relativa estabilidad cambiaria-financiera, **comenzaron a aparecer ciertas rispideces** generadas por **cuestiones coyunturales** (vencimiento del Impuesto PAIS), **estacionales** (compra de USD con fines turísticos en el exterior) y **externas** (devaluación del Real en Brasil y la expectativa de tasas elevadas durante mayor tiempo en EEUU).

En detalle, la **brecha cambiaria** se despertó (pasó del 5% al 15% en tan sólo 7 ruedas) y ameritó la intervención directa del BCRA para frenar su suba; la autoridad monetaria frenó su buen desempeño en el MULC y vendió más de USD 800 M en las últimas 3 ruedas del año (producto de la postergación de pagos previa dado el vencimiento del Impuesto PAIS); el **Riesgo País** moderó su ritmo de reducción frente a un contexto internacional volátil (especialmente en Brasil y EEUU); y los **depósitos privados en USD** continuaron reduciéndose (acumulan una caída de USD 3.000 M desde principios de noviembre) luego de que haya finalizado la etapa más atractiva del blanqueo.

Por su parte, si bien en octubre la economía habría superado el nivel de actividad heredado en noviembre del 2023 (ya se encuentra un 0,6% por encima en la medición desestacionalizada), aún se encuentra un 1,7% por debajo del inicio de la recesión en agosto del 2023. Hacia adelante, lo más probable es que el camino a transitar sea **lento, con vaivenes y resultados heterogéneos**.

En esa misma línea, una de las claves para propiciar un escenario de crecimiento virtuoso sería lograr una **reducción de la inflación sostenible** en el tiempo que permita sostener la incipiente recuperación de los ingresos reales y una reducción de la pobreza. En esta materia, **el Gobierno alcanzó resultados positivos en los últimos meses**: no sólo lograron romper el 3%

mensual en octubre, sino que en noviembre la inflación también se ubicó por debajo del 2,5% mensual.

Ahora bien, pese a que el **crawling peg al 2%** fue de gran ayuda en el proceso de desaceleración inflacionaria, con la reducción de la nominalidad está dejando de actuar como un ancla para pasar a comportarse como un componente inercial. En este sentido, difícilmente la inflación logre perforar el próximo piso inercial sin una moderación de la devaluación oficial, razón por la cual reducir su ritmo aparece como una de las alternativas y cada vez gana más probabilidad.

De cara a 2025, **la cuenta de los dólares se vuelve crucial para analizar la sostenibilidad del programa económico** actual. En primer lugar, la Cuenta Corriente se tornaría deficitaria dado que el 20% de las exportaciones se vuelcan al CCL, eventualmente las importaciones se incrementarían dado el crecimiento de la economía (el agotamiento de los stocks se profundizaría con la reducción de aranceles y el vencimiento del Impuesto PAIS) y la apreciación cambiaria ensancharía el rojo en servicios (especialmente por turismo). Sumado a ello, el Gobierno no sólo tendría que afrontar pagos netos de deuda por casi USD 12.000 M, sino que también podría aparecer la canilla de la intervención en el CCL en caso de que sea necesario para contener la brecha en un año electoral (como sucedió en algunas ruedas de diciembre).

Sin embargo, en los últimos meses las autoridades fueron mostrando las **cartas con las que cuentan** para cubrir las necesidades de corto plazo y extender el horizonte. A diferencia de lo que se evidenciaba meses atrás, parecería que el FMI estaría dispuesto a firmar un **acuerdo transitorio sin una salida del CEPO** (la victoria de Trump incrementó aún más esta posibilidad y las autoridades argentinas dejaron trascender que apuntan a cerrarlo durante el primer trimestre). A su vez, habría margen para incrementar la recepción de fondos netos por parte del resto de los **Organismos Internacionales**. En paralelo, el Gobierno dejó trascender que estaría negociando con bancos privados un **REPO para cubrir los vencimientos** de bonos en caso de ser necesario, mientras que tampoco descartan un **canje voluntario** de deuda para rolear los respectivos compromisos en algún momento del año.

A estos artilugios habría que sumarle la capacidad de incrementar los **préstamos en USD** (gracias al éxito del blanqueo), el potencial ingreso de USD vía **RIGI** y la posibilidad de una **eliminación o reducción del dólar blend** (pondría en riesgo la estabilidad de la brecha cambiaria, pero dotaría de mayor oferta al MULC y le permitiría al BCRA recuperar Reservas). Dado este contexto, vemos más factible que antes que el Gobierno se incline por **sostener** (o incluso reducir) **el crawling peg al menos hasta las elecciones**. Sin embargo, pese a contar con un mayor margen de maniobra, esta estrategia se enfrentaría a riesgos exógenos y endógenos no menores.

En cuanto a los **riesgos exógenos**, atravesar un evento climático o una mayor caída en los precios internacionales de las commodities complejizaría aún más el panorama en el MULC; el sostenimiento de la volatilidad financiera internacional (particularmente lo que suceda en Brasil y EEUU) podría frenar la reducción del Riesgo País y/o la llegada de inversiones a emergentes; y, por último, la **incertidumbre política en un año electoral**, quizás el factor de riesgo más determinante. A su vez, dada la dinámica resultante, ciertos **riesgos endógenos** al programa también podría comenzar a jugar en contra: los préstamos en USD podrían revertirse, los pagos por importaciones podrían adelantarse y las liquidaciones del agro podrían frenarse en caso de que reaparezcan expectativas de devaluación en el corto plazo.

Político: El 2024 fue mejor de lo esperado, la duda es si sigue la tendencia en 2025

1. *El cierre de 2024 fue mejor de lo esperado en materia económica para Javier Milei.*

El segundo semestre de 2024 fue mucho mejor de lo esperado para Milei, con una economía mostrando recuperación de la actividad, recuperación de los salarios, en el marco de un inflación y pobreza bajando.

2. *La duda es si 2025 seguirá mostrando la misma tendencia en materia económica.*

La pregunta es si el sendero de recuperación se podrá transformar en crecimiento, con mejora del poder adquisitivo y del consumo, que es lo que podría fortalecer el nivel de satisfacción política de los votantes.

3. *Milei buscará la consolidación del ciclo en la elección de medio término de este año.*

Si la economía sigue un sendero de recuperación, Milei ya no buscará sobrevivir a la elección de medio término, sino que buscará consolidar el ciclo con un buen triunfo que lo acerque a las mayorías en el Congreso.

Si uno le hubiera contado a un observador de la escena argentina el 10 de diciembre de 2023 cómo terminó 2024, ese observador hubiera acusado la descripción como exageradamente optimista. Esa es una linda figura para describir **lo bien que culminó 2024 para Javier Milei**, sobre todo en materia económica.

Independientemente de discutir las magnitudes, el segundo semestre terminó mostrando la actividad en recuperación, los salarios recuperando poder adquisitivo, el empleo dejando de caer, el consumo empezando a mostrar señales de recuperación, y dos señales auspiciosas para la interpretación que la

gente pueda hacer del rumbo económico: la inflación desacele-
rando y la pobreza cayendo según estimaciones privadas.

El final económico de 2024 permitió una **recuperación de la imagen y la valoración del desempeño del gobierno**, que ubi-
caron al Presidente y su gestión en niveles similares a los que se
observaban al inicio del año. Lógicamente, todo ello consolidó
también destacables niveles de apoyo electoral pensando en la
elección de medio término que tendremos en octubre próximo.

En consecuencia, la duda no es si la situación está yendo por
buen o mal camino, el interrogante es si la situación puede sos-
tener el ritmo de mejora que evidenció en los últimos meses. Si
ello es así, la competitividad del oficialismo seguirá siendo
buena, y podría encaminarse a un triunfo electoral en la elección
legislativa.

No obstante, 2025 seguirá mostrando algún rango de incerti-
dumbre sobre si el sendero de recuperación se podrá transfor-
mar en un sendero de crecimiento. Especialmente es un camino
que permita una continuidad en la recuperación de los salarios
para lograr una mejora en el poder adquisitivo y, finalmente, en
el consumo (el indicador económico que funciona como mejor
proxy para identificar el nivel de satisfacción política de los ciu-
dadanos).

Adicionalmente, **el año nuevo estará signado por el proceso
electoral**, ya que ahí se podrá advertir si este ciclo político
avanza en el camino de su consolidación (triunfo oficialista y for-
talecimiento del oficialismo en el Congreso) o si se siembran du-
das sobre su continuidad más allá de 2027 (derrota del oficia-
lismo y persistencia de la condición de hiperminoría en el Con-
greso).

Dentro de las posibilidades uno podría distinguir diferentes es-
cenarios según distintas performances del oficialismo en la elec-
ción de medio término:

1) El oficialismo sacando más del 40% de los votos: se trataría
de un escenario muy probablemente de triunfo nacional y que
lo acercaría a las mayorías en las dos cámaras del Congreso, re-
duciendo la necesidad de acuerdos y alianzas para poder sancio-
nar leyes en el Congreso.

2) El oficialismo sacando entre 35-40% de los votos, con proba-
bilidad de triunfo: se trata de un escenario menos favorable que
el primero, con chances de ser un escenario de triunfo nacional,
pero con menor fortalecimiento legislativo.

3) El oficialismo sacando entre 30-35% de los votos, con poca
probabilidad de triunfo: en este nivel de competitividad ya se
vuele más complejo que el oficialismo pueda alzarse con un
triunfo nacional, y podría sufrir derrotas complicadas desde lo
político, como en la Provincia de Buenos Aires. No sería una
buena elección para La Libertad Avanza un resultado de este
tipo.

4) El oficialismo sacando menos de 30% de los votos y enfren-
tando una catástrofe electoral: si La Libertad Avanza obtuviese
menos del 30% de los votos, sería una catástrofe electoral y no
sólo consolidaría la escena de gobierno de hiperminoría sino
que presentaría dudas sobre la estabilidad política en la segunda
parte del mandato de Milei.

De los cuatro escenarios, 2024 terminó mostrándonos al oficia-
lismo ubicado entre el 1) y el 2), y con poca probabilidad de ocu-
rrencia para los escenarios 3) y 4). De continuar esta situación,
estaríamos en una escena más de consolidación de este ciclo
que de una que nos presente riesgo de inestabilidad política. De
todas formas, habrá que ver cómo transitamos económica-
mente el camino hacia la elección, porque allí estará la clave
para pensar si seguimos más cerca de los escenarios 1) y 2) que
de los escenarios 3) y 4).

ACTIVIDAD

La actividad creció 5,3% desde el piso de la recesión

- El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) **mostró un crecimiento mensual del 0,6% s.e. en octubre y, con las correcciones hacia atrás del indicador, hiló una racha de seis meses consecutivos sin caídas (suba acumulada de 5,3%).**

- De cara a noviembre, la producción de automóviles (ADEFA) tuvo un crecimiento de 4,4% mensual s.e, la producción de acero ascendió 1,1% s.e. Los despachos de cemento subieron 2,6%, mientras que el Índice Construya -que mide la evolución de los volúmenes vendidos al sector privado para la construcción- cayó 3,2% mensual sin estacionalidad. Las ventas minoristas de la CAME subieron 3,9% y la Confianza del Consumidor (UTDT) 6,1%. Por contrario, la venta de autos usados y patentamientos de OKM cayeron 1,0% y 1,9% respectivamente.

- El año cerrará con una caída promedio más cercana al 3% que al 3,5%, dejando un arrastre positivo de más de 1p.p. que ayudará a que la economía exhiba un crecimiento que estimamos por el momento en la zona de 4,5%.

La actividad subió 0,6% en octubre

El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) **mostró un crecimiento mensual del 0,6% s.e. en octubre y, con las correcciones hacia atrás del indicador, hiló una racha de seis meses consecutivos sin caídas desde el piso de abril (suba acumulada de 5,3%).**

De este modo, en la comparación contra octubre de 2023 la caída recortó al 0,7% interanual (en septiembre era del 2,5%)

y acumuló una caída interanual promedio del 2,7% en los primeros 9 meses del año. Con el dato de octubre, **el indicador se ubica sólo 0,6% por debajo del promedio del 2023**, registro por encima de lo esperado. Con todo, el nivel de actividad se ubicó un 2,3% por encima de los niveles de diciembre (mes donde se llevó a cabo la devaluación), pero si excluimos al agro aún se situaría por debajo.

del año se mantendrá, aunque será menos vertiginosa que la de los meses previos. Sobre la heterogeneidad, los sectores más asociados a los sectores energético, minero y agropecuario seguirán siendo los que más crecen.

Para ilustrar esto, sabemos que en noviembre la producción de automóviles (ADEFA) tuvo un crecimiento de 4,4% mensual (ajustado por estacionalidad), la producción de acero ascendió 1,1%, los despachos de cemento subieron 2,6%, mientras que el Índice Construya -que mide la evolución de los volúmenes vendidos al sector privado para la construcción- cayó 3,2% mensual sin estacionalidad. Las ventas minoristas de la CAME subieron 3,9% y la Confianza del Consumidor (UTDT) 6,1%. Por contrario, la venta de autos usados y patentamientos de OKm cayeron 1,0% y 1,9% respectivamente.

En resumen, el año cerrará con una caída promedio más cercana al 3% que al 3,5%, dejando un arrastre positivo de más de 1p.p. que ayudará a que la economía exhiba un crecimiento que estimamos por el momento en la zona de 4,5%.

PRECIOS

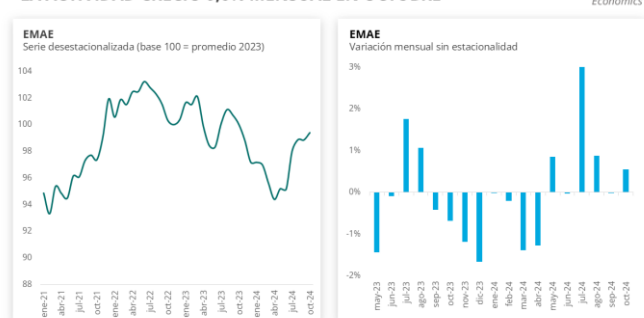
La inflación sorprendió a la baja en noviembre

- El IPC Nacional elaborado por el INDEC mostró una suba mensual del 2,4% en octubre, mostrando una desaceleración de 0,3 puntos porcentuales con respecto al dato del mes previo y marcando su menor registro desde julio de 2020 (+1,9%). Además, se trata del menor registro para un mes de noviembre desde 2017. De este modo, el IPC Nacional acumula una suba del 112% lo que va del año y un incremento interanual del 166,0% (-27,0 p.p.).

- La sorpresa fueron los Estacionales: evidenciaron una caída mensual del 1,2%, la segunda caída mensual desde que inició la serie actual (la anterior fue en febrero del 2018). El registró se explica principalmente por la caída en los precios de algunas verduras: el tomate cayó 31%, la cebolla 18,7% y la papa 14,1%, los tres con un peso importante al interior de los Alimentos y Bebidas.

- Difícilmente la inflación logre perforar el próximo piso inercial sin una moderación del crawling peg. Por tal motivo, las autoridades ya deslizaron la posibilidad de recortar el avance mensual del tipo de cambio oficial al 1% mensual en caso de que la inflación sostenga la dinámica reciente en los próximos meses. En tal caso, el impacto sería positivo en el corto plazo para el plano cambiario: la reducción del crawling permitiría robustecer la estrategia del carry en USD, uno de los principales factores detrás de las recientes compras del BCRA en el mercado de cambios oficial.

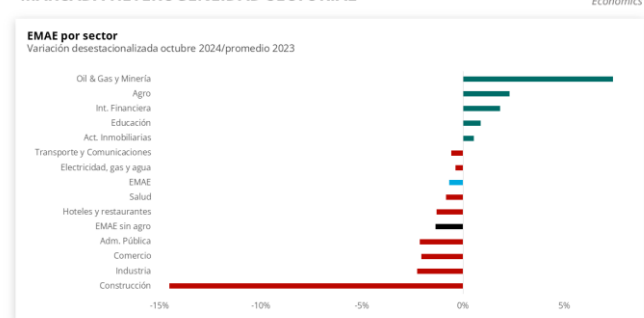
LA ACTIVIDAD CRECIÓ 0,6% MENSUAL EN OCTUBRE



Por su parte, **la caída en los bienes viene siendo mayor que la de los servicios**: para septiembre, los primeros cayeron 1,9% mientras que para los servicios la caída fue del 0,8%. Esto empeora si quitamos los bienes agropecuarios, donde la caída se profundiza hasta el 2,6% (-7,9% en el promedio del año).

Como viene siendo una constante a lo largo del año, los datos muestran una **marcada heterogeneidad al interior de la actividad**, donde sectores como Construcción (-14,5% i.a.), Industria Manufacturera (-2,3% i.a.) y Comercio (-2,1% i.a.); que a su vez son los tres sectores más demandantes de trabajo, todavía no recuperan. En sentido contrario, el sector agropecuario (+2,4% i.a.) se mantiene creciendo aunque muy por debajo de los niveles de principio de año, por la mala base de comparación que fue el año pasado. La explotación de minas avanzó 7,4% i.a. y la intermediación financiera creció 1,8% i.a.

MARCADA HETEROGENEIDAD SECTORIAL



¿Qué esperamos hacia adelante?

Hasta el momento, la actividad viene mostrando un **desempeño heterogéneo, irregular y en forma de serrucho**. Algunos indicadores muestran que la recuperación del último bimestre

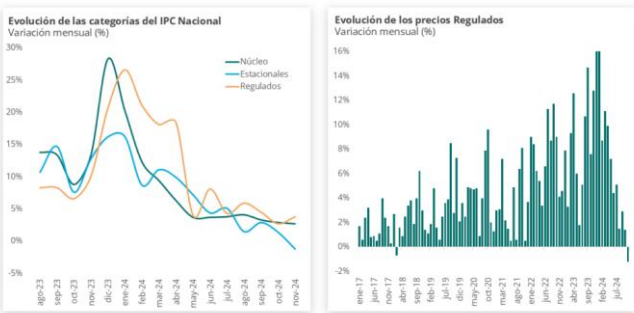
La inflación se redujo gracias a los Estacionales

El IPC Nacional elaborado por el INDEC mostró una **suba mensual del 2,4%** en octubre, mostrando una desaceleración de 0,3 puntos porcentuales con respecto al dato del mes previo y marcando su **menor registro desde julio de 2020** (+1,9%). Además, se trata del menor registro para un mes de noviembre desde 2017. De este modo, el IPC Nacional acumula una suba del 112% lo que va del año y un incremento interanual del 166,0% (-27,0 p.p.). Del mismo modo, se ubicó por quinto mes consecutivo por debajo de las expectativas del mercado (REMB-CRA), que proyectaba un 2,8%.

En cuanto a las categorías, la inflación **Núcleo** (que mide la tendencia de los precios al excluir estacionales y regulados) registró un 2,7% mensual (-0,2 p.p.), el menor registro desde septiembre 2020. De este modo, al igual que en octubre, se ubicó por encima del nivel general (segunda vez en el año). Por su parte, los precios **Regulados** aumentaron 3,8%, ubicándose 1,1 puntos porcentuales por encima de octubre, impulsados por aumentos en transporte público, tarifas de electricidad, luz y gas y prepagas.

No obstante, la sorpresa fueron los **Estacionales**: evidenciaron una caída mensual del 1,2%, la segunda caída mensual desde que inició la serie actual (la anterior fue en febrero del 2018). El registro se explica principalmente por la caída en los precios de algunas verduras: el tomate cayó 31%, la cebolla 18,7% y la papa 14,1%, los tres con un peso importante al interior de los Alimentos y Bebidas.

LA CAÍDA EN ESTACIONALES CONTRIBUYÓ A LA MODERACIÓN



Justamente, los **Alimentos y bebidas** aumentaron “sólo” 0,9% y mostraron el menor aumento desde mayo 2020 (plena pandemia), siendo vital para el registro del nivel general: en caso de excluirlo, la inflación hubiera sido del 3,1%. A su interior, colaboraron en la desaceleración la gran caída en los precios de las Verduras (-10,9%), mientras que el resto de las categorías se ubicaron bien por encima: las carnes subieron 2,4%, los lácteos 2,2%, las bebidas no alcohólicas 3,2%, los aceites y grasas 3,2% y las frutas 6,9%.

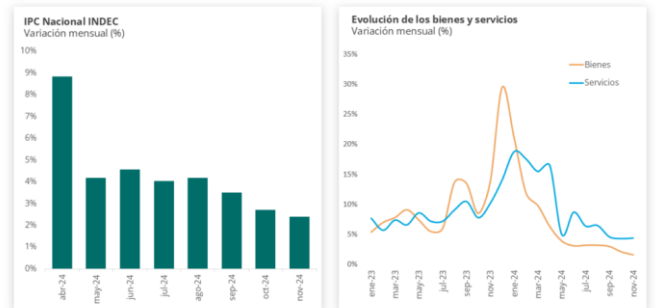
Como resultado de la desaceleración en alimentos, las canastas que determinan la línea de pobreza e indigencia también moderaron su avance en octubre. La **Canasta Básica Alimentaria (CBA)** creció un 1,1% mensual, desacelerándose 0,3 puntos porcentuales con respecto a octubre. Del mismo modo, la **Canasta Básicas Total (CBT)** se incrementó un 1,5% en el antepenúltimo mes del año, 0,8 puntos porcentuales por debajo de septiembre.

En cuanto al resto de los capítulos, los menores aumentos se vieron en Educación (+5,1% – impulsado por aumentos en las cuotas de colegios), seguida de Vivienda (+4,5% – traccionado por subas en alquileres, suministro de agua y tarifas de gas y electricidad).

En otro orden, por noveno mes consecutivo los precios de los **Bienes** (+1,7% mensual, -0,5 p.p.) se movieron por debajo del *crawling peg* (2,2%) y a una velocidad considerablemente menor a la de los **Servicios** (+4,3%, +0,3 p.p.). Esta situación es contraria a la de 2023, donde los bienes (que subieron 223,1% en el año) corrían bien por encima de los servicios (+153,8% en 2023), principalmente debido al congelamiento de las tarifas de servicios públicos, que se mantuvo vigente durante buena parte del 2023.

LA INFLACIÓN SORPRENDIÓ A LA BAJA

ECOLATINA
Economics



¿Qué esperamos hacia adelante?

A priori, el **IPC Ecolatina** registró una **suba mensual de 2,6% en diciembre**. De esta manera, cerró el 2024 con una suba acumulada de 139,4%. Los capítulos que contribuyeron a la desaceleración del índice (-0,3 p.p.) fueron Transporte y Comunicaciones (+0,9%), Indumentaria (+1,3%) y Salud (+1,8%).

En cuanto a las categorías, la inflación Núcleo avanzó 3,0%, una aceleración que tiene que ver con los aumentos de las carnes en el último mes del año y que ocasionó una incidencia de 0,6 p.p. en el Nivel General. También se destaca la desaceleración de los Regulados, favorecidos por la ausencia de ajustes en tarifas de transporte público y de menor magnitud en tarifas de servicios públicos. Por último, los precios Estacionales aumentaron 2,6% en el último mes del año, impulsados por aumentos en servicios asociados al turismo.

Hasta el momento, el *crawling peg* del tipo de cambio oficial corriendo al 2% mensual fue probablemente **la principal ancla para reducir la inflación**, lo cual se evidenció con la convergencia de los bienes a la pauta cambiaria. Sumado a ello, la relativa estabilidad de la brecha cambiaria, la contención de las expectativas de devaluación y la fuerte recesión inicial (con una posterior recuperación acotada, heterogénea y paulatina) fueron elementos claves que ayudaron a moderar la inflación.

No obstante, pese a que el *crawling peg* al 2% fue de gran ayuda en el proceso, con la reducción de la nominalidad está **dejando de actuar como un ancla para pasar a comportarse como un componente inercial**. En este sentido, difícilmente la inflación logre perforar el próximo piso inercial sin una moderación del *crawling peg*. Por tal motivo, las autoridades ya deslizaron la posibilidad de recortar el avance mensual del tipo de cambio oficial al 1% mensual en caso de que la inflación sostenga la dinámica reciente en los próximos meses.

Ahora bien, aquella alternativa no estaría exenta de riesgos, dado que podría implicar una **mayor apreciación real del tipo de cambio** en un contexto de presiones devaluatorias de nuestros principales socios comerciales, lo cual podría complicar aún más la cuenta de los dólares en el mediano plazo.

Sin embargo, esta vez podría ser diferente, dado que el impacto sería positivo en el corto plazo para el plano cambiario: **la reducción del *crawling* permitiría robustecer la estrategia del *carry* en USD**, uno de los principales factores detrás de las recientes compras del BCRA en el mercado de cambios oficial. En un contexto de expectativas de devaluación contenidas, brecha cambiaria estable en niveles bajos, y tasas de interés en pesos deslizándose a terreno neutro o positivo en términos reales, existen incentivos para posicionarse en “pesos” y obtener ganancias en moneda dura. De hecho, la autoridad monetaria decidió reducir la tasa de política monetaria frente a las menores expectativas de inflación. Por ende, una eventual moderación del *crawling peg* podría inclinar la cancha hacia un nuevo recorte de tasas sin que se vea afectado el diferencial de financiamiento en pesos o en dólares.

POLÍTICA FISCAL

Cambian los recursos, pero el superávit se sostiene

- **El Sector Público Nacional No Financiero anotó en noviembre el undécimo mes con superávit primario y marcó un nuevo mes con superávit financiero. En números, el resultado primario ascendió a \$1,38 billones y, con intereses que se ubicaron en \$1,02 b, el resultado financiero resultó en \$ 0,36 billones. El verde fiscal estuvo explicado, por una contundente contracción del gasto (-24% i.a.) que fue superior a**

la caída de los recursos (-7%i.a.). En esta oportunidad, mientras el IVA y el Impuesto PAIS continuaron en rojo, fue amplio el abanico de recursos que mitigaron la caída. En detalle, incidieron positivamente los recursos asociados al comercio exterior, los provenientes de la Seguridad Social, el impuesto a las Ganancias (con la recomposición de la cuarta categoría), los impuestos internos y Combustibles. No obstante, jugó a favor en la comparación interanual la baja base de noviembre 2023.

- **De esta manera, el SPN acumula en lo que va del año un superávit primario del 2% del PIB y un superávit financiero del 0,6%. En resumen, el desempeño fiscal estuvo signado por un marcado recorte sobre el gasto público (-28% i.a) y una caída sostenida en los ingresos (-7%), principalmente en los vinculados al nivel de actividad. En este marco, jugaron a favor el aporte extraordinario del impuesto a las Ganancias en mayo, los recursos provenientes del comercio exterior, lo aportado por el impuesto PAIS y los ingresos resultantes del blanqueo y del Paquete Fiscal.**

- **Del análisis de la historia fiscal reciente se desprende que diciembre es un mes deficitario, independientemente del color político de turno. En concreto, el último superávit primario tuvo lugar en diciembre 2006, y el último superávit financiero data del siglo pasado (diciembre 1995). El gobierno acumula en lo que va del año un resultado primario de 2% del PBI, por lo tanto, estaría previsto un déficit en diciembre. De hecho, con la publicación del resultado fiscal, el gobierno afirmó que espera para el mes próximo un déficit de 0,3% del PBI por cuestiones estacionales.**

¿Cómo le fue al fisco en noviembre?

El **Sector Público Nacional No Financiero** anotó en noviembre el undécimo mes con superávit primario y marcó un nuevo mes con superávit financiero. En números, el resultado primario ascendió a \$1,38 billones y, con intereses que se ubicaron en \$1,02 billones, el resultado financiero resultó en \$ 0,36 billones.

¿Qué explicó el resultado fiscal de noviembre? El verde fiscal estuvo explicado, por una contundente contracción del gasto (-24% i.a.) que fue superior a la caída de los recursos (-7% i.a.). En esta oportunidad, mientras el IVA y el Impuesto PAIS continuaron en rojo, fue amplio el abanico de recursos que mitigaron la caída. En detalle, incidieron positivamente los recursos asociados al comercio exterior, los provenientes de la Seguridad Social, el impuesto a las Ganancias (con la recomposición de la cuarta categoría), los impuestos internos y Combustibles. No obstante, jugó a favor en la comparación interanual la baja base de noviembre 2023.

De esta manera, el SPN acumula en lo que va del año un superávit primario del 2% del PIB y un superávit financiero del 0,6%

del PIB. El desempeño fiscal en lo que va del año estuvo signado por un marcado **recorte sobre el gasto público** (-28% i.a) y **una caída sostenida en los ingresos** (-7%), principalmente en los vinculados al nivel de actividad. En este marco, jugaron a favor el aporte extraordinario del impuesto a las Ganancias en mayo, los recursos provenientes del comercio exterior, lo aportado por el impuesto PAIS y los ingresos resultantes del blanqueo y del Paquete Fiscal.

Por el lado de las erogaciones, el **Gasto Primario registró una contracción real de -24% i.a** (en línea con los meses previos) producto de un recorte transversal sobre las principales partidas. De esta manera, acumula dieciséis meses de caídas reales interanuales consecutivas.

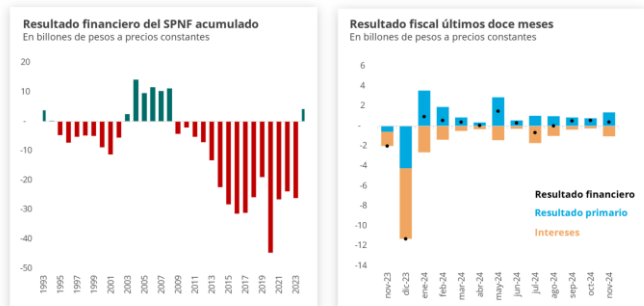
Haciendo foco, las **Prestaciones Sociales** explicaron casi un cuarto de la disminución del gasto: cayendo 10% i.a real; pero moderando la caída de los meses previos. A su interior, las Jubilaciones y Pensiones (incluyendo Pensiones No Contributivas) experimentaron una suba de 3% i.a (en términos reales), hecho destacable ya que estas partidas no evidenciaban un crecimiento simultáneo desde julio 2022. Por otro lado, las Asignaciones Sociales crecieron 48% i.a. (mientras las Asignaciones Familiares recortaron 5,4% i.a., la AUH acentuó su crecimiento más que duplicándose y acumula nueve meses en verde). Finalmente, las prestaciones del PAMI se mantuvieron en términos reales (+1% i.a).

Los **Gastos de Capital** continuaron mostrando una marcada caída real de 69% i.a, en línea con los meses previos, explicando un 20% de la contracción. Mientras tanto, un cuarto de la reducción del gasto total fue explicada por la caída (-76% i.a real) de las **Transferencias a Provincias** (corrientes y de capital).

Por otro lado, los **Subsidios Económicos** profundizaron su pérdida en términos reales, un 22% respecto a noviembre 2023, explicando el 6% de la contracción del gasto. Mientras energía y otras funciones se mantuvieron en línea con el mes previo, se destaca una aceleración en la caída de la partida de Transporte que se contrajo este mes 32% i.a.

Por último, las **Transferencias a Universidades**, retornaron al terreno negativo luego de un excepcional octubre dentro de la dinámica anual, cayendo 27% i.a. Mientras tanto, los **Gastos en Funcionamiento** (donde se incluyen salarios públicos) se mantuvieron en los mismos niveles de caída que los meses previos (-23% i.a), y acumulan once meses en rojo.

SUPERÁVIT PRIMARIO Y FINANCIERO



Un zoom al interior de las cuentas públicas

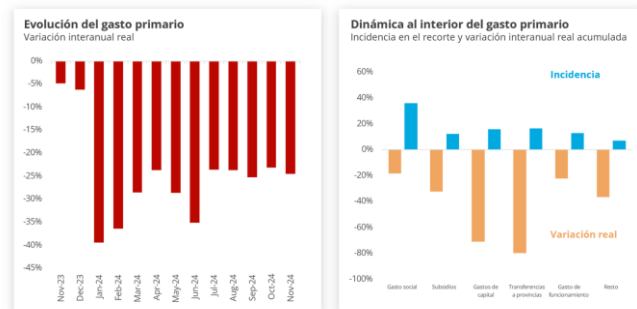
El crecimiento real de los ingresos tributarios en este mes (+6% i.a.), se explica principalmente por una baja base de comparación del noviembre previo, donde los recursos disminuyeron producto de la incertidumbre electoral y de los beneficios fiscales post PASO (eliminación de la cuarta categoría de Ganancias, devolución del IVA, entre otros). Por lo tanto, pierde significatividad evaluar las partidas en términos interanuales, sin analizar en profundidad lo ocurrido.

En este marco, los **Derechos de exportación**, que más que se duplicaron en la comparación interanual, cayeron 1,2% respecto a octubre. Similar es el caso de los **Derechos de importación** que crecieron 8% i.a, pero se contrajeron 18% i.m.

Por su parte, **Ganancias** evidenció este mes un crecimiento interanual real de 4%, luego de cinco meses de caídas ininterrumpidas. Si bien jugó a favor la baja base de comparación de 2023, el valor de noviembre mostró un incremento de 20% intermensual debido a las modificaciones introducidas en el mínimo no imponible. Siguiendo con los ingresos vinculados al nivel de actividad, el **IVA** medido en términos reales marcó un retroceso de 4% i.a, en contraste con la señal de mejora evidenciada en octubre.

En sintonía, y dejando atrás el efecto blanqueo, **Bienes Personales** cayó 40% i.a, mientras que las **Contribuciones a la Seguridad Social**, se mantuvieron al alza anotando el tercer verde real, (+7%) luego de un año de caídas ininterrumpidas. Detrás de ello incidió positivamente la moratoria y el aumento de la remuneración bruta. Por último, el **Impuesto PAIS**, acumuló una nueva caída real (-26% i.a) como consecuencia de su finalización.

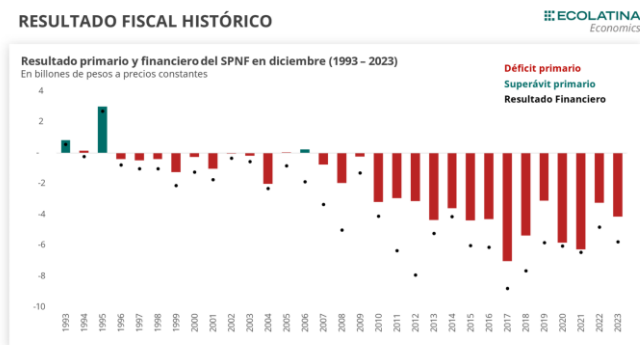
MARCAO RECORTE SOBRE EL GASTO PÚBLICO



¿Qué esperamos hacia adelante?

Desde el inicio de la gestión, el Poder Ejecutivo estableció el ancla fiscal como guía para la política económica. El ordenamiento de las cuentas públicas nos acostumbró a resultados fiscales superavitarios, luego de décadas en las que el rojo fiscal era la norma. A pesar de esto, surge el interrogante: **¿podrá el gobierno sostener la disciplina en el desafiante último mes?**

Del análisis de la historia fiscal reciente se desprende que diciembre es un mes deficitario, independientemente del color político de turno. En concreto, el último superávit primario tuvo lugar en diciembre 2006, y el último superávit financiero data del siglo pasado (diciembre 1995).



Lo que ocurre en el último mes del año es que mientras los ingresos se mantienen en línea con los meses previos, **el gasto público aumenta**. Los principales factores que presionan el gasto son: el pago de aguinaldos a trabajadores estatales, jubilados y pensionados, y el aumento del consumo energético por el comienzo del verano.

Como hemos mencionado, el gobierno acumula en lo que va del año un resultado primario de 2% del PBI, por lo tanto, estaría previsto un déficit en diciembre. De hecho, con la publicación del resultado fiscal, el gobierno afirmó que espera para el mes próximo un déficit de 0,3% del PBI por cuestiones estacionales.

Haciendo foco en el presente, es esperable que las partidas previamente mencionadas sufran un incremento mensual respecto a noviembre, principalmente traccionado por prestaciones sociales. Por el lado de los ingresos, se espera que en diciembre continúen aportando los recursos provenientes de la Ley Bases y el Paquete Fiscal, con el adelanto de Bienes Personales, Moratoria Previsional, lo procedente del Blanqueo y Ganancias, que mitigarán la caída en los recursos proveniente de la eliminación del impuesto PAIS.

En otro orden de cosas, mediante el decreto 1131/2024 **el Gobierno Nacional prorrogó por segunda vez consecutiva el presupuesto de 2023** para el año 2025. Este acontecimiento le da

al gobierno mayor discrecionalidad para la ejecución del gasto y la asignación recursos en un año electoral, cuando históricamente aparecen mayores presiones sobre la obra pública y las transferencias a las provincias.

SECTOR EXTERNO

Noviembre con superávit comercial, ¿qué esperamos para los próximos meses?

- El saldo comercial alcanzó USD 1.234 M en noviembre, acumulando un superávit de USD 17.189 M hasta el décimo mes del año, lo cual sigue representando niveles récord en la serie.

- Las importaciones mostraron un nivel de USD 5.245 M en el mes, lo cual representó una caída de -4,3% i.a., volviendo a la cifra negativa luego del crecimiento interanual de las compras externas observado en octubre por primera vez en 20 meses. Por otro lado, las exportaciones fueron USD 6.479 M (+31,6% i.a.), acumulando USD 72.633 M hasta noviembre (+18,1% i.a.). Al igual que en los meses anteriores, los precios jugaron en contra (-2,8% i.a.), pero el efecto fue más que compensado por un repunte en las cantidades (+35,5% i.a. en noviembre).

- De cara a 2025, estimamos que producto de una cosecha promedio, la mejora en la balanza energética y ciertos sectores exportadores con dinamismo (como el minero), 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.

El saldo comercial alcanzó USD 1.234 M en noviembre, acumulando un superávit de USD 17.189 M hasta el décimo mes del año, lo cual sigue representando niveles *récord* en la serie.

Las importaciones mostraron un nivel de USD 5.245 M en el onceavo mes del año, lo cual representó una caída de -4,3% i.a., volviendo a la cifra negativa luego del crecimiento interanual de las compras externas observado en octubre por primera vez en 20 meses. Además, mostraron una nueva caída desestacionalizada en el mes (-3,4% en noviembre), acumulando dos meses consecutivos de caídas (en octubre la contracción había sido de -1,0%) tras el importante salto mensual de septiembre (+31,1%).

En la misma línea, la caída en las importaciones se explicó más por los precios (-3,9% i.a.) que por las cantidades (-0,2% i.a.). De esta manera, **las importaciones acumularon USD 55.444 M**

hasta noviembre, una cifra **-20,2% i.a. más baja al acumulado del mismo periodo del año anterior.**

Detrás de esta nueva contracción en las importaciones, **el factor más relevante que pudo haber influido es la eliminación total de la percepción del Impuesto PAÍS a partir del próximo lunes, que otorga el incentivo a postergar importaciones.** En este sentido, en el mes de septiembre se observó la mejora mensual más pronunciada del último periodo (incluso más alta que la recuperación post-pandemia), donde pudo estar explicado por la postergación de compras externas hasta la reducción del alícuota en el noveno mes del año. En este sentido, prevemos que en noviembre haya sucedido algo similar: la perspectiva de la eliminación total del impuesto en el mes de diciembre pudo generar un incentivo a postergar compras a ese mes, lo cual generaría que el último mes del año se observe una nueva recuperación mensual de las importaciones (aunque en considerable menor magnitud).

Además, cabe destacar que **el precio del flete se ubicó en niveles máximos de los últimos meses.** En noviembre alcanzó USD 132,5 por tonelada, ubicándose 26,9% i.a. por encima del mismo mes del 2023.

Al interior de las importaciones se observó un desempeño disímil. Por un lado, los Bienes de capital (USD 937 M, +10,0% i.a.), Bienes de consumo (USD 740 M, +11,1% i.a.) y Vehículos automotores (USD 303 M, +393,5% i.a.) mostraron un crecimiento en el mes, dejando en evidencia de que las compras externas fueron impulsadas por bienes finales. A contramano, Bienes intermedios (USD 1.865 M, -13,4% i.a.) y Piezas y accesorios (USD 1.243 M, -5,3% i.a.) exhibieron caídas, dos rubros estrechamente vinculados a la producción, que pudieron estar influenciados por la expectativa de reducción del Impuesto PAÍS.

Todos los grandes rubros de las ventas externas tuvieron subas interanuales en el mes. Los rubros con el crecimiento más grande fue Productos Primarios (USD 1.079 M, +56,9% i.a.) y Manufacturas de origen agropecuario (USD 2.738 M, +55,1% i.a.). Luego, le siguió Manufacturas de Origen Industrial (MOI) con un saldo de USD 2.021 M (+15,0% i.a.).

Nuevo superávit comercial energético

La balanza comercial energética tuvo un nuevo superávit en noviembre: las exportaciones fueron USD 641 M y las importaciones alcanzaron USD 128 M, dando lugar a un saldo comercial fue de USD 513 M en el mes. De esta manera, la balanza acumuló USD 4.980 M hasta el onceavo mes del año: las exportaciones treparon a USD 8.542 M, mientras que las importaciones fueron de USD 3.562 M.

¿Qué esperamos en el último mes del año?

Para el último mes del año **estimamos que se mantendrá el superávit comercial**, para alcanzar un superávit en torno a los USD 18.000 M, *récord* de al menos las últimas tres décadas.

Los factores que incentivan a las importaciones seguirán presentes (apreciación del tipo de cambio real, leve recuperación de la actividad económica y reducción del Impuesto PAÍS). Respecto a las **exportaciones**, el efecto cantidades es el que seguirá generando un buen desempeño de las ventas externas en el cierre del año.

De cara a 2025, estimamos que producto de una cosecha promedio, la mejora en la balanza energética y ciertos sectores exportadores con dinamismo (como el minero), se podría mantener el superávit comercial devengado, 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, incremento de los ingresos en dólares, en un contexto de flexibilización de las restricciones a importar.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Los desafíos del MULC en 2025

- **Finaliza un diciembre relativamente tranquilo en el plano cambiario-monetario.** Por un lado, los dólares paralelos despertaron a mediados de mes aumentando en promedio un 8%, lo que impulsó a la brecha cambiaria promedio nuevamente a los dos dígitos. Por otro lado, el BCRA acumuló compras por USD 700 M y cerró 2024 con un saldo positivo superando los USD 18.700 M. No obstante, en las primeras tres

EL SUPERÁVIT COMERCIAL SE MANTIENE EN NOVIEMBRE

ECOLATINA
Economics



Fuente: Ecolatina en base a INDEC

Por otro lado, las exportaciones fueron USD 6.479 M en el mes (+31,6% i.a.), acumulando USD 72.633 M hasta noviembre (+18,1% i.a.). Al igual que en los meses anteriores, los precios jugaron en contra (-2,8% i.a.), pero el efecto fue más que compensado por un repunte en las cantidades (+35,5% i.a. en noviembre). Por su parte, en términos desestacionalizados mostraron un avance de 0,8% en el mes.

jornadas en el mercado oficial sin Impuesto PAIS (quedó sin efecto el 23/12) la autoridad monetaria se desprendió de USD 803 M.

- Para entender los factores detrás del mercado cambiario, es útil observar la publicación del MULC por noviembre. En concreto, el saldo privado de la Cuenta Corriente arrojó un leve superávit de USD 93 M, producto de exportaciones del sector agropecuario que siguieron firmes y que el sector energético profundizó el superávit. No obstante, lo destacable fue nuevamente una demanda por importaciones en stand-by a la espera del vencimiento del Impuesto PAIS y los incentivos para optar por posiciones de carry en USD, suavizando a la postre el acceso al MULC. Asimismo, la Cuenta Financiera contribuyó nuevamente con un ingreso neto de divisas, con Financiaciones locales alcanzando el valor más elevado desde julio del 2017. Así las cosas, en diciembre la dinámica del MULC se mantuvo sin cambios: el agro siguió firme en la liquidación y los préstamos registraron el mayor crecimiento desde el inicio del blanqueo. No obstante, las reservas netas profundizaron el rojo al calor de las compras de divisas del Tesoro al BCRA.

- Hacia el primer trimestre de 2025, la clave pasará por la cuenta financiera. Una cuenta corriente menos holgada (mayores importaciones) y una menor oferta en los mercados financieros (fin o reducción del dólar blend) no serían un problema para el mercado cambiario si es compensado por un despegue de los préstamos en dólares, ingreso de USD vía RIGI y/o un nuevo programa con el FMI que habilite la llegada de fondos frescos. No obstante, para que se produzca este fenómeno será importante mantener las expectativas de devaluación a raya y trazar un horizonte claro de salida del CEPO.

Finaliza un diciembre relativamente tranquilo en el plano cambiario-monetario. Por un lado, los dólares paralelos despertaron a mediados de mes aumentando en promedio un 8%, lo que impulsó a la brecha cambiaria promedio nuevamente a los dos dígitos al cerrar en 15%, un aumento de 7 p.p. respecto a finales de noviembre. Como contrapartida, los contratos de dólar futuro finalizaron levemente al alza, con la devaluación implícita para los primeros nueve meses de 2025 rondando el 1,9% (vs 1,8% en noviembre). Por otro lado, el BCRA acumuló compras por USD 700 M y cerró 2024 con un saldo positivo superando los USD 18.700 M. No obstante, en las primeras tres jornadas en el mercado oficial sin Impuesto PAIS (quedó sin efecto el 23/12) la autoridad monetaria se desprendió de USD 803 M, reduciendo sensiblemente la acumulación de divisas que venía presentando.

Para entender los factores detrás del mercado cambiario, es útil observar la publicación del MULC por noviembre que realizó el BCRA en la última semana del mes. En concreto, el saldo privado de la Cuenta Corriente arrojó un leve superávit

de USD 93 M y cortó con una racha de cinco meses de déficit. Detrás de ello, las exportaciones del sector agropecuario siguieron firmes, aportando un ingreso neto de divisas de USD 1.708 M. Asimismo, el sector energético profundizó el superávit al marcar USD 275 M (vs USD 58 M en octubre) producto de una oferta exportadora mejorando, y una demanda por importaciones reduciéndose y dejando atrás el pico estacional de julio.

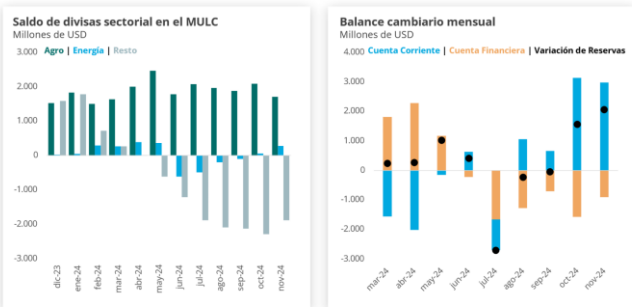
No obstante, lo destacable fue nuevamente una demanda por importaciones en stand-by. Puntualmente, en noviembre la demanda de divisas por importaciones de bienes fue de USD 4.983 M, ubicándose por debajo de lo estimado por el cronograma teórico de pagos, en un mes donde confluían los compromisos del esquema de cuatro (julio y agosto) y dos cuotas (octubre y noviembre). Para dimensionar, la demanda promedio diaria fue de USD 262 M, apenas por encima de los USD 252 M de octubre y los USD 239 M de septiembre.

Justamente, la razón de este comportamiento se encuentra en el vencimiento del Impuesto PAIS, incentivando a los importadores a postergar el acceso al mercado oficial, y explicando las ventas que incurrió la autoridad monetaria en las últimas semanas de diciembre. Asimismo, en un marco de mayor credibilidad en la estrategia cambiaria del gobierno y expectativas de devaluación a raya, los importadores cuentan con incentivos para optar por posiciones de carry en USD, suavizando a la postre el acceso al MULC.

Por otra parte, la Cuenta Financiera contribuyó con un ingreso neto de USD 739 M. Las Financiaciones Locales siguieron creciendo al registrar USD 1.019 M, el valor más elevado desde julio del 2017, lo que representó un ingreso neto de USD 450 M. Asimismo, los ingresos netos por préstamos financieros se ubicaron en USD 453 M, la segunda mejor marca desde el cambio de gestión y la más elevada desde marzo de 2019.

Así las cosas, cuando se incorpora al sector público en la ecuación del mercado cambiario la Cuenta Corriente fue deficitaria por USD 911 M, producto principalmente de pagos de intereses al FMI por USD 741 M. Como contrapartida, la Cuenta Financiera registró un abultado superávit de USD 2.973 M, casi en línea con octubre (+USD 3.128 M), impulsada principalmente por una mayor integración de los dólares provenientes del blanqueo del sector financiero en el BCRA, lo que más que compensó los retiros producidos del sistema una vez finalizada la primera etapa (-USD 2.300 M). En menor medida, se registró un financiamiento neto de Organismos Internacionales por USD 555 M, el flujo más positivo bajo esta administración. Con todo, el blanqueo permitió que el BCRA retome la acumulación de divisas por segundo mes al hilo al hacerse de USD 2.065 M y deje atrás las ventas presentadas en el trimestre junio-septiembre.

LA CUENTA FINANCIERA MEJORA LA POSICIÓN DEL BCRA EN EL MULC

Ecolatina
Economics

Fuente: Ecolatina en base a BCRA.

Entonces, el cierre del año se mantuvo sin grandes cambios en la dinámica del MULC. Por un lado, la **liquidación del agro** se sostuvo en línea con noviembre al totalizar USD 1.966 M, significando una oferta promedio diaria de USD 103 M. Por el otro, los **préstamos en USD** se dispararon y aumentaron USD 1.477 M (27/12 último dato disponible), la cifra más elevada desde el cambio de tendencia producido en septiembre al calor del blanqueo, lo que sitúa un stock de USD 10.730 M, el más elevado desde diciembre del 2019. Por último, con datos parciales (23/12 último dato disponible), los préstamos provenientes de Organismos Internacionales siguieron su marcha durante diciembre al ingresar cerca de USD 1.000 M.

A pesar de ello, las **Reservas Netas cierran 2024 en rojo**. En vistas a los vencimientos de capital e intereses de bonos soberanos en enero, el Tesoro siguió comprando dólares durante diciembre al BCRA (USD 1.400 M el 18/12, lo que se suma a las compras por USD 2.800 M de noviembre y al giro al Bank of New York de USD 1.000 M realizado el 4/10), lo que aumentó los depósitos de Hacienda en el BCRA a los USD 6.000 M. De esta forma, la medición de reservas netas que excluye los depósitos en moneda extranjera del Tesoro se deterioró hacia los -USD 8.000 M, medida que toma en cuenta la caída que registrarán las reservas brutas cuando se efectivice el pago por enero.

Cabe aclarar que, el aumento del stock de depósitos en USD del Tesoro no sólo corresponde al cumplimiento de vencimiento de soberanos, ya que las divisas también son utilizadas para egresos netos con organismos internacionales y para regulaciones de política monetaria. Por caso, la última operación permitió mantener la BMA (Base Monetaria Ampliada) dentro del objetivo de los \$47,7 bn que tiene la autoridad monetaria, luego de que superara momentáneamente el techo producto de los crecientes depósitos en moneda doméstica del Tesoro en el BCRA.

Con todo, el **balance cambiario** luce desafiante durante el primer trimestre de 2025. Si las autoridades económicas se encaminan a reducir el crawling peg al 1% mensual, el tipo de cambio real no sólo ensanchará el rojo en servicios (especialmente por turismo), sino que también bajará un nuevo escalón (luego del Impuesto PAIS) el costo de las importaciones de bienes. La potencial mayor demanda de divisas confluirá con una exportación de bienes estacionalmente menor. Para contrarrestar este efecto, existe la posibilidad de eliminar o reducir el dólar blend, lo que ayudaría a dotar de mayor oferta al MULC y permitiría engrosar las reservas al BCRA (aunque achicaría la oferta de USD al CCL).

De darse, la clave **pasará entonces por la cuenta financiera**. Una cuenta corriente menos holgada (mayores importaciones) y una menor oferta en los mercados financieros (fin o reducción del dólar blend) no serían un problema para el mercado cambiario si es compensado por un despegue de los préstamos en dólares, ingreso de USD vía RIGI y/o un nuevo programa con el FMI que habilite la llegada de fondos frescos. No obstante, para que se produzca este fenómeno será importante mantener las expectativas de devaluación a raya y trazar un horizonte claro de salida del CEPO.

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.arInternet: 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	-3,4%	-1,6	-3,1	4,5
Consumo Total	Var. % i.a.	III-24	-3,3%	IV-24	-2,7%	1,1	-5,3	4,1
Inversión	Var. % i.a.	III-24	-16,8%	IV-24	-9,6%	-2,0	-20,1	10,3
Precios								
IPC INDEC Nacional ⁽¹⁾	Var. %	nov.-24	2,4	dic.-24	2,7	211,4	117,7	27,5
Tipo de Cambio								
Nominal de Referencia ⁽¹⁾	ARS / USD	dic.-24	1022,2	ene.-25	1041,6	636,5	1022,2	1193,4
Real Multilateral, ARS/USD ⁽¹⁾	Dic. 01=100	dic.-24	1,17	ene.-25	1,17	1,80	1,17	1,12
Situación Fiscal, Acumulado Anual								
Ingresos totales ⁽²⁾	% PBI	nov.-24	15,3	dic.-24	17,1%	16,9	17,1	16,6
Gasto Primario	% PBI	nov.-24	13,3	dic.-24	15,4%	19,6	15,4	15,0
Resultado Primario Nacional ⁽²⁾	% PBI	nov.-24	2,0	dic.-24	1,7%	-2,7	1,7	1,6
Sector Externo								
Exportaciones	USD M	nov.-24	6.479	dic.-24	5.464	66.694	77.973	81.462
Importaciones	USD M	nov.-24	5.245	dic.-24	4.902	73.667	61.142	70.053
Saldo Comercial	USD M	nov.-24	1.234	dic.-24	561	-6.973	16.830	11.409
Balance de Pagos								
Cuenta Corriente	USD M	III-24	2.793	IV-24	-1.374	-20.956	4.927	-10.782
Tasa de Interés								
Tasa de Política Monetaria ⁽¹⁾	% TNA	dic.-24	35,0	ene.-25	35,0	100,0	35,0	18,0
Tasa BADLAR Bancos Privados ⁽¹⁾	% TNA	dic.-24	35,6	ene.-25	35,5	109,8	35,6	18,1

⁽¹⁾En indicadores anuales, promedio diciembre

⁽²⁾Excluye ingresos extraordinarios: ingresos por encima del 0,3% del PIB por colocaciones sobre la par en 2022 y licitaciones 5G en 2023.

ARGENTINA

ECONOMIC REPORT JANUARY

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 **01/2025**

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: Heading into Milei's Second Year - Achievements and Risks

Milei's first year was marked by an unexpected level of **political and legislative pragmatism** and a **correction of inherited macroeconomic imbalances**. These factors, supported by the success of the tax amnesty program and Trump's victory, led to more positive results than originally expected. The authorities established **fiscal discipline** (2024 is projected to close with a fiscal surplus for the first time since 2008) and **inflation reduction** (expected to end the year below 3% monthly compared to November 2023's 12%) as the main pillars of their economic policy—both key to maintaining popular support.

That said, despite achieving relative exchange rate and financial stability in the last month of the year, **some strains began to emerge**. These were driven by **circumstantial factors** (end of the PAIS Tax), **seasonal dynamics** (foreign currency purchases for outbound tourism), and the **external context** (devaluation of the Brazilian real and expectations of higher-for-longer interest rates in the United States).

Specifically, the **spread between exchange rates** widened (increasing from 5% to 15% in just 7 trading sessions), requiring the direct intervention from the Central Bank to halt its rise. The monetary authority interrupted its positive streak in the official forex market and sold more than USD 800 million in the last 3 sessions of 2024 (due to previously deferred payments related to the end of the PAIS Tax). **Country risk** saw a slower decline amidst international volatility (particularly in Brazil and the U.S.), while **private deposits in dollars** continued to fall, having accumulated a drop of USD 3 billion since the start of November, following the end of the most attractive phase of the tax amnesty program.

On another front, while economic activity is estimated to have ended October at levels above those of November 2023 (it now sits 0.6% higher in seasonally adjusted terms), it remains 1.7% below the levels seen before the recession that began in August 2023. Looking ahead, the **recovery is likely to be sluggish, uneven, and marked by upswings**.

In this context, a **sustainable reduction in inflation** will be key to fostering a scenario of virtuous growth, as it would support the nascent recovery in real income and help reduce poverty. On this front, **the government achieved positive results in recent months**: inflation fell below a monthly 3% in October and further declined to less than 2.5% in November.

However, while the **2% monthly crawling peg** was greatly instrumental in slowing inflation, the reduction in nominality is diminishing its role as an anchor, transforming it into an inertial factor. Inflation will hardly break its next inertial floor without a moderation in the official exchange rate's devaluation pace, and this is the reason why this option is becoming an increasingly probable policy alternative.

The **foreign exchange account will be crucial for assessing the sustainability of the current economic program in 2025**. The current account is expected to turn negative due to several factors: 20% of exports are directed to the blue-chip swap market, imports are expected to rise alongside economic growth (inventories would further deplete due to lower import taxes and the end of the PAIS Tax), and exchange rate appreciation should widen the deficit in services, particularly in tourism. Additionally, the government will face net debt payments for nearly USD 12 billion and may need to intervene in the blue-chip swap market to contain the forex spread during an election year (as it happened in some of December's trading sessions).

However, in recent months, the authorities have shown some of their **tools to meet short-term needs** and extend the horizon of the current strategy. Unlike earlier indications, the **IMF appears willing to sign a transitional agreement without requiring the lifting of capital controls** (a possibility bolstered by Trump's victory and with Argentine authorities aiming to finalize this deal in Q1). Additionally, there is potential for increased net funding from other **international organizations**.

Simultaneously, the government has suggested that it is negotiating a **REPO agreement with private banks to cover bond maturities** —should it be necessary —, while also considering a **voluntary debt swap** to roll over commitments during the year. Other tools include increasing **dollar-denominated loans** (leveraging the success of the tax amnesty), a potential inflow of foreign currency via the **RIGI investment promotion regime**, and the possibility of **reducing or eliminating the blended exchange rate** for agricultural exports (while this latter option would risk destabilizing the forex spread, it would increase foreign currency supply in the official forex market, allowing the Central Bank to shore up reserves. Amid this context, we now consider it even more feasible for the government to lean towards **maintaining** (or even reducing) **the crawling peg, at least until the elections**.

However, while this approach offers greater flexibility, it faces significant exogenous and endogenous risks. Regarding the **exogenous risks**, adverse weather events or a further drop in global commodity prices could worsen the forex market outlook.

Persistent financial volatility, particularly in Brazil and the U.S., could slow the decline in country risk and deter investment in emerging markets. Lastly, **political uncertainty during an election year** remains the most significant risk factor. Simultaneously, given this dynamic, certain **endogenous risks** contained in the program could also materialize: dollar-denominated loans could reverse, import payments could be brought forward, and agricultural exports could slow if short-term devaluation expectations resurface.

Political Outlook: Better-Than Expected 2024, Will Trend Continue in 2025?

1. *Economically, 2024 Ended Better Than Expected for Javier Milei.*

H2 2024 was much better than anticipated for Milei, with the economy showing signs of recovery in activity and wages, alongside declining inflation and poverty.

2. *The Question is Whether 2025 Will Follow Same Economic Trend.*

The key question is whether this path of recovery can become one of sustained growth marked by improvements in purchasing power and consumption. This would strengthen voters' political satisfaction.

3. *Milei Will Seek Cycle Consolidation in 2025 Midterm Elections.*

If the economy remains on the recovery path, Milei will no longer be focused on merely surviving the midterm election but will seek to consolidate the cycle with a strong victory that brings him closer to securing a majority in Congress.

If someone had told an observer of the Argentine scene on 10/12/2023, how 2024 would end, that observer might have called the description overly optimistic. This helps picture **how well 2024 ended for Javier Milei**, especially in economic terms.

Regardless of the magnitude of the improvements, H2 2024 ultimately witnessed economic activity recovering, wages regaining purchasing power, employment stabilizing, and consumption beginning to show signs of recovery. In addition, there have been two promising signals for the public's perception of the economic course: inflation is slowing and, according to private estimates, poverty is declining.

The economic finish of 2024 led to a **recovery in the government's approval ratings**, bringing the President and his administration back to levels seen at the start of the year. Naturally,

this also bolstered the notable levels of electoral support ahead of the upcoming midterm elections in October 2025.

Therefore, the question is not whether the situation is heading in the right direction but whether the pace of improvement seen in recent months can be sustained. If it can, the ruling coalition's competitiveness will remain strong, potentially paving the way for an electoral victory in the legislative elections. However, 2025 still carries some uncertainty about whether the recovery path can transition into one of sustained growth. Especially in terms of a continuation in the recovery of wages to achieve improvements in purchasing power and, ultimately, in consumption—a key economic indicator often seen as the best proxy for gauging citizens' political satisfaction.

Additionally, **2025 will be shaped by the electoral process**, as it will reveal whether this political cycle advances toward consolidation (a victory for the ruling party and a strengthening of its position in Congress) or whether doubts emerge about its continuity beyond 2027 (a defeat for the ruling party and the persistence of its hyper-minority status in Congress).

Different scenarios can be outlined based on the government's performance in the midterm elections:

1) The ruling party secures more than 40% of the votes: This scenario would likely result in a national victory, bringing it closer to a majority in both chambers of Congress and reducing its reliance on agreements and alliances to pass legislation.

2) The ruling party earns between 35-40% of the votes, with a chance of winning: While less favorable than the first scenario, this outcome still carries a possibility of a national win, albeit with more limited legislative strengthening.

3) The ruling party garners between 30-35% of the votes, with a low probability of victory: At this level of competitiveness, it would become increasingly challenging for the government to achieve a national victory and could result in politically damaging losses, such as in the Province of Buenos Aires. For *La Libertad Avanza*, this would not be considered a successful result.

4) The ruling party receives less than 30% of the votes, facing an electoral disaster: If *La Libertad Avanza* were to obtain less than 30% of the votes, it would constitute an electoral catastrophe. This outcome would not only cement its hyper-minority status in Congress but also raise doubts about political stability during the second half of Milei's term.

Of these four scenarios, 2024 ended by positioning the ruling party between scenarios (1) and (2), with little likelihood for scenarios (3) or (4). If this trend continues, the situation would lean more towards consolidating this political cycle rather than posing risks of political instability. However, the economic

path leading up to the elections will be critical in determining whether the government remains closer to scenarios (1) and (2) or shifts toward scenarios (3) and (4).

ACTIVITY

Activity Grew by 5.3% From Recession's Lowest Point

- **The Monthly Economic Activity Estimator (EMAE) grew 0.6% seasonally adjusted (s.a.) in October. With the indicator's backward revisions, this marked six consecutive months without declines, having accumulated a 5.3% increase.**

- **Looking ahead to November, car production (measured by ADEFA) grew by 4.4% s.a., while steel production rose by 1.1% s.a. Cement dispatches increased by 2.6%, whereas the Construya Index—which tracks volumes sold to the private construction sector—fell by 3.2% s.a. Retail sales measured by CAME rose by 3.9%, and Consumer Confidence (surveyed by UTDT) improved by 6.1%. On the other hand, sales of used cars and new vehicle registrations dropped by 1.0% and 1.9%, respectively.**

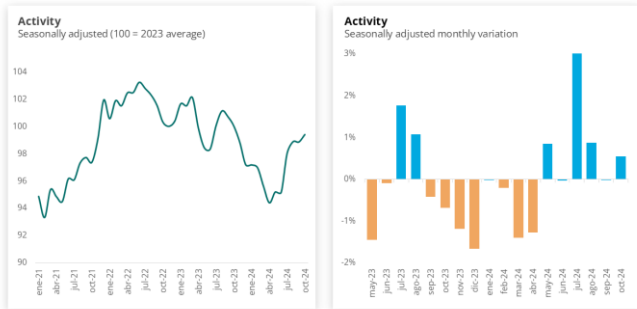
- **2024 will close with an average contraction closer to 3% than 3.5%, leaving a positive carryover of more than 1 percentage point that will support economic growth in 2025, which we currently project to be in the region of 4.5%.**

Activity Rose 0.6% in October

The Monthly Economic Activity Estimator (EMAE by its Spanish acronym) recorded a **seasonally adjusted monthly growth of 0.6% in October**. With the indicator's backward revisions, this marked six consecutive months without declines since April's trough, having accumulated a 5.3% increase.

Compared to October 2023, the contraction narrowed to 0.7% (it was of 2.5% in September), bringing the average year-on-year decline for the first nine months of the year to 2.7%. With October's figure, **the indicator stood just 0.6% below the 2023 average**, a better-than-expected result. Overall, the level of activity was 2.3% higher than in December (when the devaluation took place), although it would remain below that level if excluding the agricultural sector.

ACTIVITY GREW 0.6% M.O.M IN OCTOBER

ECOLATINA
Economics

The **decline in goods has been greater than in services**: as of September, goods fell by 1.9%, while services contracted by 0.8%. This intensifies when excluding agricultural goods, where the drop deepens to 2.6% (-7.9% on average for the year).

As it has been occurring throughout the year, the data reveals **significantly uneven evolutions within economic activity**. Sectors such as *Construction* (-14.5% YoY), *Manufacturing* (-2.3% YoY), and *Retail* (-2.1% YoY)—the three most labor-intensive sectors—have yet to recover. Conversely, the agricultural sector (+2.4% YoY) continues to grow, though far below the levels seen at the start of the year, partly due to last year's weak comparison base. *Mining* advanced by 7.4% YoY, and *Financial Intermediation* grew by 1.8% YoY.

What Is Expected Up Ahead?

So far, economic activity has displayed a **heterogeneous, irregular, and sawtooth performance**. Some indicators suggest that the recovery observed in the last two months of the year will persist, albeit at a slower pace than in previous months. Industries linked to energy, mining, and agriculture are expected to remain the fastest growing.

To illustrate this, November's automotive production (as reported by ADEFA) grew by 4.4% MoM (seasonally adjusted, s.a.), steel production rose by 1.1%, and cement dispatches increased by 2.6%. However, the *Construya* Index—which tracks the evolution of volumes sold to the private construction sector—fell by 3.2% MoM (s.a.). Additionally, retail sales (surveyed by CAME) increased by 3.9% and consumer confidence (measured by UTDT) rose by 6.1%. On the other hand, sales of used cars and new vehicle registrations dropped by 1.0% and 1.9%, respectively.

Summing up, 2024 is expected to close with an average contraction closer to 3% than to 3.5%, leaving a positive statistical carryover of over 1 percentage point that will support economic growth in 2025, which we currently project to be in the region of 4.5%.

PRICES

Downside Inflation Surprise in November

- **INDEC's National CPI rose 2.4% MoM in November**, decelerating by 0.3 percentage points compared to the previous month and marking its lowest level since July 2020 (+1.9%). It was also the lowest November reading since 2017. As a result, the National CPI has risen by 112% year-to-date, with a year-on-year increase of 166.0% (-27.0 percentage points).

- **The main surprise came from Seasonal Prices**, which fell by 1.2% MoM—the second monthly decline since the start of the current series (the first was in February 2018). This was primarily driven by a decrease in the prices of certain vegetables: tomatoes dropped by 31%, onions by 18.7%, and potatoes by 14.1%, all of which carry significant weight within the Food and Beverages category.

- **Inflation can hardly fall below the next inertial floor** without a slowdown in the crawling peg. For this reason, authorities have already hinted at the possibility of reducing the official exchange rate's monthly devaluation to 1% if inflation maintains its recent trend during the coming months. In such a scenario, the short-term impact on the exchange rate front would be positive: a slower crawling peg would strengthen the USD carry trade strategy, one of the main drivers behind the Central Bank's recent net purchases in the official forex market.

Inflation Drops Thanks to Seasonal Prices

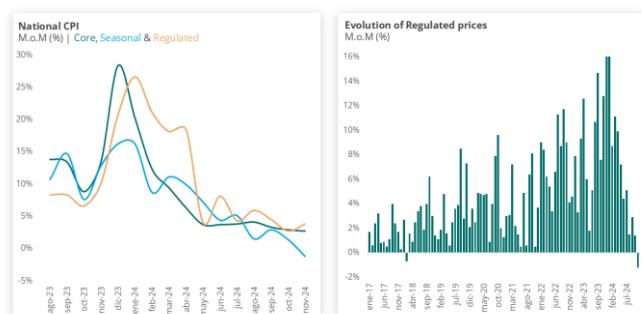
INDEC's National CPI rose **2.4% MoM in November**, decelerating 0.3 percentage points compared to the previous month and marking its **lowest level since July 2020** (+1.9%). This was also the lowest November reading since 2017. As a result, the National CPI has risen by 112% year-to-date, with a year-on-year increase of 166.0% (-27.0 percentage points). Similarly, it remained below market expectations (Central Bank's Market Expectations Survey) for the fifth consecutive month, as the survey had projected 2.8%.

Group-wise, **core inflation**—which measures price trends by excluding Seasonal and Regulated items—, posted a month-on-month increase of 2.7% (-0.2 percentage points), marking its lowest reading since September 2020. For the second time this year (as in October), core inflation sat above headline inflation. Meanwhile, **Regulated Prices** rose by 3.8%, 1.1 percentage points higher than October, driven by increases in public transportation, electricity, gas, and private healthcare.

The standout was **Seasonal Prices**, which fell 1.2% MoM—the second drop since the current series began (the first was in

February 2018). This was largely due to a sharp decrease in the prices of some vegetables: tomatoes fell by 31%, onions by 18.7%, and potatoes by 14.1%, all of which have significant weight within the *Food and Beverages* category.

FALL IN SEASONAL GOODS CONTRIBUTED TO THE MODERATION



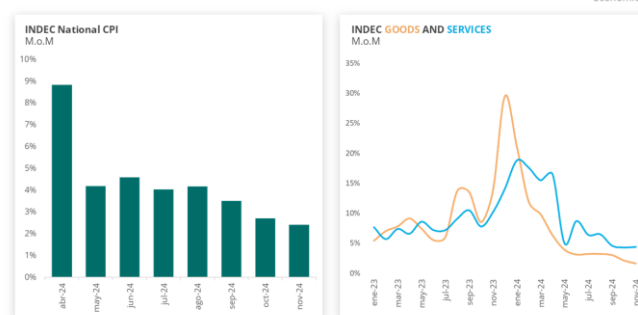
Precisely, *Food and Beverages* increased by “only” 0.9%, marking its most modest rise since May 2020 (during the pandemic) and playing a vital role in the headline inflation figure: excluding this category, inflation would have sat at 3.1%. Within *Food and Beverages*, the sharp drop in vegetable prices (-10.9%) contributed significantly to the deceleration, while other sub-categories saw substantially higher increases: meat rose by 2.4%, dairy products by 2.2%, non-alcoholic beverages by 3.2%, oils and fats by 3.2%, and fruit by 6.9%.

As a result of the deceleration in food prices, the baskets used to define the poverty and extreme poverty thresholds also saw slower increases in November. The **Basic Food Basket (BFB)** rose by 1.1% MoM, a deceleration of 0.3 percentage points compared to October. Similarly, the **Total Basic Basket (TBB)** increased by 1.5%, 0.8 percentage points in November below October’s figure.

As for the rest of the categories, the smallest increases took place in *Education* (+5.1%, driven by hikes in school fees) and *Housing* (+4.5%, influenced by rises in rent, water, gas and electricity).

For the ninth consecutive month, the prices of **Goods** (+1.7% MoM, -0.5 percentage points) increased at a slower pace than the crawling peg (2.2%) and significantly lagged behind the pace of **Services** (+4.3%, +0.3 percentage points). This dynamic contrasts with 2023, when goods (which had climbed by 223.1% over the year) outpaced services (+153.8% in 2023), largely due to the price freeze on public utility rates, which remained in effect for much of that year.

INFLATION MODERATED IN NOVEMBER



What Is Expected Up Ahead?

The Ecolatina CPI recorded a month-on-month increase of **2.6% in December**. Thus, 2024 ended with a cumulative increase of 139.4%. The categories that contributed to the index’s deceleration (-0.3 percentage points) were *Transportation and Communications* (+0.9%), *Clothing* (+1.3%), and *Healthcare* (+1.8%).

Core inflation rose by 3.0%, an acceleration linked to hikes in meat prices in December and which had an incidence of 0.6 percentage points in headline inflation. Also standing out was the slowdown in Regulated Prices, supported by the absence of rises in public transport fares and smaller increases in public utility rates. Lastly, Seasonal Prices increased by 2.6% in December, driven by higher prices for tourism-related services.

Up to this point, the official exchange rate’s monthly 2% crawling peg was likely the **primary anchor for reducing inflation**, as evinced by goods prices converging with the exchange rate. Additionally, the relative stability of the exchange rate spread, the subdued devaluation expectations, and the initial sharp recession (followed by a moderate, gradual, uneven recovery) were key elements in moderating inflation.

However, while the **2% crawling peg** has been instrumental in reducing inflation, the reduction in nominality is **diminishing its role as an anchor, transforming it into an inertial factor**. Consequently, inflation will hardly drop below the next inertia-driven floor without further slowing the crawling peg. For this reason, the authorities have hinted at the possibility of reducing the monthly depreciation of the official exchange rate to 1%, provided inflation maintains its recent trend in the coming months.

Such a move, however, would not be without risks, as it could result in a **greater real appreciation of the exchange rate** amid devaluation pressures from key trading partners, potentially complicating the foreign exchange account in the medium term.

But this time the outcome could be different, since the short-term impact on the foreign exchange front would be positive:

slowing the crawling peg would reinforce the USD carry trade strategy, one of the key drivers behind the Central Bank's recent purchases in the official forex market. In a context of contained devaluation expectations, a stable forex spread at low levels, and peso interest rates moving toward neutral or positive real levels, there are incentives to hold positions in pesos and earn returns in hard currency. As a matter of fact, the Central Bank decided to lower the benchmark interest rate in light of the reduced inflation expectations. Thus, a potential slowdown in the crawling peg could pave the way for another rate cut without affecting the financing differential between pesos and dollars.

FISCAL POLICY

Resources Shift, but Surplus

- The Non-Financial National Public Sector recorded its eleventh consecutive month with a primary surplus in November, alongside another month of financial surplus. The primary balance reached almost ARS 1.4 trillion, and with interest payments at ARS 1.0 trillion, the financial surplus totaled almost ARS 0.4 trillion. The fiscal surplus was driven by a sharp contraction in public spending (-24% YoY), which outpaced the decline in revenues (-7% YoY). This time, while VAT and the PAIS Tax continued evolving negatively, a wide array of revenue sources offset the decline. Specifically, foreign trade-related revenues, contributions from Social Security, Income Tax (aided by the adjustment to the fourth category), internal taxes, and fuel taxes all had a positive impact. However, the year-on-year comparison benefitted from the low base in November 2023.

- Thus far in the year, the National Public Sector has accumulated a primary surplus of 2% of GDP and a financial surplus of 0.6%. In summary, the fiscal performance has been marked by a significant reduction in public spending (-28% YoY) and a sustained decline in revenues (-7% YoY), particularly those linked to economic activity. Playing in favor were the extraordinary contributions such as the Income Tax adjustment in May, trade-related revenues, revenue from the PAIS Tax, and proceeds from the tax amnesty program and the Fiscal Package.

- Looking at recent fiscal history, December has consistently been a deficit month, regardless of the administration in power. The last primary surplus in December occurred in 2006, while the most recent financial surplus dates back to the previous century (December 1995). With a primary surplus of 2% of GDP accumulated so far this year, a deficit in December is

expected. In fact, the government has already announced its projection for a deficit of 0.3% of GDP in December, citing seasonal factors.

Treasury Performance in November

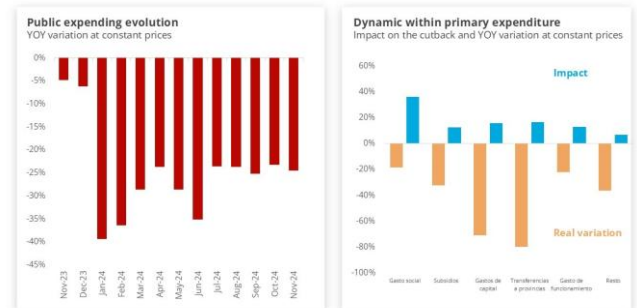
The Non-Financial National Public Sector recorded its eleventh consecutive month with a primary surplus in November, alongside another month of financial surplus. The primary balance reached almost ARS 1.4 trillion, and with interest payments at ARS 1.0 trillion, the financial surplus totaled almost ARS 0.4 trillion.

What explained November's fiscal result? The fiscal surplus was driven by a sharp contraction in public spending (-24% YoY), which outpaced the decline in revenues (-7% YoY). This time, while VAT and the PAIS Tax continued evolving negatively, a wide array of revenue sources offset the decline. Specifically, foreign trade-related revenues, contributions from Social Security, Income Tax (aided by the reinstatement of the fourth category that taxes personal income from employment and pensions), internal taxes, and fuel taxes all had a positive impact. However, the year-on-year comparison benefitted from the low base in November 2023.

So far in the year, the National Public Sector has accumulated a primary surplus of 2% of GDP and a financial surplus of 0.6%. The fiscal performance of 2024 was marked by a significant reduction in public spending (-28% YoY) and a sustained decline in revenues (-7% YoY), particularly those linked to economic activity. Playing in favor were the extraordinary contributions such as the income tax adjustment in May, trade-related revenues, revenue from the PAIS Tax, and proceeds from the tax amnesty program and the Fiscal Package.

SIGNIFICANT CUTBACK IN THE PUBLIC EXPENDING

ECOLATINA
Economics



Zooming In on Public Accounts

In November, real tax revenues grew by 6% YoY, primarily due to the low base from the prior November, when revenues declined amid electoral uncertainty and post-primaries fiscal benefits (such as the elimination of the fourth Income Tax category and VAT refunds). Consequently, year-on-year comparisons require deeper analysis to contextualize these changes.

Export Taxes more than doubled year-on-year but fell by 1.2% compared to October. Similarly, **Import Taxes** grew by 8% YoY but contracted 18% MoM. **Income Tax** revenues posted a real year-on-year increase of 4%, breaking a streak of five consecutive months of declines. While the low base from 2023 helped, November's value also rose 20% MoM due to changes introduced in the minimum non-taxable income. Conversely, **VAT** revenues, a key indicator of economic activity, fell 4% YoY in real terms, reversing the improvement seen in October.

Tax revenues from **Personal Assets** dropped 40% YoY, leaving behind the effect from the tax amnesty plan, while **Social Security** contributions remained on positive grounds for the third consecutive month (+7% YoY) after a year of uninterrupted falls (and being driven by the pension moratorium and increased gross remunerations). Lastly, **PAIS Tax** revenues saw another sharp real decline (-26% YoY) due to the tax's expiration.

Primary Spending contracted by 24% YoY in real terms (consistent with previous months) due to broad-based cuts over the main spending categories. This marked 16 consecutive months of real year-on-year declines.

Social Benefits accounted for nearly one-fourth of the spending reduction, falling by 10% YoY in real terms but moderating compared to previous months. Within this category, Pensions and Retirement Benefits (including Non-Contributory Pensions) rose by 3% YoY in real terms, marking the first simultaneous growth in these categories since July 2022. Social Allowances grew by 48% YoY, with Family Allowances falling 5.4% YoY but with the Universal Child Allowance more than doubling and accumulating nine months of real growth. PAMI benefits (public medical services for pensioners) remained flat in real terms (+1% YoY).

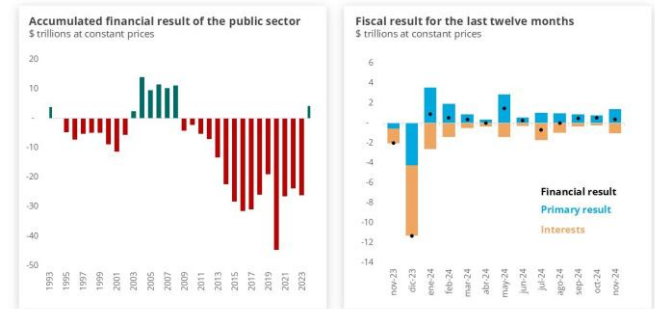
Capital Expenditures continued their steep real decline, falling by 69% YoY and accounting for 20% of the spending contraction. Similarly, **Transfers to Provinces** (both current and capital transfers) dropped by 76% YoY in real terms, explaining one quarter of the total spending reduction.

Economic Subsidies declined further in real terms, falling 22% YoY compared to November 2023 and accounting for 6% of the contraction in spending. While spending on energy and other functions remained stable compared to the previous month, transport subsidies saw its contraction accelerate, shrinking by 32% YoY.

Lastly, **Transfers to Universities** returned to negative territory, dropping 27% YoY after an exceptional October. **Operating Expenses**, which include public sector wages, continued their downward trend, falling by 23% YoY in real terms and marking 11 consecutive months of declines.

PRIMARY AND FINANCIAL SURPLUS

ECOLATINA
Economics



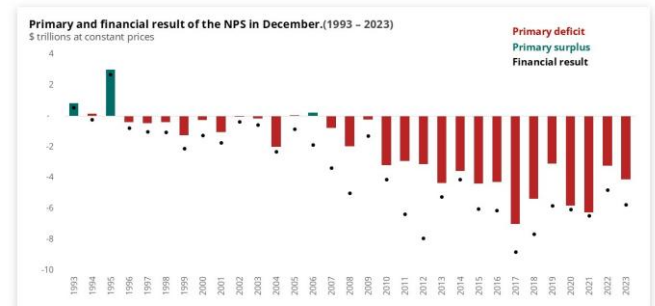
What Is Expected Up Ahead?

From the start of the administration, the Executive Branch established fiscal discipline as a cornerstone of its economic policy. The consistent balancing of public accounts has led to successive fiscal surpluses, breaking a pattern of decades where fiscal deficits were the norm. Despite this, a key question arises: **Can the government maintain fiscal discipline during the challenging last month of the year?**

An analysis of recent fiscal history shows that December is typically a deficit month, regardless of the political party in power. The last primary surplus in December occurred in 2006, and the most recent financial surplus dates back to the previous century (December 1995).

HISTORICAL FISCAL RESULT

ECOLATINA
Economics



December tends to see public spending rise, even as revenues remain in line with preceding months. The main drivers of this increase in spending are the payment of the year-end bonus to public sector employees, retirees, and pensioners, as well as heightened energy consumption at the start of summer.

As previously mentioned, the government has achieved a year-to-date primary surplus of 2% of GDP, suggesting that a December deficit is anticipated. Indeed, the government recently stated that it expects a deficit of 0.3% of GDP in December due to seasonal factors.

Focusing on the present, it is expected that the categories mentioned above will see a month-on-month increase in December, primarily driven by social benefits. On the revenue side, resources stemming from the Reform Bill and the Fiscal Package are expected to continue contributing to revenues, including tax collection from Personal Assets Tax prepayments, the pension moratorium, the tax amnesty program, and Income Tax. These will help offset the decline in revenues caused by the elimination of the PAIS Tax.

In a separate development, through Decree 1131/2024, the **National Government extended the 2023 budget for the second consecutive year** to cover 2025. This decision provides the government with greater discretion in spending execution and resource allocation during an election year, when public works and provincial transfers typically come under heightened pressure.

EXTERNAL SECTOR

November With Trade Surplus: What Lies Ahead?

- **The trade balance registered a surplus of USD 1.2 billion in November, bringing the cumulative trade surplus for the first eleven months of the year to USD 17.2 billion—a record-high level in the historical series.**

- **Imports totaled USD 5.2 billion during November, falling 4.3% YoY and reversing October's positive year-on-year growth in imports—which had been the first increase in 20 months. Meanwhile, exports reached USD 6.5 billion, up by 31.6% YoY, with cumulative exports totaling USD 72.6 billion year-to-date up to November (+18.1% YoY). As in previous months, falling prices (-2.8% YoY) negatively impacted export values, but this was more than offset by a significant rebound in export volumes (+35.5% YoY in November).**

- **Looking ahead to 2025, we estimate that a combination of average agricultural output, improvements in the energy balance, and dynamic performance in specific export sectors (such as mining) could sustain the trade surplus, albeit at a lower level than in 2024. The projected reduction in the trade balance would primarily result from a more pronounced recovery in imports, driven by increased economic activity and the easing of import restrictions.**

Deutliche Importerholung nach Verringerung der Steuer PAIS

November ended with a trade surplus of USD 1.2 billion, having accumulated a surplus of USD 17.2 billion year-to-date up to November, the highest in the series.

Imports totaled USD 5.2 billion during November, falling 4.3% YoY and returning to negative grounds after October's positive year-on-year growth in imports—which had been the first increase in 20 months. Imports also saw a seasonally adjusted monthly decline of -3.4% in November, following a -1.0% contraction in October. This marked two consecutive months of declines after a sharp monthly increase in September (+31.1%).

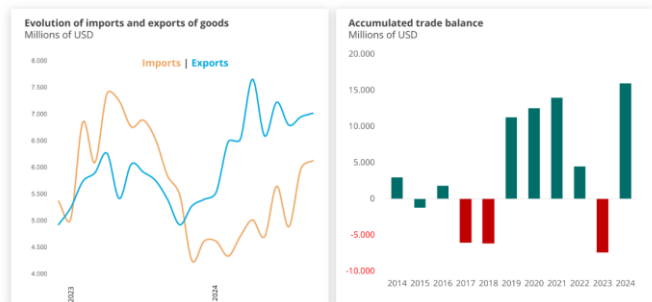
The drop in imports was mostly driven by declining prices (-3.9% YoY) than by shrinking volumes (-0.2% YoY). Up to November, **imports totaled USD 55.4 billion year-to-date, sitting -20.2% YoY below the figure for the same period last year.**

A key factor that may have explained this new contraction in imports was the **incentive to postpone them due to the elimination of the PAIS Tax on imports, effective as of 23/12/2024**. In this sense, September witnessed the sharpest monthly increase (even higher than the post-pandemic recovery), which was also explained by the previous postponement of imports in anticipation of the partial reduction of that tax. We expect November to have mirrored that trend: the expectation of the total elimination of the PAIS tax in December should have created the incentive to postpone imports during that month. Those postponed imports are expected to rebound in December, albeit to a lesser extent.

Also worth highlighting is that **freight costs surged to their highest levels in months**, reaching USD 132.5 per ton, a 26.9% YoY increase compared to November 2023.

Within imports, performances were dissimilar. Capital goods (USD 937 million, +10.0% YoY), consumer goods (USD 740 million, +11.1% YoY) and automotive vehicles (USD 303 million, +393.5% YoY) expanded during the month, suggesting that their imports were driven by finished goods. Conversely, categories closely tied to production, such as intermediate goods (USD 1.9 billion, -13.4% YoY) and parts and accessories (USD 1.2 billion, -5.3% YoY) experienced contractions which may have reflected the impact of the postponement of imports linked to the expected PAIS tax elimination.

TRADE SURPLUS IS MAINTAINED IN A LOWER MAGNITUDE

ECOLATINA
Economics

Source: Ecolatina based on INDEC

Exports reached USD 6.5 billion in November (+31.6% YoY), bringing exports to USD 72.6 billion year-to-date (+18.1% YoY). As in previous months, prices acted as headwind (-2.8% YoY), but the effect was more than offset by a rebound in volumes (+35.5% YoY in November). Seasonally adjusted, exports also advanced 0.8% during the month.

All major export categories witnessed year-on-year increases in November. The largest-growing segments were Primary Products (USD 1.1 billion, +56.9% YoY) and Processed Agricultural Products (USD 2.7 billion, +55.1% YoY). Following these, Industrial Products reached USD 2.0 billion (+15.0% YoY).

Another Energy Trade Surplus

The energy trade balance recorded another surplus in November: exports totaled USD 641 million, while imports totaled USD 128 million, resulting in a USD 513 million trade surplus for the month. This brought the energy trade balance to USD 5.0 billion year-to-date up to November, with exports at USD 8.5 billion and imports at USD 3.5 billion.

What Is Expected for December 2024?

For the final month of the year, **we expect the trade surplus to persist**, reaching a total of approximately USD 18 billion, the highest level in at least three decades.

Factors driving imports will remain in place: an appreciation of the real exchange rate, a modest recovery in economic activity, and the phasing out of the PAIS Tax. Regarding **exports**, volumes will continue to support their strong performance through the year-end.

For 2025, we estimate that trade surplus could be maintained, although to a lesser extent than in 2024. This would be owed to the combination of average agricultural output, improvements in the energy trade balance, and the momentum in certain dynamic export sectors, such as mining. The anticipated reduction in trade surplus would be explained by a more pronounced recovery in imports, aligned with economic growth, increased dollar inflows, and the easing of import restrictions.

EXCHANGE RATE AND MONETARY POLICY

Forex Market Challenges in 2025

- December was relatively calm on the exchange rate and monetary policy front. On the one hand, parallel exchange rates surged mid-month, rising by an average of 8%, which pushed the forex spread back into double digits. On the other hand, the Central Bank accumulated USD 700 million in purchases, closing 2024 with a positive balance of more than USD 18.7 billion. However, in the first three days of forex market trading without the PAIS Tax (which was lifted on 23/12), the monetary authority sold USD 803 million.

- November's data is useful to understand the factors behind the forex market dynamics. Specifically, the private current account balance posted a slight surplus of USD 93 million, driven by robust agricultural exports and an increasing surplus in the energy sector. However, what stood out is that import demand remained in standby mode, awaiting the expiration of the PAIS Tax and that there were incentives for dollar carry positions, which ultimately eased access to the forex market. Additionally, the financial account once again contributed net foreign currency inflows, with domestic financing reaching its highest level since July 2017. Amid that context, December's forex market dynamics remained consistent: the repatriation of export proceeds from agriculture stayed strong, and loans registered their highest growth since the introduction of the tax amnesty program. However, net reserves fell further into the red due to the Treasury's currency purchases from the Central Bank.

- Looking ahead to Q1 2025, the financial account will be key. A tighter current account (due to higher imports) and reduced foreign currency supply in the financial market (from the end or reduction of the blend exchange rate) should not pose challenges for the forex market if offset by an increase in dollar-denominated loans, foreign currency inflows via the RIGI investment promotion regime, and/or a new IMF program that brings in fresh funding. However, for this to materialize, it will be crucial to keep devaluation expectations in check and outline a clear strategy for lifting currency controls.

December was relatively calm on the exchange rate and monetary policy front. Parallel exchange rates surged mid-month, rising by an average of 8%, pushing the exchange spread back into double digits, closing at 15%—an increase of 7 percentage points from late November. Meanwhile, dollar futures contracts ended slightly upward, with the implicit devaluation for the first nine months of 2025 at around 1.9% (compared to

November's 1.8%). The Central Bank purchased USD 700 million, closing 2024 with a positive balance exceeding USD 18.7 billion. However, in the first three trading days without the PAIS Tax (completely lifted by 23/12), the monetary authority sold USD 803 million, significantly reducing the accumulation of foreign currency reserves.

To understand the factors behind the forex market dynamics, it is useful to examine the Central Bank's forex market report for November. Specifically, the private **current account** posted a slight surplus of USD 93 million, breaking a five-month deficit streak. **Agricultural sector** exports remained strong, contributing USD 1.7 billion in net foreign currency inflows. Similarly, the **energy sector's surplus** grew, reaching USD 275 million (compared to USD 58 million in October) due to stronger exports and reduced import demand, moving past the seasonal July peak.

What stood out was that **foreign currency demand for imports** remained subdued, totaling USD 4.9 billion in November and sitting below the payment schedule estimate for a month that coupled four and two installment schemes (respectively, July-August and October-November). Daily average demand sat at USD 262 million, marginally higher than October (USD 252 million) and September (USD 239 million).

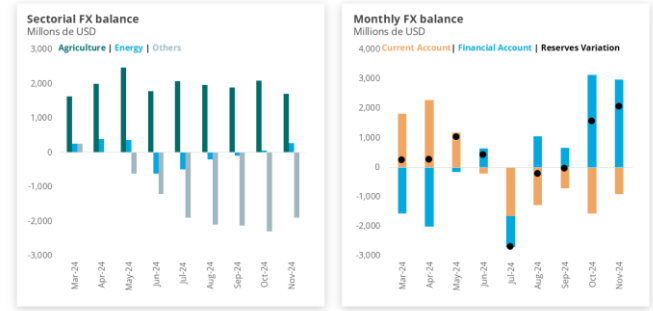
This behavior can be attributed to the expiration of the PAIS Tax, which incentivized importers to postpone accessing the official forex market, explaining the Central Bank's sales in late December. Also, amid heightened credibility in the government's exchange rate strategy and controlled devaluation expectations, importers have incentives to opt for **carry trade positions in US dollars**, further easing access to the forex market.

Meanwhile, the **financial account** posted net inflows of USD 739 million. Domestic financing reached USD 1.0 billion, the highest since July 2017, representing net inflows of USD 450 million. Net inflows from financial loans reached USD 453 million, the second-highest figure since the new administration took office and the highest since March 2019.

When **including the public sector** into the forex market balance, the current account showed a USD 911 million deficit, primarily due to USD 741 million in interest payments to the IMF. Conversely, the financial account recorded a substantial surplus of USD 2.9 billion (almost in line with October's USD 3.1 billion), driven by increased integration of dollars from the financial sector's tax amnesty program in the Central Bank. This more than offset the withdrawals following the first phase (-USD 2.3 billion). Additionally, net financing from international organizations totaled USD 555 million, the highest inflow under this administration. Ultimately, the tax amnesty program enabled the Central Bank to resume the shoring up

of reserves for the second consecutive month, with the purchase of almost USD 2.1 billion and moving past the June-September sales period.

THE FINANCIAL ACCOUNT IMPROVES THE BCRA'S POSITION IN THE FX MARKET ECONOLATINA
Economics



Source: Ecolatina based on BCRA.

Thus, the end of the year did not witness any major changes in the forex market's dynamics. On the one hand, **agriculture's repatriation of export proceeds** held steady compared to November, totaling USD 1.9 billion, with an average daily supply of USD 103 million. On the other hand, **dollar-denominated loans** surged, increasing by USD 1.5 billion (latest data as of 27/12), marking the highest figure since the change in trend that started in September, driven by the tax amnesty program. This brought the total figure to USD 10.7 billion, the highest level since December 2019. Lastly, according to partial data (latest available as of 23/12), loans from international organizations continued in December, with an estimated inflow of USD 1 billion.

Despite these developments, **net reserves closed 2024 in negative territory**. Facing upcoming sovereign bond principal and interest payments in January, the Treasury continued purchasing dollars from the Central Bank during December (USD 1.4 billion on 18/12, adding to November's USD 2.8 billion purchases and the USD 1 billion transfer to the Bank of New York on 4/10). These transactions increased Treasury deposits at the Central Bank to USD 6 billion. Consequently, the net reserves measure that excludes Treasury foreign currency deposits deteriorated further to -USD 8 billion (it takes into account the reduction in gross reserves expected with January's debt payments).

It is worth noting that the rise in the Treasury's foreign currency deposits is not solely related to sovereign bond payments. These funds are also used for net payments to international organizations and for regulating the monetary policy. For instance, the latest operation helped keep the Broad Monetary Base within the Central Bank's ARS 47.7 trillion target, after momentarily exceeding the ceiling due to growing Treasury deposits in domestic currency at the Central Bank.

However, the **currency balance** for Q1 2025 appears challenging. If economic authorities reduce the crawling peg to a monthly 1%, the real exchange rate would not only widen the

deficit in services (especially in tourism) but would also further lower the cost of importing goods following the elimination of the PAIS Tax. This potential increase in foreign currency demand would coincide with seasonally lower goods exports. To offset this, there is the possibility of eliminating or reducing the blend exchange rate which could bolster supply in the official forex market, potentially allowing the Central Bank to strengthen reserves, though at the expense of reducing foreign currency supply in the parallel exchange market (blue-chip swap).

Should this occur, the key will lie with the **financial account**. A tighter current account (due to higher imports) and reduced supply in financial markets (from a cut or removal of the blend exchange rate) would not pose an issue for the forex market if offset by a surge in dollar-denominated loans, USD inflows through the RIGI investment promotion regime, and/or a new IMF program that brings in fresh funds. However, achieving this would require keeping devaluation expectations in check and outlining a clear path to lifting the forex restrictions.

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	IV Q 24	-3,4	-1,6	-3,1	4,5
Total Consumption	YoY %	III Q 24	-3,3	IV Q 24	-2,7	1,1	-5,3	4,1
Total Investment	YoY %	III Q 24	-16,8	IV Q 24	-9,6	-2,0	-20,1	10,3
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	nov.-24	2,4	dec.-24	2,7	211,4	117,7	27,5
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	dec.-24	1022	jan.-25	1041,6	636,5	1022,2	1193,4
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	dec.-24	1,17	jan.-25	1,17	1,8	1,17	1,12
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	nov.-24	15,3	dec.-24	17,1	16,9	17,1	16,6
Primary Expenditures	% GDP	nov.-24	13,3	dec.-24	15,4	19,6	15,4	15,0
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	nov.-24	2,0	dec.-24	1,7	-2,7	1,7	1,6
Foreign Sector								
Exports	USD BN	nov.-24	6,5	dec.-24	5,5	66,9	78,0	81,5
Imports	USD BN	nov.-24	5,2	dec.-24	4,9	74,2	61,1	70,1
Trade Balance	USD BN	nov.-24	1,2	dec.-24	0,6	-7,0	16,8	11,4
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	III Q 24	2,8	IV Q 24	-1,37	-21,0	4,9	-10,8
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	dec.-24	35,0	jan.-25	35,0	100,0	35,0	18,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	dec.-24	35,6	jan.-25	35,5	109,9	35,6	18,1

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources