



ARGENTINA ECONÓMICA



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

11/2024

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.
- Las restricciones de política económica luego de las elecciones legislativas.
- Cuáles son los posibles escenarios y sus probabilidades asociadas.
- Proyecciones de las principales variables bajo tres 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.

PANORAMA

Económico: Se sostiene el buen clima cambiario-financiero

En el último mes, el Gobierno logró **sostener el veranito financiero-cambiario** traccionado principalmente por el optimismo de los mercados pese a una merma esperable en el blanqueo y un contexto internacional no tan favorable. Concretamente, la brecha cambiaria se redujo para estabilizarse nuevamente en mínimos desde principios de abril; el BCRA quemó todos los pronósticos al alcanzar en octubre el mayor nivel de compras de los últimos 5 meses; el Riesgo País rompió el piso de los 1.000 puntos básicos al ubicarse en el nivel más bajo desde agosto del 2019 (en la previa a la derrota de Macri en las PASO presidenciales) y los depósitos privados en USD revirtieron la caída evidenciada a principios de mes gracias a la extensión de la primera etapa del blanqueo.

Si bien buena parte de esta dinámica se explica por el rally financiero que están atravesando actualmente los activos argentinos, lo más llamativo es lo sucedido en el Mercado Oficial de Cambios (MULC). Sobre fines de septiembre se esperaba un panorama cambiario más complejo para el BCRA en el MULC dado el impacto rezagado en los pagos de importaciones frente a la reducción en el Impuesto PAIS (las importaciones devengadas en septiembre comenzaban a pagarse recién en octubre). Por el contrario, el BCRA logró hilar 23 ruedas consecutivas con un saldo positivos y acumuló compras por más de USD 1.600 M en el décimo mes del año.

Ahora bien, **¿qué explica dicho desempeño?** **1)** Las liquidaciones del agro rompieron la estacionalidad (suelen reducirse en octubre) y sostuvieron su nivel elevado marcando uno de los mejores octubres de los últimos años; **2)** Parte de los USD depositados producto del blanqueo se volcaron al MULC incrementando la oferta vía préstamos en USD o emisiones de deuda privada; y **3)** Los pagos por importaciones se mantuvieron en niveles relativamente bajos.

En cuanto al tercer elemento mencionado, las razones detrás de un **bajo pago de importaciones** pueden ser varias: importadores que continúan operando al CCL (o aún no pueden acceder al MULC dada la restricción cruzada), una recuperación que estaría siendo más lenta de lo esperado o la presencia de mayor nivel de stock heredado (dado el adelantamiento de importaciones efectuado en 2023) que permite aprovechar la liquidez disponible para hacer carry en pesos y postergar importaciones. ¿Cuánto más se podrían sostener las importaciones en estos niveles? La clave pasará por el ritmo de recuperación de la economía, el diferencial de la tasa de interés

PARA MÁS INFORMACIÓN:

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

contra el crawling peg, el eventual atractivo de los bienes importados frente a la reducción de aranceles y la contención de las expectativas de devaluación.

Justamente, si bien en agosto se sostuvo la recuperación de la actividad económica, se notó una clara moderación y los indicadores adelantados no son tan alentadores para septiembre. Hacia adelante, en caso de alcanzar una eventual recuperación sostenida de la economía real, lo más probables es que el camino a transitar sea **lento y con resultados heterogéneos** para los distintos sectores de la economía.

En esa misma línea, una de las claves para transitar un escenario de recuperación virtuosa sería lograr una reducción de la inflación sostenible en el tiempo. En esta materia, **el Gobierno alcanzó resultados positivos en los últimos 2 meses**: no sólo lograron romper el 4% mensual en septiembre gracias al impacto marginal de la reducción del Impuesto PAIS, sino que en octubre la inflación rondaría el 3% mensual (e incluso podría ubicarse por debajo). Aprovechando la menor nominalidad, **el BCRA redujo la Tasa de Política Monetaria** del 40% TNA al 35% TNA (la TEM pasó de 3,3% a 2,9%), buscando ponerle un freno a la tendencia alcista que evidenciaban las tasas de interés de los bancos privados producto de la menor liquidez en pesos.

Ahora bien, el panorama hacia adelante no deja de lucir complejo al considerar que cualquier reducción en la inflación que no venga acompañada por una salida del CEPO podría percibirse como transitoria ante la incertidumbre en torno a las expectativas de devaluación.

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 al acabarse los stocks 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.

Sin embargo, en las últimas semanas **las autoridades fueron mostrando las cartas con las que cuentan para cubrir las necesidades de corto plazo** y extender el horizonte de la estrategia actual. 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 a principios de 2025, donde no habría financiamiento neto positivo, pero se cubrirían los respectivos vencimientos de 2025. 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 correspondientes a enero, mientras que tampoco descartan un canje voluntario de deuda para rollear los respectivos compromisos de julio. A estos artilugios, habría que sumarle la capacidad de incrementar los préstamos en USD, el potencial ingreso de USD vía RIGI y la posibilidad de una eliminación o reducción del dólar blend. Claramente, esto último 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 el crawling peg al 2%** (se incrementa la probabilidad del escenario optimista en detrimento del escenario alternativo). Sin embargo, pese a contar con un mayor margen de maniobra, esta estrategia se enfrentaría a **riesgos exógenos y endógenos no menores**. Por tal motivo, por el momento sostenemos nuestro Escenario Base (flexibilización del CEPO y salto discreto en el primer trimestre), dado que permite mitigar los riesgos de corto plazo, aunque en el largo plazo la dinámica de ambos escenarios termine solapándose.

En cuanto a los **riesgos exógenos**, atravesar una sequía 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 podría frenar la reducción del Riesgo País y 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: Cuando se desordenaba la política, se avanzó en el orden económico

1. *Octubre comenzó con un nuevo veto de Milei y terminó con buenas noticias económicas.*

El inicio del mes de octubre fue desafiante para el Gobierno, ya que Milei firmaba su segundo veto (esta vez al financiamiento universitario), pero terminó con una catarsis de buenas noticias económicas.

2. *El Gobierno transmite que lo peor ya pasó, pero queda la incertidumbre sobre "lo bueno por venir".*

Luego de meses de padecimientos económicos, Milei intenta transmitir que lo peor ya pasó, y algo de eso se verifica en las estadísticas de la economía. Pero aún resta saber si el esfuerzo hecho valió la pena.

3. El objetivo político de mostrar la baja de la inflación como síntoma del orden económico.

La economía está lejos de tener un desempeño que produzca satisfacción, pero frente al drama de la inflación, Milei intenta que la desaceleración de los precios se vea como síntoma de una economía ordenada.

Cuando el proceso de desorden político parecía avanzar y Milei decidía su **segundo veto en 30 días** (esta vez a la ley de financiamiento universitario), una combinación de **buenas noticias económicas** construyó hacia finales del último mes una sensación de que luego de meses de sufrimientos, la economía pareciera estar arribando al orden buscado.

A los logros económicos mostrados por el gobierno (superávit fiscal, descenso de la inflación, y ordenamiento del balance del BCRA) se le sumaron señales del mercado que transmiten una **percepción más optimista sobre el rumbo económico** y su sustentabilidad en el corto plazo. A su vez, comenzaron a aparecer algunos **datos que denotan una recuperación** tanto en materia de actividad y consumo como de salarios, lo cual evidencia que se estaría alcanzando el orden que se pretendía luego de implementar las medidas iniciales de corrección de desequilibrios económicos.

Sin embargo, aún no queda claro si el Gobierno convenció al mercado de lo que quiere hacer y de la sustentabilidad del rumbo, o si en realidad lo convenció de lo que no va a hacer en el corto plazo (devaluar o implementar una corrección cambiaria), y el mercado está aprovechando esa certeza para generar ganancias. Más allá de ello, el optimismo que surge de los mercados ha permeado a la conversación pública y se transformó en un **factor relevante que moldea al proceso político**.

¿Cómo se explica dicha relevancia? Aparecen en la discusión los **indicadores de progreso**, que son fundamentales porque brindan una retroalimentación positiva hacia el público, validando que el esfuerzo está dando frutos. En otras palabras, son señales de que el esfuerzo que el presidente pedía para producir los resultados deseados (baja de la inflación, crecimiento de la actividad económica y mejora en los ingresos), podrían haber valido la pena. Esta percepción de que el programa estaría funcionando tiene como pilar central la baja de la inflación, dado que es un factor sensible para la opinión pública y para evaluar la efectividad del programa. Más aún si todo esto ocurre con el dólar estable, el otro indicador sensible para la opinión pública.

No obstante, **la percepción debería transformarse en sensación**. Para ello las buenas noticias en el plano financiero deberían transformarse en buenas noticias en el plano de la economía real y sostenerse en el tiempo para alcanzar la satisfacción de las personas con el proceso económico: mejora de los salarios, mejora del consumo, y mejora de las expectativas económicas. Entonces, ahora será el momento de ver qué tipo de recuperación y qué tipo de crecimiento económico produce este orden al que se ha arribado luego de las medidas iniciales de la terapia aplicada.

Claramente, el gobierno parece decidido a **utilizar la baja de la inflación como el indicador clave para convencer a la opinión pública** sobre el rumbo económico. El asunto es que ese resultado parecería estar lográndose mediante medidas que despiertan dudas sobre su sostenibilidad en el mediano y largo plazo (cepo y atraso cambiario).

En este sentido, queda conocer cómo se va a manifestar en la economía real esa tensión entre la política de privilegio de la baja de la inflación y el nivel de recuperación de la actividad (y del consumo). En buena medida, si el Gobierno decide mantener fija esta regla cambiaria, las dudas sobre el futuro político y la competitividad del oficialismo en la elección de medio término dependerán de **cómo sienta la gente los resultados del programa económico**. Como siempre ocurre, esa discusión tiene más que ver con el metro cuadrado de cada ciudadano que con el metro cuadrado de la macroeconomía.

ACTIVIDAD

Agosto mantuvo el rebote de julio en la actividad

- En agosto, el Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) creció 0,2% mensual desestacionalizado, aunque acumula una contracción de 0,1% en lo que va del año y de 3,3% desde el inicio de la recesión en noviembre pasado. De este modo, alcanzó niveles comparables con febrero de 2024, previo al piso de la recesión.

- La demanda interna cayó más de 16% i.a. en agosto y acumula nueve meses consecutivos en rojo. Este resultado se explica por un contexto de fuerte deterioro de la demanda interna producto de la caída de los ingresos reales.

- Más allá de haber pasado el piso en el nivel de la actividad, la recuperación viene siendo muy heterogénea, más lenta de lo esperado y con un patrón bas-

tante irregular, escenario que esperamos se mantenga para el resto del 2024, con una caída en el orden del 3,5% en el promedio anual.

En agosto se mantuvo el rebote de julio

En agosto, el Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) **creció 0,2% mensual desestacionalizado** y, tras acumular una mejora de 2,3% en los últimos dos meses, retornó a los niveles de actividad similares a los de diciembre.

Cabe destacar que **el sector primario continúa compensando la caída del resto de la actividad**: en conjunto, el sector agropecuario (+4,5% i.a.) y la explotación de minas y canteras (+6,0%) y la pesca (+17,1%) añadieron 0,5 p.p. a la variación interanual.

De las quince ramas de la actividad, diez se mantienen con caídas interanuales, mostrando lo generalizado de la recesión. En particular, las ramas vinculadas a la demanda interna todavía no se recuperan, destacándose la Construcción (-18,0% interanual), el Comercio (-7,9%) y la Industria Manufacturera (-5,6%). Sólo estas tres ramas incidieron negativamente en 3,1 p.p.

abultado superávit comercial, manteniéndose en rojo (-14% i.a.) dada la caída de la demanda interna.

Por el lado de la inversión, cierto impulso podría provenir por parte del **RIGI y del blanqueo** (que podría traccionar el alicaído sector de la construcción). Sin embargo, mientras se mantenga el cepo cambiario no pareciera ser un factor determinante a la hora de la recuperación en lo inmediato, sino que será una variable clave para el devenir del esquema cambiario-monetario del gobierno. Por este motivo, esperamos que la inversión tenga el peor desempeño del total de componentes de la demanda a lo largo de este año.

¿Qué puede pasar con el consumo? En cuanto al consumo privado, que representa hasta un 60% del total del PIB, no pareciera haber muchos drivers que podrían jugar a favor, dado que para un repunte se necesita una recuperación del salario real y el ingreso disponible. Las mejoras de los ingresos reales en los últimos meses podrán mitigar la caída, pero lejos estarán de ser un factor clave para la recuperación.

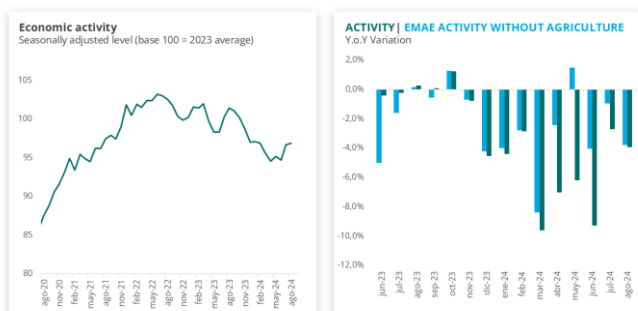
De hecho, la recuperación del **consumo en bienes durables** está siendo favorecida por una caída en el valor real de dichos artículos (el poder adquisitivo creció más en relación con ellos), en un contexto de consumo postergado y a expensas de una mejora en el crédito a tasas reales elevadas, lo que también podría condicionar el consumo en el futuro.

Por el lado de los **bienes de consumo masivo**, su encarecimiento real (comparando con los últimos doce meses, el nivel general del IPC creció 20 p.p. menos que la inflación de consumo masivo en septiembre), junto a un mayor consumo en bienes durables y servicios inelásticos (tarifas) se combinaron para que el consumo de este tipo de bienes no encuentre piso (los datos de Scentia indican que, hasta septiembre, la caída es de 22,3% interanual). Por último, el **consumo de servicios** (recreación, restaurantes, hoteles) también tendrá una recuperación más lenta, teniendo en cuenta que son el consumo que primero se suele recortar en contextos de deterioro del ingreso disponible, agudizado por un encarecimiento de estos servicios y la ausencia del efecto “pesos que quedan” vigente durante el año pasado, que impulsó el consumo de servicios asociados a la recreación.

En resumen, los datos muestran que más allá de haber pasado el piso en el nivel de la actividad, **la recuperación viene siendo muy heterogénea, más lenta de lo esperado y con un patrón bastante irregular**. Considerando que será un escenario que esperamos se mantenga para el resto del 2024, la caída de la actividad estimamos ronde 3,5% en promedio, sin volver a niveles previos a la recesión hasta mediados del año que viene.

AUGUST MAINTAINED THE REBOUND OF JULY IN ACTIVITY

ECOLATINA
Economics



¿Qué esperamos?

Pese a que al EMAE de julio ya había registrado un cambio en la tendencia negativa que tuvo a abril como piso, este repunte todavía está **lejos de llevar a la economía a niveles previos a la recesión**. En este sentido, no sólo las señales de recuperación muestran un desempeño heterogéneo e irregular por parte de los distintos sectores, sino que, como muestra el EMAE, se debilitó en agosto.

En este sentido, sectores más asociados a los sectores energético, minero y agropecuario serán los que más crecerán y traccionarán las exportaciones, que crecerían cerca de 20% en el promedio del año. En contraposición, las importaciones, que tienen un componente usualmente procíclico (es decir, varían en igual sentido pero mayor cuantía que la actividad total), colaborarán con un

Precios

La inflación retomó el sendero descendente

• El IPC Nacional elaborado por el INDEC mostró una suba mensual del 3,5% en septiembre, mostrando una desaceleración de 0,7 puntos porcentuales con respecto al dato de agosto y marcando su menor registro desde noviembre de 2021 (+2,5%). Con este dato, el IPC Nacional acumula una suba del 101,6% lo que va del año y un incremento interanual del 209,0% (-27,7 p.p.). Además, se ubicó por tercer mes consecutivo por debajo de las expectativas del mercado (REM-BCRA), que proyectaba un 3,7%.

• En octubre, el Nivel General del IPC GBA Ecolatina registró una suba mensual de 3,1%, desacelerando 0,7 p.p. respecto al registro de septiembre. De esta manera, en la comparación interanual la suba fue del 218,3% y acumula 126,6% en el año.

• El veranito cambiario que se está transitando hace varias semanas quita presión sobre el resto de los precios, en un contexto de brecha cambiaria en mínimos desde mayo, y de sostenimiento de compras por parte del BCRA. En este sentido, al ancla del tipo de cambio oficial se le suma la baja brecha con las cotizaciones paralelas, por lo que la inflación mensual, de no mediar ningún evento disruptivo, posiblemente continúe en la zona de 3% hasta fin de año.

La inflación tuvo su menor registro en 3 años

El IPC Nacional elaborado por el INDEC mostró una **suba mensual del 3,5% en septiembre**, mostrando una desaceleración de 0,7 puntos porcentuales con respecto a agosto y marcando su menor registro desde noviembre de 2021 (+2,5%). Con este dato, el IPC Nacional acumula una suba del 101,6% lo que va del año y un incremento interanual del 209%. Además, se ubicó por tercer mes consecutivo por debajo de las expectativas del mercado (REM-BCRA), que proyectaba un 3,7%.

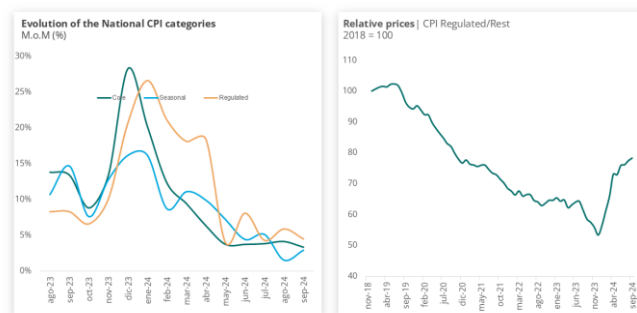
Se destaca la **desaceleración de la inflación Núcleo**, que mide la tendencia de los precios al excluir estacionales y regulados: registró un 3,3% mensual luego de promediar 3,9% los tres meses previos. De este modo, se ubicó por debajo del nivel general los nueve meses del año, al revés de lo que sucedía el año pasado, cuando traccionaba al nivel general -por el congelamiento de precios regulados-.

Por su parte, si bien los **Estacionales** mostraron un avance respecto a agosto (2,9% vs. 1,5%), jugaron a favor de la baja de la inflación. Ocurrió lo opuesto con los

Regulados: bajaron el ritmo de crecimiento (4,5% luego de subir 5,9% en agosto) pero impulsaron el índice al alza. Las subas en las tarifas de servicios públicos traccionaron a la categoría (transporte público, agua, electricidad, gas y combustibles). También incidieron aumentos en prepagados, telefonía y educación.

RELATIVE PRICE ADJUSTMENT CONTINUES

ECOLATINA
Economics

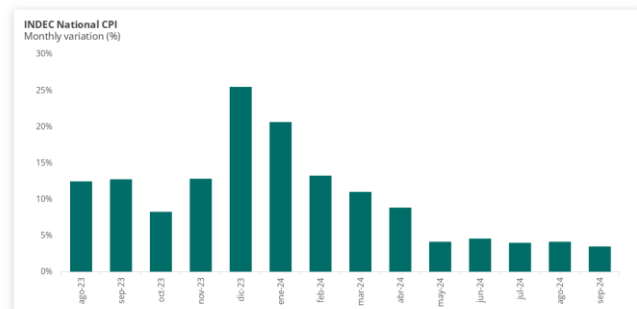


Por su parte, los **Alimentos y bebidas** (+2,3%) cortaron con la aceleración de los dos meses previos. El capítulo fue vital para el registro del nivel general: de excluirlo, la inflación hubiera sido del 4,0%. A su interior, se destaca la caída en los precios de las Verduras (-0,6%), aunque en lo que va del año crecieron 70% más que Alimentos y Bebidas; y un menor avance en infusiones (1,1%), y Aceites, grasas y manteca (+2,1%). Por el contrario, los alimentos que registraron los mayores aumentos fueron Frutas (+4,2%), Carnes y derivados (+3,0%), y Azúcar y dulces (+2,8%).

En esta misma línea, por octavo mes consecutivo los **precios de los Bienes** (+3,0% mensual, -0,2 p.p.) se movieron a una velocidad considerablemente menor a la de los **Servicios** (+4,6%, -1,9 p.p.). Esta situación es contraria a la de 2023, donde los bienes (+223% durante el año pasado) corrían bien por encima de los servicios (+154%).

INFLATION WAS 3.5% IN SEPTEMBER

ECOLATINA
Economics



En otro orden, las canastas que determinan la línea de pobreza e indigencia también se desaceleraron en septiembre. La **Canasta Básica Alimentaria** (CBA) creció

un 1,7% mensual, desacelerando 2,2 puntos porcentuales con respecto a agosto. Del mismo modo, la **Canasta Básica Total** (CBT) se incrementó un 2,6% en el octavo mes del año, 1,8 puntos porcentuales por debajo de la variación mensual de agosto. La CBA y la CBT acumulan en el año incrementos del 78,1% y 94,6% y variaciones interanuales del 189,9% y 202,0% respectivamente.

¿Desaceleración sostenible?

En octubre, el Nivel General del IPC GBA Ecolatina registró una **suba mensual de 3,1%**, desacelerando 0,7 p.p. respecto al registro de septiembre. De esta manera, en la comparación interanual la suba fue del 218,3% y acumula 126,6% en el año. Los capítulos que contribuyeron a la desaceleración del índice fueron Transporte y comunicaciones (+1,6%), Equipamiento del hogar (+1,8). Por el contrario, los mayores aumentos se vieron en Indumentaria (+6,1%) y Esparcimiento (+5,0%).

En cuanto a las **categorías**, se destaca la desaceleración de 2,8 p.p. de los Regulados, que alcanzó 2,2% en el mes. Los precios Estacionales aumentaron 5,0% en el décimo mes del año, impulsado por aumentos en turismo e indumentaria. Por último, la inflación Núcleo subió 3,1%, en línea con el mes previo.

De cara a noviembre, impactarán puntualmente aumentos en tarifas de gas (+2,7%), electricidad (+2,5%), suministro de agua (+4%), combustibles (2,8%), prepagas (en promedio 4,5%) y colegios privados (4,5% en CABA y 3,6% en PBA). Al mismo tiempo, se espera que las empresas de telecomunicaciones apliquen nuevos aumentos en octubre, que se acercarán al 4%.

El veranito cambiario que se está transitando hace varias semanas quita presión sobre el resto de los precios, en un contexto de brecha cambiaria en mínimos desde mayo, y de sostenimiento de compras por parte del BCRA. En este sentido, al ancla del tipo de cambio oficial se le suma la baja brecha con las cotizaciones paralelas, por lo que la inflación mensual, de no mediar ningún evento disruptivo, posiblemente continúe en la zona de 3% hasta fin de año. De todos modos, la trayectoria de la inflación en los últimos meses muestra que es cada vez más difícil (o costoso) mostrar sucesivas bajas de la inflación. La paulatina recuperación de la economía, de la mano de mejores ingresos reales y el crédito, comenzará a presionar los precios vía una mayor demanda.

POLÍTICA FISCAL

Se mantiene firme el superávit fiscal

- El Sector Público Nacional No Financiero registró en septiembre el noveno mes consecutivo con superávit primario y marcó un nuevo mes con superávit financiero. En números, el resultado primario ascendió a \$0,82 billones y, con intereses que se ubicaron en \$0,35 b, el resultado financiero fue de \$ 0,47 billones. ¿Qué explicó el resultado fiscal de septiembre? El verde fiscal estuvo explicado por una moderación en la caída real de los recursos (-8% i.a) que se vio más que compensada por una contundente contracción del gasto (-25% i.a). En esta oportunidad, la clave del superávit estuvo en el aporte del blanqueo, el adelanto de Bienes Personales y la moratoria, que ayudaron a compensar la caída en el resto de los ingresos. Por su parte, el impuesto PAIS, que supo ser el pilar de la recaudación, se corrió de la escena luego de la reducción de la alícuota de principios de mes.

- Con todo, el sector público acumula en lo que va del año un superávit primario del 1,6% del PIB y un superávit financiero del 0,4% del PIB. En resumen, los primeros nueve meses del año estuvieron caracterizados por un marcado recorte sobre el gasto público (-29% i.a) y una caída sostenida en los ingresos (-6%), 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, el blanqueo y la moratoria.

- El contundente resultado financiero acumulado sugiere que el gobierno cuenta con un margen suficiente para cumplir con la meta fiscal asumida (superávit de 1,5% del PIB para 2024). En la recta final del año, ya comenzamos a observar el impacto de la Ley Bases y el Paquete Fiscal en la recaudación con el adelanto de Bienes Personales, Moratoria Previsional y lo procedente del Blanqueo. Mientras tanto, esperamos de cara al último trimestre que se active Ganancias, de la mano de la recomposición de la cuarta categoría. No obstante, el gobierno se enfrentará a una estacionalidad menos favorable, por lo que no nos sorprendería un diciembre con resultados deficitarios.

¿Cómo le fue al fisco en septiembre?

El Sector Público Nacional No Financiero registró en septiembre el noveno mes consecutivo con superávit primario y marcó un nuevo mes con superávit financiero. En números, el resultado primario ascendió a \$0,82 billones

y, con intereses que se ubicaron en \$0,35 b, el resultado financiero fue de \$ 0,47 billones.

¿Qué explicó el resultado fiscal de septiembre? El verde fiscal estuvo explicado por una moderación en la caída real de los recursos (-8% i.a) que se vio más que compensada por una contundente contracción del gasto (-25% i.a). En esta oportunidad, la clave del superávit estuvo en el aporte del blanqueo, el adelanto de Bienes Personales y la moratoria, que ayudaron a compensar la caída en el resto de los ingresos. Por su parte, el impuesto PAIS, que supo ser el pilar de la recaudación, se corrió de la escena luego de la reducción de la alícuota de principios de mes.

Con todo, el sector público acumula en lo que va del año un superávit primario del 1,6% del PIB y un superávit financiero del 0,4% del PIB. En resumen, los primeros nueve meses del año estuvieron caracterizados por un marcado recorte sobre el gasto público (-29% i.a) y una caída sostenida en los ingresos (-6%), 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, el blanqueo y la moratoria.

Por su parte, el **Gasto Primario registró una contracción real de -25% i.a** (en línea con los meses previos) producto de un recorte transversal sobre las principales partidas. De esta manera, acumula catorce meses de caídas reales interanuales consecutivas.

Haciendo foco, las **Prestaciones Sociales** explicaron más de un cuarto de la disminución del gasto: cayendo 11% i.a real, en línea con la caída de los meses previos, pero evidenciando una dinámica heterogénea en su interior. Por un lado, las Jubilaciones y Pensiones (incluyendo Pensiones No Contributivas) experimentaron una merma de 11% i.a (en términos reales), al tiempo que las Asignaciones crecieron 9% i.a. real. En su interior, mientras las Asignaciones Familiares recortaron un 18% i.a., la AUH sostuvo su crecimiento (+32% i.a real) y acumula siete meses en verde explicado en gran parte por el aumento discrecional otorgado al inicio de la gestión. Por su parte, las prestaciones del PAMI perdieron levemente contra la inflación (-2% i.a).

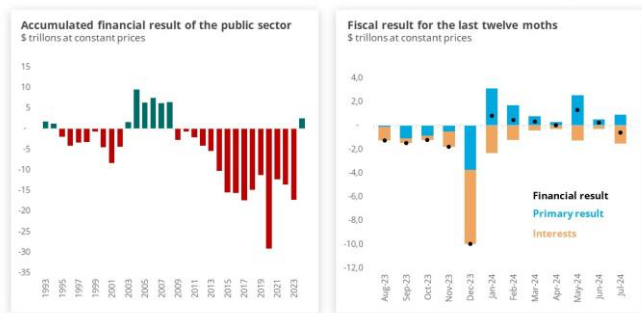
Por otro lado, los **Subsidios Económicos** cayeron en términos reales un 13% con respecto a septiembre 2023, imitando la caída de los meses previos, pero explicando menos de un 5% de la contracción del gasto. A su interior, los subsidios energéticos moderaron la caída, mientras que los subsidios al transporte que en agosto habían mostrado un crecimiento real, recortaron este mes 26% i.a.

Los **Gastos de Capital** continuaron mostrando una marcada caída real (-73% i.a.) y explicaron más de un cuarto del recorte ejecutado, ganando terreno en el ajuste con el correr de los meses. Por su parte, las **Transferencias Corrientes a Provincias** retomaron el ritmo de caída de 70% real.

Con respecto al resto de las partidas, las **Transferencias a Universidades** tuvieron un juste real del 20% i.a., y los **Gastos en Funcionamiento** (donde se incluyen salarios públicos) cayeron un 22% i.a. De este modo, ambas partidas anotaron el noveno mes consecutivo en baja.

FIRST FINANCIAL DEFICIT WITH PRIMARY SURPLUS

ECOLATINA Economics



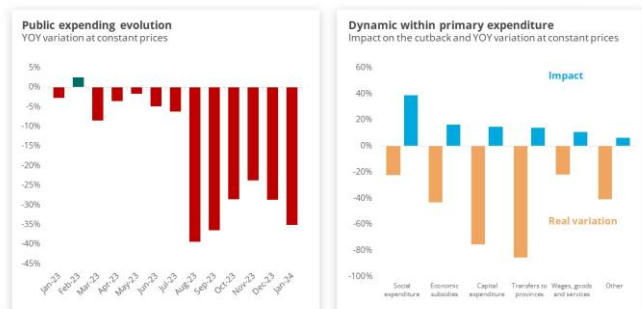
Un zoom al interior de las cuentas públicas

Por el lado de los recursos, la novedad vino de la mano de **Bienes Personales**, que recaudó en términos reales cinco veces más que lo recaudado en septiembre 2023 gracias al éxito del blanqueo y los pagos adelantados. Por el lado de los recursos provenientes del comercio exterior, los derechos de exportación crecieron 55% i.a, mientras que Impuesto PAIS, acumuló una nueva caída real como consecuencia de la reducción de su alícuota.

Además, las **Contribuciones a la Seguridad Social**, si bien cayeron respecto al mes anterior, marcaron el primer verde real creciendo 3,5% i.a, luego de doce meses de caídas consecutivas. Dicho cambio de tendencia puede explicarse tanto por el impacto de la moratoria como por una baja base de comparación en septiembre 2023.

SIGNIFICANT CUTBACK IN PUBLIC EXPENDING

ECOLATINA Economics



¿Qué pasa con los intereses?

Desde inicio de la gestión el gobierno llevo a cabo una estrategia monetaria y financiera de saneamiento del balance del BCRA que le permitió **migrar deuda desde la autoridad monetaria hacia el Tesoro** (Pasivos Remunerados – LEFI) acompañado en una baja de la tasa de interés de la economía.

En sintonía, para hacer frente a los compromisos de la deuda en pesos, la Secretaría de Finanzas viró la estrategia de financiamiento desde la emisión de títulos indexados y de corto plazo, hacia títulos nominales con un horizonte de vencimiento mayor. De esta manera, ofreció en las distintas licitaciones títulos capitalizables a tasa fija. Estos instrumentos tienen la particularidad de que **capitalizan los intereses y se transforman en amortización al vencimiento**. Esta cuestión es central, ya que en el resultado financiero los pagos de capital se registran por debajo de la línea, aminorando la carga de intereses.

En tal sentido, si suponemos que al vencimiento de cada instrumento emitido lo capitalizado se paga como interés y no como amortización, los últimos tres meses el resultado financiero hubiera sido deficitario. De hecho, si replicamos el ejercicio para los primeros nueve meses del año, el resultado financiero sería levemente deficitario. Por ende, si incorporamos el costo financiero asociado a las LECAP a las cuentas fiscales, se desvanecería el superávit financiero acumulado en lo que va del 2024.

¿Qué esperamos hacia adelante?

Desde el inicio de la gestión, el Poder Ejecutivo enfatizó la necesidad del ordenamiento de las cuentas públicas, estableciendo el **ancla fiscal** como driver y pilar de la política económica. En este sentido, el contundente resultado financiero acumulado sugiere que el gobierno cuenta con un margen suficiente para cumplir con la meta fiscal asumida (superávit de 1,5% del PIB para 2024).

En la recta final del año, ya comenzamos a observar el **impacto de la Ley Bases y el Paquete Fiscal en la recaudación** con el adelanto de Bienes Personales, Moratoria Previsional y lo procedente del Blanqueo. Mientras tanto, esperamos de cara al último trimestre que se active Ganancias, de la mano de la recomposición de la cuarta categoría. No obstante, el gobierno se enfrentará a una estacionalidad menos favorable, por lo que no nos sorprendería un diciembre con resultados deficitarios. En materia legislativa, luego del veto a la reciente Ley de Movilidad Jubilatoria que había sido impulsada por la UCR, el Congreso también ratificó el veto del presidente respecto a la Ley de Financiamiento Universitario, demostrando la **solidez del tercio oficialista necesario para**

frenar las iniciativas legislativas. En este contexto, esperamos que los próximos días el Congreso trate el Proyecto de **Ley de Presupuesto Nacional** para el próximo año, que contempla un superávit primario de 1,3% del PIB para 2025 con equilibrio financiero.

Claramente, la aprobación del Presupuesto sería una noticia más que positiva para el Gobierno, no sólo porque le brinda el marco formal para ejecutar su política fiscal, sino también porque daría una señal de **apoyo a la disciplina fiscal por parte del arco político** y puede contribuir en una potencial negociación con el FMI. Sin embargo, una eventual no aprobación del Presupuesto tampoco le impediría al Gobierno implementar su estrategia fiscal del mismo modo que la viene implementando hasta el momento. En tal caso, se prorrogará el presupuesto anterior habilitando una mayor discrecionalidad para el ajuste de un gasto que ya no sería tan flexible como lo era en 2023. Con o sin presupuesto, de cara a 2025 el gobierno enfrentará la dificultad de **sostener su compromiso fiscal en un año electoral**, cuando históricamente aparecen mayores presiones sobre la obra pública y las transferencias a las provincias.

SECTOR EXTERNO

- El saldo comercial fue de USD 981 M en septiembre, mostrando el saldo superavitario prácticamente más bajo del año (a excepción de enero) y desacelerando por casi USD 1.000 M respecto al resultado de agosto. Sin embargo, se acumuló un superávit de USD 15.205 M hasta el noveno mes el año.

- La novedad vino este mes por el lado de las importaciones. Como consecuencia de la reducción de la alícuota del Impuesto PAÍS del 17,5% al 7,5% -política que había sido preanunciada-, se postergaron importaciones para llevarlas a cabo una vez reducido el impuesto durante el mes anterior, generando un incentivo a incrementar las compras externas durante el noveno mes del año. Como consecuencia, las importaciones en septiembre fueron de USD 5.954 M (-13,4% i.a.), pero mostrando una recuperación de 27% en términos desestacionalizados.

- Recientemente, el BCRA flexibilizó los plazos para el pago de importaciones. La autoridad monetaria estableció que desde el 21 de octubre el plazo de acceso al mercado de cambios para las importaciones de bienes pasó de 60 a los 30 días. De esta forma, la medida apunta a dos objetivos en simultáneo: se busca continuar atrayendo una demanda de divisas desde los dólares financieros al mercado oficial, y se abona al objetivo de reducir los precios locales al flexibilizar y abaratar las importaciones (mediante bajas

de aranceles y mayor certidumbre al costo de reposición).

Marcada recuperación en las importaciones tras la reducción del Impuesto PAIS

El saldo comercial fue de USD 981 M en septiembre, mostrando el segundo superávit más bajo del año y desacelerando por casi USD 1.000 M respecto al resultado de agosto. Pese a esto, se acumuló un superávit de USD 15.205 M hasta el noveno mes el año, marcando la cifra más elevada para un acumulado hasta septiembre desde inicios de la serie (1992).

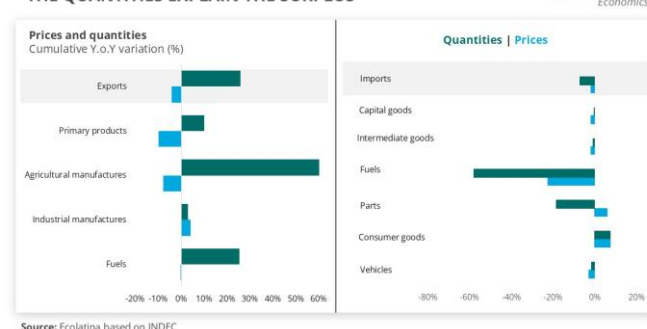
La novedad vino este mes por el lado de las importaciones. Como consecuencia de la reducción de la alícuota del Impuesto PAÍS del 17,5% al 7,5% -política que había sido preanunciada-, se postergaron importaciones para llevarlas a cabo una vez reducido el impuesto. Como consecuencia, luego de unas bajas importaciones en agosto, **las importaciones en septiembre fueron de USD 5.954 M**, marcando la cifra más elevada del año, pero aún un -13,4% i.a. por debajo en la comparación interanual.

En línea con este avance, las compras externas aumentaron 27% en la serie desestacionalizada respecto a agosto, marcando la variación mensual más alta de los últimos años -e incluso mayor a las de los meses posrecuperación de la pandemia-. Además, cabe destacar que esta desaceleración en la caída se observó incluso pese a que los indicadores adelantados de actividad económica estén mostrando resultados negativos en el noveno mes del año. De este modo, **las importaciones acumularon USD 43.920 M hasta septiembre**, una cifra -24,5% i.a. menor al acumulado del mismo periodo del año anterior.

(+7,3%). Por su parte, los *Bienes de capital* (USD 1067 M, -2,3% i.a.) y *Bienes intermedios* (USD 2.218 M, -2,5% i.a.), se ubicaron levemente en rojo y mostraron una desaceleración en la caída en torno a los 35 p.p. para ambos casos respecto a agosto. Por otro lado, los *Vehículos automotores de pasajeros* exhibieron compras por USD 366 M (-2,8% i.a.) y las *Piezas y accesorios para bienes de capital* mostraron una caída de -13,6% i.a. (USD 1.319 M).

Por otro lado, **las exportaciones fueron USD 6.934 M en el mes (+20,6% i.a.)**, acumulando USD 59.124 M hasta septiembre (+15,5% i.a.). Tanto en septiembre como en el acumulado del año los precios jugaron levemente en contra (-4,2% i.a. en septiembre y -6,7% i.a. en el acumulado), pero el efecto fue más que compensado por un repunte en las cantidades, dado principalmente con la comparación respecto a la sequía en 2023 (+25,9% i.a. en el mes y +23,8% i.a. en el acumulado).

THE QUANTITIES EXPLAIN THE SURPLUS



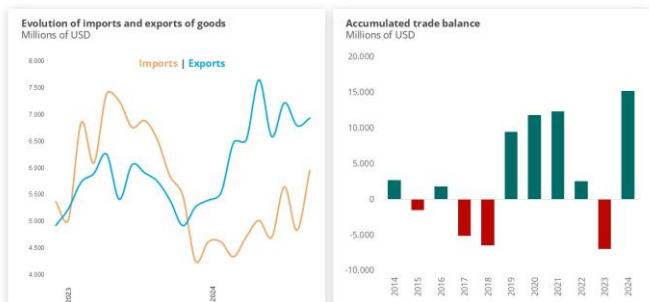
Todos los grandes rubros de las ventas externas tuvieron subas interanuales en el mes, exceptuando productos primarios. El rubro con la mejora más pronunciada fue *Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA)* con un crecimiento de 47,8% i.a. medido en valores (USD 2.672 M), mostrando la mayor variación positiva para el rubro desde diciembre de 2021. Por su parte, le siguió *Manufacturas de Origen Industrial (MOI)* con un saldo de USD 2.073 M (+7,2% i.a.). Por último, los *Productos Primarios (PP)* cayeron -1,0% i.a. con un saldo de USD 1.413 M, con una contracción que se explicó por los precios (-9,8%), pero con cantidades que jugaron al alza (+10,1%). Al interior, la mayor caída se observó en las ventas externas de cereales (-13,5% i.a. medido en valores).

Superávit comercial energético en septiembre

La balanza comercial energética tuvo un nuevo superávit en septiembre: las exportaciones fueron USD 776 M, mientras que las importaciones fueron de USD 166 M. De esta manera, **el saldo comercial fue de USD 610 M en el mes, el más elevado desde abril.** En tal sentido, el saldo comercial acumuló USD 3.849 M hasta el noveno

TRADE SURPLUS IN SEPTEMBER, ALTHOUGH OF A SMALLER MAGNITUDE

ECOLATINA
Economics



Al interior, **lo más relevante es que la mayor parte de los grandes rubros mostró una desaceleración en la caída**, e incluso los *Bienes de consumo* (USD 794 M, +15,0% i.a.) mostraron un crecimiento interanual por primera vez en 16 meses, evidenciando el impacto de la reducción de la alícuota. Cabe destacar que la mejora se debió tanto a los precios (+7,5%) como las cantidades

mes del año: las exportaciones treparon a USD 7.084 M, mientras que las importaciones fueron de USD 3.235 M.

¿Qué esperamos para lo que resta del año?

En el último trimestre del año, estimamos que se mantendrá el superávit comercial, **aunque consideramos que pueda ubicarse por debajo de los USD 1.000 M mensuales**. En este sentido, **tres factores están jugando a favor de un repunte en las importaciones en lo que resta del año**. Por un lado, el mencionado efecto de la baja del impuesto PAÍS del 17,5% hacia el 7,5% en septiembre se mantendrá durante el cuarto trimestre, aunque la perspectiva de la eliminación total del impuesto a partir del inicio de 2025 podría generar el incentivo a postergar compras externas durante el mes de diciembre, al igual de lo ocurrido en agosto.

Por otro lado, pese a sus heterogeneidades y con vaivenes, poco a poco la **actividad económica continuará recuperándose** durante el último trimestre del año, alentando de esta manera las importaciones (dado su componente procíclico). Además, en la medida que se sostenga la lenta pero constante **apreciación del tipo de cambio real** el incentivo a importar seguirá creciendo, incluso disipadas las expectativas de devaluación del tipo de cambio oficial en el corto plazo. Este último aspecto podría potenciarse en tanto sea extensiva una baja en los aranceles de bienes externos.

Respecto a las **exportaciones**, la recuperación mantendrá las cantidades exportadas al alza en la comparación interanual, con un buen desempeño en los productos primarios y MOA. Además, las ventas externas energéticas y mineras seguirán mostrando una evolución positiva. Sin embargo, la evolución de los precios continuará jugando en contra en el caso del sector agropecuario, generando el riesgo que determinados rubros medidos en valores muestren una caída interanual.

Con todo, estimamos que el **superávit comercial** ronde los USD 18.000 M en el año. Esto sigue siendo clave para la estrategia del Gobierno, donde las compras de divisas se utilizan para intervenir en la brecha cambiaria buscando contener a los dólares paralelos, determinante para preparar el terreno para una eventual salida paulatina del cepo cambiario y mantener el esquema actual del *crawling peg* del tipo de cambio oficial al 2%. En tal sentido, seguiremos de cerca cómo evolucionarán las compras en el MULC, la recomposición de reservas y la brecha cambiaria, que se ubican como variables claves para determinar si existe algún riesgo actual en el programa económico.

En este marco, recientemente **el BCRA flexibilizó los plazos para el pago de importaciones**. La autoridad monetaria estableció que desde el 21 de octubre el plazo de acceso al mercado de cambios para las importaciones

de bienes pasó de 60 a los 30 días. De esta forma, **la medida apunta a dos objetivos en simultáneo**: se busca continuar atrayendo una demanda de divisas desde los dólares financieros al mercado oficial, apuntando a darle mayor sostenibilidad en el tiempo a la pax cambiaria de las últimas semanas y se abona al objetivo de reducir los precios locales al flexibilizar y abaratar las importaciones (mediante bajas de aranceles y mayor certidumbre al costo de reposición).

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

- **Quedó atrás un octubre positivo y cargado de novedades en el frente cambiario-monetario**. La brecha cambiaria se mantuvo en descenso y cerró en 18%, volviendo a los registros de comienzos de abril. Al mismo tiempo, los contratos de dólar futuro siguen relativamente estables y a la baja, con una devaluación esperada cercana al 2,9% hacia el primer trimestre del 2025. En este marco, el BCRA cerró un octubre récord al hacerse de USD 1.627 M.

- **¿Qué explica el buen desempeño reciente del BCRA en el MULC?** 1) Las liquidaciones del agro rompieron la estacionalidad (suelen reducirse en octubre) y sostuvieron su nivel elevado marcando uno de los mejores octubres de los últimos años; 2) Parte de los USD depositados producto del blanqueo se volcaron al MULC incrementando la oferta vía préstamos en USD o emisiones de deuda privada; y 3) Los pagos por importaciones se mantuvieron en niveles relativamente bajos. El denominador común se encuentra en el carry en USD, incentivando al adelanto de liquidaciones de exportaciones y a la suavización de la demanda de los importadores. Justamente, aprovechando una desaceleración de la inflación, el BCRA anunció un recorte de la tasa de política monetaria desde el 40% TNA hacia el 35% TNA, buscando poner un freno al alza de tasas que venían presentando los bancos privados.

- **Aprovechando el buen clima financiero y las mayores compras del BCRA**, el Tesoro anunció la compra de USD al BCRA para afrontar los vencimientos de capital correspondientes a enero. La operación asegura el pago de capital por USD 2.700 M de compromisos por enero (los intereses ya se habían cubierto con el mismo mecanismo y se enviaron a un banco en Nueva York), pero impacta negativamente en las Reservas Netas del BCRA. Según las autoridades, dicho impacto se neutralizaría con la negociación de un REPO con bancos comerciales.

Un octubre soñado

Quedó atrás un octubre positivo y cargado de novedades en el frente **cambiarío-monetario**. La brecha cambiaria se mantuvo en descenso y cerró en 18%, volviendo a los registros de comienzos de abril. Al mismo tiempo, los contratos de dólar futuro siguen relativamente estables y a la baja, con una devaluación esperada cercana al 2,9% hacia el primer trimestre del 2025.

En este marco, el **BCRA cerró un octubre récord** al hacerse de USD 1.627 M. Lo atípico, es que no sólo la autoridad monetaria logró un saldo positivo en el décimo mes del año en un contexto de controles cambiarios (algo sólo conseguido en 2012 y 2021), sino que registró la mayor compra para un octubre desde al menos octubre de 2003 (en moneda corriente).

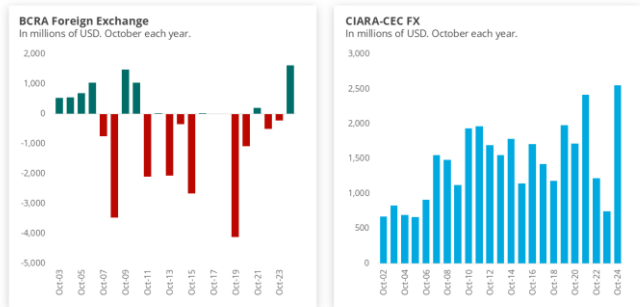
Varios son los factores que ayudan a explicar este comportamiento. Por un lado, las liquidaciones de la agroindustria se **aceleraron** pese a que octubre no es un mes donde la estacionalidad suele jugar a favor. Durante el mes, la agroindustria liquidó un total de USD 2.553 y se posicionó como el mejor octubre desde el año 2002, donde inicia la serie. Este récord se sostiene incluso al evaluar la liquidación histórica a precios actuales.

BCRA. En detalle, desde el comienzo del blanqueo los depósitos aumentaron USD 15.347 M (según las autoridades el ingreso bruto por el blanqueo superó los USD 20.000 M), manteniéndose en gran medida en efectivo en los bancos (USD 10.418 M) a la expectativa de la potencial salida del público minorista luego de habilitarse el retiro. No obstante, durante el mes previo los depósitos comenzaron a **encajarse** en el BCRA (traduciéndose en mayores reservas brutas y líquidas), alcanzando la suma de USD 2.820 M (USD 2.900 M desde el inicio del blanqueo) y en mayores **préstamos en USD** (al liquidarse en el MULC, impacta en reservas netas) alcanzando USD 826 M (USD 1.793 M), impulsado por un contexto de dólares paralelos a la baja y expectativas de devaluación a raya.

A la vez, el blanqueo representó una oportunidad para **captar liquidez** bajo los controles de cambio a tasas bajas por parte de las empresas locales. En el marco de un mejor clima financiero, que se tradujo en una reducción sustancial del **riesgo país** perforando los 1.000 p.b., una serie de grandes empresas encontraron terreno fértil para obtener financiamiento mediante la colocación de ONs en dólares (que se liquidan en parte en el mercado oficial) y ofrecer una oportunidad de inversión para los individuos adheridos al blanqueo. En números, sólo hasta septiembre se emitieron ONs por USD 5.000 M, algo que no se observa desde el bienio 2016-2017.

AN UNUSUAL OCTOBER FOR THE MULC

ECOLATINA Economics



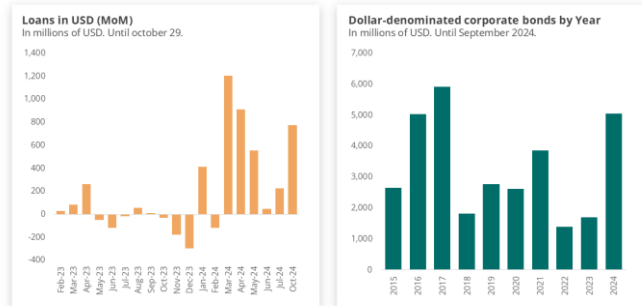
Source: Ecolatina based on BCRA and CIARA-CEC.

Por el otro lado, se suma el buen desempeño del **blanqueo**. Los depósitos en USD, que venían registrando una salida promedio diaria de USD 100 M desde inicios de octubre (se habilitó el retiro de dólares del sistema para aquellos que blanquearon hasta USD 100.000), tomaron una tendencia creciente desde mediados de mes y aceleraron en los últimos días. Para dimensionar, los depósitos crecieron USD 1.948 M hasta mediados de la última semana (30/10 último dato disponible), posicionando al stock de depósitos privados en moneda dura en USD 33.926 M, la cifra más elevada desde febrero del 2002. En el medio de este buen desempeño, las autoridades comunicaron la extensión de la primera etapa hasta el 8 de noviembre inclusive.

Justamente, durante octubre el blanqueo **comenzó a traducirse con mayor fuerza en mayores divisas para el**

FINANCIAL SUPPLY INCREASES IN THE MULC

ECOLATINA Economics



Source: Ecolatina based on BCRA and CNV.

Aprovechando el buen clima financiero y las mayores compras del BCRA, el **Tesoro anunció la compra de USD al BCRA** para afrontar los vencimientos de capital correspondientes a enero. La operación asegura el pago de capital por USD 2.700 M de compromisos por enero (los intereses ya se habían cubierto con el mismo mecanismo y se enviaron a un banco en Nueva York), pero impacta negativamente en las Reservas Netas del BCRA. Según las autoridades, dicho impacto se neutralizaría con la negociación de un REPO con bancos comerciales.

Adicionalmente, se observa una **demanda de divisas** por debajo de lo esperado. Pese a crecer en el margen a lo largo de octubre, la demanda de moneda extranjera por parte de los importadores se encuentra más baja de

lo previsto luego de la modificación del esquema de pago de importaciones a 2 cuotas y la reducción del Impuesto PAIS. A pesar de las señales de rebote de la actividad, la **reactivación** viene mostrando señales heterogéneas y siendo más lenta de lo esperada (al tiempo que es posible que muchas empresas tengan todavía un stock previo elevado). Además, el acceso real al MULC es **incierto** en tanto que depende de si los importadores se volcaron a los dólares financieros en los meses previos (recordar que existe la restricción cruzada CCL-MULC).

Justamente, a mediados de mes, el BCRA dio un nuevo paso en la **flexibilización del cepo comercial**. La autoridad monetaria estableció que desde el 21 de octubre el plazo de acceso al mercado de cambios para las importaciones de bienes pasará de 60 a los 30 días. De esta manera, se unifican los tiempos de acceso para el grueso de los productos importados, sin importar el tamaño de la empresa importadora.

De esta forma, la medida apunta a **dos objetivos en simultáneo**. De un lado, se busca continuar atrayendo una demanda de divisas desde los dólares financieros al mercado oficial, apuntando a darle mayor sostenibilidad en el tiempo a la pax cambiaria de octubre. De otro lado, abona al objetivo de reducir los precios locales al flexibilizar y abaratar (mediante bajas de aranceles) las importaciones, al tiempo que imprimiría mejores condiciones a la recuperación de la actividad económica.

Más allá de ello, el denominador común del resultado cambiario se halla en el **carry en USD**. Dejada atrás las mayores expectativas de devaluación y escalada de la brecha de los meses de mayo-julio, la calma financiera y la ganancia de credibilidad en la estrategia cambiaria del Gobierno tornó nuevamente atractiva la estrategia por optar por hacer carry en USD. En particular, en un contexto de mayor desaceleración de la inflación que tornó a las tasas de interés levemente positivas en términos reales.

De esta forma, los **exportadores** podrían haber acelerado las exportaciones para hacerse de mayor liquidez en pesos, al tiempo que los **importadores** podrían estar suavizando el ingreso al MULC, y aprovechar la liquidez disponible para hacer carry. Respecto a esto último, ¿cuánto más se podrían sostener las importaciones en estos niveles? La clave pasará por el ritmo de recuperación de la economía, el diferencial de la tasa de interés contra el crawling peg del 2% mensual, y el eventual atractivo de los bienes importados frente a la reducción de aranceles y la contención de las expectativas de devaluación.

Justamente, favoreciéndose de la desaceleración inflacionaria, en la última semana del mes el **BCRA redujo la**

tasa de política monetaria de 40% TNA a 35% TNA, y de 45% TNA a 40% TNA para los Pases activos. De esta forma, las autoridades buscan poner un freno a la tendencia alcista que evidenciaban las tasas de interés de los bancos privados (los Adelantos se ubican en 50% TNA vs 48% un mes atrás), impulsadas a la vez por una menor liquidez en pesos producto del repunte de crédito.

Más allá de ello, el principal beneficio de la reducción en la tasa de interés es el **abaratamiento del costo de fondeo**, lo cual continuaría favoreciendo la expansión del crédito al sector privado y el repunte de la actividad. Sin embargo, también podría tener repercusiones en distintos frentes: **1)** La baja de rendimientos en pesos podría motivar una dolarización de carteras, lo cual le pondría presión al alza a la brecha cambiaria como se evidenció con el último recorte de tasas a mediados de mayo; y **2)** El abaratamiento del fondeo en pesos podría tener sus repercusiones en el MULC, tanto por una moderación en la liquidación de exportaciones como por un incremento en los pagos de importaciones o una moderación en la evolución de las prefinanciaciones en USD.

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

EDITOR

Cámara de Industria y Comercio Argentino-Alemana
Av. Corrientes 327 – C1043AAD Buenos Aires
Tel.: (+54 11) 5219-4000 Fax: (+54 11) 5219-4001
E-mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar
Internet: www.ahkargentina.com.ar
Texto original y estadísticas: Ecolatina
Coordinación: Julieta Barra
Edición: Christina Keim

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS Y PROYECCIONES

	Monthly or Quarterly Indicators					Annual Indicators		
	Unit of measure	Date	Last Data	Date	Next Data	2023	2024p	2025p
Activity								
GDP	YoY %	II Q 24	-1,7	III Q 24	-3,6	-1,6	-3,5	3,6
Total Consumption	YoY %	II Q 24	-9,2	III Q 24	-6,8	1,1	-6,4	3,6
Total Investment	YoY %	II Q 24	-29,4	III Q 24	-11,0	-2,0	-17,6	9,0
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	sep.-24	3,5	oct.-24	3,1	211,4	121,5	62,5
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	oct.-24	981	nov.-24	1001,4	636,5	1020,7	1612,7
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	oct.-24	1,21	nov.-24	1,20	1,8	1,2	1,2
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	sep.-24	12,0	oct.-24	13,8	16,7	17,1	17,1
Primary Expenditures	% GDP	sep.-24	10,3	oct.-24	12,0	19,6	15,5	15,7
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	sep.-24	1,7	oct.-24	1,8	-2,9	1,6	1,4
Foreign Sector								
Exports	USD BN	sep.-24	6,9	oct.-24	6,6	67	77	82
Imports	USD BN	sep.-24	6,0	oct.-24	5,6	74	59	68
Trade Balance	USD BN	sep.-24	1,0	oct.-24	1,0	-7	18	14
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	II Q 24	2,8	III Q 24	1,06	-21	3.664	-4.931
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	oct.-24	40,0	nov.-24	40,0	100,0	35,0	35,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	oct.-24	42,4	nov.-24	40,7	109,9	36,0	35,5

(1)Annual Indicators. December Average

(2)Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources



ARGENTINIEN WIRTSCHAFT



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

 PartnerWeltweit

ARGENTINIEN WIRTSCHAFT

01. Einleitung

02. Überblick

03. Wirtschaftskonjunktur

04. Preise

05. Haushaltsüberblick

06. Außenhandel

07. Geld- und Wechselkurspolitik

11/2024

Erstellt von:



Sollten Sie daran interessiert sein in "Argentinien Wirtschaft" mit Ihrem Firmenlogo zu werben, setzen Sie sich bitte mit **Victoria Giannasca** (vgiannasca@ahkargentina.com.ar) in Verbindung.

EINLEITUNG

Nachfolgend werden die wichtigsten Aspekte des Berichts dargestellt.

ZIELE

Der Bericht stellt eine klare Diagnose der aktuellen wirtschaftlichen Situation und der Aussichten für das laufende Jahr dar. Er beleuchtet die wirtschaftspolitischen Sachzwänge und deren Auswirkungen auf die Schlüsselvariablen (Wirtschaftsaktivität, Inflation und Wechselkurs).

INHALT

- Internationaler Kontext. Wie sich die Welt in den kommenden Jahren verändern wird.
- Diagnose der aktuellen lokalen Wirtschaftslage.
- Wirtschaftspolitische Einschränkungen nach den Parlamentswahlen.
- Was sind die möglichen Szenarien und die damit verbundenen Wahrscheinlichkeiten.
- Projektionen der wichtigsten Variablen unter drei möglichen Szenarien.

IN DEN PROJEKTIONEN BERÜCKSICHTIGTE VARIABLEN

- Internationaler Kontext: Wachstum und Inflation in den wichtigsten Volkswirtschaften.
- Aktivität: BIP, privater Konsum, Investitionen, Exporte, Importe, Arbeitslosenquote.
- Preise: reale Inflation (Ecolatina CPI).
- Nominale und reale Wechselkurse.
- Fiskalpolitik: Ausgaben, Steuererhebung, Haushaltsergebnis, Finanzierungslücke.
- Externer Sektor: Exporte, Importe, Handelsüberschuss.
- Arbeitsmarkt: Arbeitsnachfrage, Arbeitslosigkeit, Nominal- und Reallöhne.

ÜBERBLICK

Wirtschaft: Weiterhin gutes Wechselkurs- und Finanzklima

Im vergangenen Monat **hielt der kleine Sommer im Finanz- und Wechselkursbereich an**, und zwar hauptsächlich aufgrund des Optimismus der Märkte trotz des erwartbar geringeren Umfangs der Einnahmen aus der Steueramnestie und eines weniger günstigen internationalen Kontexts. Die Wechselkursdifferenz verringerte sich und stabilisierte sich auf den niedrigsten Werten seit Anfang April; die BCRA übertraf alle Prognosen, indem sie im Oktober das höchste Niveau von Devisenkäufen der letzten fünf Monate erreichte; das Länderrisiko sank unter 1.000 Basispunkte auf den niedrigsten Wert seit 2019 (im Vorfeld der Niederlage Macris als Präsidentschaftskandidat in den Vorwahlen) und die privaten Dollareinlagen drehten den Rückgang, der am Monatsanfang zu beobachten war, um dank der Verlängerung der ersten Phase der Steueramnestie.

Obwohl sich ein Gutteil dieser Dynamik durch den derzeitigen Erfolg der argentinischen Aktiva erklärt, ist die Entwicklung auf dem offiziellen Devisenmarkt (MULC) besonders aufsehenerregend. Ende September erwartete man ein komplexeres Panorama auf dem MULC für die BCRA aufgrund der verzögerten Wirkung der Herabsetzung der Steuer PAIS auf die Importzahlungen (die im September fälligen Importe wurden erst ab Oktober bezahlt). Stattdessen verzeichnete die BCRA 23 Geschäftsrunden in Folge mit einem Positivsaldo und erwarb im Oktober mehr als US\$ 1,6 Mrd.

Wie erklärt sich diese Entwicklung? 1) Die Devisenverkäufe entsprachen nicht der Saison (normalerweise sinken sie im Oktober) und hielten ihr hohes Niveau; dadurch entstand eines der besten Ergebnisse in einem Oktober in den letzten Jahren. 2) Ein Teil der Dollareinlagen im Gefolge der Steueramnestie kamen auf den MULC und erhöhte das Angebot auf dem Weg über Darlehen in Dollar oder die Ausgabe privater Schuldverschreibungen. 3) Die Zahlungen für Importe hielten sich auf einem relativ geringen Niveau.

Bzgl. des dritten genannten Elements kann es mehrere Gründe für die **geringen Importzahlungen** geben: Einige Importeure operieren weiterhin zum CCL-Kurs (oder haben aufgrund der gekreuzten Restriktionen noch keinen Zugang zum MULC); die Erholung ist langsamer als erwartet oder die existierenden Vorräte sind höher (wegen der 2023 vorgezogenen Importe), was es ermöglicht, die verfügbare Liquidität für den Carry Trade in Pesos zu nutzen und Importe aufzuschieben. Wie lange können sich die Importe auf diesem Niveau halten? Dies wird von

Für Weitere Informationen

wenden Sie sich bitte an:
eyf@ecolatina.com

folgenden Faktoren abhängen: dem Erholungsrythmus der Wirtschaft, dem Spread zwischen dem Zinssatz und dem Crawling Peg, der möglichen Attraktivität der Importgüter angesichts geringerer Zölle und der Begrenzung der Abwertungserwartungen.

Obwohl im August die Konjunkturerholung anhielt, war im September eine deutliche Mäßigung zu beobachten und die vorab bekannt gegebenen Indikatoren sind für diesen Monat weniger ermutigend. Wenn künftig eine anhaltende Erholung der Realwirtschaft erreicht wird, ist es wahrscheinlich, dass der Prozess **langsam** sein und für die verschiedenen Wirtschaftssektoren **heterogene Resultate** aufweisen wird.

Eines der Schlüsselemente für ein Erholungsszenario ist eine langfristig anhaltende Inflationsverringerung. Hier **hat die Regierung in den letzten beiden Monaten positive Ergebnisse erzielt**: Nicht nur sank die Monatsinflation im September dank der marginalen Auswirkung der Herabsetzung der Steuer PAIS auf unter 4 %, sondern sie dürfte im Oktober bei 3 % (oder sogar darunter) liegen. Die **BCRA** nutzte die geringere Inflation und **senkte den Zinssatz der Geldpolitik** von 40 % auf 35 % nominaler Jahreszins (der effektive Monatszins sank von 3,3 % auf 2,9 %); damit versuchte sie die Anstiegstendenz der Zinssätze der Privatbanken im Gefolge einer geringeren Pesoliquidität zu bremsen.

Das künftige Panorama wirkt komplex, wenn man berücksichtigt, dass jede Inflationsabnahme, die nicht von einem Ende der Devisenerwerbsbeschränkungen begleitet ist, als vorübergehend angesehen werden könnte angesichts der Ungewissheit bei den Abwertungserwartungen.

2025 wird das Dollarkonto zentral sein bei der Analyse der Tragfähigkeit des aktuellen Wirtschaftsprogramms. Die Leistungsbilanz wird defizitär sein, da 20 % der Exportdevisen zum CCL-Kurs verkauft werden, die Importe möglicherweise nach Aufbrauchen der Bestände steigen und die Aufwertung das Defizit bei Dienstleistungen (insbesondere Tourismus) erhöhen werden. Außerdem muss die Regierung Nettoszahungen für Schulden iHv fast US\$ 12 Mrd. leisten und es könnte die Notwendigkeit entstehen, beim CCL-Kurs zu intervenieren, um die Wechselkursdifferenz in einem Wahljahr zu begrenzen.

Allerdings **zeigte die Regierung in den letzten Wochen ihre Karten, auf die sie zählen kann, um die kurzfristigen Verpflichtungen zu decken** und den Horizont der derzeitigen Strategie hinauszuschieben. Im Unterschied zu der Zeit vor einigen Monaten scheint der IWF bereit zu sein, ein vorübergehendes Abkommen ohne Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen Anfang 2025 zu unterzeichnen; dabei würde es keine positive Nettofinanzierung geben, aber die 2025 fälligen Zahlungen würden gedeckt werden. Gleichzeitig gäbe es Spielraum, um den

Eingang von Nettokrediten seitens anderer internationaler Organisationen zu erhöhen.

Parallel dazu ließ die Regierung durchsickern, dass sie mit Privatbanken über einen REPO zur Deckung der im Januar fälligen Zahlungen für staatliche Schuldverschreibungen verhandelt. Gleichzeitig schloss sie aber auch eine freiwillige Umschuldung nicht aus, um das Roll-over der Verpflichtungen für Juli zu gewährleisten. Hinzu kämen die Kapazität, die Kredite in US-Dollar zu erhöhen, der potenzielle Dollarzufluss von im Rahmen des RIGI-Systems und eine mögliche Eliminierung oder Verringerung des Dollar Blend. Letzteres würde die Stabilität der Wechselkursdifferenz gefährden, aber das Angebot auf dem MULC erhöhen und es der BCRA ermöglichen, die Devisenreserven aufzustocken.

Angesichts dieses Kontexts halten wir es für wahrscheinlicher, dass die Regierung für die **Beibehaltung des Crawling Peg von 2 %** optieren wird. (Die Wahrscheinlichkeit des optimistischen Szenarios nimmt zu, während diejenige des alternativen Szenarios abnimmt.) Aber trotz des größeren Handlungsspielraums steht diese Strategie vor **nicht geringen exogenen und endogenen Risiken**. Deshalb halten wir für den Moment unser Basisszenario bei (Flexibilisierung der Devisenkaufbeschränkungen und abrupter Wechselkursanstieg im ersten Quartal), das es ermöglicht, die Risiken kurzfristig zu begrenzen, obwohl sich langfristig die Dynamik beider Szenarios überschneiden wird.

Bei den **exogenen Risiken** würden eine Dürre oder ein stärkerer Verfall der Weltmarktpreise für Commodities das Panorama auf dem MULC noch komplexer machen; eine anhaltende internationale Finanzvolatilität könnte den Rückgang des Länderrisikos und Investitionen in Schwellenländern bremsen. Der vielleicht wichtigste Risikofaktor ist die **politische Ungewissheit in einem Wahljahr**. Gleichzeitig könnten sich im Gefolge der so entstehenden Dynamik gewisse **endogene Risiken** für das Programm negativ auswirken: Die Darlehen in US-Dollar könnten sinken, die Importzahlungen vorgezogen und die Devisenverkäufe der Landwirtschaft könnten gebremst werden, falls wieder Abwertungserwartungen entstehen.

Politik: Während die Politik in Unordnung geriet, gab es Fortschritte bei der Ordnung der Wirtschaft

1. *Der Oktober begann mit einem weiteren Veto Mileis und endete mit guten Wirtschaftsnachrichten.*

Anfang Oktober stand die Regierung vor einer neuen Herausforderung, da Milei sein zweites Veto unterzeichnete

(in diesem Fall gegen die Universitätsfinanzierung), endete aber mit einer Vielzahl guter Wirtschaftsnachrichten.

2. Die Regierung versichert, dass das Schlimmste vorüber ist, aber es bleibt die Ungewissheit hinsichtlich des „Guten, das kommen wird“.

Nach Monaten des Leidens der Wirtschaft versucht Milei davon zu überzeugen, dass das Schlimmste bereits vorüber ist, und einiges wird durch die Statistiken bestätigt. Aber es bleibt abzuwarten, ob sich die Anstrengung gelohnt hat.

3. Das politische Ziel: den Inflationsrückgang als Symptom für eine geordnete Wirtschaft darzustellen.

Die Wirtschaft ist weit davon entfernt, sich befriedigend zu entwickeln, aber angesichts des Inflationsdramas zielt Milei darauf ab, dass die geringeren Preissteigerungen als Symptom einer geordneten Wirtschaft wahrgenommen werden.

Als sich der Prozess der politischen Unordnung zu verstärken schien und Milei sein **zweites Veto in 30 Tagen** einlegte (in diesem Fall gegen das Gesetz zur Universitätsfinanzierung), schuf eine Kombination **guter Wirtschaftsnachrichten** gegen Ende des Monats ein Gefühl, dass sich nach Monaten des Leidens die Wirtschaft der gewünschten Ordnung annäherte.

Zu den von der Regierung vorgezeigten Erfolgen (Haushaltsüberschuss, Inflationsrückgang und Ordnung der BCRA-Bilanz) kamen Marktsignale hinzu, die eine **optimistischere Wahrnehmung des Wirtschaftskurses** und seiner kurzfristigen Tragfähigkeit vermittelten. Gleichzeitig wurden einige **Daten** bekannt, die auf eine **Erholung** der Konjunktur sowie des Konsums und der Löhne hindeuten; das zeigt, dass man nach der anfänglichen Einführung von Maßnahmen zur Korrektur der wirtschaftlichen Ungleichgewichte die angestrebte Ordnung zu erreichen scheint.

Allerdings ist noch nicht klar, ob die Regierung den Markt von dem, was sie zu tun beabsichtigt, und der Tragfähigkeit des Kurses überzeugt hat, oder ob sie ihn in Wirklichkeit nur von dem, überzeugt hat, was sie auf kurze Frist nicht tun wird (abwerten oder eine Wechselkurskorrektur vornehmen); und der Markt nutzt diese Sicherheit, um Gewinne zu erzielen. Davon abgesehen, durchdrang der Optimismus die öffentliche Debatte und wurde zu einem **relevanten Faktor im politischen Prozess**.

Wie erklärt sich diese Relevanz? In der Diskussion tauchen **Fortschrittsindikatoren** auf, die fundamental sind, weil sie der Öffentlichkeit ein positives Feedback bieten und bestätigen, dass die Anstrengung Früchte trägt. Anders gesagt, es sind Signale dafür, dass die Anstrengung, die der Präsident verlangte, um die gewünschten Ergeb-

nisse zu erreichen (Inflationsrückgang, Wirtschaftswachstum und Einkommensverbesserung), der Mühe wert waren. Diese Wahrnehmung, dass das Programm funktioniert, hat als zentralen Stützpfeiler die geringere Inflation, da sie für die öffentliche Meinung und zur Bewertung der Wirksamkeit des Programms ein sensibler Faktor ist. Umso mehr, wenn all dies mit einem stabilen Dollar, dem anderen für die öffentliche Meinung sensiblen Faktor, geschieht.

Allerdings **müsste aus der Wahrnehmung eine Empfindung werden**. Dazu müssten die guten Nachrichten im Finanzbereich zu guten Nachrichten in der Realwirtschaft werden und über die Zeit anhalten, damit die Personen mit dem Wirtschaftsprozess zufriedener sind: Verbesserung der Löhne, Verbesserung des Konsums und Verbesserung der wirtschaftlichen Erwartungen. Damit ist der Moment gekommen, um zu sehen, welche Art von Erholung und welche Art von Wirtschaftswachstum diese Ordnung erzeugt, die nach den Anfangsmaßnahmen der angewendeten Therapie erreicht wurde.

Die Regierung scheint entschlossen zu sein, **den Inflationsrückgang als zentralen Indikator zu nutzen, um die öffentliche Meinung vom Wirtschaftskurs zu überzeugen**. Das Problem ist, dass dieses Ergebnis mithilfe von Mitteln erzielt zu werden scheint, die Zweifel an seiner mittel- und langfristigen Tragfähigkeit wecken (Devisenerwerbsbeschränkungen und Pesobewertung).

Deshalb bleibt die Frage offen, wie sich die Spannung zwischen der privilegierten Politik zur Inflationsbekämpfung und dem Niveau der Konjunkturerholung (und des Konsums) niederschlagen wird. Wenn sich die Regierung entscheidet, diese Wechselkursregel beizubehalten, werden die Zweifel hinsichtlich der politischen Zukunft der Regierung und ihrer Wettbewerbsfähigkeit in den Parlamentswahlen weitgehend davon abhängen, **wie die Menschen die Ergebnisse des Wirtschaftsprogramms empfinden**. Wie immer hat diese Diskussion mehr mit dem Quadratmeter eines jeden Bürgers als mit dem Quadratmeter der Makroökonomie zu tun.

Wirtschaftskonjunktur

Auch im August Konjunkturerholung

- Im August stieg der Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit (EMAE) saisonbereinigt um 0,2 % pro Monat, sank aber im bisherigen Jahresverlauf insgesamt um 0,1 % und seit Beginn der Rezession im vergangenen November um 3,3 %. Damit erreichte er ein mit Februar 2024 – also vor dem Tiefpunkt der Rezession - vergleichbares Niveau.

• Die Binnennachfrage fiel im August um 16 % p. a. und verzeichnete damit neun Monate in Folge mit rückläufiger Tendenz. Dies erklärt sich durch einen deutlichen Rückgang der Binnennachfrage aufgrund des Verfalls der realen Einkommen.

• Abgesehen davon, dass die Talsohle der Konjunktur überwunden ist, verläuft die Erholung sehr heterogen, langsamer als erwartet und mit einem unregelmäßigen Muster. Wir erwarten, dass dieses Szenario im Rest des laufenden Jahres anhält und das BIP im Jahresdurchschnitt um etwa 3,5 % sinken wird.

Weitere Konjunkturerholung im August

Im August stieg der Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit (EMAE) saisonbereinigt um 0,2 % pro Monat und kehrte nach einem Anstieg um 2,3 % in den letzten beiden Monaten auf ein mit dem Wert vom Dezember vergleichbares Niveau zurück.

Hervorzuheben ist, dass der Primärsektor auch weiterhin den Rückgang der restlichen Wirtschaft kompensiert: Die Land- und Viehwirtschaft (+4,5 % p. a.), die Ausbeutung von Bergwerken und Steinbrüchen (+60 %) sowie die Fischerei fügten zusammengenommen der Jahresvariation 0,5 Prozentpunkte hinzu.

Von den 15 Wirtschaftsbranchen wiesen zehn ein rückläufiges Ergebnis im Vergleich zum Vorjahr auf und machten damit deutlich, wie verallgemeinert die Rezession ist. Insbesondere die von der Binnennachfrage abhängigen Sektoren erholten sich noch nicht: das Baugeerbe (-18,0 % p. a.), der Handel (-7,9 % p. a.) und die verarbeitende Industrie (-5,6 % p. a.). Allein diese drei Sektoren wirkten sich um 3,1 Prozentpunkte negativ aus.

der Rezession wieder zu erreichen. Die Erholungssignale sind nicht nur für die verschiedenen Sektoren heterogen und ungleichmäßig, sondern schwächten sich im August sogar ab, wie dem EMAE zu entnehmen ist.

Die mit Energie, dem Bergbau und der Landwirtschaft verbundenen Sektoren werden am stärksten wachsen und die Exporte steigern, die im Jahresdurchschnitt um etwa 20 % zunehmen werden. Dagegen werden die Importe, die eine im Allgemeinen prozyklische Komponente haben (d. h., sie variieren im selben Sinn, aber in größerem Ausmaß wie die Gesamtwirtschaft), zu einem hohen Handelsbilanzüberschuss beitragen und aufgrund des Rückgangs der Binnennachfrage weiterhin rückläufig sein (-14 % p. a.).

Die Investitionen könnten von dem RIGI-System (*Régimen de Incentivos para Grandes Inversiones* - Anreizsystem für große Investitionen) und der Steueramnestie einen gewissen Impuls erhalten (und den daniederliegenden Bausektor stützen). Solange jedoch die Devisenverwerbsbeschränkungen beibehalten werden, dürfte dies kein ausschlaggebender Faktor für eine schnelle Erholung sein, sondern eine Schlüsselvariable für die Zukunft des monetären und Wechselkurssystems der Regierung. Aus diesem Grund erwarten wir, dass die Investitionen die schlechteste Entwicklung der Nachfragekomponenten im Verlauf dieses Jahres aufweisen werden.

Wie wird sich der Konsum entwickeln? Beim privaten Konsum (der bis zu 60 % des BIP ausmacht) scheint es nicht viele Driver zu geben, die sich günstig auswirken, da für die Überwindung der Rezession eine Verbesserung des Reallohns und der verfügbaren Einkommen erforderlich ist. Die Verbesserungen der Realeinkommen in den letzten Monaten könnten den Rückgang abfedern, werden aber keinen Faktor für die Erholung darstellen.

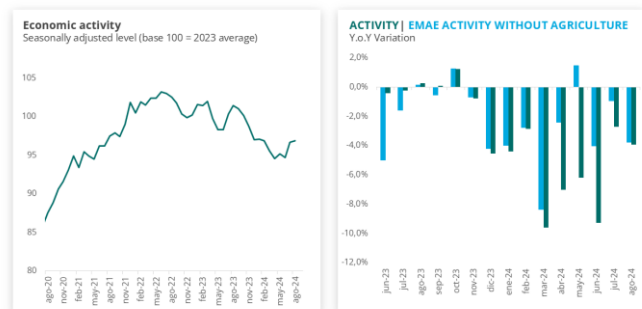
Die Erholung des Konsums von Gebrauchsgütern wird begünstigt durch einen geringeren realen Wert dieser Artikel (die Einkommenskaufrkraft ist im Verhältnis zu ihnen stärker gestiegen) in einem Kontext aufgeschobenen Konsums und auf Kosten einer Verbesserung der hohen effektiven Kreditzinsen, was den Konsum auch in Zukunft beeinträchtigen könnte.

Bei den Massenkongsumgütern bildeten ihre reale Verteuerung (im Vergleich der letzten zwölf Monate stieg das allgemeine Niveau der Verbraucherpreisindex um 20 Prozentpunkte weniger als die Inflation des Massenkongsums im September), der höhere Konsum langlebiger Güter und unelastischer Dienstleistungen (Tarife) eine Kombination, wegen der der Konsum dieses Gütertyps weiterhin sinkt (die Zahlen von Scenia besagen, dass der Rückgang bis September 22,3 % p. a. betrug).

Der Dienstleistungskonsum schließlich (Freizeit, Restaurants, Hotels) wird sich ebenfalls langsamer erholen,

AUGUST MAINTAINED THE REBOUND OF JULY IN ACTIVITY

ECOLATINA
Economics



Was ist zu erwarten?

Obwohl der EMAE bereits im Juli eine Änderung der Negativtendenz, deren Tiefpunkt im April lag, verzeichnete ist diese Erholung weit davon entfernt, das Niveau vor

da es sich um Ausgaben handelt, die bei sinkenden verfügbaren Einkommen als erste gekürzt werden; verschärft wird dies durch die Verteuerung dieser Dienstleistungen und das Fehlen des Effekts „die Pesos brennen“, der sich im vergangenen Jahr ausgewirkt hatte und den Konsum von mit der Freizeit zusammenhängenden Dienstleistungen in die Höhe getrieben hatte.

Zusammenfassend zeigen die Zahlen, dass abgesehen davon, dass die Talsohle der Konjunktur überwunden ist, die **Erholung sehr heterogen, langsamer als erwartet und mit einem unregelmäßigen Muster verläuft**. Da wir erwarten, dass dieses Szenario im Rest des laufenden Jahres anhält, schätzen wir, dass das BIP im Jahresdurchschnitt um etwa 3,5 % sinken und damit bis Mitte kommenden Jahres das Niveau vor der Rezession nicht wieder erreichen wird.

Preise

Erneuter Inflationsrückgang

- Der vom INDEC erstellte nationale Verbraucherpreisindex verzeichnete im September einen Anstieg um 3,5 %, also 0,7 Prozentpunkte weniger als im August. Es handelte sich um den niedrigsten Wert seit November 2021 (+2,5 %). Im Jahresverlauf belief sich der Anstieg auf 101,6 % und die Veränderung ggü. dem Vorjahr betrug 209,0 % (-27,7 Prozentpunkte). Außerdem lag die Inflation im dritten Monat in Folge unter den Markterwartungen (REM-BCRA), die 3,7 % prognostiziert hatten.

- Im Oktober verzeichnete das allgemeine Niveau des Verbraucherpreisindex für den Großraum Buenos Aires von Ecolatina einen Monatsanstieg von 3,1 %; er lag um 0,7 Prozentpunkte unter dem Septemberwert. Im Vergleich zum Vorjahr belief er sich auf 218,3 % und im bisherigen Jahresverlauf auf 126,6 %.

- Der kleine Sommer des Wechselkurses, der seit einigen Wochen anhält, verringert den Druck auf die Preise in einem Kontext, in dem die Wechselkursdifferenz seit Mai gering ist und die Devisenkäufe der BCRA anhalten. Zu der Verankerung des offiziellen Wechselkurses kommt die niedrige Wechselkursdifferenz hinzu, weshalb – falls kein unerwartetes Ereignis eintritt - die Monatsinflation möglicherweise bis Ende des Jahres bei 3 % liegen wird.

Geringste Inflation seit drei Jahren

Der vom INDEC erstellte nationale Verbraucherpreisindex verzeichnete im September einen **Monatsanstieg um 3,5 %**, also 0,7 Prozentpunkte weniger als im August.

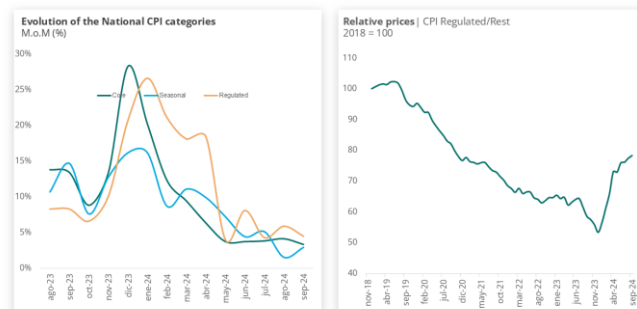
Es handelte sich um den niedrigsten Wert seit November 2021 (+2,5 %). Im Jahresverlauf belief sich der Anstieg auf 101,6 % und die Veränderung ggü. dem Vorjahr betrug 209,0 % (-27,7 Prozentpunkte). Außerdem lag die Inflation im dritten Monat in Folge unter den Markterwartungen (REM-BCRA), die 3,7 % prognostiziert hatten.

Hervorzuheben ist die **geringere Kerninflation**, die die Preistendenz misst, indem sie saisonale und regulierte Preise ausschließt: Sie belief sich auf 3,3 % pro Monat, nachdem sie in den drei Vormonaten 3,9 % betragen hatte. Damit lag sie in den neun Monaten des Jahres unter dem allgemeinen Niveau im Unterschied zum letzten Jahr, als sie das allgemeine Niveau in die Höhe getrieben hatte (aufgrund der Einfrierung der regulierten Preise).

Obwohl die **Saisonpreise** stärker stiegen als im August (2,9 % ggü. 1,5 %) wirkten sie sich zugunsten einer Inflationsverringering aus. Das Gegenteil war bei den **regulierten Preisen** der Fall: Ihr Anstiegsrhythmus verlangsamte sich (4,5 % nach 5,9 % im August), aber sie trieben den Index in die Höhe. Die Anhebungen der öffentlichen Dienstleistungstarife (öffentlicher Personenverkehr, Wasser, Strom, Gas und Kraftstoffe) waren in dieser Kategorie ausschlaggebend. Zu Buche schlugen auch Preissteigerungen bei den privaten Krankenversicherungen, Telefonie und schulischer Bildung.

RELATIVE PRICE ADJUSTMENT CONTINUES

ECOLATINA
Economics

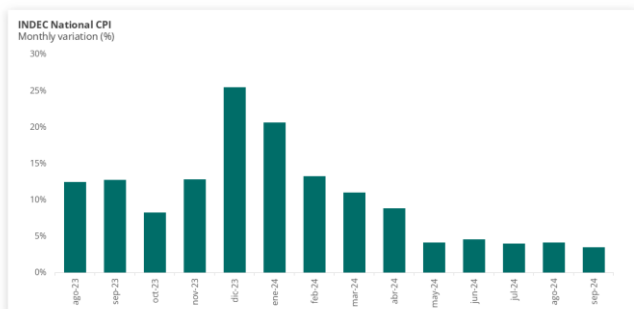


Bei **Nahrungsmitteln und Getränken** (+2,3 %) endete die Beschleunigung der beiden Vormonate. Dieses Kapitel war zentral für das allgemeine Niveau: Würde man es ausschließen, hätte die Inflation 4,0 % betragen. In der Aufschlüsselung fällt der Preiserückgang bei Gemüse (-0,6 %) auf, allerdings stiegen die Gemüsepreise im bisherigen Jahresverlauf um 70 % stärker als das Kapitel Nahrungsmittel und Getränke. Tee (+1,1 %) sowie Öle, Fette und Butter (+2,1 %) verzeichneten einen geringen Anstieg. Am stärksten erhöhten sich die Preise von Obst (4,2 %), Fleisch und Fleischprodukte (+3,0 %) sowie Zucker und Süßwaren (+2,8 %).

Im achten Monat in Folge zogen die **Güterpreise** (+3,0 % pro Monat, -0,2 Prozentpunkte) deutlich weniger an als die **Dienstleistungspreise** (+4,6 %, -1,9 Prozentpunkte).

Diese Situation ist genau umgekehrt als 2023, als der Anstieg bei Gütern (+223 % im vergangenen Jahr) weitaus höher war als bei den Dienstleistungen (+154 %).

INFLATION WAS 3.5% IN SEPTEMBER

ECOLATINA
Economics

Auch der Preisanstieg bei den Warenkörben, die die Armut- und Bedürftigkeitsgrenze definieren, verlangsamte sich. Der **Grundwarenkorb Nahrungsmittel** verteuerte sich um 1,7 % pro Monat, also 2,2 Prozentpunkte weniger als im August. Der Preis des **Gesamtwarenkorb Grundbedarf** erhöhte sich um 2,6 %; dadurch war der Anstieg um 1,8 Prozentpunkte geringer als im August. Insgesamt verteuerten sich die beiden Warenkörbe im bisherigen Jahresverlauf um 78,1 % bzw. 94,6 % und im Vergleich zum Vorjahr um 189,9 % bzw. 202,2 %.

Anhaltende Inflationsverringering?

Im Oktober verzeichnete das allgemeine Niveau des Verbraucherpreisindex für den Großraum Buenos Aires von Ecolatina einen **Monatsanstieg von 3,1 %**; er lag um 0,7 Prozentpunkte unter dem Septemberwert. Im Vergleich zum Vorjahr belief er sich auf 218,3 % und im bisherigen Jahresverlauf auf 126,6 %. Die Kapitel, die den Anstieg bremsen, waren Verkehr und Kommunikation (+1,6 %) und Wohnungsausstattung (+1,8 %). Die stärksten Preissteigerungen waren bei Bekleidung (+6,1 %) und Unterhaltung (+5,0 %) zu registrieren.

Bei den **Kategorien** ist der um 2,8 Prozentpunkte geringere Anstieg der regulierten Preise hervorzuheben. Die Saisonpreise zogen um 5,0 % an aufgrund der Verteuerung bei Tourismus und Bekleidung. Die Kerninflation erhöhte sich – ähnlich wie im Vormonat – um 3,1 %.

Im November werden die Tarifierhebungen bei Gas (+2,7 %), Strom (+2,5 %), Wasser (+4 %), Kraftstoffen (+2,8 %), privaten Krankenversicherungen (durchschnittlich 4,5 %) sowie Privatschulen (4,5 % in der Hauptstadt und 3,6 % in der Provinz Buenos Aires) zu Buche schlagen. Gleichzeitig erwartet man, dass die Telekommunikationsunternehmen ihre Tarife im Oktober um etwa 4 % erhöhen werden.

Der kleine Sommer des Wechselkurses, der seit einigen Wochen anhält, verringert den Druck auf die Preise in einem Kontext, in dem die Wechselkursdifferenz seit Mai gering ist und die Devisenkäufe der BCRA anhalten. Zu der Verankerung des offiziellen Wechselkurses kommt die niedrige Wechselkursdifferenz hinzu, weshalb – falls kein unerwartetes Ereignis eintritt – die Monatsinflation möglicherweise bis Ende des Jahres bei 3 % liegen wird. Insgesamt macht jedoch die Inflationsentwicklung der letzten Monate deutlich, dass es immer schwieriger (oder kostenträchtiger) wird, sukzessive Verringerungen des Preisanstiegs vorzuweisen. Die langsame Wirtschaftserholung im Gefolge besserer Realeinkommen und eines Kreditwachstums beginnt über eine stärkere Nachfrage Druck auf die Preise auszuüben.

Haushaltsüberblick

Anhaltender Haushaltsüberschuss

- Der nicht finanzielle nationale öffentliche Sektor registrierte im neunten Monat in Folge einen Primärüberschuss und erneut auch einen Finanzüberschuss. In Zahlen: Das Primärergebnis belief sich auf AR\$ 0,82 Billionen, das Finanzergebnis betrug AR\$ 0,47 Billionen aufgrund von Zinsverpflichtungen iHv AR\$ 0,35 Billionen. Was erklärt das Haushaltsergebnis im September? Der Überschuss war die Folge eines geringeren realen Einnahmerückgangs (-8 % p. a.), der durch deutliche Einsparungen (-25 % p. a.) überkompensiert wurde. In diesem Monat waren die Schlüsselfaktoren der Beitrag der Steueramnestie, die vorgezogene Zahlung der Besitzsteuer und die Nachzahlung von Beiträgen, die halfen, den Rückgang bei den restlichen Einnahmen auszugleichen. Die Steuer PAIS, die ein Stützpfeiler des Steueraufkommens gewesen war, verlor nach der Herabsetzung des Steuersatzes am Anfang des Monats an Bedeutung.

- Insgesamt betrug der Primärüberschuss im bisherigen Jahresverlauf 1,6 % des BIP und der Finanzüberschuss 0,4 % des BIP. Die ersten neun Monate waren gekennzeichnet von einer deutlichen Ausgabenkürzung (-29 % p. a.) und einem anhaltenden Einnahmerückgang (-6 % p. a.), insbesondere bei den konjunkturabhängigen Steuern. In diesem Rahmen wirkten sich folgende Ressourcen positiv aus: der außerordentliche Beitrag der Einkommensteuer im Mai, die Mittel aus dem Außenhandel, die Steuer PAIS, die Steueramnestie und die Beitragsnachzahlungen.

- Das klare Finanzergebnis der ersten neun Monate lässt erwarten, dass die Regierung über genügend Spielraum verfügt, um das Haushaltsziel zu erreichen

(Überschuss von 1,5 % des BIP für 2024). Wir beginnen jetzt schon die Auswirkungen des Grundgesetzes und des Fiskalpakets auf die Einnahmen zu sehen, wobei besonders die Vorauszahlung der Besitzsteuer, die Nachzahlung der Sozialversicherungsbeiträge und die Mittel aus der Steueramnestie eine Rolle spielen. Für das letzte Quartal erwarten wir eine Verbesserung bei der Einkommensteuer im Gefolge der Wiederherstellung der vierten Steuerklasse. Allerdings wird sich die Regierung einer saisonbedingt ungünstigeren Lage gegenübersehen, weshalb ein Haushaltsdefizit im Dezember nicht überraschend wären.

Wie erging es dem Fiskus im September?

Der **nicht finanzielle nationale öffentliche Sektor** registrierte im neunten Monat in Folge einen Primärüberschuss und erneut auch einen Finanzüberschuss. In Zahlen: Das Primärergebnis belief sich auf AR\$ 0,82 Billionen, das Finanzergebnis betrug AR\$ 0,47 Billionen aufgrund von Zinsverpflichtungen iHv AR\$ 0,35 Billionen.

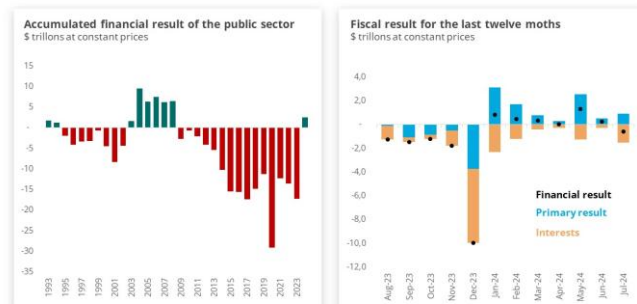
Was erklärt das Haushaltsergebnis im September?

Der Überschuss war die Folge eines geringeren realen Einnahmerückgangs (-8 % p. a.), der durch deutliche Einsparungen (-25 % p. a.) überkompensiert wurde. In diesem Monat waren die Schlüsselfaktoren der Beitrag der Steueramnestie, die Vorauszahlung der Besitzsteuer und die Nachzahlung von Beiträgen, die halfen, den Rückgang bei den restlichen Einnahmen auszugleichen. Die Steuer PAIS, die ein Stützpfeiler des Steueraufkommens gewesen war, verlor nach der Herabsetzung des Steuersatzes am Anfang des Monats an Bedeutung.

Insgesamt betrug der Primärüberschuss im bisherigen Jahresverlauf 1,6 % des BIP und der Finanzüberschuss 0,4 % des BIP. Die ersten neun Monate waren gekennzeichnet von einer deutlichen **Ausgabenkürzung** (-29 % p. a.) und einem **anhaltenden Einnahmerückgang** (-6 % p. a.), insbesondere bei den konjunkturabhängigen Steuern. In diesem Rahmen wirkten sich folgende Ressourcen positiv aus: der außerordentliche Beitrag der Einkommensteuer im Mai, die Mittel aus dem Außenhandel, die Steuer PAIS, die Steueramnestie und die Beitragsnachzahlungen.

FIRST FINANCIAL DEFICIT WITH PRIMARY SURPLUS

ECOLATINA
Economics



Blick auf die aufgeschlüsselte Situation der Staatsfinanzen

Bei den Einnahmen erbrachte die **Besitzsteuer** real das Fünffache der Einnahmen im September 2023. Grund dafür war der Erfolg der Steueramnestie und der Vorauszahlungen. Die Zolleinnahmen aus dem Außenhandel stiegen um 55 % p. a., während Mittel aus der Steuer PAIS im Gefolge der Herabsetzung des Steuersatzes erneut real sanken.

Die **Sozialversicherungsbeiträge** verringerten sich zwar im Vergleich zum Vormonat, erhöhten sich aber nach zwölf Monaten in Folge mit rückläufiger Tendenz real um 3,5 % p. a. Diese Tendenzänderung erklärt sich durch die Wirkung der Beitragsnachzahlung und eine niedrige Vergleichsbasis im September 2023.

Infolge der allgemeinen Kürzungen der wichtigsten **Posten sanken die Primärausgaben real um 25 % p. a.** (wie in den Vormonaten) und wiesen damit seit vierzehn Monaten in Folge einen Rückgang auf.

Auf die **Sozialleistungen** entfiel nahezu ein Viertel der Ausgabensenkung: Sie nahmen real um 11 % p. a. ab, was der Tendenz in den Vormonaten entsprach, aber die Entwicklung war bei den verschiedenen Posten heterogen: Die Ausgaben für Renten und Pensionen (einschl. Pensionen ohne Beitragszahlungen) verringerten sich um real 11 % p. a., die Zulagen stiegen um real 9 % p. a. Aufgeschlüsselt sanken die Familienzulagen um 18 % p. a., dagegen erhöhten sich die Ausgaben für das Universelle Kindergeld (AUH) um 32 % p. a. und verzeichneten damit sieben Monate in Folge mit einer steigenden Tendenz; dies erklärt sich weitgehend durch die von der Regierung zu Beginn ihrer Amtszeit beschlossene Anhebung. Die Leistungen der Rentnerkrankensversicherung nahmen um 2 % ab.

Die **Wirtschaftssubventionen** nahmen ggü. September 2023 um real 13 % p. a. ab, der Rückgang entsprach der Tendenz in den Vormonaten; sie machten allerdings weniger als 5 % des Ausgabenrückgangs aus. Die Abnahme

der Energiesubventionen verlangsamte sich und die Subventionen für den öffentlichen Personenverkehr, die im August real gestiegen waren, sanken im September real um 26 % p. a.

Die **Kapitalausgaben** verringerten sich weiter (real -73 % p. a.) und erklärten mehr als ein Viertel des Gesamtrückgangs; sie wurden im Lauf der Monate immer wichtiger. Die **laufenden Übertragungen an Provinzen** sanken real um 70 %. Bei den restlichen Posten nahmen die **Übertragungen an Universitäten** um real 20 % ab. Die **Betriebskosten**, die auch die Löhne und Gehälter von Beschäftigten des Staates umfassen, verringerten sich real um 22 % p. a. Damit wiesen diese beiden Posten den neunten Monat in Folge mit rückläufiger Tendenz auf.

Haushaltskonten aufnehmen, würde der 2024 angehäufte Finanzüberschuss verschwinden.

Was ist zu erwarten?

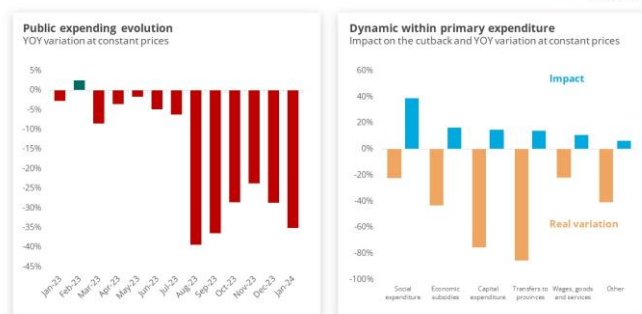
Seit Beginn ihrer Amtszeit unterstrich die Regierung die Notwendigkeit, die Staatsfinanzen in Ordnung zu bringen und definierte die **Haushaltsschuldenbremse** als Driver und Tragsäule der Wirtschaftspolitik. Genau deshalb stärkte der deutliche Finanzüberschuss in den ersten neun Monaten die Regierungsstrategie und ebnete den Weg für die Einhaltung der eingegangenen Haushaltsverpflichtung (Überschuss iHv 1,5 % des BIP 2024).

Die **Auswirkungen des Grundlagengesetzes und des Fiskalpakets** auf die Einnahmen werden bereits, wobei besonders die Vorauszahlung der Besitzsteuer, die Nachzahlung der Sozialversicherungsbeiträge und die Mittel aus der Steueramnestie eine Rolle spielen. Für das letzte Quartal erwarten wir eine Verbesserung bei der Einkommensteuer im Gefolge der Wiederherstellung der vierten Steuerklasse. Allerdings wird sich die Regierung einer saisonbedingt ungünstigeren Lage gegenübersehen, weshalb ein Haushaltsdefizit im Dezember nicht überraschend wären. Im Gesetzgebungsbereich unterstützte der Kongress nach dem Veto gegen das von der UCR eingebrachte Gesetz zur Rentenanpassung nun auch das Veto gegen das Gesetz zur Universitätsfinanzierung und machte damit die **Solidität des Drittels** der regierungsnahen Abgeordneten deutlich, **das notwendig ist, um Gesetzesinitiativen zu bremsen**. In diesem Kontext erwarten wir, dass das Parlament in den nächsten Tagen den **Haushaltsentwurf** für das kommende Jahr behandeln wird. Dieser sieht einen Primärüberschuss von 1,3 % des BIP bei einem ausgeglichenen Haushalt vor.

Die Verabschiedung des Haushalts wäre für die Regierung eine überaus positive Nachricht, nicht nur, weil sie den formellen Rahmen für die Haushaltspolitik der Regierung bilden würde, sondern auch, weil die Zustimmung ein **Signal für die Unterstützung der Haushaltsdisziplin durch einen Teil des politischen Spektrums** wäre und einen Beitrag zu den potenziellen Verhandlungen mit dem IWF darstellen könnte. Aber eine eventuelle Ablehnung würde die Regierung nicht daran hindern, ihre Fiskalstrategie weiterzuverfolgen. In diesem Fall würde der vorherige Haushalt verlängert, was eine stärkere Entscheidungsfähigkeit der Regierung für die Kürzung von Ausgaben mit sich bringen würde, die nicht mehr so flexibel sein werden wie 2023. Mit oder ohne Haushalt wird die Regierung 2025 vor der Herausforderung stehen, **ihrer Haushaltsverpflichtung in einem Wahljahr nachzukommen**, denn in diesen Jahren wächst der Druck zugunsten einer Vermehrung der öffentlichen Bauaufträge und eines Anstiegs der Übertragungen an die Provinzen.

SIGNIFICANT CUTBACK IN PUBLIC EXPENDING

ECOLATINA
Economics



Wie entwickeln sich die Zinsen?

Seit Beginn ihrer Amtszeit verfolgte die Regierung eine Geld- und Finanzstrategie zur Sanierung der BCRA-Bilanz, die es ihr ermöglichte, **Schulden von der Geldbehörde auf die Staatskasse zu übertragen** (vergütete Passiva – LEFI), in Kombination mit einer Verringerung der Zinssätze der Wirtschaft.

In Übereinstimmung damit änderte das Finanzstaatssekretariat die Finanzierungstrategie: Es ersetzte die Ausgabe indexierter kurzfristiger Schuldverschreibungen durch nominale Schuldverschreibungen mit längerer Laufzeit. Dadurch bot sie in den verschiedenen Ausschreibungen zu einem festen Zinssatz kapitalisierbare Bonds an. Diese Instrumente haben die Besonderheit, dass sie **die Zinsen kapitalisieren und sie in Abschreibung bei Fälligkeit transformieren**. Dieses Thema ist wichtig, denn sie werden als lineare Abschreibung verbucht und verringern so die Zinsbelastung.

Wenn wir also annehmen, dass bei Fälligkeit eines jeden ausgegebenen Instruments der kapitalisierte Betrag als Zins und nicht als Abschreibung beglichen würde, wäre in den letzten drei Monaten ein Finanzdefizit entstanden. Nimmt man diese Berechnung für die ersten neun Monate vor, wäre das Finanzergebnis leicht defizitär gewesen. Wenn wir also die finanziellen Kosten der LECAP in die

Außenhandel

• Im September belief sich der Handelsbilanzsaldo auf US\$ 981 Mio. und wies damit den geringsten Überschuss des Jahres (mit Ausnahme des Januars) auf. Er lag um fast US\$ 1 Mrd. unter dem Augustergebnis. Im bisherigen Jahresverlauf entstand ein Gesamtüberschuss von US\$ 15,205 Mrd.

• Neu war die Entwicklung der Importe. Infolge der – vorab angekündigten – Verringerung der Steuer PAIS von 17,5 % auf 7,5 % wurden im Vormonat Importe aufgeschoben, um sie dann zu dem neuen Steuersatz vorzunehmen. Das erzeugte einen Anreiz, im September die Auslandskäufe zu erhöhen. Sie beliefen sich auf US\$ 5,954 Mi. (-13,4 % p. a.), stiegen aber saisonbereinigt ggü. August um 27 %.

• Vor Kurzem flexibilisierte die BCRA die Fristen für Importzahlungen. Die Geldbehörde legte fest, dass ab dem 21. Oktober die Frist für den Zugang zum offiziellen Devisenmarkt für Güterimporte von 60 auf 30 Tage herabgesetzt würde. Diese Maßnahme verfolgt zwei Ziele: Einerseits soll sie die Devisennachfrage von den Finanzdollars auf den offiziellen Markt umlenken und andererseits zielt sie darauf ab, die lokalen Preise zu reduzieren, indem sie Importe flexibilisiert und verbilligt (durch Herabsetzung von Zöllen und eine stärkere Sicherheit hinsichtlich der Wiederbeschaffungskosten).

Deutliche Importerholung nach Verringerung der Steuer PAIS

Im September belief sich der Handelsbilanzsaldo auf US\$ 981 Mio. und wies damit den zweitgeringsten Überschuss des Jahres auf. Er lag um fast US\$ 1 Mrd. unter dem Augustergebnis. Im bisherigen Jahresverlauf entstand allerdings ein Gesamtüberschuss von US\$ 15,205 Mrd., der höchste Wert für diesen Zeitraum seit Beginn der Serie (1992).

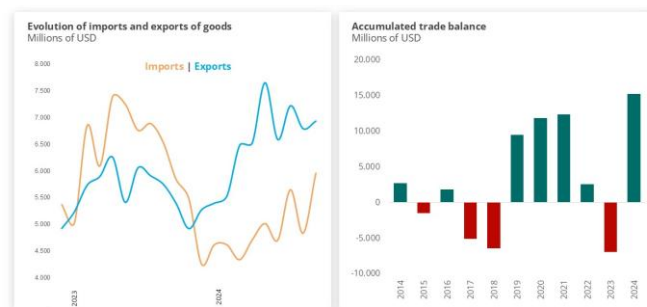
Neu war die Entwicklung der Importe. Infolge der – vorab angekündigten – Verringerung der Steuer PAIS von 17,5 % auf 7,5 % wurden im Vormonat Importe aufgeschoben, um sie dann zu dem neuen Steuersatz vorzunehmen. Wegen dieser geringeren Einfuhr im August, beliefen sich die Auslandskäufe im September auf US\$ 5,954 Mio.; das war der höchste Wert des Jahres, lag aber immer noch um -13,4 % p. a. unter dem Vorjahresergebnis.

Saisonbereinigt erhöhten sich die Importe um 27 % ggü. August und verzeichneten den höchsten Monatsanstieg der letzten Jahre (und sogar höher als in den Monaten nach der Erholung von der Pandemie). Hervorzuheben

ist, dass dieser langsamere Rückgang zu beobachten war, obwohl die Konjunkturindikatoren im September negativ ausfielen. Insgesamt belief sich die Einfuhr in den ersten neun Monaten auf US\$ 43,920 Mrd. und lag damit um 24,5 % unter dem Vorjahresergebnis.

TRADE SURPLUS IN SEPTEMBER, ALTHOUGH OF A SMALLER MAGNITUDE

ECOLATINA
Economics

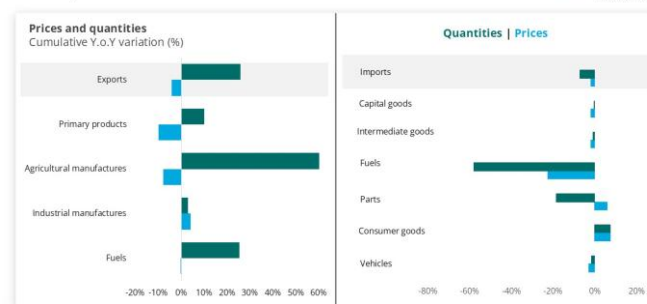


Besonders wichtig ist, dass sich bei den meisten großen Kapiteln der Rückgang verlangsamte und die Konsumgüter (US\$ 794 Mio., +15 % p. a.) sogar erstmals seit 16 Monaten ein Jahreswachstum aufwiesen, was die Auswirkung des geringeren Steuersatzes deutlich macht. Die Verbesserung war sowohl auf die Preise (+7,5 %) wie die Mengen (+7,3 %) zurückzuführen. Bei den Kapital- (US\$ 1,067 Mrd., -2,3 % p. a.) und Zwischengütern (US\$ 2,218 Mrd., -2,5 % p. a.) verringerte sich der Rückgang in beiden Fällen um etwa 35 Prozentpunkte im Vergleich zum August. PKW wurden im Wert von US\$ 366 Mio. eingeführt (-2,8 % p. a.) und der Import von Teilen und Zubehör von Kapitalgütern sank um 13,6 % p. a. auf US\$ 1,319 Mrd.

Die Exporte betragen im September US\$ 6,934 Mrd. (+20,6 % p. a.) und im Jahresverlauf US\$ 59,124 Mrd. (+15,5 % p. a.). Sowohl im September wie in den ersten neun Monaten wirkten sich die Preise leicht negativ aus (-4,2 % p. a. im September und -6,7 % p. a. in den ersten neun Monaten); dies wurde jedoch mehr als kompensiert durch einen mengenmäßigen Anstieg insbesondere im Vergleich mit der Dürre 2023 (+25,9 % p. a. im September und +23,8 % p. a. in den ersten neun Monaten).

THE QUANTITIES EXPLAIN THE SURPLUS

ECOLATINA
Economics



Alle großen Kapitel der Auslandsverkäufe wiesen im September Zuwächse auf mit Ausnahme von Rohstoffen. Den stärksten Anstieg verzeichneten die *verarbeiteten Produkte landwirtschaftlichen Ursprungs* (+47,8 % p. a.) mit einem Wert von US\$ 2,672 Mrd. Dies war die höchste positive Variation dieses Kapitels seit Dezember 2021. Ihnen folgten die *verarbeiteten Produkte industriellen Ursprungs* mit einem Saldo von US\$ 2,073 Mrd. (+7,2 % p. a.). Dagegen schrumpfte die *Rohstoffausfuhr* um 1,0 % p. a. mit einem Saldo von US\$ 1,413 Mrd.; der Rückgang war die Folge sinkender Preise (-9,8 % p. a.), während mengenmäßig ein Zuwachs (+10,1 % p. a.) zu verzeichnen war. Innerhalb dieses Kapitels betraf die stärkste Abnahme den Export von Getreide (wertmäßig -13,5 % p. a.).

Mengenmäßig verzeichneten alle Kapitel einen zweistelligen Anstieg im Vergleich zum Vorjahr. Den stärksten Zuwachs wiesen die *verarbeiteten Produkte industriellen Ursprungs* um 27,0 % p. a. auf US\$ 2,162 Mrd., gefolgt von *verarbeiteten Produkten industriellen Ursprungs* mit einem Saldo von US\$ 2,402 Mrd. (+17,4 % p. a.). Die Ausfuhr von *Rohstoffen* erhöhte sich um 0,4 % p. a. mit einem Saldo von US\$ 1,471 Mio.

Überschuss der Energiehandelsbilanz im September

Im September verzeichnete die Energiehandelsbilanz erneut einen Überschuss: Der Export belief sich auf US\$ 776 Mio., der Import auf US\$ 166 Mio. Dadurch entstand ein **Positivsaldo von US\$ 610 Mio., der höchste seit April.** In den ersten neun Monaten ergab sich ein Überschuss von US\$ 3,849 Mrd.: Die Ausfuhr betrug in diesem Zeitraum US\$ 7,084 Mrd. und die Einfuhr US\$ 3,235 Mrd.

Was erwarten wir für den Rest des Jahres?

Wir schätzen, dass auch im letzten Quartal ein Handelsbilanzüberschuss entstehen wird, allerdings dürfte er weniger als US\$ 1 Mrd. pro Monat betragen. **Drei Faktoren wirken sich zugunsten eines Importanstiegs im Rest des Jahres aus:** Der Effekt der Herabsetzung der Steuer PAIS von 17,5 % auf 7,5 % im September dürfte auch im vierten Quartal anhalten. Allerdings könnte die völlige Abschaffung der Steuer ab Anfang 2025 einen Anreiz darstellen, die Auslandskäufe im Dezember aufzuschieben, wie dies bereits im August der Fall war.

Andererseits dürfte sich trotz der heterogenen und ungleichmäßigen **Entwicklung die Wirtschaft im letzten Quartal erholen** und so zu Importen anreizen (aufgrund ihrer prozyklischen Komponente). Und in dem Maße, wie die langsame, aber konstante **Aufwertung des realen Pesokurses** anhält, wird sich der Importanreiz verstärken, auch wenn die kurzfristigen Abwertungserwartungen beseitigt werden. Dieser Aspekt könnte noch wichtiger

werden durch eine Herabsetzung der Zölle auf Importgüter.

Bei den **Exporten** wird der mengenmäßige Anstieg im Jahresvergleich anhalten, wobei die Rohstoffe und die verarbeiteten Produkte landwirtschaftlichen Ursprungs eine gute Entwicklung aufweisen werden. Allerdings werden sich die Preise im Landwirtschaftssektor weiterhin negativ auswirken und das Risiko mit sich bringen, dass bestimmte Posten wertmäßig einen Rückgang im Vergleich zum Vorjahr verzeichnen.

Insgesamt schätzen wir, dass der **Handelsbilanzüberschuss** in diesem Jahr mehr als US\$ 18 Mrd. betragen könnte. Diese Summe ist von zentraler Bedeutung für die Regierungsstrategie, bei der die Devisenkäufe zur Intervention bei der Wechselkursdifferenz dienen, um die Parallelkurse des Dollars zu begrenzen. Das ist ausschlaggebend, um das Terrain für eine eventuelle langsame Eliminierung der Devisenkaufbeschränkungen zu bereiten und das derzeitige Crawling Peg des offiziellen Wechselkurses von 2 % beizubehalten. In diesem Sinne werden wir die Entwicklung der Käufe auf dem MULC, die Aufstockung der Devisenreserven und die Wechselkursdifferenz genau verfolgen, denn es handelt sich um drei Variablen, die eine Einschätzung ermöglichen, ob es ein aktuelles Risiko im Wirtschaftsprogramm gibt.

In diesem Zusammenhang **flexibilisierte die BCRA** vor kurzem die **Fristen für Importzahlungen.** Die Geldbehörde legte fest, dass ab dem 21. Oktober die Frist für den Zugang zum offiziellen Devisenmarkt für Güterimporte von 60 auf 30 Tage herabgesetzt würde. **Diese Maßnahme verfolgt zwei Ziele:** Einerseits soll sie die Devisennachfrage von den Finanzdollars auf den offiziellen Markt umlenken, um damit der Wechselkursruhe der letzten Wochen mehr Nachhaltigkeit zu verleihen. Andererseits zielt sie darauf ab, die lokalen Preise zu reduzieren, indem sie Importe flexibilisiert und verbilligt (durch Herabsetzung von Zöllen und eine stärkere Sicherheit hinsichtlich der Wiederbeschaffungskosten).

Geld- und Wechselkurspolitik

• **Der Oktober verlief positiv und brachte viele Neuigkeiten im Geld- und Wechselkursbereich. Die Wechselkursdifferenz verringerte sich weiter und betrug am Monatsende 18 %; damit entsprach sie den Werten Anfang April. Gleichzeitig blieben die Dollarterminkontrakte relativ stabil und tendierten nach unten; die erwartete Abwertung bis zum 1. Quartal 2025 lag bei 2,9 %. In diesem Rahmen kaufte die BCRA im Oktober US\$ 1,627 Mrd.**

• **Wie erklärt sich diese Entwicklung? 1) Die Devisenverkäufe entsprachen nicht der Saison (normalerweise sinken sie im Oktober) und hielten ihr hohes Niveau; dadurch entstand eines der besten Ergebnisse für diesen Monat in den letzten Jahren. 2) Ein Teil der Dollareinlagen im Gefolge der Steueramnestie kamen auf den MULC und erhöhten das Angebot auf dem Weg über Darlehen in Dollar oder die Ausgabe privater Schuldverschreibungen. 3) Die Zahlungen für Importe hielten sich auf einem relativ geringen Niveau. Den gemeinsamen Nenner bildete der Carry Trade in US\$; er förderte ein Vorziehen des Verkaufs von Exportdevisen und eine Begrenzung der Nachfrage seitens der Importeure. Unter Ausnutzung des Inflationsrückgangs gab die BCRA eine Senkung des Zinssatzes der Geldpolitik von 40 % auf 35 % nominaler Jahreszins bekannt. Dadurch versuchte sie den Anstieg der Zinssätze der Privatbanken zu bremsen.**

• **Die Staatskasse nutzte das gute Finanzklima und die höheren Käufe der BCRA und gab den Kauf von Dollars bei der BCRA bekannt, um die im Januar fälligen Kapitaltilgungen zu gewährleisten. Diese Operation sichert die Kapitaltilgung iHv US\$ 2,7 Mrd. im Januar (die Zinsen wurden bereits mit demselben Mechanismus gedeckt und die Mittel an eine Bank in New York überwiesen). Allerdings wirkt sich dies negativ auf die Nettodevisenreserven der BCRA aus. Nach Angaben der Behörden soll diese Wirkung durch die Aushandlung eines REPO mit Geschäftsbanken neutralisiert werden.**

Ein traumhafter Oktober

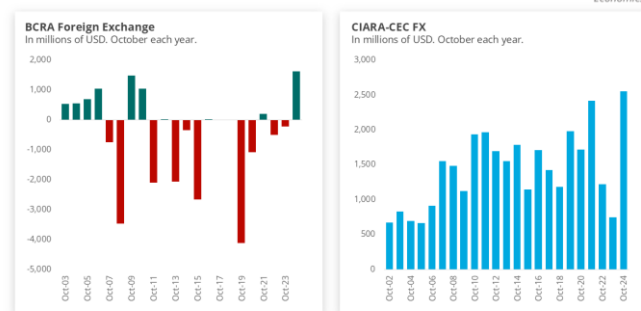
Der Oktober verlief positiv und brachte viele Neuigkeiten im **Geld- und Wechselkursbereich**. Die Wechselkursdifferenz verringerte sich weiter und betrug am Monatsende 18 %; damit entsprach sie den Werten Anfang April. Gleichzeitig blieben die Dollarterminkontrakte relativ stabil und tendierten nach unten; die erwartete Abwertung bis zum 1. Quartal 2025 lag bei 2,9 %.

In diesem Rahmen **schloss die BCRA den Oktober mit einem Rekord ab**, indem sie US\$ 1,627 Mrd. kaufte. Untypisch ist, dass die Zentralbank nicht nur in einem Oktober im Kontext von Devisenkontrollen einen Positivsaldo erzielte (das war zuvor nur 2012 und 2021 der Fall gewesen), sondern auch die höchste Kaufsumme für diesen Monat seit mindestens Oktober 2003 verzeichnete (in laufender Währung).

Verschiedene Faktoren trugen dazu bei, dieses Verhalten zu erklären. Einerseits **beschleunigte** sich der Devisenverkauf der Landwirtschaft, obwohl der Oktober normalerweise kein Monat ist, in dem sich die Saisonfaktoren positiv auswirken. Die Agriindustrie verkaufte insgesamt

US\$ 2,553 Mrd.; damit handelte es sich um das beste Oktoberergebnis seit 2002, dem Beginn der Serie. Dieser Rekord bleibt auch dann bestehen, wenn man den historischen Devisenverkauf zu den aktuellen Preisen bewertet.

AN UNUSUAL OCTOBER FOR THE MULC



Hinzu kam andererseits das gute Ergebnis der Steueramnestie. Die Dollareinlagen, die seit Anfang Oktober im Tagesdurchschnitt einen Abzug von US\$ 100 Mio. registrierten (der Abzug von Dollars aus dem System wurde für diejenigen zugelassen, die bei der Amnestie mehr als US\$ 100.000 angegeben hatten), stiegen ab der Monatsmitte und beschleunigten sich in den letzten Tagen. In Zahlen: Die Einlagen nahmen bis zur letzten Woche (30.10, letzter verfügbarer Wert) um US\$ 1,948 Mrd. zu; dadurch stieg der Bestand privater Einlagen in harter Währung auf US\$ 33,926 Mrd., die höchste Summe seit Februar 2002. Im Rahmen dieser guten Entwicklung gab die Regierung eine Verlängerung der ersten Phase bis einschl. 8. November bekannt.

Im Oktober **fürte die Steueramnestie zu einem Anstieg der Devisenreserven der BCRA**: Seit Beginn erhöhten sich die Einlagen um US\$ 15,347 Mrd. (nach Regierungsangaben beliefen sich die Bruttoeinnahmen aus der Amnestie auf mehr als US\$ 20 Mrd.); sie verblieben weitgehend in bar in den Banken (US\$ 10,418 Mrd.) in der Erwartung, dass die kleinen Anleger ihre Einlagen nach der Zulassung abziehen würden. Trotzdem begann im Vormonat bereits ein Prozess der Errichtung von Bardepots bei der BCRA iHv US\$ 2,82 Mrd. (US\$ 2,9 Mrd. seit Beginn der Amnestie); dies erhöhte die liquiden Bruttodevisenreserven. Zusätzlich stiegen die Dollardarlehen in US\$ auf US\$ 826 Mio. (US\$ 1,793 Mrd.) (da sie auf dem MULC getätigt werden, wirken sie sich auf die Nettodevisenreserven aus) im Kontext sinkender Dollarparallelkurse und begrenzter Abwertungserwartungen.

Gleichzeitig bot die Steueramnestie den lokalen Unternehmen eine Chance, unter den Wechselkurskontrollen **Liquidität** zu niedrigen Zinsen **abzuschöpfen**. Im Rahmen eines besseren Finanzklimas, das zu einer substanziellen Verringerung des **Länderrisikos** auf unter 1.000 Basispunkte führte, fand eine Reihe großer Unternehmen

einen fruchtbaren Boden vor, Finanzierung mittels der Platzierung handelbarer Schuldverschreibungen in Dollar (die teilweise auf dem offiziellen Markt verkauft werden) zu erzielen und eine Investitionsgelegenheit für Personen zu bieten, die an der Steueramnestie teilnehmen. In Zahlen: Bis September wurden handelbare Schuldverschreibungen iHv US\$ 5 Mrd. ausgegeben; ein solcher Wert war seit 2016-2017 nicht mehr registriert worden.

Diese Maßnahme hat **gleichzeitig zwei Ziele**. Einerseits soll sie die Devisennachfrage von den Finanzdollars auf den offiziellen Markt umlenken, um damit der Wechselkursruhe im Oktober mehr Nachhaltigkeit zu verleihen. Andererseits zielt sie darauf ab, die lokalen Preise zu reduzieren, indem sie Importe flexibilisiert und verbilligt (durch Herabsetzung von Zöllen), während sie gleichzeitig bessere Bedingungen für die Konjunkturerholung schafft.

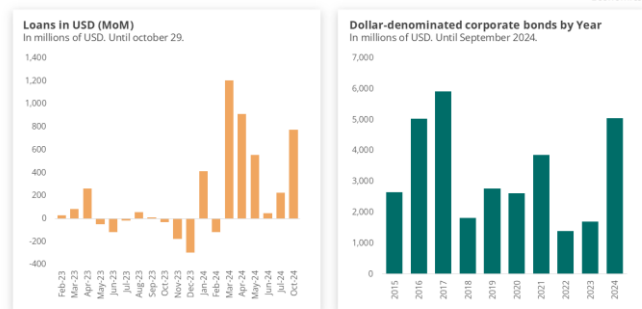
Abgesehen davon ist der gemeinsame Nenner des Ergebnisses der **Carry Trade in US-Dollar**. Nach dem Ende der stärksten Abwertungserwartungen und des Anstiegs der Wechselkursdifferenz zwischen Mai und Juli, machten die Ruhe im Finanzbereich und die stärkere Glaubwürdigkeit der Wechselkursstrategie der Regierung die Strategie des Carry Trade in US-Dollar erneut attraktiv, insbesondere im Kontext eines stärkeren Inflationsrückgangs, in dem die effektiven Zinssätze leicht positiv wurden.

Deshalb könnten die **Exporteure** ihre Ausfuhr beschleunigt haben, um eine größere Liquidität in Pesos zu erlangen, während die **Importeure** ihren Zugriff auf den MULC verzögern könnten, um die verfügbare Liquidität für den Carry Trade zu verwenden. Wie lange können sich die Importeure auf diesem Niveau halten? Dies wird von folgenden Faktoren abhängen: dem Erholungsrhythmus der Wirtschaft, dem Spread zwischen dem Zinssatz und dem Crawling Peg von 2 % pro Monat, der möglichen Attraktivität der Importgüter angesichts geringerer Zölle und der Begrenzung der Abwertungserwartungen.

Die BCRA nutzte den Inflationsrückgang und **reduzierte** in der letzten Woche des Monats **den Zinssatz der Geldpolitik** von 40 % auf 35 % nominaler Jahreszins, und von 45 % auf 40 % nominaler Jahreszins für Barkauf-/Terminverkauf-Geschäfte. So versucht sie die Anstiegstendenz der Zinssätze von Privatbanken zu bremsen (die Vorschüsse betragen etwa 50 % nominaler Jahreszins ggü. 48 % vor einem Monat), die ihrerseits durch eine geringere Pesoliquidität aufgrund der Krediterholung in die Höhe getrieben wurden.

Abgesehen davon ist der wichtigste Vorteil einer Herabsetzung des Zinssatzes die **Verringerung der Kreditkosten**, was die Expansion des Kredits für den Privatsektor und die Konjunkturerholung begünstigen wird. Allerdings könnten auch Probleme in verschiedenen Bereichen auftauchen: 1) Die geringeren Erträge in Pesos könnten zu einer Dollarisierung der Portfolios anregen, was Druck zu einer Vergrößerung der Wechselkursdifferenz ausüben würde, wie sich bei der letzten Zinssenkung Mitte Mai gezeigt hat. 2) Die Verbilligung der Kosten für Pesokredite könnte sich auch auf den MULC auswirken, und zwar sowohl durch eine Verringerung des Verkaufs

FINANCIAL SUPPLY INCREASES IN THE MULC

ECOLATINA
Economics

Source: Ecolatina based on BCRA and CNV.

Die **Staatskasse** nutzte das gute Finanzklima und die höheren Käufe der BCRA und **gab den Kauf von Dollars bei der BCRA bekannt**, um die im Januar fälligen Kapitaltilgungen zu gewährleisten. Diese Operation sichert die Kapitaltilgung iHv US\$ 2,7 Mrd. im Januar (die Zinsen wurden bereits mit demselben Mechanismus gedeckt und die Mittel an eine Bank in New York überwiesen). Allerdings wirkt sich dies negativ auf die Nettodevisenreserven der BCRA aus. Nach Angaben der Behörden soll diese Wirkung durch die Aushandlung eines REPO mit Geschäftsbanken neutralisiert werden.

Zusätzlich fiel die **Devisennachfrage** geringer aus als erwartet. Trotz einer leichten Zunahme im Oktober war die Nachfrage nach ausländischer Währung seitens der Importeure nach der Modifizierung des Zahlungsschemas für Importe auf zwei Raten und der Herabsetzung der Steuer PAIS geringer als vorgesehen. Trotz der Signale einer Konjunkturverbesserung zeigt die **Erholung** heterogene Signale und verläuft langsamer als angenommen (und es ist möglich, dass viele Unternehmen noch über hohe Vorräte verfügen). Außerdem ist der reale Zugang zum MULC **ungewiss**, da er davon abhängt, ob die Importeure in den Vormonaten mit Finanzdollars operiert haben (es sei hier an die gekreuzte Restriktion CCL-MUC erinnert).

Mitte Oktober verstärkte die BCRA die **Flexibilisierung der kommerziellen Devisenkaufbeschränkungen**. Sie legte fest, dass ab dem 21. Oktober die Frist für den Zugang zum Devisenmarkt für Güterimporte von 60 auf 30 Tage herabgesetzt wird. Dadurch werden die Zugangsfristen für einen Großteil der Importprodukte vereinheitlicht, wobei die Größe der Importfirma keine Rolle spielt.

von Exportdevisen wie durch einen Anstieg der Importzahlungen oder eine Abnahme bei Vorfinanzierungen in US-Dollar.

Alle Inhalte dieser Veröffentlichung wurden von LATINCONSULT S.A. zur ausschließlichen Verwendung durch die Empfänger erstellt. Sie sind ausschließlich zur Information bestimmt und stellen kein Angebot von und/oder Ersuchen um Kauf oder Verkauf eines Finanzproduktes oder -instruments dar und auch keine Empfehlung für Investitionen und/oder Transaktionen. Die dargelegten Informationen und Analysen basieren auf öffentlich und privaten Quellen, die als zuverlässig gelten. Trotzdem kann die Vollständigkeit und die Exaktheit dieser Daten von LATINCONSULT S.A. nicht gewährleistet werden. Alle in der Veröffentlichung erwähnten Meinungen und Schätzungen können ohne Vorankündigung danach von LATINCONSULT S.A. geändert werden. Kein Teil der Veröffentlichung darf in irgendeiner Form und durch kein Verfahren weder vollständig noch teilweise reproduziert werden, sei es mechanisch, fotochemisch, elektronisch, durch Fotokopie oder andere Mittel; sie darf auch ohne das vorherige ausdrückliche Einverständnis seitens LATINCONSULT S.A. in keiner der genannten Formen verbreitet werden.

HERAUSGEBER

Deutsch-Argentinische Industrie- und Handelskammer

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

Originaltext und Statistiken: Ecolatina

Koordination: Julieta Barra

Edition: Christina Keim

WICHTIGE WIRTSCHAFTSINDIKATOREN UND PROGNOSEN

	Monthly or Quarterly Indicators					Annual Indicators		
	Unit of measure	Date	Last Data	Date	Next Data	2023	2024p	2025p
Activity								
GDP	YoY %	II Q 24	-1,7	III Q 24	-3,6	-1,6	-3,5	3,6
Total Consumption	YoY %	II Q 24	-9,2	III Q 24	-6,8	1,1	-6,4	3,6
Total Investment	YoY %	II Q 24	-29,4	III Q 24	-11,0	-2,0	-17,6	9,0
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	sep.-24	3,5	oct.-24	3,1	211,4	121,5	62,5
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	oct.-24	981	nov.-24	1001,4	636,5	1020,7	1612,7
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	oct.-24	1,21	nov.-24	1,20	1,8	1,2	1,2
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	sep.-24	12,0	oct.-24	13,8	16,7	17,1	17,1
Primary Expenditures	% GDP	sep.-24	10,3	oct.-24	12,0	19,6	15,5	15,7
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	sep.-24	1,7	oct.-24	1,8	-2,9	1,6	1,4
Foreign Sector								
Exports	USD BN	sep.-24	6,9	oct.-24	6,6	67	77	82
Imports	USD BN	sep.-24	6,0	oct.-24	5,6	74	59	68
Trade Balance	USD BN	sep.-24	1,0	oct.-24	1,0	-7	18	14
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	II Q 24	2,8	III Q 24	1,06	-21	3.664	-4.931
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	oct.-24	40,0	nov.-24	40,0	100,0	35,0	35,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	oct.-24	42,4	nov.-24	40,7	109,9	36,0	35,5

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources