



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

12/2024

Erstellt von:



Haben Sie Interesse daran in "Argentinien Wirtschaft" mit Ihrem Firmenlogo zu werben?
Dann 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.

Für Weitere Informationen

wenden Sie sich bitte an:
eyf@ecolatina.com.

ÜBERBLICK

Wirtschaft: Weiterhin gute Nachrichten in verschiedenen Gebieten

In den letzten Monaten gelang es der Regierung, **die gute Situation im Finanz- und Wechselkursbereich zu bewahren**; das war die Folge des Optimismus der Märkte trotz des Endes der ersten Phase der Steueramnestie (während der mehr als US\$ 20 Mrd. eingenommen wurden) und eines für die Schwellenländer ungünstigeren internationalen Kontexts. Die Wechselkursdifferenz verringerte sich und stabilisierte sich auf den geringsten Werten seit 2019; die BCRA kaufte weiterhin US-Dollars auf dem offiziellen Devisenmarkt (MULC); das Länderrisiko sank unter 800 Basispunkte (das niedrigste Niveau seit den Vorwahlen von 2019).

Obwohl sich ein Teil dieser Entwicklung durch den Wertanstieg der argentinischen Aktiva erklärt, ist die Dynamik auf dem MULC besonders interessant. Entgegen den Erwartungen kaufte die BCRA zwischen Oktober und November US\$ 3,2 Mrd. **Wie erklärt sich das?** 1) Die Devisenverkäufe der Landwirtschaft entsprachen nicht der Saison und hielten sich auf den höchsten Werten der letzten drei Jahre; 2) ein Teil der im Gefolge der Steueramnestie bei Banken angelegten Dollars wurden über Darlehen in US\$ oder die Ausgabe privater Schuldverschreibungen auf den MULC geleitet; 3) die Zahlungen für Importe blieben auf einem relativ niedrigen Niveau.

Die **geringen Importzahlungen** könnten sich dadurch erklären, dass ein Teil der Importeure weiterhin auf dem CCL-Markt operiert (oder wegen der gekreuzten Restriktionen noch nicht auf den MULC zugreifen kann), dass noch ein hoher Lagerbestand besteht (aufgrund der früheren vorgezogenen Importe), der es ermöglicht, die verfügbare Liquidität für den Carry Trade zu verwenden und Zahlungen aufzuschieben.

Obwohl die Wirtschaft im September eine Bremsung der Erholung verzeichnete, bewirkte eine rückwirkende Datenkorrektur, dass die Wirtschaftstätigkeit um 1 % über dem Niveau im Dezember 2023 lag. Künftig wird die Entwicklung wahrscheinlich **ungleichmäßig und mit heterogenen Resultaten** verlaufen.

Ein Schlüsselfaktor für ein Erholungs-Szenario wird eine über längere Zeit nachhaltige Inflationssenkung sein. **Dabei erzielte die Regierung in den letzten Monaten positive Ergebnisse:** Die Inflation verringerte sich im September unter 4 % pro Monat und lag im Oktober unter 3 %.

Obwohl das **Crawling Peg von 2 %** bei der Inflationsverlangsamung sehr hilfreich war, hört es im Gefolge der geringeren Inflation auf als Bremse zu wirken und beginnt als eine Trägheitskomponente zu wirken. Deshalb wird die Inflation nur schwerlich die nächste Trägheitsschwelle unterschreiten ohne eine Verringerung der offiziellen Abwertung; ein geringerer Rhythmus wäre also eine der Alternativen, die selbst von der Regierung genannt wird.

Im Hinblick auf 2025 ist die **Dollarbilanz zentral bei der Analyse der Tragfähigkeit des aktuellen Wirtschaftsprogramms**. Die Leistungsbilanz wird defizitär werden, da 20 % der Exportdevisen in den CCL-Markt geleitet und die Importe möglicherweise steigen werden, weil die Lagerbestände zu Ende gehen, und die Aufwertung die roten Zahlen bei den Dienstleistungen (insbesondere beim Tourismus) in die Höhe treiben wird. Hinzu kommt, dass die Regierung nicht nur Nettozahlungen iHv fast US\$ 12 Mrd. leisten muss, sondern dass es auch nötig werden könnte, beim CCL zu intervenieren, falls die Wechselkursdifferenz dies in einem Wahljahr erfordert.

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 (der Wahlsieg Trumps verstärkt diese Möglichkeit); 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 **Darlehen in US-Dollar** zu erhöhen (dank des Erfolgs der Steueramnestie), der potenzielle Dollarzufluss 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 bis zu den Wahlen für die **Beibehaltung des Crawling Peg** optieren wird. Aber trotz des größeren Handlungsspielraums steht diese Strategie vor nicht geringen exogenen und endogenen Risiken.

Bei den **exogenen Risiken** würden eine Dürre oder ein stärkerer Verfall der Weltmarktpreise für Commodities das Panorama auf dem MULC noch komplexer gestalten; 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. In diesem Rahmen sind **drei wichtige Modifizierungen in unseren Szenarien** hervorzuheben:

- 1) **Das Szenario des Regierungsplans** (gradueller Ausgang ohne Sprünge) wird wahrscheinlicher und stellt das **wahrscheinlichste Szenario** dar (Wahrscheinlichkeit von 40 %). Parallel dazu sieht es eine graduelle Verringerung des Crawling Peg 2025 vor, um den Prozess der Inflationssenkung zu fördern.
- 2) **Das Szenario der Neukalibrierung** (bis zum vergangenen Monat war dies unser Basisszenario) wird weniger wahrscheinlich (Wahrscheinlichkeit von 35 %) und reflektiert eine geringere Nominalität aufgrund eines geringeren Sprungs beim offiziellen Wechselkurs im Gefolge der Verbesserung des Wechselkurs- und Finanzklimas.
- 3) **Das alternative Szenario** (Wahrscheinlichkeit von 25 %) beinhaltet nicht mehr einen Wechselkurssprung in der nächsten Zeit. Die neue Morphologie dieses neuen Szenarios geht von einer Beibehaltung des Crawling Peg bis zu den Wahlen im Oktober 2025 aus (um mögliche kurzfristige Kosten einer Verringerung im Vorfeld der Wahlen zu vermeiden); danach würden die Devisenkaufbeschränkungen flexibilisiert werden und der offizielle Wechselkurs würde sich in begrenztem Umfang ändern.

Politik: (Bisher) kein politischer und sozialer Widerstand gegen das Wirtschaftsprogramm

- 1) *Die technische Natur einer Regierung, die stärker wird, indem sie tut, was getan werden muss.*

Die Regierung von Milei scheint der Natur der technischen Regierungen in parlamentarischen Systemen zu ähneln, die ihre Legitimität in der politischen Unkorrektheit finden, „zu tun, was getan werden musste“.

- 2) *Es ist eine Art von Ausnahmeregierungsfähigkeit entstanden, um die Handlungen der Regierung zu ermöglichen.*

Die Regierung konnte regieren dank der Unterstützung durch dialogbereite Oppositionssektoren; diese handelten nicht aus Sympathie, sondern um vor den Menschen nicht als „die Sektoren, die nicht unterstützen“ dazustehen.

- 3) Die Wichtigkeit, die soziale Unterstützung zu bewahren, um das Regierungshandeln zu gewährleisten

Zur Gewährleistung des Regierungshandelns muss der Präsident das Niveau sozialer Unterstützung erhalten. Wenn es verschwindet, wird es zu politischem Widerstand kommen und die Bedingungen der Regierungsfähigkeit werden verloren gehen.

Politische Systeme sind eine Gesamtheit von Normen und Verfahren, die den kollektiven Entscheidungsprozess erleichtern sollen. Daher haben sie den Zweck, Entscheidungen zu ermöglichen, die daran orientiert sind, die Forderungen der Bürger zu erfüllen. Oft blockieren sich diese Systeme aus verschiedenen Gründen und bewirken keine Entscheidungen mehr. **Wenn die Blockierung anhält, häufen sich die Probleme an** und es wird notwendig, die Blockierung zu beseitigen.

Parlamentarische Systeme sind flexibler als Präsidialsysteme, um die Blockierung des Funktionierens des Systems aufzuheben. Es kann Regierungswechsel geben, ohne den Ablauf der Amtszeit abzuwarten, und selbst wenn es nicht möglich ist, eine neue Regierung zu bilden, haben gibt es Ausnahmeregelungen, um das Problem zu lösen (wie beispielsweise die technischen Regierungen). Anders gesagt, die Macht an eine Gruppe von Technokraten zu delegieren, die – ohne die politischen Abhängigkeiten – die Entscheidungen treffen können, die die Politiker nicht treffen können.

Das Auftauchen von Javier Milei **ähneln der Natur technischer Regierungen**: Es handelt sich um eine Regierung, die Wahlkampf machte mit dem Slogan, dass sie tun wird, was die Politiker nicht tun wollen, gewann die Wahlen und entschied, eine Richtung einzuschlagen, die die Politiker vermeiden.

Abgesehen davon, dass Milei nicht entsprechend der Logik handelt, die das traditionelle Verhalten eines Politikers leitet, **scheint er zu verstehen zu geben, dass er kein Politiker sein will** (auch wenn dies strategisch eingesetzt wird). „*Mich interessiert nicht, was die Umfragen besagen, das interessiert mich überhaupt nicht*“, sagte er vor Kurzem und fügte hinzu: „*Man muss tun, was getan werden muss, und wenn man dafür Kosten hat, zahlt man sie (...); dafür wurden wir gewählt.*“

Die Legitimität der technischen Regierungen liegt in der **Unterstützung durch eine Gesellschaft**, die durch die Untätigkeit einer politischen Klasse **erschöpft** ist, die es

systematisch vermieden hat, schwierige Entscheidungen zu treffen. Diese Bereitschaft, aufgeschobene Entscheidungen zu fällen, auch wenn sie schmerzhaft sind, bilden ihre Legitimitätsquelle, da sie eine notwendige Antwort angesichts der herrschenden Lähmung geben.

Deshalb ist die Ähnlichkeit in diesem Zyklus mit der Natur technischer Regierungen bemerkenswert. Insbesondere weil sie in einem sozialen Kontext auftritt, der die **Tolerierung der politischen Unkorrektheit dieses Regierungstyps begünstigt**; diese Regierungen sprechen offen mit den Menschen, zu einer Gesellschaft, die bereit ist, sich dafür zu begeistern, dass die Dinge erledigt werden.

Allerdings besteht die Herausforderung für diesen Regierungstyp nicht nur in dem Willen, schwierige Entscheidungen zu treffen. Danach müssen zwei Risiken vermieden werden: der politische Widerstand gegen das Regierungshandeln und der soziale Widerstand gegen die Folgen ihrer Maßnahmen. **Schmerz zu verursachen, kann immer ungewollte Reaktionen hervorrufen.**

Das Verblüffende ist, dass angesichts einer Regierung, die Entscheidungen mit negativen Auswirkungen auf die Lebensqualität der Menschen getroffen hat, bisher kein politischer oder sozialer Widerstand aufgetaucht zu sein scheint, der das Regierungshandeln blockieren würde. Dieses Merkmal ist besonders aufsehenerregend, wenn man die schwierigen Bedingungen der Regierungsfähigkeit in Betracht zieht, unter denen sich das Regierungshandeln vollzieht. Diese Rarität lässt an eine Art **Ausnahmeregierungsfähigkeit denken, die in diesem Zyklus aufgetaucht ist** und erklärt, weshalb Milei seine Politik ohne Widerstände ausführen konnte.

So wurden die beiden großen Entscheidungspakete dieser Regierung nicht von den beiden anderen Gewalten blockiert, obwohl sie dazu in der Lage gewesen wäre: die Notverordnung 70/2023 und das Grundlagengesetz mit all seinen Bestimmungen. **Die Erklärung liegt nicht in der Stärke Mileis, sondern in seiner extremen Schwäche.**

Die beiden anderen Gewalten wagen es nicht, das Regierungshandeln zu behindern und die Verantwortung für die Folgen zu übernehmen. Sowohl die Justiz wie die Legislative hätten die Notverordnung 70/2023 für verfassungswidrig erklären können (dafür gab es mehr als genug Gründe) und das Parlament hätte gegen das Grundlagengesetz stimmen können. Aber beide Gewalten wissen, dass **sich die Behinderung des Regierungshandelns auf die Wirtschaft auswirken würde** (der Markt würde darin ein besorgniserregendes Signal für die Regierungsfähigkeit sehen), und sie sind nicht bereit, gegenüber der öffentlichen Meinung die Verantwortung dafür zu übernehmen.

Hier liegen die Gründe für diese Art Ausnahmeregierungsfähigkeit, die es Milei ermöglichte, im ersten Amtsjahr sein Programm zur Ordnung der Wirtschaft voranzutreiben.

Aber es **fehlte** nicht nur der politische, sondern auch der **soziale Widerstand**. Bisher ist nicht nur ein Konfliktniveau abwesend, das Zweifel an der Regierungsfähigkeit aufkommen ließe, sondern die Popularitätswerte der Regierung sind relativ hoch geblieben, wenn man das Leiden im Gefolge der Wirtschaftsmaßnahmen berücksichtigt.

Es ist interessant zu überlegen, dass das Erste mit dem Zweiten zusammenhängt. **Die Abwesenheit politischen Widerstands ist die Folge fehlenden sozialen Widerstands**. Die Unterstützung für die Regierung in der öffentlichen Meinung ist die Legitimitätsbasis für ihr politisches Handeln. Das Verständnis dieses Kreislaufs ist zentral, um zu begreifen, wie wichtig es für diese Regierung ist, das Niveau sozialer Unterstützung zu bewahren, denn hierin liegen die Bedingungen für die Ausnahmeregierungsfähigkeit.

Bisher halten es die Menschen mehr aus, als zu genießen. Bald muss der Moment kommen, in dem das Opfer von Wohlergehen abgelöst wird, um dieses Unterstützungsniveau zu halten. Das ist der Schlüssel dieses Prozesses: **Ohne Wohlergehen und Befriedigung wird es schwierig sein, die Ausnahmebedingungen der Regierungsfähigkeit zu bewahren.**

Wirtschaftskonjunktur

Licht und Schatten der Konjunkturstatistik

- Der Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit (EMAE) sank im September um 0,3 % pro Monat nach zwei Monaten in Folge mit einem Anstieg (insgesamt +3,6 %). Allerdings korrigierte das INDEC das Wachstum im Juli und August stark nach oben (+1 bzw. +0,7 Prozentpunkte), wodurch das Aktivitätsniveau im dritten Quartal um 3,4 % anzog, die erste positive Variation seit dem letzten Quartal 2023. Das Niveau lag um 1 % über dem vom Dezember 2023 (dem Monat, in dem die Abwertung erfolgte).

- Saisonbereinigt lag der EMAE ohne Landwirtschaft um 3,5 % unter dem Durchschnitt von 2023. Die Landwirtschaft verzeichnete saisonbereinigt einen Anstieg um 18,1 % ggü. dem Durchschnitt 2023 (dem Jahr der Dürre), während Erdöl- und -gas um 9,2 % anzogen. Dagegen wiesen die Industrie (-6,7 %), das Baugewerbe (-17,5 %) und der Handel (-9,4 %) einen starken Rückgang im Vergleich zum saisonbereinigten Durchschnitt des Vorjahres auf; dies sind die für die Beschäftigung wichtigsten Sektoren.

- Im September wurde die Konsumerholung gebremst, da der Umsatz in Supermärkten und Selbstbedienungsläden ggü. dem Vormonat zurückging. In

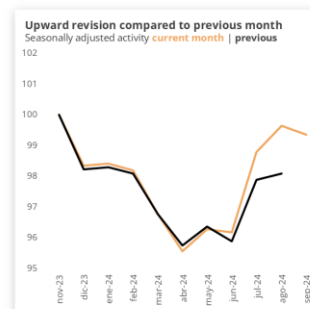
Supermärkten sank er um 0,4 % (-12,8 % p. a.) und im bisherigen Jahresverlauf 2024 um 11,6 %. Bei den Selbstbedienungsläden schrumpfte der Umsatz um 0,8 % (-21,7 % p. a.) und damit um 14,4 % in den ersten neun Monaten.

Rückgang und Datenkorrektur im September

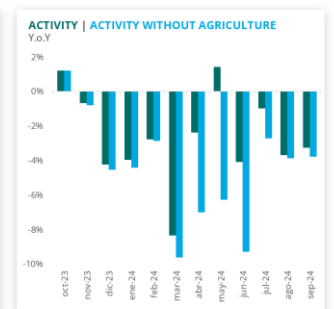
Der Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit (EMAE) sank im September um 0,3 % pro Monat nach zwei Monaten in Folge mit einem Anstieg (insgesamt +3,6 %). Im Vergleich zum September 2023 betrug der Rückgang 3,3 % p. a. und in den ersten neun Monaten 3,1 %.

Allerdings korrigierte das INDEC das Wachstum im Juli und August stark nach oben (+1 bzw. +0,7 Prozentpunkte), wodurch das Aktivitätsniveau im dritten Quartal um 3,4 % anzog, die erste positive Variation seit dem letzten Quartal 2023. Das Niveau lag um 1 % über dem vom Dezember 2023 (dem Monat, in dem die Abwertung erfolgte); schließt man jedoch die Landwirtschaft aus, war es auch weiterhin niedriger als im Dezember.

ACTIVITY FELL 0.3% IN SEPTEMBER



ECOLATINA
Economics



Saisonbereinigt lag der EMAE ohne Landwirtschaft um 3,5 % unter dem Durchschnitt von 2023. Auf Sektorebene verzeichnete die Landwirtschaft saisonbereinigt einen Anstieg um 18,1 % ggü. dem Durchschnitt 2023 (dem Jahr der Dürre), während Erdöl- und -gas um 9,2 % anzogen. Dagegen wiesen die Industrie (-6,7 %), das Baugewerbe (-17,5 %) und der Handel (-9,4 %) einen starken Rückgang im Vergleich zum saisonbereinigten Durchschnitt des Vorjahres auf; dies sind die für die Beschäftigung wichtigsten Sektoren. Im Jahresvergleich war die Entwicklung in elf der fünfzehn Sektoren rückläufig, was die Verallgemeinerung der Rezession deutlich macht.

Der Rückgang ist weiterhin bei der Güterproduktion stärker als bei den Dienstleistungen: Im September schrumpften Erstere um 4,6 % und Dienstleistungen um 2,8 %. Dieses Ergebnis wird noch schlechter, wenn man

die Produkte der Landwirtschaft und Viehzucht ausnimmt: -5,8 %.

Im September wurde die Konsumerholung gebremst, da der Umsatz in Supermärkten und Selbstbedienungsläden ggü. dem Vormonat zurückging. In Supermärkten sank er um 0,4 % (-12,8 % p. a.); der durchschnittliche Einkaufswert betrug AR\$ 22.492. Im bisherigen Jahresverlauf 2024 verringerte sich der Umsatz um 11,6 %. Bei den Selbstbedienungsläden schrumpfte er um 0,8 % (-21,7 % p. a.) und damit um 14,4 % in den ersten neun Monaten. Der Umsatz in den Einkaufszentren lag um 1,3 % unter dem Wert vom September 2023 und sank in den ersten neun Monaten 2024 um 9,9 %.

Was ist zu erwarten?

Bisher zeigt die Wirtschaftstätigkeit eine **heterogene, unregelmäßige Entwicklung in Form einer Säge**. Die Verbesserung im Juli fiel im August geringer aus und im September war ein Rückgang zu verzeichnen. Bzgl. der Heterogenität ist festzuhalten, dass die mit den Energie-, Bergbau- und Landwirtschaftssektoren verbundenen Bereiche am stärksten wachsen werden.

Aufgrund der sinkenden Inflation beginnen die Realeinkommen sehr leicht zu steigen, was zu einer **langsamen Konsumerholung** beitragen dürfte (eine lebenswichtige Komponente, da der Konsum etwa 70 % des BIP ausmacht). Um die künftige Dynamik zu analysieren, muss man zwischen Gebrauchsgütern, Massen- und Dienstleistungskonsum unterscheiden.

Die Erholung des **Konsums von Gebrauchsgütern** wird begünstigt durch einen geringeren realen Wert dieser Artikel (die Einkommenskaukraft 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 **Massenkonsumgütern** bildeten ihre reale Verteuerung (im Vergleich der letzten zwölf Monate stieg das allgemeine Niveau des Verbraucherpreisindex um 20 Prozentpunkte weniger als die Inflation des Massenkonsums im September), der höhere Konsum langlebiger Güter und unelastischer Dienstleistungen (Tarife) eine Kombination, wegen der der Konsum dieses Gütertyps weiterhin sinkt (die Zahlen von Nielsen besagen, dass der Rückgang im bisherigen Jahresverlauf 13 % p. a. betrug).

Der **Dienstleistungskonsum** schließlich (Freizeit, Restaurants, Hotels) wird sich ebenfalls langsamer erholen, 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. 2024 wird der Rückgang mehr als 3 % betragen, was sich aber im kommenden Jahr ändern wird. Trotzdem wird die Entwicklung wahrscheinlich langsam, unregelmäßig und mit heterogenen Resultaten verlaufen.

Preise

Unterschreitung der Trägheitsschwellen

- **Der Anstieg des vom INDEC erstellten nationalen Verbraucherpreisindex betrug im Oktober 2,7 % und verringerte sich ggü. September um 0,8 Prozentpunkte. Es handelte sich um den niedrigsten Wert seit November 2021 (+2,5 %). Außerdem war es der geringste Wert für einen Oktober seit 2017. Im Jahresverlauf belief sich der Anstieg auf 107 % und die Veränderung ggü. dem Vorjahr betrug 293,0 % (-16,0 Prozentpunkte).**

- **Im September stiegen die steuerlich angemeldeten Löhne um 3,8 %; diese Zunahme lag im sechsten Monat in Folge über der Inflationsrate (im September betrug sie 3,5 %). Das ergab einen Monatsanstieg von real 0,3 %, den geringsten dieser Serie.**

- **Der November dürfte eine ähnliche Inflationsrate aufweisen wie der Oktober. Eine deutliche Verringerung ist unwahrscheinlich wegen diverser punktueller Preiserhöhungen: Gas (+2,7 %), Strom (+2,5 %), Wasser (+4 %), Kraftstoffe (+2,8 %), private Krankenversicherungen (durchschnittlich 4 %) und Privatschulen (4,5 % in der Stadt und 3,6 % in der Provinz Buenos Aires).**

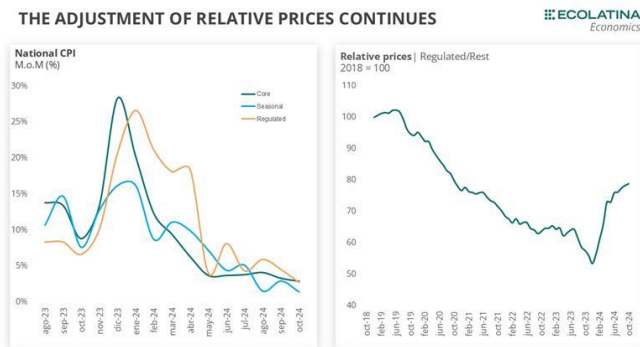
Inflation unter 3 % im Oktober

Der **Anstieg** des vom INDEC erstellten nationalen Verbraucherpreisindex betrug im Oktober **2,7 %** und verringerte sich ggü. September um 0,8 Prozentpunkte. Es handelte sich um den **niedrigsten Wert seit November 2021 (+2,5 %)**. Außerdem war es der geringste Wert für einen Oktober seit 2017. Im Jahresverlauf belief sich der Anstieg auf 107 % und die Veränderung ggü. dem Vorjahr betrug 293,0 % (-16,0 Prozentpunkte). Außerdem lag er im vierten Monat in Folge unter den Markterwartungen (REM-BCRA), die 3,0 % prognostiziert hatten.

In der Aufschlüsselung ist die **Verlangsamung in allen Kategorien** von Bedeutung. Die Kerninflation (sie misst die Preistendenz, indem sie saisonale und staatlich regulierte Preise ausschließt) betrug 2,9 % pro Monat (-0,4 Prozentpunkte), der niedrigste Wert seit 2020. Damit lag

sie erstmals im laufenden Jahr über dem allgemeinen Niveau.

Die Erhöhung der Saisonpreise verlangsamte sich um 1,5 Prozentpunkte, sie stiegen „nur“ um 1,4 % (geringster Wert seit Juni 2021). Die regulierten Preise zogen um 2,7 % an; dieser Anstieg lag um 1,8 Prozentpunkte unter dem Wert vom September und war der geringste seit Dezember 2021.



Die Preise von **Nahrungsmitteln und Getränken** (+1,2 %) wiesen den geringsten Anstieg seit Juni 2020 (inmitten der Pandemie) auf; dies war zentral für den Wert des allgemeinen Niveaus: Ohne dieses Kapitel hätte die Inflation 3,3 % betragen. Wichtig waren dabei die Preise von Gemüse (-4,5 %) und eine geringere Preissteigerung bei Fleisch (1,1 %). Die stärkste Erhöhung war bei Obst (+4,9 %), Wasser und Limonaden (+3,5 %), Zucker und Süßwaren (+3,3 %) sowie Milchprodukten (+2,2 %) zu beobachten.

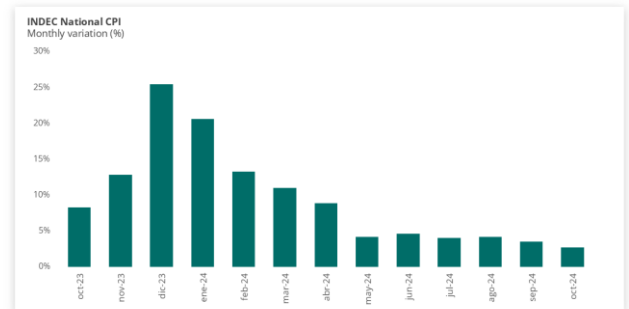
Aufgrund des langsameren Preisanstiegs bei Nahrungsmitteln, verringerte sich dieser im Oktober auch bei den Warenkörben, die die Armuts- und Bedürftigkeitsschwelle definieren. Der Grundwarenkorb Nahrungsmittel verteuerte sich um 1,4 % pro Monat, also 0,3 Prozentpunkte weniger als im September. Der **Gesamtwarenkorb Grundbedarf** verteuerte sich um 2,3 %, der Anstieg lag ebenfalls um 0,3 Prozentpunkte unter dem im September.

Bei den restlichen Kapiteln verzeichneten öffentlicher Personenverkehr (+1,2 %) – hier wirkte sich der Rückgang der Kraftstoffpreise aus –, Kommunikation (+2,1 %) und Wohnungsausstattung (+2,6 %) den geringsten Anstieg. Die höchsten Werte betrafen Wohnung (+5,4 %) im Gefolge der Mieterhöhung (+11,3 %), Bekleidung (+4,4 %), Restaurants und Hotels (+4,3) sowie Gesundheit (+3,6 %) aufgrund der Beitragserhöhung (+6,1 %) der privaten Krankenversicherungen.

Bereits im neunten Monat in Folge erhöhten sich die **Güterpreise** (+2,1 % pro Monat, -0,9 Prozentpunkte) deutlich weniger stark als die **Dienstleistungspreise** (+4,3 %, -0,3 Prozentpunkte). Diese Situation unterscheidet sich

von der im Jahr 2023, als die Güterpreise (+223,1 % im Gesamtjahr) stärker anzogen als die Dienstleistungspreise (+153,8 %); dies war vor allem auf die Einfrierung der öffentlichen Dienstleistungstarife, die fast im gesamten Jahr galt, zurückzuführen.

INFLATION WAS 2.7% IN OCTOBER

ECOLATINA
Economics

Erholung der Löhne im formellen Sektor

Im September **stiegen die steuerlich angemeldeten Löhne um 3,8 %**; diese Zunahme lag im sechsten Monat in Folge über der Inflationsrate (im September betrug sie 3,5 %). Das ergab einen Monatsanstieg von real 0,3 %, den geringsten dieser Serie.

Diese Entwicklung war für Beschäftigte der Privatwirtschaft und Staatsangestellte ähnlich. Allerdings verringerte sich bei ersteren die reale Vergütung um 3,7 % p. a. und sie hat unterdessen fast wieder das Niveau vor der Abwertung erreicht; dagegen erlitten die Staatsangestellten einen Rückgang um 19,2 % p. a. und ihre Bezüge liegen weiterhin weit unter dem Niveau Ende 2023.

Die Lohnentwicklung im Privatsektor ist interessant, um einzuschätzen, was mit den Löhnen in der Wirtschaft passiert, insbesondere weil sie einen der wichtigsten Kostenfaktoren darstellen. **Der Inflationsrückgang ermöglicht eine Wiederherstellung der Einkommenskaukraft** – und des Lohns als relativer Preis –, **fällt aber immer geringer aus**. Angesichts der Inflation im Oktober und der für November erwarteten Inflation deutet unsere Erhebung darauf hin, dass die Erholung den Rhythmus der letzten beiden Monate beibehalten wird; deshalb dürfte die Variable erst nach dem Sommer das Niveau eines großen Teils von 2023 wieder erreichen.

Insgesamt und unter dem Blickwinkel des Arbeitsmarkts werden die **Löhne**, sofern ihre Festlegung der Tendenz der letzten Monate entspricht (also nicht weit über der sinkenden Inflation liegt) weiterhin **relativ niedrig bleiben**. Dies trägt dazu bei, dass die Beschäftigung in einigen Sektoren nicht eine unmittelbare Anpassungsvariable ist.

Was ist zu erwarten?

Der November dürfte eine ähnliche Inflationsrate aufweisen wie der Oktober. Eine deutliche Verringerung ist unwahrscheinlich wegen **diverser punktueller Preiserhöhungen**: Gas (+2,7 %), Strom (+2,5 %), Wasser (+4 %), Kraftstoffe (+2,8 %), private Krankenversicherungen (durchschnittlich 4 %) und Privatschulen (4,5 % in der Stadt und 3,6 % in der Provinz Buenos Aires).

Der **Verbraucherpreisindex von Ecolatina registrierte einen Monatsanstieg von 2,9 %** für November, also 0,2 Prozentpunkte weniger als im Oktober). Im Vergleich zum Vorjahr betrug die Preissteigerung 190,8 % und im Jahresverlauf insgesamt 133,2 %. Die Kapitel, die am stärksten zu dieser Verlangsamung beitrugen, waren Nahrungsmittel und Getränke (+1,9 %), Haushaltsausstattung und -wartung (+2,0 %) sowie Bekleidung (+2,4 %).

Bei den Kategorien sticht der Rückgang um 0,3 % bei den **Saisonpreisen** hervor, die einen Schlüsselfaktor für den geringeren Anstieg des Indexes bilden. Die staatlich **regulierten Preise** zogen im November um 4,7 % an im Gefolge der Erhöhung der Wasser-, Strom-, Gas- und Verkehrstarife sowie der Zigarettenpreise und der Beiträge der privaten Krankenversicherungen. Die **Kerninflation** stieg um 2,8 %, 0,3 Prozentpunkte weniger als im Vormonat.

Bisher war das Crawling Peg von 2 % des offiziellen Wechselkurses wahrscheinlich die wichtigste Inflationsbremse; dies zeigte sich an der Konvergenz zwischen Güterpreisen und Wechselkursentwicklung. Weitere wichtige Faktoren für die Inflationsverlangsamung waren die relative Stabilität der Wechselkursdifferenz, die Eindämmung der Abwertungserwartungen und die starke anfängliche Rezession (mit der späteren begrenzten, heterogenen und langsamen Erholung).

Trotz dieser Faktoren traf die Inflation im Mai auf eine Trägheitsschwelle von 4 % und zeigte im August Widerstand gegen eine Verringerung. Um die Inflationssenkung zu unterstützen, reduzierte die Regierung die Steuer PAIS, ohne dies durch eine Erhöhung des offiziellen Dollarkurses zu kompensieren; das führte zu einer Verbilligung des Importdollars und ermöglichte es nicht nur, eine Monatsinflation von 3,5 % im September zu erreichen, sondern auch die Trägheitsschwelle von 3 % im Oktober (wegen der verzögerten Wirkung) zu unterschreiten.

Obwohl das Crawling Peg von 2 % bei der Inflationsverlangsamung sehr hilfreich war, hört es im Gefolge der geringeren Inflation auf als Bremse zu wirken und beginnt als eine Trägheitskomponente zu fungieren. Deshalb wird die Inflation nur schwerlich die nächste Trägheitsschwelle unterschreiten ohne eine Verringerung des Crawling Peg. Deshalb ließ die Regierung bereits die **Möglichkeit** ver-

lauten, **die Pesoabwertung auf 1 % pro Monat herabzusetzen**, falls die Inflation in den kommenden Monaten die aktuelle Dynamik beibehält.

Allerdings birgt diese Alternative Risiken, da sie eine Erhöhung des effektiven Wechselkurses in einem Kontext von Abwertungsdruck bei den wichtigsten Handelspartnern Argentiniens bedeuten könnte. Dies könnte die Dollarbilanz noch weiter komplizieren.

Haushaltsüberblick

Anhaltende Haushaltsdisziplin

- **Der nicht finanzielle nationale öffentliche Sektor registrierte im Oktober im zehnten Monat in Folge einen Primärüberschuss und erneut auch einen Finanzüberschuss.** In Zahlen: Das Primärergebnis belief sich auf AR\$ 0,75 Billionen, das Finanzergebnis betrug AR\$ 0,52 Billionen aufgrund von Zinsverpflichtungen iHv AR\$ 0,22 Billionen. Was erklärt das Haushaltsergebnis im Oktober? Der Überschuss war wie bereits im September die Folge eines geringeren realen Einnahmerückgangs (-9 % p. a.), der durch deutliche Einsparungen (-23 % p. a.) überkompensiert wurde. In diesem Monat waren die Schlüsselfaktoren die Einnahmen aus dem Außenhandel und der Sozialversicherung, die den Rückgang bei den übrigen Steuereinnahmen abfederten. Die MwSt. verzeichnete eine Erholung im Vergleich mit Oktober 2023, während die Einkommensteuer rückläufig war. Die Steuer PAIS, die ein Stützpfiler des Steueraufkommens gewesen war, spielte angesichts ihrer bevorstehenden Abschaffung keine Rolle.

- **Insgesamt betrug der Primärüberschuss im bisherigen Jahresverlauf 1,8 % des BIP und der Finanzüberschuss 0,5 % des BIP.** Die ersten zehn Monate waren gekennzeichnet von einer deutlichen Ausgabenkürzung (-29 % p. a.) und einem anhaltenden Einnahmerückgang (-7 % 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 (Gesetz 27.743) und die Beitragsnachzahlungen.

- **Das klare Finanzergebnis der ersten zehn Monate lässt erwarten, dass die Regierung über genügend Spielraum verfügt, um das Haushaltsziel zu erreichen (Überschuss von 1,5 % des BIP für 2024).** Allerdings wird sich die Regierung im Rest des Jahres einer saisonbedingt ungünstigeren Lage gegenübersehen,

weshalb ein Haushaltsdefizit im Dezember nicht überraschend wären.

Wie erging es dem Fiskus im Oktober?

Der **nicht finanzielle nationale öffentliche Sektor** registrierte im zehnten Monat in Folge einen Primärüberschuss und erneut auch einen Finanzüberschuss. In Zahlen: Das Primärergebnis belief sich auf AR\$ 0,75 Billionen, das Finanzergebnis betrug AR\$ 0,52 Billionen aufgrund von Zinsverpflichtungen iHv AR\$ 0,22 Billionen.

Was erklärt das Haushaltsergebnis im Oktober? Der Überschuss war die Folge eines geringeren realen Einnahmerückgangs (-9 % p. a.), der durch deutliche Einsparungen (-23 % p. a.) überkompensiert wurde. In diesem Monat waren die Schlüsselfaktoren die Einnahmen aus dem Außenhandel und der Sozialversicherung, die den Rückgang bei den übrigen Steuereinnahmen abfederten. Die MwSt. verzeichnete nach sieben Monaten mit rückläufiger Tendenz eine Erholung im Vergleich mit Oktober 2023, während die Einkommensteuer rückläufig war. Die Steuer PAIS, die ein Stützpfiler des Steueraufkommens gewesen war, spielte angesichts ihrer bevorstehenden Abschaffung keine Rolle.

Im Einzelnen: Nach sieben Monaten mit einem anhaltenden Rückgang erhöhten sich die Einnahmen aus **Importzöllen** ggü. dem Vormonat um 37 % und um 3,4 % p. a. im Kontext höherer Importe aufgrund der Herabsetzung der Steuer PAIS. Obwohl der Anstieg bei den **Exportzöllen** geringer ausfiel, betrug er 9 % p. a. Die **Beiträge zur Sozialversicherung** entsprachen dem Vormonat und wiesen das zweite real positive Ergebnis auf (+7 % p. a.) nach zwölf Monaten in Folge mit rückläufiger Tendenz. Diese Tendenzänderung erklärt sich durch die Auswirkung der Beitragsnachzahlung und die niedrige Vergleichsbasis 2023.

Die **MwSt.** zeigte ein leichtes Erholungssignal: Die Einnahmen stiegen um 3,4 % ggü. dem Vormonat und entsprachen etwa den Werten vom Oktober 2023 (nach sieben Monaten in Folge mit einem Rückgang).

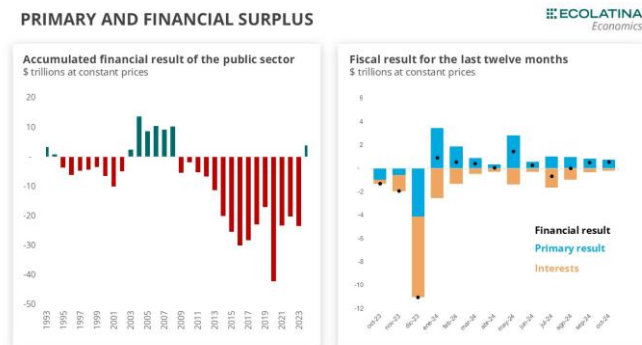
Dagegen verstärkte sich die Abnahme bei der **Einkommensteuer** (real -27 % p. a.) trotz der Wiederherstellung der vierten Steuerklasse. Dies erklärt sich durch die hohe Vergleichsbasis (außerordentliche Vorauszahlung für Finanzinstitute im Oktober 2023). Die Einnahmen aus der **Besitzsteuer** sanken um 7 % nach dem exorbitanten Anstieg im September im Gefolge der Steueramnestie und der Vorauszahlungen.

Bei den Einnahmen des nationalen öffentlichen Sektors sticht die Erhöhung im Posten **Betriebsüberschuss von Staatsunternehmen** um mehr als AR\$ 72 Mrd. heraus; eine solche Situation gab es seit 2009 nicht mehr. Die **Steuer PAIS** verzeichnete einen erneuten realen Rückgang aufgrund der Herabsetzung des Steuersatzes und angesichts ihrer bevorstehenden Abschaffung.

Bei den Ausgaben sanken infolge der allgemeinen Kürzungen der wichtigsten **Posten die Primärausgaben real um 23 % p. a.** (wie in den Vormonaten) und wiesen damit seit fünfzehn Monaten in Folge einen Rückgang auf.

Auf die **Sozialleistungen** entfiel nahezu die Hälfte der Ausgaben senkung: Sie nahmen real um 19 % 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 8 % p. a., die Zulagen stiegen um real 25 % p. a. Aufgeschlüsselt sanken die Familienzulagen um 22 % p. a., dagegen erhöhten sich die Ausgaben für das Universelle Kindergeld (AUH) um 83 % p. a. und verzeichneten damit acht Monate in Folge mit einer steigenden Tendenz. Die Leistungen der Rentnerkrankenversicherung nahmen real um 17 % ab.

Die **Wirtschaftssubventionen** sanken ggü. Oktober 2023 um real 15 % p. a. ab, der Rückgang entsprach der

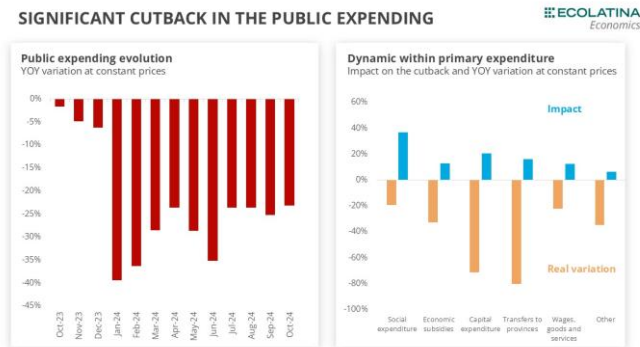


Insgesamt betrug der Primärüberschuss im bisherigen Jahresverlauf 1,8 % des BIP und der Finanzüberschuss 0,5 % des BIP. Die ersten zehn Monate waren gekennzeichnet von einer **deutlichen Ausgabenkürzung** (-29 % p. a.) und einem **anhaltenden Einnahmerückgang** (-7 % p. a.), insbesondere bei den konjunkturabhängigen 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 (Gesetz 27.743) und die Beitragsnachzahlungen.

Blick auf die aufgeschlüsselte Situation der Staatsfinanzen

Bei den Einnahmen im Oktober war der Beitrag des Außenhandels und der Sozialversicherung von Bedeutung.

Tendenz in den Vormonaten; sie machten % % des Ausgabenrückgangs aus. Die Abnahme der Energiesubventionen und der Subventionen für den öffentlichen Personenverkehr verlangsamte sich im Jahresvergleich, allerdings stiegen die ggü dem Vormonat um 16 % bzw. 11 %.



Die **Kapitalausgaben** verringerten sich deutlich (real - 71 % 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 51 % p. a. Hervorzuheben sind dabei der reale Anstieg von Übertragungen im Gesundheitsbereich in den letzten drei Monaten.

Die **Übertragungen an Universitäten** verdoppelten sich im Vergleich zu den Vormonaten und stiegen um 74 % p. a. Die **Betriebskosten**, die auch die Löhne und Gehälter von Beschäftigten des Staates umfassen, verringerten sich real um 23 % p. a. Damit wiesen sie den zehnten Monat in Folge mit rückläufiger Tendenz auf.

Was ist zu erwarten?

Im Verlauf des Jahres 2024 kehrte die Regierung die Haushaltsentwicklung der letzten Jahrzehnte um und gewöhnte uns an einen Überschuss. Ab dem ersten Tag ihrer Amtszeit unterstrich sie die Notwendigkeit, die Staatsfinanzen in Ordnung zu bringen und definierte die **Haushaltsschuldenbremse** als Driver und Tragsäule der Wirtschaftspolitik.

Das klare Finanzergebnis der ersten zehn Monate lässt erwarten, dass die Regierung über genügend Spielraum verfügt, um das Haushaltsziel zu erreichen (Überschuss von 1,5 % des BIP für 2024). Allerdings wird sich die Regierung im Rest des Jahres einer saisonbedingt ungünstigeren Lage gegenübersehen, weshalb ein Haushaltsdefizit im Dezember nicht überraschend wären.

Wie bereits erwähnt, werden die **Auswirkungen des Grundlagengesetzes und des Fiskalpakets** auf die Einnahmen werden bereits sichtbar, 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.

In diesem Kontext erwarten wir für die nächsten Tage eine Entscheidung über den **Haushaltsentwurf 2025**, der im Abgeordnetenhaus behandelt wird und einen Primärüberschuss von 1,3 % des BIP im Rahmen eines ausgeglichene Haushalts vorsieht.

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. Das hängt allerdings von den Verhandlungen mit den Provinzregierungen ab, die Veränderungen fordern, um ihre Finanzlage zu erleichtern.

Aber eine eventuelle Ablehnung würde die Regierung nicht daran hindern, ihre Fiskalstrategie weiterzuentwickeln. 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.

Außenhandel

Importwachstum im Oktober

- **Im Oktober belief sich der Handelsbilanzsaldo auf US\$ 888 Mio. und wies damit einen der geringsten Überschüsse des Jahres auf. Trotzdem entstand bisheriger Jahresverlauf ein Gesamtüberschuss von US\$ 15,995 Mrd., was weiterhin ein Rekordniveau der Serie darstellt.**

- **Abgesehen vom Überschuss betraf die wichtigste Nachricht des Monats die Importe: Sie beliefen sich auf US\$ 6,128 Mrd. und zogen damit um 4,9 % p. a. an. Es handelte sich um die erste positive Variation nach 20 Monaten in Folge mit einem Rückgang. Die Importmengen erreichten den höchsten Stand seit September 2023 (+5 % p. a.). In den ersten zehn Monaten betragen sie US\$ 50,199 Mrd. und lagen damit um 21,5**

% p. a. unter dem Ergebnis im entsprechenden Vorjahreszeitraum.

• Für 2025 schätzen wir, dass aufgrund einer durchschnittlichen Ernte, der Verbesserung der Energiebilanz und der guten Dynamik bestimmter Exportsektoren (z. B. Bergbau) wieder ein Handelsbilanzüberschuss entstehen wird, der allerdings geringer ausfallen wird als 2024. Die Verringerung des Saldos erklärt sich durch eine deutlichere Importerholung im Zuge des Wirtschaftswachstums und der Flexibilisierung der Importbeschränkungen. Ein wichtiger Punkt ist jedoch, dass der Handelsbilanzüberschuss u. U. nicht zu einem Überschuss der Devisenbilanz der BCRA führen wird, da durch das System des Dollar Blend 20 % der Exportdevisen auf dem CCL-Markt verkauft werden.

Im Oktober belief sich der Handelsbilanzsaldo auf US\$ 888 Mio. und wies damit einen der geringsten Überschüsse des Jahres auf. Trotzdem entstand bisherigen Jahresverlauf entstand ein Gesamtüberschuss von US\$ 15,995 Mrd., was weiterhin ein Rekordniveau der Serie darstellt.

Abgesehen vom Überschuss betraf die wichtigste Nachricht des Monats die Importe: Sie beliefen sich auf US\$ 6,128 Mrd. und zogen damit um 4,9 % p. a. an. Es handelte sich um die erste positive Variation nach 20 Monaten in Folge mit einem Rückgang. Die Importmengen erreichten den höchsten Wert seit September 2023 (+5 % p. a.). In den ersten zehn Monaten betrug sie US\$ 50,199 Mrd. und lagen damit um 21,5 % p. a. unter dem Ergebnis im entsprechenden Vorjahreszeitraum.

konsum u. a.). Es ist also logisch, dass nach einer Periode des Rückgangs der Wirtschaftstätigkeit die Importe eine der ersten Variablen sind, die sich erholen.

Andererseits begünstigte auch die Verkürzung der Fristen für Importzahlungen (von 60 auf 30 Tage) in Kombination mit einer Herabsetzung der Zölle für bestimmte Güter die Auslandskäufe.

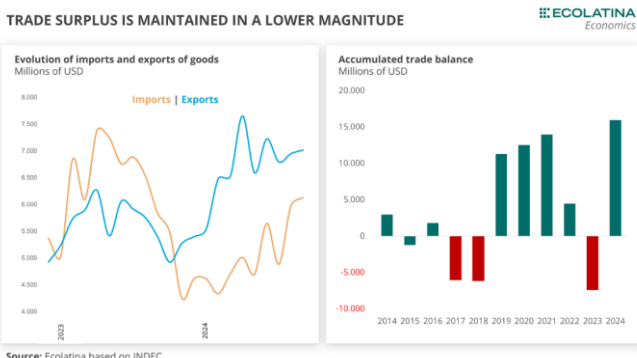
Der wichtigste Faktor scheint allerdings die Herabsetzung des Satzes der Steuer PAIS gewesen zu sein: Diese erfolgte im September und bedeutete einen Anreiz, Importe zu dem niedrigeren Steuersatz tätigen. (Hinzu kam die akkumulierte effektive Aufwertung des Pesokurses). Die Wirkung wird an den saisonbereinigten Importdaten sichtbar: Im September (erster Monat mit geringem Steuersatz) zog die Einfuhr um 27 % an, verzeichnete aber im Oktober einen leichten Rückgang um 1,5 %. (Das machte deutlich, dass die stärkste Erholung erfolgte, als sich die Steuerherabsetzung gerade auszuwirken begann). Der Importzuwachs betraf praktisch alle Posten: PKW wiesen einen Anstieg um 49,3 % auf US\$ 322 Mio. auf. Die Einfuhr von Konsumgütern belief sich auf US\$ 803 Mio. (+13,1 % p. a.), diejenige von Zwischengütern auf US\$ 2,25 Mrd. (+8,4 % p. a.). Die Kapitalgüter verzeichneten einen Zuwachs von 16,1 % auf US\$ 1,117 Mrd., Teile und Zubehör von Kapitalgütern stiegen auf US\$ 1,409 Mrd. (+3,5 % p. a.). Dagegen wiesen die restlichen Importe einen Rückgang um 32,7 % auf US\$ 29 Mio. auf. Mit Ausnahme des letzten Postens verzeichneten alle Kategorien einen Anstieg der Mengen und Preise, wobei der erste Faktor relevanter war.

Die Exporte betragen im Oktober US\$ 7,016 (+30,0 % p. a.) und in den ersten zehn Monaten US\$ 66,154 Mrd. (+16,9 %). Wie bereits in den Vormonaten waren die Preise leicht rückläufig (-07 % p. a.), dies wurde aber durch den Anstieg der Mengen (+31,0 % p. a.) überkompensiert.

Alle großen Kapitel der Auslandsverkäufe wiesen im Oktober Zuwächse auf. Den stärksten Anstieg verzeichneten die verarbeiteten Produkte landwirtschaftlichen Ursprungs (+69,7 % p. a.) mit einem Wert von US\$ 2,867 Mrd. Ihnen folgten die verarbeiteten Produkte industriellen Ursprungs mit US\$ 2,172 Mrd. (+22,4 % p. a.). Die Rohstoffausfuhr erhöhte sich um 1,8 % p. a. auf US\$ 1,159 Mrd.; hier überzog der mengenmäßige Zuwachs (+ 5,7 % p. a.) den Preisrückgang (-3,6 % p. a.).

Überschuss der Energiehandelsbilanz

Im Oktober verzeichnete die Energiehandelsbilanz erneut einen Überschuss: Der Export belief sich auf US\$ 817 Mio., der Import auf US\$ 199 Mio. Dadurch entstand ein Positivsaldo von US\$ 618 Mio., der höchste seit April. In den ersten zehn Monaten ergab sich ein Über-



Der deutliche Importanstieg erklärt sich durch verschiedene Faktoren. Einerseits entwickelt sich die Einfuhr im Allgemeinen entsprechend der Konjunkturerholung; hier war festzustellen, dass im Oktober ein Gutteil der vorab bekannt gegebenen Indikatoren der Realwirtschaft positive Zahlen aufwies (Einzelhandelsumsatz, Automobilproduktion, Anmeldung von Fahrzeugen, Massen-

schuss von US\$ 4,467 Mrd.: Die Ausfuhr betrug in diesem Zeitraum US\$ 7,901 Mrd. und die Einfuhr US\$ 3,434 Mrd.

Was erwarten wir für den Rest des Jahres?

Für die beiden verbleibenden Monate schätzen wir, **dass weiterhin ein Handelsbilanzüberschuss entstehen wird**, der allerdings geringer ausfallen wird.

Die Faktoren zugunsten eines Importanstiegs bleiben wirksam: Aufwertung des effektiven Wechselkurses, leichte Wirtschaftserholung Herabsetzung der Steuer PAIS (schon seit Ende November). Bei den **Exporten** wird der mengenmäßige Anstieg im Jahresvergleich anhalten.

Insgesamt schätzen wir, dass der **Handelsbilanzüberschuss** in diesem Jahr **etwa US\$ 18 Mrd. betragen dürfte**. Diese Summe ist von zentraler Bedeutung für die Regierungsstrategie, bei der die Devisenkäufe zur Intervention bei der Wechselkursdifferenz dienen, um die Abwertungserwartungen und die Parallelkurse des Dollars zu begrenzen.

Für 2025 erwarten wir, dass aufgrund einer durchschnittlichen Ernte, der Verbesserung der Energiebilanz und der guten Dynamik bestimmter Exportsektoren (z. B. Bergbau) wieder ein Handelsbilanzüberschuss entstehen wird, der allerdings geringer ausfallen wird als 2024. Die Verringerung des Saldos erklärt sich durch eine deutlichere Importerholung im Zuge des Wirtschaftswachstums und der Flexibilisierung der Importbeschränkungen. Ein wichtiger Punkt ist jedoch, dass der Handelsbilanzüberschuss **u. U. nicht zu einem Überschuss der Devisenbilanz der BCRA führen wird**, da durch das System des Dollar Blend 20 % der Exportdevisen auf dem CCL-Markt verkauft werden. Deshalb muss dieser Faktor beobachtet werden: Eine Eliminierung oder Reduzierung des Dollar Blend könnte die Stabilität der Wechselkursdifferenz gefährden, würde aber das Angebot auf dem MULC vergrößern und der BCRA ermöglichen, die Devisenreserven aufzustocken (zentraler Faktor bei der Prüfung einer Abschaffung der Devisenkaufbeschränkungen).

Geld- und Wechselkurspolitik

Der lokale Optimismus überwiegt die globalen Herausforderungen

- Der November verlief mit dem Optimismus, den die Wirtschaft seit Ende September entwickelte. Die Wechselkursdifferenz sank auf einen neuen Tiefstand und die Dollar-Terminkontrakte berücksichtigten eine mögliche Verringerung des Crawling Peg. Die BCRA erwarb US\$ 1,628 Mrd.; das bedeutete einen neuen Rekordsaldo für einen November, der nur 2019 übertroffen wurde.

- Auf internationalem Gebiet stand Brasilien im Zentrum der Aufmerksamkeit. Ende des Monats betrug der Wechselkurs 6 Reales pro US\$, ein nominaler Rekord. Der Abwertungsdruck des Reals kompliziert die argentinische Wechselkursstrategie, da der effektive bilaterale Wechselkurs den durch die Abwertung vom 13. Dezember 2023 erzielten Vorteil verlor: Sein Wert entsprach etwa dem vom Dezember 2015 und lag um kaum 5 % über den 2001 registrierten Werten (niedrigster Wert der 1997 begonnen Serie). In einem anderen Bereich wurden am letzten Werktag des Monats die Oktoberergebnisse auf dem MULC bekannt gegeben, die nützlich sind, um die Faktoren für die Rekordkäufe in diesem Monat zu verstehen: Die Landwirtschaft verkaufte Devisen in Rekordhöhe und der Energiesektor verzeichnete einen höheren Überschuss. Die Devisennachfrage für Importe begann sich zwar zu normalisieren, ist aber immer noch niedriger als geschätzt. Außerdem überkompensierte die Kapitalbilanz im Rahmen der Steueramnestie und der geringeren Abwertungserwartungen das Defizit der Leistungsbilanz und wies den höchsten Nettozufluss der letzten acht Jahre auf.

- 2025 wird das Ergebnis der Devisenbilanz vom Wechselkurs abhängen. Allerdings ist der zentrale Faktor die Kapitalbilanz und wie sich die Dollardarlehen, der Dollarzufluss im Rahmen des RIGI-Systems und/oder ein neues Programm mit dem IWF, das frische Fonds ermöglicht, entwickeln. Dazu ist es erforderlich, dass die Abwertungserwartungen begrenzt werden und ein klarer Zeitraum für die Aufhebung der Devisenkaufbeschränkungen definiert wird.

Der November verlief mit dem Optimismus, den die Wirtschaft seit Ende September entwickelte. Die **Wechselkursdifferenz** sank auf einen neuen Tiefstand und die Dollar-Terminkontrakte berücksichtigten eine mögliche Verringerung des Crawling Peg, die vom Präsidenten in

X (Ex-Twitter) erwähnt wurde. Dabei würde sich die implizite Pesoabwertung bis zum ersten Quartal 2025 auf 2,1 belaufen und danach auf 1,7 % im Unterschied zu den 2,7 % bzw. 2,2 % des Vormonats.

Die **BCRA behielt ihre Käuferposition bei**. Sie erwarb US\$ 1,628 Mrd.; das bedeutete einen neuen Rekordsaldo für einen November, der nur 2019 übertroffen wurde.

Auf internationalem Gebiet stand **Brasilien** im Zentrum der Aufmerksamkeit. Ende des Monats betrug der Wechselkurs 6 Real pro US\$, ein nominaler Rekord. Dahinter steht, dass zu dem Abwertungsdruck, den die Schwellenländer ab dem Wahlsieg von Trump erfuhren, auch Druck mit lokalen Ursachen hinzukam. Die Vorstellung des Haushaltsplans durch Wirtschaftsminister Fernando Haddad wurde vom Markt skeptisch aufgenommen, der eine aggressivere Eindämmung des Haushaltsdefizits erwartet hatte.

Der Abwertungsdruck des Reals kompliziert die **argentinische Wechselkursstrategie**. Das Szenario umfasst eine Pesoabwertung von 2 % pro Monat (die verringert werden könnte) und eine Währung des wichtigsten Handelspartners mit einem historischen Höchstwert; dies bewirkt einen bilateralen Wechselkurs, der zu historischen Minimalwerten tendiert. Der Wechselkurs eliminierte den Vorteil, der durch die Abwertung vom 13. Dezember 2023 erzielt wurde: Sein Wert entsprach etwa dem vom Dezember 2015 und lag um kaum 5 % über den 2001 registrierten Werten (niedrigster Wert der 1997 begonnen Serie).

Auf lokaler Ebene gab es zwei Nachrichten im Wechselkursbereich. Durch die Mitteilung „A“ 8137 führte die BCRA eine Reihe von Änderungen ein, indem sie die **Frist für die Einfuhr und den Verkauf von Devisen für bestimmte Exportgüter verlängerte**. Andererseits eliminierte sie die **Vorauszahlung der Steuer PAIS** (95 %) bei der Importabfertigung, da der Zugang zum MULC 30 Tage später erfolgt und die Steuer am 22.12. ausläuft. Diese Maßnahme soll die Abschaffung der Steuer, die die Wirtschaftsbehörden versprochen haben, bekräftigen.

Diese Reduzierung trägt auf zwei Wegen zur Wechselkursstrategie bei: 1) Sie soll den Zugang zum MULC fördern, um eine Devisennachfrage anzuziehen, die derzeit den Parallelmärkten zugutekommt und damit den Druck auf die Wechselkursdifferenz verringern; 2) die Wechselkursdifferenz sinkt für die Parallelkurse des Dollars auf eine niedrigere Stufe.

Am letzten Werktag des Monats wurden die Oktoberergebnisse auf dem MULC bekannt gegeben, die nützlich sind, um die Faktoren für die Rekordkäufe in diesem Monat zu verstehen. Obwohl die Leistungsbilanz ein Defizit

von US\$ 150 Mio. aufwies, unterbrach sie die Verschlechterung, die im Juni eingesetzt hatte.

Mehrere Faktoren helfen, diese Ergebnisse zu verstehen. Einerseits **beschleunigte die Landwirtschaft den Devisenverkauf und erzielte einen Rekord** mit der Summe von US\$ 2,617 Mrd.; dies ist eine der höchsten Summen bei laufenden Preisen und ohne Einberechnung der Mittel, die auf den Finanzmarkt geleitet wurden. Dadurch entstand ein Nettoergebnis per Leistungsbilanz iHv US\$ 2,09 Mrd. und die Landwirtschaft war der wichtigste Nettoanbieter von Devisen der lokalen Wirtschaft.

Andererseits **erhöhte sich der Handelsbilanzüberschuss** der Energiebilanz auf US\$ 197 Mio. und ergab einen Leistungsbilanzüberschuss von US\$ 58 Mio. Außerdem erhöhten sich die **Finanzdarlehen** an den Sektor deutlich; das bewirkte einen Nettodevisenzufluss iHv 558 Mio., der höchste Wert seit Juli 2017. Im Ergebnis belief sich der Nettodevisensaldo des Energiesektors auf US\$ 639 Mio.

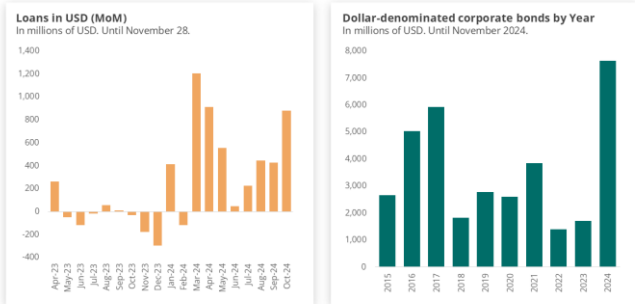
Die **Devisennachfrage befindet sich weiterhin im Stand-by**. Im November betrugen die Importzahlungen US\$ 5,7 Mrd., das entsprach 93 % des FOB-Werts der im Oktober getätigten Auslandskäufe. Die Importzahlungen normalisieren sich zwar langsam, aber die Devisennachfrage ist geringer als aufgrund des theoretischen Zeitplans für den Zugang zum MULC geschätzt wurde. Nach den sukzessiven Verkürzungen der Fristen für den Zugang, müssten sie mehr als 100 % betragen. Dieses Phänomen erklärt sich dadurch, dass die ruhige Entwicklung der parallelen Dollarkurse und die höhere Glaubwürdigkeit des Crawling Peg von 2 % den Carry Trade in US-Dollar wieder rentabler machte, weshalb die Importeure einen a priori explosiven Zahlungszeitplan auf dem MULC abschwächten.

Der Nettozufluss aus der Kapitalbilanz betrug US\$ 1,031 Mrd. und konnte das Leistungsbilanzdefizit überkompensieren und den **höchsten Wert in fast acht Jahren** erzielen. Die lokalen Kredite stiegen auch im Oktober, wobei der Landwirtschaftssektor einer der Hauptadressaten war. Die ausländischen Nettodarlehen beliefen sich auf US\$ 660 Mio.; sie flossen insbesondere in den Energiesektor und erreichten das höchste Niveau seit Mitte 2018.

Dahinter steht die Tatsache, dass die Steueramnestie für die lokalen Unternehmen eine Chance für die **Abschöpfung von Liquidität** darstellte. Im Rahmen eines besseren Finanzklimas, das zu einer Verringerung des Länderrisikos führte (es sank unter 1.000 Basispunkte) fanden die großen Unternehmen einen fruchtbaren Boden zur Erlangung von Krediten durch die Platzierung von handelbaren Schuldverschreibungen (die teilweise auf dem offiziellen Markt verkauft werden) und konnten den Personen, die an der Steueramnestie teilgenommen hatten,

eine Investitionschance bieten. Allein im Oktober wurden handelbare Schuldverschreibungen iHv mehr als US\$ 2,5 Mrd. ausgegeben, das entspricht fast der Hälfte des Werts der Platzierungen in den beiden Jahren 2016 und 2017. Damit weist nach nur zehn Monaten das laufende Jahr die höchsten Platzierungen seit Beginn der Serie 2015 auf.

FINANCIAL SUPPLY INCREASES IN THE MULC

ECOLATINA
Economics

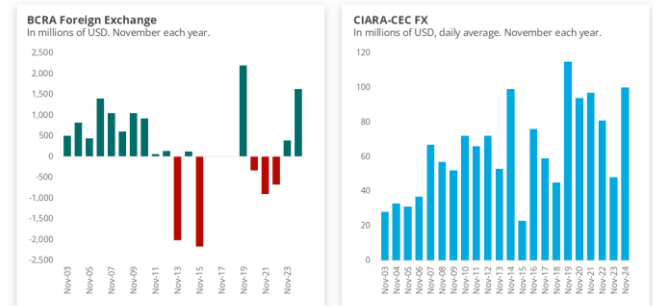
Source: Ecolatina based on BCRA and CNV.

Einige der genannten Faktoren waren auch im November relevant. Angesichts einer sinkenden Wechselkursdifferenz und gedämpften Abwertungserwartungen begrenzte der höhere Carry Trade in US-Dollar trotz des explosiven theoretischen Zahlungszeitplans die **Devisennachfrage**.

Noch wichtiger war der **anhaltende Devisenverkauf der Landwirtschaft**, obwohl es sich um einen aus Saisongründen normalerweise negativen Monat handelte. Im November verkaufte der Sektor etwa US\$ 2 Mrd., also sogar mehr als im Juni, dem typischen Moment mit der höchsten Devisenzufuhr. Im Ergebnis verkaufte die Landwirtschaftsindustrie im Tagesdurchschnitt US\$ 100 Mio.; dies war der höchste Wert für einen November seit Beginn der Serie im Jahr 2002 (nur geringer als 2019) zu laufenden Preisen und ohne Einberechnung der auf die Finanzmärkte geleiteten Devisen.

Nach einem kurzen Rückgang verstärkte sich ab der zweiten Novemberwoche die Anstiegstendenz der **Darlehen in US\$**; sie erhöhten sich um US\$ 778 Mio., wodurch der Bestand insgesamt US\$ 9,188 Mrd. betrug (28.11. letztes verfügbares Datum). In den ersten 18 Tagen stiegen die Kredite in harter Währung auf US\$ 358 Mio. im September und um US\$ 731 Mio. im Oktober, was die steigende Tendenz der Kredite in Auslandswährung deutlich macht.

AN UNUSUAL NOVEMBER FOR THE MULC

ECOLATINA
Economics

Source: Ecolatina based on BCRA and CIARA-CEC.

2025 wird das Ergebnis der Devisenbilanz **vom Wechselkurs abhängen**.

Im Rahmen der Abwertung in Brasilien, dem wichtigsten Handelspartner Argentiniens, der Herabsetzung der Steuer PAIS und einer möglichen Verringerung des Crawling Peg wird der daraus resultierende effektive Wechselkurs das Defizit bei Dienstleistungen (insbesondere Tourismus) erhöhen und Güterimporte attraktiver machen. Um diesem Effekt entgegenzuwirken, besteht die Möglichkeit, den Dollar Blend zu eliminieren oder zu reduzieren, was dazu beitragen würde, das Angebot auf dem MULC zu vergrößern und die BCRA-Reserven aufzustocken (allerding würde das Dollarangebot zum CCL-Kurs verringert).

Wenn dies eintritt, wird die **Kapitalbilanz der Schlüsselfaktor** sein. Eine weniger umfangreiche Leistungsbilanz (höhere Importe) und ein geringeres Angebot auf den Finanzmärkten (Ende oder Reduzierung des Dollar Blend) könnten kompensiert werden durch einen Anstieg der Dollardarlehen, den Dollarzufluss im Rahmen des RIGI-Systems und/oder ein neues Programm mit dem IWF, das frische Fonds ermöglicht. Dazu ist es erforderlich, dass die Abwertungserwartungen begrenzt werden und ein klarer Zeitraum für die Aufhebung der Devisenkaufbeschränkungen definiert wird.

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 Handelskam-
mer****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	-2,6	-1,6	-3,2	4,5
Total Consumption	YoY %	II Q 24	-9,2	III Q 24	-6,2	1,1	-6,1	4,1
Total Investment	YoY %	II Q 24	-29,4	III Q 24	-10,5	-2,0	-17,3	11,0
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	oct.-24	2,7	nov.-24	2,8	211,4	118,1	27,5
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	nov.-24	1002	dic.-24	1022,2	636,5	1022,2	1193,4
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	nov.-24	1,18	dic.-24	1,17	1,8	1,17	1,12
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	oct.-24	13,7	nov.-24	15,3	16,9	17,0	16,8
Primary Expenditures	% GDP	oct.-24	11,9	nov.-24	13,3	19,6	15,4	15,2
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	oct.-24	1,8	nov.-24	2,0	-2,7	1,6	1,6
Foreign Sector								
Exports	USD BN	oct.-24	7,0	nov.-24	6,7	67	78	81
Imports	USD BN	oct.-24	6,1	nov.-24	6,1	74	61	69
Trade Balance	USD BN	oct.-24	0,9	nov.-24	0,6	-7	17	12
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	II Q 24	2,8	III Q 24	2,79	-21	3.497	-9.963
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	nov.-24	35,0	dic.-24	35,0	100,0	35,0	18,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	nov.-24	36,0	dic.-24	35,6	109,9	35,6	18,1

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources



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

12/2024

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: Persisten las buenas noticias en varios frentes

En los últimos meses, el Gobierno logró **sostener el veranito financiero-cambiario** traccionado por el optimismo de los mercados pese a la finalización de la primera etapa del blanqueo (en la cual se superó la cifra de los USD 20.000 M) y un contexto internacional no tan favorable para emergentes. En detalle, la brecha cambiaria se redujo para estabilizarse nuevamente en mínimos desde 2019; el BCRA continuó comprando USD en el MULC; y el Riesgo País rompió el piso de los 800 puntos básicos (el nivel más bajo desde las PASO del 2019).

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). Contrariamente a lo esperado, el BCRA acumuló compras por más de USD 3.200 M entre octubre y noviembre. **¿Qué explica dicho desempeño?** **1)** Las liquidaciones del agro rompieron la estacionalidad y sostuvieron máximos de los últimos años; **2)** Parte de los USD depositados producto del blanqueo se volcaron al MULC 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, el **bajo nivel de los pagos por importaciones** podría explicarse por importadores que continúan operando al CCL (o aún no pueden acceder al MULC dada la restricción cruzada) o por la presencia de un mayor nivel de stock heredado (dado el adelantamiento de importaciones previo) que permite aprovechar la liquidez disponible para hacer carry y postergar pagos.

Por su parte, si bien en septiembre la economía habría mostrado un freno en su recuperación, una corrección de los datos hacia atrás dejó al nivel de actividad un 1% por encima de su nivel en diciembre del 2023. Hacia adelante, lo más probable es que el camino a transitar sea **lento, con vaivenes y resultados heterogéneos**.

En esa misma línea, una de las claves para 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 meses**: no sólo lograron romper el 4% mensual en septiembre, sino que en octubre la inflación también se ubicó por debajo del 3% mensual.

PARA MÁS INFORMACIÓN:

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

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

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 cambiaría 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. A diferencia de lo que se evidenciaba meses atrás, parecería que el FMI estaría dispuesto a firmar un **acuerdo transitorio sin una salida del CEPO** (la victoria de Trump incrementa aún más esta posibilidad). 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** (gracias al éxito del blanqueo), el potencial ingreso de USD vía **RIGI** y la posibilidad de una **eliminación o reducción del dólar blend** (pondría en riesgo la estabilidad de la brecha cambiaria, pero dotaría de mayor oferta al MULC y le permitiría al BCRA recuperar Reservas).

Dado este contexto, vemos más factible que antes que el Gobierno se incline por **sostener el crawling peg al menos hasta las elecciones**. Sin embargo, pese a contar con un mayor margen de maniobra, esta estrategia se enfrentaría a riesgos exógenos y endógenos no menores. En cuanto a los **riesgos exógenos**, atravesar 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 in-

certidumbre 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. En este marco, se destacan **3 principales modificaciones en nuestros escenarios**:

- 1) **El escenario Plan de Gobierno** (salida gradual sin salto) incrementa su probabilidad y se sitúa como el **escenario más probable** (probabilidad del 40%). En paralelo, dicho escenario contempla una reducción gradual del crawling peg durante 2025 para continuar favoreciendo el proceso de desinflación;
- 2) **El escenario de recalibración** (que hasta el mes pasado era nuestro escenario base) reduce su probabilidad de ocurrencia (probabilidad del 35%) y refleja una menor nominalidad producto de un salto menor en el tipo de cambio oficial dada la mejora en el clima cambiaria-financiero; y
- 3) **El escenario alternativo** (probabilidad del 25%) ya no contemplará un salto cambiario en el corto plazo. La nueva morfología de este nuevo escenario supone el sostenimiento del crawling peg hasta las elecciones de octubre del 2025 (para evitar los eventuales costos de corto plazo de una flexibilización en la previa a los comicios), para luego flexibilizar el CEPO y acompañarlo de un deslizamiento acotado en el tipo de cambio oficial una vez superada la instancia de votación.

Político: Sin resistencia política y social (por ahora) frente al ajuste económico

- 1) *La naturaleza técnica de un Gobierno que se hace fuerte haciendo lo que hay que hacer.*

El Gobierno de Milei parece haber adquirido la naturaleza propia de los gobiernos técnicos en los parlamentarismos, donde encuentran su fuente de legitimidad en la incorrección política de "hacer lo que había que hacer".

- 2) *Ha emergido una suerte de gobernabilidad de excepción para facilitar la acción de gobierno.*

El oficialismo ha podido gobernar gracias al apoyo de sectores dialoguistas de la oposición, los cuales no actuaron por simpatía, sino para no exponerse como “los sectores que no apoyan” ante la gente.

3) *La importancia de sostener apoyos sociales para garantizar la acción de gobierno*

Para garantizar la acción de gobierno, este presidente necesita sostener los niveles de apoyo social. Si el apoyo social se desvanece, sobrevendrá la resistencia política y se agotarán las condiciones de gobernabilidad.

Los **sistemas políticos** son un conjunto de normas y procedimientos diseñados para facilitar el proceso de toma de decisiones colectivas. De este modo, tienen el objetivo de producir decisiones orientadas a satisfacer las demandas ciudadanas. Muchas veces, por diversas circunstancias, los sistemas se bloquean y dejan de producir decisiones. **Si el bloqueo se vuelve persistente, los problemas se acumulan** y se vuelve imperioso un desbloqueo.

En este sentido, **los regímenes parlamentarios tienen más flexibilidad** que los presidencialismos para desbloquear el funcionamiento del sistema. Pueden producir cambios de gobiernos sin tener que esperar los tiempos de los mandatos, incluso cuando no es posible formar nuevos gobiernos, tienen fórmulas de excepción para resolver el asunto (como son los gobiernos técnicos). En otras palabras, delegarle el poder a un grupo de tecnócratas para que, abstraídos de los condicionamientos políticos, puedan tomar las decisiones que los políticos no están pudiendo tomar.

La emergencia de Javier Milei tiene **un aire de familia con la naturaleza de los gobiernos técnicos**: se trata de un gobierno que hace campaña diciendo que va a hacer las cosas que los políticos no quieren hacer, gana la elección, y decide avanzar en direcciones que los políticos evitan.

Por otro lado, además de no actuar bajo la lógica que guía el comportamiento tradicional de un político, **Milei pareciera estar transmitiendo que no desea ser un político** (aun siendo algo estratégicamente impostado). “*No me importa ni lo que digan las encuestas, no me importa nada. Yo hago lo que tengo que hacer*”, dijo recientemente. Y agregó: “*hay que hacer lo que hay que hacer, y si hay que pagar costos, se pagan (...) para eso nos votaron*”.

La legitimidad de los gobiernos técnicos radica en **el respaldo que reciben de una sociedad fatigada** por la inacción de una clase política que evitó sistemáticamente tomar las decisiones difíciles. Esa predisposición para tomar decisiones postergadas, aunque sean dolorosas, son su fuente de legitimidad, siendo una respuesta necesaria frente a la parálisis reinante.

Entonces, el aire de familia de este ciclo con la naturaleza de los gobiernos técnicos es notable. En especial porque emerge en un contexto social propicio para **tolerar la incorrección política** de este tipo de gobiernos, que le hablan con franqueza a la gente, a una sociedad dispuesta a entusiasmarse con que las cosas se resuelvan.

No obstante, el desafío de este tipo de gobiernos no se acaba sólo con la voluntad de adoptar las decisiones difíciles. Luego de ello, toca evitar dos riesgos: la resistencia política a la acción de gobierno y la resistencia social a las consecuencias de la acción de gobierno. **Aplicar dolor, siempre puede producir reacciones no deseadas.**

Lo curioso de todo esto es que, ante un gobierno que tomó decisiones que produjeron impactos negativos en la calidad de vida de la gente, por ahora no pareciera emerger una resistencia política o una resistencia social bloqueadora de la acción de gobierno. Esta particularidad es aún más curiosa si tenemos en consideración las delicadas condiciones de gobernabilidad bajo las cuales se produce la acción de este gobierno. Una rareza que invita a pensar en una suerte de **governabilidad de excepción que ha emergido en este ciclo**, y que explica por qué Milei ha podido avanzar sin encontrar resistencias.

De hecho, los dos grandes paquetes de decisiones que tomó este Gobierno no fueron bloqueados por los otros dos poderes, pudiendo estos haberlo hecho: el DNU 70/2023 y la Ley Bases junto con todas sus disposiciones. **La explicación no está tanto en la fortaleza de Milei sino en su extrema debilidad.**

Los otros dos poderes no se animan a obstaculizar la acción de gobierno y asumir la responsabilidad de las consecuencias de ello. Tanto el Poder Judicial como el Legislativo podrían haber declarado inconstitucional el DNU 70/2023 (sobran motivos para hacerlo), o no votado la Ley Bases, respectivamente. Pero ambos saben que **obturar la acción de gobierno impactaría en la economía** (el mercado vería allí una señal preocupante en materia de gobernabilidad), y no están dispuestos a hacerse responsables de las consecuencias frente a la opinión pública.

Allí radican las razones de esta suerte de gobernabilidad de excepción, que le ha permitido a Milei avanzar con el programa de ordenamiento económico en este primer año. Pero no hubo sólo falta de resistencia política, también ha habido **ausencia de resistencia social**. Por ahora, no solo no se ven niveles de conflictividad que siembren dudas sobre las condiciones de gobernabilidad, sino que, por el contrario, los niveles de popularidad del gobierno se han mantenido relativamente altos, considerando los padecimientos provocados por las medidas económicas.

Lo interesante es pensar que lo primero tiene que ver con lo segundo. **La falta de resistencia política obedece a la**

falta de resistencia social. El apoyo que el gobierno sostiene en la opinión pública es justamente la base de legitimidad de su acción política. En tal sentido, entender este circuito resulta crucial para comprender lo importante que es para este gobierno sostener los niveles de apoyo social, dado que allí radican las condiciones de la gobernabilidad de excepción.

Por ahora, la gente está aguantando más que disfrutando. Pronto deberá llegar el momento en que el sacrificio sea reemplazado por bienestar para sostener estos niveles de apoyo. Esa es la clave de este proceso: **sin bienestar y satisfacción, será difícil mantener estas condiciones excepcionales de gobernabilidad.**

ACTIVIDAD

Luces y sombras del dato de actividad

- El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) mostró una caída mensual del 0,3% s.e. en septiembre y cortó una racha de dos meses consecutivos en verde (suba acumulada del 3,6%). No obstante, el INDEC corrigió fuertemente al alza el crecimiento correspondiente a julio y agosto (+1 y +0,7 p.p., respectivamente) lo que depositó al nivel de actividad durante el tercer trimestre del año un +3,4% t/t, primera variación positiva desde el último trimestre del 2023. Con todo, el nivel de actividad se ubicó un 1% por encima de los niveles de diciembre (mes donde se llevó a cabo la devaluación).

- El EMAE desestacionalizado sin agro aún se ubica un 3,5% por debajo de su promedio durante 2023. En materia sectorial, el agro mostró una suba desestacionalizada del 18,1% contra su promedio en 2023 (al compararse contra la sequía), mientras que Oil & Gas se incrementó un 9,2%. Contrariamente, la industria (-6,7%), la construcción (-17,5%) y el comercio (-9,4%) marcaron fuertes caídas contra el promedio desestacionalizado del año previo, siendo estos los sectores más intensivos en materia de empleo.

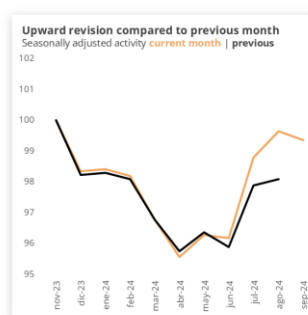
- A su vez, en septiembre se frenó la recuperación del consumo, dado que las ventas en supermercados y autoservicios retrocedieron en términos mensuales. En detalle, las ventas de supermercados cayeron -0,4% (-12,8% i.a.) y acumulando una caída del 11,6% en lo que va de 2024. Por su parte, los autoservicios descendieron -0,8% (-21,7% i.a.), ubicándose 14,4% en lo que va del año.

Caída con corrección de datos en septiembre

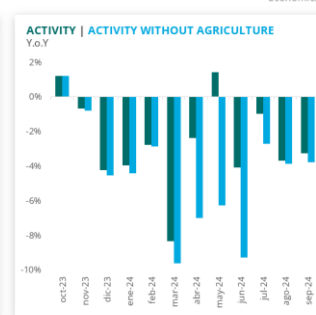
El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) mostró una **caída mensual del 0,3% s.e. en septiembre** y cortó una racha de dos meses consecutivos en verde (suba acumulada del 3,6%). De este modo, en la comparación contra septiembre de 2023 la caída fue del 3,3% i.a. y acumuló una caída interanual del 3,1% en los primeros 9 meses del año.

No obstante, el INDEC **corrigió fuertemente al alza el crecimiento correspondiente a julio y agosto (+1 y +0,7 p.p., respectivamente)** lo que depositó al nivel de actividad durante el tercer trimestre del año un +3,4% t/t, primera variación positiva desde el último trimestre del 2023. Con todo, el nivel de actividad se ubicó un 1% por encima de los niveles de diciembre (mes donde se llevó a cabo la devaluación), pero si excluimos al agro aún se situaría por debajo.

ACTIVITY FELL 0.3% IN SEPTEMBER



ECOLATINA Economics



El EMAE desestacionalizado sin agro aún se ubica un 3,5% por debajo de su promedio durante 2023. En **materia sectorial**, el agro mostró una suba desestacionalizada del 18,1% contra su promedio en 2023 (al compararse contra la sequía), mientras que Oil & Gas se incrementó un 9,2%. Contrariamente, la industria (-6,7%), la construcción (-17,5%) y el comercio (-9,4%) marcaron fuertes caídas contra el promedio desestacionalizado del año previo, siendo estos los sectores más intensivos en materia de empleo. Volviendo a la comparación interanual, once de las quince ramas de la actividad aún se mantienen en rojo, mostrando la generalización de la recesión.

Por su parte, la caída en los bienes viene siendo mayor que la de los servicios: para septiembre, los primeros cayeron 4,6% mientras que para los servicios la caída fue del 2,8%. Esto empeora si quitamos los bienes agropecuarios, donde la caída se profundiza hasta el 5,8%.

En la misma línea, en **septiembre se frenó la recuperación del consumo**, dado que las ventas en supermercados y autoservicios retrocedieron en términos mensuales. En detalle, las ventas de supermercados cayeron -0,4% (-12,8% i.a.), siendo el ticket promedio \$22.492, y acumulando una caída del 11,6% en lo que va de 2024. Por su parte, los autoservicios descendieron -0,8% (-21,7% i.a.), ubicándose 14,4% en lo que va del año. Por último, las ventas en centros de compras se ubicaron 1,3% por debajo de septiembre de 2023 y acumula una baja del 9,9% en 2024.

¿Qué esperamos hacia adelante?

Hasta el momento, la actividad viene mostrando un **desempeño heterogéneo, irregular y en forma de serrucho**. El rebote de julio se moderó en agosto, para finalizar cayendo en septiembre. Sobre la heterogeneidad, los sectores más asociados a los sectores energético, minero y agropecuario cerrarán el año siendo los que más crecen.

Con la inflación bajando, los ingresos reales comienzan a recuperar tímidamente, lo cual es esperable que ayude a una **paulatina recuperación del consumo** (componente vital, dado que representa un 70% del PIB). En tal sentido, para evaluar la dinámica que podría adoptar resulta clave diferenciar entre consumo en bienes durables, consumo masivo y consumo de servicios.

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 cual también podría condicionar su 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 Nielsen evidencian una caída acumulada del 13% en lo que va del año).

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 quemar” vigente durante el año pasado. En resumen, el año cerrará con una caída superior al 3%, situación que se revertirá el año que viene. Sin embargo, lo más probable es que el camino a transitar sea lento, con vaivenes y resultados heterogéneos.

Precios

Rompiendo pisos inerciales

- El IPC Nacional elaborado por el INDEC mostró una **suba mensual del 2,7%** en octubre, mostrando una **desaceleración de 0,8 puntos porcentuales con respecto al dato del mes previo y marcando su menor registro desde noviembre de 2021 (+2,5%)**. Además, se trata del menor registro para un mes de octubre desde 2017. De este modo, el IPC Nacional acumula una suba del 107% lo que va del año y un incremento interanual del 293,0% (-16,0 p.p.).

- En septiembre, los salarios registrados de la economía crecieron 3,8% y se ubicaron por sexto mes consecutivo por encima de la inflación (fue de 3,5% en el noveno mes del año). Esto arrojó un crecimiento mensual de 0,3% en términos reales, la menor mejora de esta “racha”.

- A priori, noviembre tendrá una inflación mensual similar a la evidenciada en octubre. Difícilmente veamos una marcada moderación dado el impacto de diversos aumentos puntuales: **tarifas de gas (+2,7%), electricidad (+2,5%), suministro de agua (+4%), combustibles (2,8%), prepagas (en promedio 4%) y colegios privados (4,5% en CABA y 3,6% en PBA)**.

La inflación perforó el 3% en octubre

El IPC Nacional elaborado por el INDEC mostró una **suba mensual del 2,7%** en octubre, mostrando una desaceleración de 0,8 puntos porcentuales con respecto al dato del mes previo y marcando **su menor registro desde noviembre de 2021 (+2,5%)**. Además, se trata del menor registro para un mes de octubre desde 2017. De este modo, el IPC Nacional acumula una suba del 107% lo que va del año y un incremento interanual del 293,0% (-16,0 p.p.). Además, se ubicó por cuarto mes consecutivo por debajo de las expectativas del mercado (REM-BCRA), que proyectaba un 3,0%.

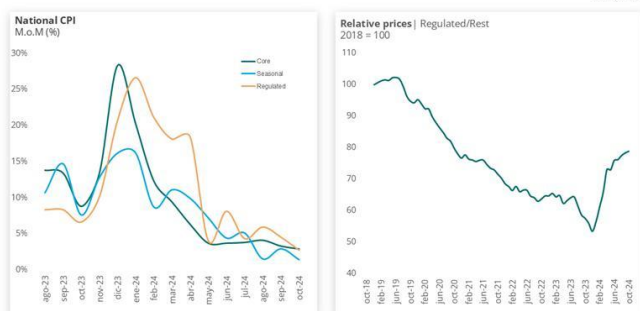
A su interior, **se destaca la desaceleración de todas las categorías**. Particularmente, la inflación Núcleo (que mide la tendencia de los precios al excluir estacionales y regulados) registró un 2,9% mensual (-0,4 p.p.), el menor registro desde septiembre 2020. De este modo, se ubicó por encima del nivel general por primera vez en el año.

Por su parte, los Estacionales desaceleraron 1,5 p.p. y subieron “sólo” 1,4% (menor registro desde junio 2021). A su vez, los precios Regulados aumentaron 2,7%, ubi-

cándose 1,8 puntos porcentuales por debajo de septiembre y anotando el menor registro desde diciembre del 2021.

THE ADJUSTMENT OF RELATIVE PRICES CONTINUES

ECOLATINA
Economics



En el mismo sentido, los **Alimentos y bebidas** (+1,2%) mostraron el menor aumento desde junio 2020 (plena pandemia), siendo vital para el registro del nivel general: en caso de excluirlo, la inflación hubiera sido del 3,3%. A su interior, colaboraron en la desaceleración la caída en los precios de las Verduras (-4,5%), y un menor aumento de las Carnes (1,1%). Por el contrario, los alimentos que registraron los mayores aumentos fueron Frutas (+4,9%), Aguas y gaseosas (+3,5%), Azúcar y dulces (+3,3%) y Lácteos (+2,2%).

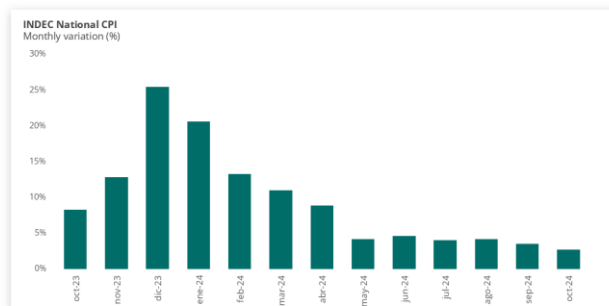
Como resultado de la desaceleración en alimentos, las canastas que determinan la línea de pobreza e indigencia también moderaron su avance en octubre. La **Canasta Básica Alimentaria** (CBA) creció un 1,4% mensual, desacelerándose 0,3 puntos porcentuales con respecto a septiembre. Del mismo modo, la **Canasta Básicas Total** (CBT) se incrementó un 2,3% en el décimo mes del año, también 0,3 puntos porcentuales por debajo de septiembre.

En cuanto al resto de los capítulos, los menores aumentos se vieron en Transporte (+1,2%), donde colaboró la caída en combustibles; Comunicación (+2,1%) y Equipamiento del hogar (+2,6%). Por el contrario, los mayores registros fueron en Vivienda (+5,4%), traccionado por subas en alquileres (+11,3%); Indumentaria (+4,4%), Restaurantes y Hoteles (+4,3%) y Salud (+3,6%), impulsado por aumentos de 6,1% en medicina prepaga.

En otro orden, por noveno mes consecutivo los precios de los **Bienes** (+2,1% mensual, -0,9 p.p.) se movieron a una velocidad considerablemente menor a la de los **Servicios** (+4,3%, -0,3 p.p.). Esta situación es contraria a la de 2023, donde los bienes (que subieron 223,1% en el año) corrían bien por encima de los servicios (+153,8% en 2023), principalmente debido al congelamiento de las tarifas de servicios públicos, que se mantuvo vigente durante casi todo el año.

INFLATION WAS 2.7% IN OCTOBER

ECOLATINA
Economics



Se recuperan los salarios formales

En septiembre, los **salarios registrados de la economía crecieron 3,8%** y se ubicaron por sexto mes consecutivo por encima de la inflación (fue de 3,5% en el noveno mes del año). Esto arrojó un crecimiento mensual de 0,3% en términos reales, la menor mejora de esta "racha".

Hacia el interior, la dinámica fue similar tanto para trabajadores privados como públicos. Sin embargo, los primeros tienen una caída real de 3,7% i.a. y prácticamente ya retornaron a los niveles previos a la devaluación, mientras que los segundos muestran un desplome que alcanza el 19,2% i.a. y todavía se encuentran muy debajo del nivel alcanzado a finales del año pasado.

Dejando de lado la pérdida de los salarios públicos, la dinámica salarial de los trabajadores privados puede resultar de interés para ver lo que ocurre con los salarios de la economía, especialmente porque constituye uno de los costos más importantes. En este sentido, **la baja de la inflación está permitiendo una recomposición del poder adquisitivo** -y del salario como precio relativo-, **pero esta es cada vez menor**. De hecho, dado el dato de inflación de octubre y lo que se prevé para noviembre, nuestro relevamiento salarial sugiere que la recuperación seguirá al ritmo de los últimos dos meses, por lo que recién pasado el verano esta variable podría alcanzar el nivel de buena parte del 2023.

Con todo, y desde un punto de vista del mercado laboral, en tanto la fijación salarial continúe como en los últimos meses -no muy alejada de la cada vez más baja de la inflación- **los salarios se sostendrán en niveles relativamente bajos**, ayudando a que el empleo no sea una variable de ajuste tan inmediata en algunos sectores.

¿Qué esperamos hacia adelante?

A priori, noviembre tendrá una inflación mensual en una zona similar a la evidenciada en octubre. Difícilmente veamos una marcada moderación dado el **impacto de**

diversos aumentos puntuales: tarifas de gas (+2,7%), electricidad (+2,5%), suministro de agua (+4%), combustibles (2,8%), prepagas (en promedio 4%) y colegios privados (4,5% en CABA y 3,6% en PBA).

En este sentido, el **IPC Ecolatina registró una suba mensual del 2,9%** para noviembre, desacelerando 0,2 p.p. respecto al registro de octubre. De esta manera, en la comparación interanual la suba fue del 190,8% y acumula 133,2% en el año. Los capítulos que más contribuyeron a la desaceleración del índice fueron Alimentos y bebidas (+1,9%), Equipo y mantenimiento del hogar (+2,0%) e Indumentaria (+2,4%).

En cuanto a las categorías, se destaca la caída de 0,3% en los **Estacionales**, claves en la desaceleración del índice. Los precios **Regulados** aumentaron 4,7% en el undécimo mes del año, impulsados por aumentos de tarifas de agua, electricidad, gas, transporte público, cigarrillos y prepagas. Por último, la **inflación Núcleo** subió 2,8%, anotando una desaceleración de 0,3 p.p. respecto al mes previo.

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

Pese a estos factores, la inflación se chocó con el primer piso inercial del 4% en mayo, mostrando resistencia a la baja hasta agosto. Para retomar el sendero descendente, el Gobierno implementó la reducción del Impuesto PAIS sin una compensación al alza en el tipo de cambio oficial, lo cual resultó en un abaratamiento del dólar importador y permitió no sólo alcanzar en septiembre una inflación del 3,5% mensual, sino también romper el piso del 3% en octubre (dado el impacto rezagado).

Ahora bien, pese a que el ***crawling peg* al 2%** fue de gran ayuda en el proceso, con la reducción de la nominalidad está dejando de actuar como un ancla para pasar a comportarse como un componente inercial. En este sentido, difícilmente la inflación logre perforar el próximo piso inercial sin una moderación del ***crawling peg***. Por tal motivo, las autoridades ya deslizaron **la posibilidad de recortar el avance mensual del tipo de cambio oficial** al 1% mensual en caso de que la inflación sostenga la dinámica reciente en los próximos meses.

Sin embargo, aquella alternativa no estaría exenta de riesgos, dado que podría implicar una mayor apreciación

real del tipo de cambio en un contexto de presiones devaluatorias de nuestros principales socios comerciales, lo cual podría terminar de complicar aún más la cuenta de los dólares.

POLÍTICA FISCAL

Se sostiene la disciplina fiscal

- El Sector Público Nacional No Financiero anotó en octubre el décimo mes consecutivo con superávit primario y marcó un nuevo mes con superávit financiero. En números, el resultado primario ascendió a \$0,75 billones y, con intereses que se ubicaron en \$0,22 b, el resultado financiero fue de \$ 0,52 billones. ¿Qué explicó el resultado fiscal de octubre? El verde fiscal estuvo explicado, al igual que en septiembre, por una moderación de la caída real de los recursos (-9% i.a), que se vio más que compensada por una contundente contracción del gasto (-23% i.a). En esta oportunidad, contribuyeron positivamente, los recursos asociados al comercio exterior y los provenientes de la Seguridad Social, que mitigaron el impacto de la caída en la recaudación del resto de los ingresos tributarios. En esta línea, el IVA evidenció una recuperación al mantenerse a raya con los valores del octubre pasado, mientras que Ganancias profundizó su caída. En tanto, el impuesto PAIS, que supo ser el pilar de la recaudación, se mantuvo fuera de la escena en vísperas de su finalización.

- De esta manera, el SPN acumula en lo que va del año un superávit primario del 1,8% del PIB y un superávit financiero del 0,5% del PIB. En resumen, los primeros diez meses del año estuvieron caracterizados por un marcado recorte sobre el gasto público (-29% i.a) y una caída sostenida en los ingresos (-7%), principalmente en los vinculados al nivel de actividad. En este marco, jugaron a favor el aporte extraordinario del impuesto a las Ganancias en mayo, los recursos provenientes del comercio exterior, lo aportado por el impuesto PAIS y los ingresos provenientes de la Ley 27.743 de Medidas Fiscales Paliativas y Relevantes con el blanqueo y la moratoria.

- El contundente resultado financiero acumulado sugiere que cumplimiento de la meta fiscal asumida (1,5% del PIB para 2024) ya es casi un hecho. Sin embargo, en el último tramo del año el gobierno se enfrentará a una estacionalidad menos favorable, por lo que un diciembre con déficit no debería sorprendernos.

¿Cómo le fue al fisco en octubre?

El **Sector Público Nacional No Financiero** anotó en octubre el décimo mes consecutivo con superávit primario y marcó un nuevo mes con superávit financiero. En números, el resultado primario ascendió a \$0,75 billones y, con intereses que se ubicaron en \$0,22 b, el resultado financiero fue de \$ 0,52 billones.

¿Qué explicó el resultado fiscal de octubre? El verde fiscal estuvo explicado, al igual que en septiembre, por una moderación de la caída real de los recursos (-9% i.a), que se vio más que compensada por una contundente contracción del gasto (-23% i.a). En esta oportunidad, incidieron positivamente, los recursos asociados al comercio exterior y los provenientes de la Seguridad Social, que mitigaron el impacto de la caída en la recaudación del resto de los ingresos tributarios. En esta línea, el IVA luego de siete meses de rojos consecutivos, evidenció una recuperación al mantenerse a raya con los valores del octubre pasado, mientras que Ganancias profundizó su caída. En tanto, el impuesto PAIS, que supo ser el pilar de la recaudación, se mantuvo fuera de la escena en vísperas de su finalización.

meses de caídas ininterrumpidas, mostraron un crecimiento de 37% respecto al mes anterior y de 3,4% interanual, en un contexto de mayores importaciones dada la reducción del Impuesto PAIS. En sintonía, los **Derechos de Exportación**, pese a que se moderaron, crecieron 9% i.a.

Por su parte, las **Contribuciones a la Seguridad Social**, se mantuvieron en línea con el mes previo y marcaron el segundo verde real, creciendo 7% 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 de 2023.

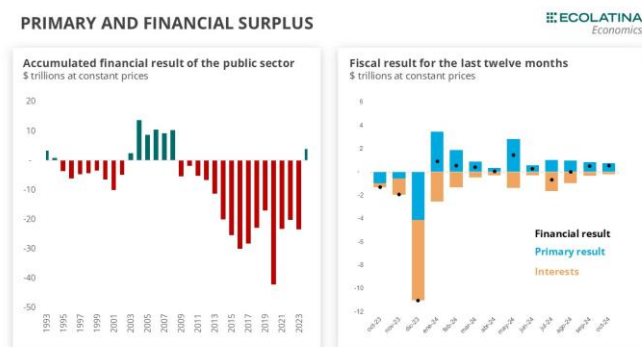
Por su parte, el **IVA** dio una leve señal de mejora creciendo 3,4% intermensual y manteniéndose a raya con los valores de octubre 2023 (luego de 7 meses de caídas consecutivas).

En contraste, **Ganancias** profundizó su rojo real (27% i.a), pese a la recomposición de la cuarta categoría. Esto se explica por una alta base de comparación debido al pago a cuenta extraordinario para las Entidades financieras en octubre 2023. En tanto, **Bienes Personales** se contrajo 7%, luego del crecimiento exorbitante de septiembre producto del blanqueo y los pagos adelantados.

En otro orden, se destaca en los ingresos del SPN el incremento en el ítem **superávit operativo de empresas públicas** por más de \$72.000 millones, situación que no se evidenciaba desde 2009. Por último, el **Impuesto PAIS**, acumuló una nueva caída real como consecuencia de la reducción de su alícuota y en vísperas de su finalización.

Respecto a las erogaciones, el **Gasto Primario registró una contracción real de -23% i.a** (en línea con los meses previos) producto de un recorte transversal sobre las principales partidas. De esta manera, acumula quince meses de caídas reales interanuales consecutivas.

Haciendo foco, las **Prestaciones Sociales** explicaron casi la mitad de la disminución del gasto: cayendo 19% i.a real; acentuando 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 8% i.a (en términos reales), al tiempo que las Asignaciones Sociales crecieron 25% i.a. En su interior, mientras las Asignaciones Familiares recortaron 22% i.a., la AUH acentuó su crecimiento (+83% i.a real) y acumula ocho meses en verde. Por su parte, las prestaciones del PAMI profundizaron la pérdida contra la inflación (-17% i.a).



De esta manera, el SPN acumula en lo que va del año un superávit primario del 1,8% del PIB y un superávit financiero del 0,5% del PIB. En resumen, los primeros diez meses del año estuvieron caracterizados por un marcado **recorte sobre el gasto público** (-29% i.a) y **una caída sostenida en los ingresos** (-7%), principalmente en los vinculados al nivel de actividad. En este marco, jugaron a favor el aporte extraordinario del impuesto a las Ganancias en mayo, los recursos provenientes del comercio exterior, lo aportado por el impuesto PAIS y los ingresos resultantes del blanqueo y la moratoria.

Un zoom al interior de las cuentas públicas

Por el lado de los recursos, en octubre fue relevante el aporte del comercio exterior y de la seguridad social. En detalle, los **Derechos de Importación**, luego de siete

Por otro lado, los **Subsidios Económicos** cayeron en términos reales un 15% con respecto a octubre 2023, imitando la caída de los meses previos, pero explicando un 5% de la contracción del gasto. A su interior, tanto los subsidios energéticos como los subsidios al transporte moderaron la caída interanual y crecieron intermensual 16% y 11% respectivamente.

Como hemos mencionado, 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 bimestre que se active Ganancias, de la mano de la recomposición de la cuarta categoría.

En este contexto, esperamos que los próximos días haya definiciones sobre el Proyecto de **Ley de Presupuesto Nacional 2025** que se está tratando en la Cámara de Diputados, y que contempla un superávit primario de 1,3% del PIB para 2025 con equilibrio financiero.

Ciertamente, 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. No obstante, lo que ocurra dependerá de la negociación con los gobiernos provinciales, que buscan introducir cambios al proyecto para el alivio de las finanzas subnacionales.

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.

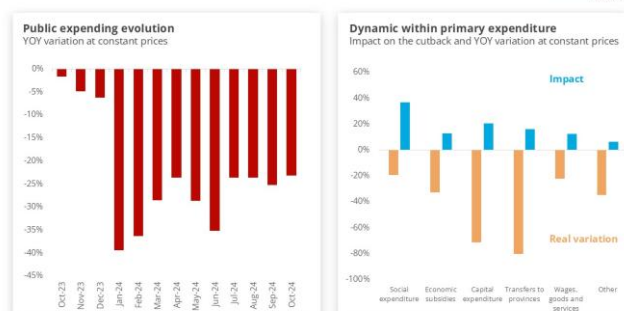
SECTOR EXTERNO

- El saldo comercial alcanzó USD 888 M en octubre, ubicándose como uno de los saldos más bajos del año. No obstante, el resultado acumuló un superávit de USD 15.995 M hasta el décimo mes del año, lo cual siguió representando niveles récord en la serie.

- Más allá del superávit, la principal noticia del mes vino de la mano de las importaciones: las compras externas mostraron un nivel de USD 6.128 M en octubre, lo cual representó una suba de 4,9% i.a. y marcó la primera variación interanual positiva luego de 20 meses consecutivos de caídas. A su vez, las cantidades importadas alcanzaron su nivel más elevado desde septiembre del 2023 (+5% i.a.). De esta manera, las importaciones acumularon USD 50.199 M hasta octubre, una cifra -21,5% i.a. más baja al acumulado del mismo periodo del año anterior.

SIGNIFICANT CUTBACK IN THE PUBLIC EXPENDING

ECOLATINA
Economics



Los **Gastos de Capital** continuaron mostrando una marcada caída real (-71% i.a.) y explicaron un cuarto del recorte en el gasto primario, ganando terreno en el ajuste con el correr de los meses. Mientras tanto, las **Transferencias Corrientes a Provincias** se mantuvieron en terreno negativo (51% i.a) real, destacándose en su interior en los últimos tres meses, el crecimiento real de las Transferencias de Salud.

Asimismo, se destaca el crecimiento real de las **Transferencias a Universidades**, que más que se duplicaron respecto a los meses previos, y mostraron una suba interanual del 74%. Mientras tanto, los **Gastos en Funcionamiento** (donde se incluyen salarios públicos) se mantuvieron en los mismos niveles de caída que los meses previos (-23% i.a) y acumulan diez meses en baja.

¿Qué esperamos hacia adelante?

A lo largo de 2024, el Ejecutivo Nacional dio un revés al sendero fiscal de las últimas décadas y nos acostumbró al superávit. Desde el primer día, el gobierno se embarcó en el ordenamiento de las cuentas públicas y estableció el **ancla fiscal** como *driver* y pilar de política económica.

De esta manera, el contundente resultado financiero acumulado en lo que va del año, sugiere que cumplimiento de la meta fiscal asumida (1,5% del PIB para 2024) ya es casi un hecho. Sin embargo, en el último tramo del año el gobierno se enfrentará a una estacionalidad menos favorable, por lo que un diciembre con déficit no debería sorprendernos.

• De cara a 2025, estimamos que producto de una cosecha promedio, la mejora en la balanza energética y ciertos sectores exportadores con dinamismo (como el minero), se podría mantener el superávit comercial, aunque en menor magnitud que en 2024. La reducción del saldo se explicaría por una recuperación más pronunciada de las importaciones, en línea al crecimiento de la actividad económica y la flexibilización de las restricciones a importar. Ahora bien, un punto no menor es que el sostenimiento del superávit comercial devengado podría no traducirse en un superávit de Cuenta Corriente cambiaria para el BCRA, dado que el esquema del dólar blend envía un 20% de las exportaciones al CCL.

Octubre con un crecimiento en las importaciones

El saldo comercial alcanzó USD 888 M en octubre, ubicándose como uno de los saldos más bajos del año. No obstante, el resultado acumuló un superávit de USD 15.995 M hasta el décimo mes del año, lo cual siguió representando niveles *récord* en la serie.

Más allá del superávit, la principal noticia del mes vino de la mano de las importaciones: las compras externas mostraron un nivel de USD 6.128 M en octubre, lo cual representó una suba de 4,9% i.a. y marcó la primera variación interanual positiva luego de 20 meses consecutivos de caídas. A su vez, las cantidades importadas alcanzaron su nivel más elevado desde septiembre del 2023 (+5% i.a.). De esta manera, las importaciones acumularon USD 50.199 M hasta octubre, una cifra -21,5% i.a. más baja al acumulado del mismo periodo del año anterior.

consumo masivo, entre otros). En este sentido, resulta lógico que luego de un periodo de caída en la actividad, las importaciones sean una de las variables que primero comienzan a recuperar.

Por otro lado, la flexibilización de los plazos para el pago de importaciones (de 60 a 30 días) también fue un factor que jugó a favor de las compras externas, en conjunto a una reducción de los aranceles de determinados bienes.

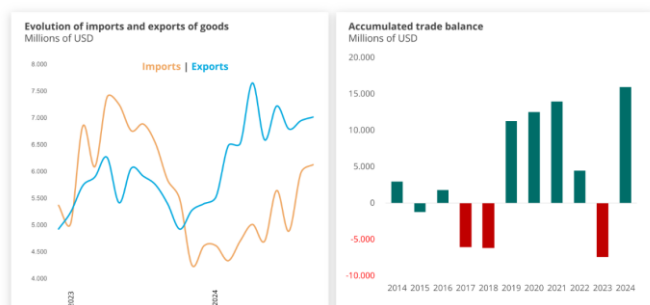
Sin embargo, el factor más relevante pareciera provenir de la reducción de la alícuota del Impuesto PAÍS: en septiembre se llevó a cabo la disminución del impuesto, lo cual trajo el incentivo de concretar las importaciones una vez reducida la alícuota (sumado a la apreciación real acumulada). Su impacto se puede visualizar con el dato de importaciones desestacionalizadas: en septiembre (primer mes sin alícuota) las compras externas treparon 27% mensual, mientras que en octubre mostraron una leve caída de -1,5% desestacionalizado (exhibiendo que la recuperación de magnitud más fuerte ya ocurrió apenas impactó la reducción del impuesto). Al interior de las importaciones, la suba interanual se explicó por prácticamente todos los rubros. Por un lado, Vehículos automotores de pasajeros mostraron una suba de USD 322 M (+49,3% i.a.). Además, los Bienes de consumo fueron USD 803 M (+13,1% i.a.), mientras que los Bienes intermedios treparon 8,4% i.a. (USD 2.250 M). Por último, los Bienes de capital mostraron una mejora de 16,1% i.a. (USD 1.117 M) y las Piezas y accesorios para bienes de capital subieron USD 1.409 M (y 3,5% i.a.). A contramano, el Resto de las importaciones fue el rubro con caída interanual (USD 29 M, -32,7% i.a.). Exceptuando este último rubro, todas las categorías mostraron subas tanto de cantidades como de precios, siendo el primer factor el más relevante.

Por otro lado, las exportaciones fueron USD 7.016 M en el mes (+30,0% i.a.), acumulando USD 66.154 M hasta octubre (+16,9% i.a.). Al igual que en los meses anteriores, los precios jugaron levemente en contra (-0,7% i.a.), pero el efecto fue más que compensado por un repunte en las cantidades (+31,0% i.a. en el mes).

Todos los grandes rubros de las ventas externas tuvieron subas interanuales en el mes. El rubro con el crecimiento más grande fue Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) con una suba de 69,7% i.a. (USD 2.867 M). Por su parte, le siguió Manufacturas de Origen Industrial (MOI) con un saldo de USD 2.172 M (+22,4% i.a.). Por último, los Productos Primarios (PP) subieron 1,8% i.a. con un saldo de USD 1.159 M, donde primo efecto de las cantidades (+5,7% i.a. en contraste a una caída en los precios de -3,6% i.a.).

TRADE SURPLUS IS MAINTAINED IN A LOWER MAGNITUDE

ECOLATINA
Economics



Source: Ecolatina based on INDEC

El marcado incremento reciente de las importaciones se explica por diversos factores. Por un lado, la evolución de las importaciones suele moverse en línea a la recuperación de la actividad económica, donde se pudo observar que en octubre buena parte de los indicadores adelantados de economía real mostraron cifras positivas (ventas minoristas, producción de autos, patentamientos,

Nuevo superávit comercial energético

La balanza comercial energética tuvo un nuevo superávit en octubre: las exportaciones fueron USD 817 M, mientras que las importaciones fueron de USD 199 M. De esta manera, el saldo comercial fue de USD 618 M en el mes, el más elevado desde abril. En tal sentido, el saldo comercial acumuló USD 4.467 M hasta el décimo mes del año: las exportaciones treparon a USD 7.901 M, mientras que las importaciones fueron de USD 3.434 M.

¿Qué esperamos para lo que resta del año?

Para los últimos dos meses del año, **estimamos que se mantendrá el superávit comercial**, aunque será de menor magnitud que las cifras observadas durante el resto del año.

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

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 utilizaron en una primera instancia para acumular reservas y luego en intervención en la brecha cambiaria para disipar expectativas de devaluación y contener a los dólares paralelos.

De cara a 2025, estimamos que producto de una cosecha promedio, la mejora en la balanza energética y ciertos sectores exportadores con dinamismo (como el minero), se podría mantener el superávit comercial devengado, aunque en menor magnitud que en 2024. La reducción del saldo se explicaría por una recuperación más pronunciada de las importaciones, en línea al crecimiento de la actividad económica y la flexibilización de las restricciones a importar.

Ahora bien, un punto no menor es que el sostenimiento del superávit comercial devengado podría **no traducirse en un superávit de Cuenta Corriente cambiaria para el BCRA**, dado que el esquema del dólar blend envía un 20% de las exportaciones al CCL. Por tal motivo, habrá que estar atentos a las novedades con respecto a dicho factor: una eliminación o reducción del dólar blend pondría en riesgo la estabilidad de la brecha cambiaria, pero dotaría de mayor oferta al MULC y le permitiría al BCRA recuperar Reservas (factor clave a la hora de evaluar un desarme del CEPO).

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

- **Noviembre se desarrolló bajo el manto de optimismo que vivenció la economía desde finales de septiembre. Reflejando este hecho, la brecha cambiaria siguió tocando nuevos mínimos y los contratos de dólar futuro incorporaron la potencial reducción de crawling peg. Por su parte, el BCRA sostuvo la postura compradora totalizando compras por USD 1.628 M en noviembre, y alcanzó un nuevo registro récord al redondear el saldo más elevado para el penúltimo mes del año, sólo superado por el 2019.**

- **En el plano internacional, el foco estuvo puesto en Brasil. La moneda brasileña cerró el mes en 6 reales por dólar, marcando un récord en términos nominales. La presión devaluatoria del Real presiona a la estrategia cambiaria local, con un tipo de cambio bilateral que borró la corrección realizada el 13 de diciembre, situándose en valores similares a los de diciembre de 2015 y apenas un 5% por encima del registrado a lo largo de 2001 (piso de la serie iniciada en 1997). En otro orden, en el último día hábil del mes se conocieron los resultados del MULC por octubre, útiles para comprender factores que estuvieron detrás de un mes récord de compras. Más en detalle, el agro aceleró las liquidaciones marcando un récord, al tiempo que el sector energético profundizó el superávit. Por su parte, si bien la demanda de divisas por importaciones viene normalizándose, aún se encuentran por debajo de lo estimado. Asimismo, en medio del blanqueo y las menores expectativas de devaluación, la cuenta financiera más que compensó el déficit de cuenta corriente y registró el ingreso neto más elevado de los últimos ocho años.**

- **Hacia 2025 el resultado del balance cambiario estará cruzado por el tipo de cambio. No obstante, la clave pasará por la cuenta financiera y lo que ocurra con los préstamos en dólares, ingreso de USD vía RIGI y/o un nuevo programa con el FMI que habilite la llegada de fondos frescos. No obstante, para que se produzca este fenómeno será importante mantener las expectativas de devaluación a raya y trazar un horizonte claro de salida del CEPO.**

El optimismo local prevalece sobre los desafíos globales

Noviembre se desarrolló bajo el manto de optimismo que vivenció la economía desde finales de septiembre. Reflejando este hecho, la **brecha cambiaria** siguió tocando nuevos mínimos, promediando el 9% en la última

jornada del mes. Al mismo tiempo, los contratos de dólar futuro incorporaron la potencial reducción de crawling peg mencionada por el presidente en X (ex Twitter), con un deslizamiento cambiario implícito del 2,1% hacia el primer trimestre de 2025 y 1,7% hacia adelante, contrastando con el 2,7% y 2,2% del mes previo, respectivamente.

Por su parte, el **BCRA sostuvo la postura compradora**. En detalle, la autoridad monetaria totalizó compras por USD 1.628 M en noviembre, y alcanzó un nuevo registro récord al redondear el saldo más elevado para el penúltimo mes del año, sólo superado por el 2019.

En el plano internacional, el foco estuvo puesto en **Brasil**. La moneda brasileña cerró el mes en 6 reales por dólar, marcando un récord en términos nominales. Detrás de ello, a la persistencia devaluatoria que experimentaron las economías emergentes tras el triunfo de Trump, se le adicionaron nuevas presiones de origen local. La exposición del plan fiscal por parte del Ministro de Economía, Fernando Haddad, fue recibida con escepticismo por parte del mercado que esperaba una contención del déficit fiscal más agresiva.

La presión devaluatoria del Real presiona a la **estrategia cambiaria local**. El escenario se compone de un deslizamiento cambiario del 2% mensual (y con vistas a reducirse) y una moneda de nuestro principal socio comercial tocando máximos históricos, lo que se traduce en un tipo de cambio bilateral tendiendo a mínimos históricos. En números, el tipo de cambio borró la corrección realizada el 13 de diciembre, situándose en valores similares a los de diciembre de 2015 y apenas un 5% por encima del registrado a lo largo de 2001 (piso de la serie iniciada en 1997).

Respecto al plano doméstico, dos fueron las novedades en materia cambiaria. Por un lado, el BCRA, mediante comunicación "A" 8137, introdujo una serie de modificaciones al **aumentar el plazo de ingreso y liquidación de divisas** para las exportaciones de una serie de bienes. Por el otro, se produjo la eliminación del **pago a cuenta del Impuesto PAIS** (95%) en los despachos de importación, dado que el acceso al MULC es a los 30 días y la fecha de vigencia del impuesto vence el 22/12 inclusive. En este sentido, la medida apunta a la confirmación de la eliminación del tributo, tal como se habían comprometido las autoridades económicas.

La reducción contribuye en la estrategia cambiaria mediante dos vías: **1)** Busca incentivar el acceso al MULC, atrayendo una demanda de divisas que se vuelca a los mercados paralelos, restando por tanto presiones a la brecha cambiaria; y **2)** Siguiendo con la brecha, reduce un escalón para los dólares paralelos.

Continuando con el plano cambiario, en el último día hábil de noviembre se conocieron los resultados del MULC por octubre, útil para comprender los factores que estuvieron detrás de un mes récord de compras. En detalle, si bien la Cuenta Corriente arrojó un déficit de USD 150 M, cortó con el deterioro que venía presentando desde junio.

Detrás de ello, varios son los factores que ayudan a explicar estos resultados. Por un lado, el **sector agropecuario aceleró las liquidaciones y marcó un récord**, totalizando un total de USD 2.617 M, una de las cifras más elevadas que se tenga registro al evaluarla en términos corrientes y sin computar lo volcado al mercado financiero. De esta forma, el resultado neto por cuenta corriente del sector arrojó un total de USD 2.090 M, siendo el principal oferente neto de divisas de la economía local.

Por el otro, la balanza energética **profundizó el superávit comercial** al marcar USD 197 M, arrojando un superávit de cuenta corriente por USD 58 M en el mes. Asimismo, destacó un fuerte repunte de los **préstamos financieros** dirigidos al sector, los cuales sumaron un ingreso neto de divisas de USD 558 M, situándose en el valor más alto desde julio del 2017. Como resultado, el saldo neto de divisas energético fue de USD 639 M.

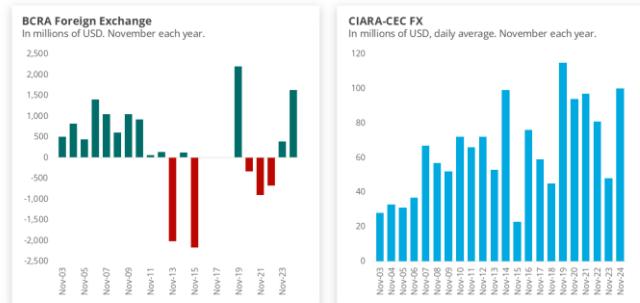
Asimismo, la **demanda de divisas sigue en stand by**. Durante el mes, el pago de importaciones trepó a USD 5.700 M, representando el 93% del valor FOB de las compras externas durante octubre. En este sentido, si bien el pago de importaciones viene sufriendo una paulatina normalización, la demanda de divisas se encuentra por debajo de lo estimado según el cronograma teórico de acceso que, luego de las sucesivas reducciones de plazos de acceso al MULC que se han ido instrumentando, debería encontrarse por encima del 100%. Detrás de este fenómeno, la calma de los dólares paralelos y la ganancia de credibilidad del sostenimiento crawling peg al 2% tornó nuevamente rentable el carry en USD, lo que explicaría que los importadores suavizaron un a priori explosivo cronograma de pagos en el MULC.

En este marco, el ingreso neto proveniente de la **cuenta financiera** fue de USD 1.031, más que compensando el déficit de cuenta corriente y alcanzando el **registro más elevado en casi ocho años**. Las financiaciones locales volvieron a crecer durante octubre, con el sector agropecuario siendo uno de los destinos principales. Asimismo, los préstamos netos del exterior alcanzaron los USD 660 M, explicados en especial por aquellos dirigidos al sector energético (como mencionamos más arriba), y alcanzaron el nivel más elevado desde mediados de 2018.

Detrás de este fenómeno, 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 largamente 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 en octubre se emitieron ONs por más de USD 2.500 M, explicando en tan sólo un mes casi la mitad de lo colocado durante el bienio 2016-17. De esta forma, con tan sólo diez meses, el presente año ya es el de mayor colocación que se tenga registro para la serie iniciada en 2015.

AN UNUSUAL NOVEMBER FOR THE MULC

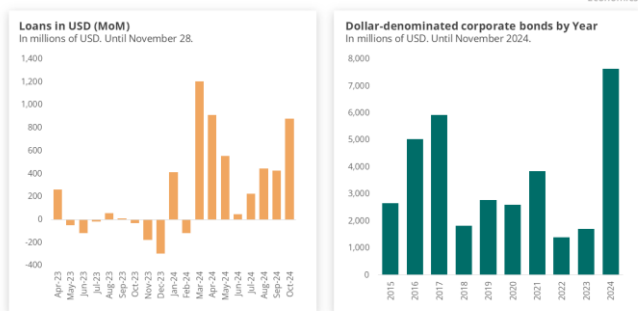
ECOLATINA
Economics

Source: Ecolatina based on BCRA and CIARA-CEC.

Con todo, hacia 2025 el resultado del balance cambiario **estará cruzado por el tipo de cambio**. En el marco de la devaluación experimentada por nuestro principal socio comercial, la reducción del Impuesto PAIS y la potencial baja del crawling peg, el nivel de tipo de cambio real resultante ensanchará el rojo en servicios (especialmente por turismo) y tornará más atractiva las importaciones de bienes. Para contrarrestar este efecto, existe la posibilidad de eliminar o reducir el dólar blend, lo que ayudaría a dotar de mayor oferta al MULC y permitiría engrosar las reservas al BCRA (aunque achicaría la oferta de USD al CCL).

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

FINANCIAL SUPPLY INCREASES IN THE MULC

ECOLATINA
Economics

Source: Ecolatina based on BCRA and CNV.

Con todo, algunos de los factores mencionados continuaron siendo relevantes en noviembre. Puntualmente, con la brecha cambiaria colapsando y las expectativas de devaluación contenidas, el robustecimiento del carry en USD mantuvo una **demanda de divisas** contenida a pesar del explosivo cronograma teórico de pagos.

Más importante aún, fue la **sostenida liquidación del agro** a pesar de ser un mes estacionalmente negativo. Durante noviembre, el complejo totalizó un ingreso de divisas cercano a los USD 2.000 M, siendo incluso mayor a la liquidación de junio, momento típico de mayores ingresos. Como resultado, la industria agropecuaria liquidó un promedio diario de USD 100 M, el ingreso más elevado para el penúltimo mes del año que se tenga registro para la serie iniciada en 2002 (sólo por detrás de 2019) al medirla a precios corrientes y sin computar lo volcado a los mercados financieros.

Asimismo, luego de una breve moderación, los **préstamos en USD** aceleraron la tendencia alcista desde la segunda semana de noviembre, creciendo un total de USD 778 M, lo que sitúa al stock en USD 9.188 M (28/11 último dato disponible). Para dimensionar, el crecimiento durante los primeros 18 días de los créditos en moneda dura fue de USD 358 M en septiembre y USD 731 M en octubre, señalando la tendencia creciente que vienen tomando los créditos en moneda extranjera.

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	-2,6	-1,6	-3,2	4,5
Total Consumption	YoY %	II Q 24	-9,2	III Q 24	-6,2	1,1	-6,1	4,1
Total Investment	YoY %	II Q 24	-29,4	III Q 24	-10,5	-2,0	-17,3	11,0
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	oct.-24	2,7	nov.-24	2,8	211,4	118,1	27,5
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	nov.-24	1002	dic.-24	1022,2	636,5	1022,2	1193,4
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	nov.-24	1,18	dic.-24	1,17	1,8	1,17	1,12
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	oct.-24	13,7	nov.-24	15,3	16,9	17,0	16,8
Primary Expenditures	% GDP	oct.-24	11,9	nov.-24	13,3	19,6	15,4	15,2
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	oct.-24	1,8	nov.-24	2,0	-2,7	1,6	1,6
Foreign Sector								
Exports	USD BN	oct.-24	7,0	nov.-24	6,7	67	78	81
Imports	USD BN	oct.-24	6,1	nov.-24	6,1	74	61	69
Trade Balance	USD BN	oct.-24	0,9	nov.-24	0,6	-7	17	12
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	II Q 24	2,8	III Q 24	2,79	-21	3.497	-9.963
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	nov.-24	35,0	dic.-24	35,0	100,0	35,0	18,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	nov.-24	36,0	dic.-24	35,6	109,9	35,6	18,1

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources