



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

10/2024

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: Las dos caras de la moneda

En las últimas semanas el Gobierno logró **sostener el veranito financiero-cambiario** traccionado principalmente por éxito del blanqueo y un contexto internacional que se tornó más favorable. Concretamente, la brecha cambiaria se redujo para estabilizarse nuevamente en mínimos desde mediados de mayo, el BCRA logró sostener un saldo relativamente neutro en el MULC luego de la reducción del Impuesto PAIS, el Riesgo País logró romper el piso de los 1.500 puntos básicos (disminuyó hacia la zona de los 1.300 p.b.) y los depósitos privados en USD mostraron un alza considerable mostrando una tendencia que podría dejarlos en máximos al terminar el blanqueo. Dada esta dinámica, resulta entendible la decisión de las autoridades de **extender la primera etapa del blanqueo** en la búsqueda de prolongar los beneficios que trae aparejados para el esquema actual.

Ahora bien, no todo es color de rosas: la otra cara de la moneda del programa económico fue un **mercado deterioro en la economía real** que se exhibió en las últimas semanas con la publicación de los principales indicadores socioeconómicos referentes al primer semestre del año. En primer lugar, la pobreza y la indigencia alcanzaron máximos de los últimos 20 años, aunque ciertas estimaciones arrojan que los picos ya se habrían superado en el primer trimestre para iniciar una tendencia a la baja en el segundo trimestre. En segunda instancia, el desempleo se sostuvo durante el segundo trimestre en los niveles más altos desde la salida de la pandemia, pero permanece en niveles relativamente bajos al compararlo con otros periodos recesivos. Por ende, la particularidad de los últimos años es que el ajuste en el mercado laboral se habría dado más en precios (caída del salario real) que en cantidades (despidos).

En la misma línea, la actividad económica continuó cayendo en el segundo trimestre del año. Si bien el EMAE (Estimador Mensual de Actividad Económica, anticipa la dinámica del PIB) habría mostrado un marcado rebote mensual en julio, los indicadores adelantados de actividad muestran señales mixtas para agosto. En tal sentido, el panorama socioeconómico hacia adelante lejos está de mostrar una rápida recomposición a los niveles previos. De hecho, en caso de alcanzar una eventual recuperación sostenida de la economía real, lo más probables es que el camino a transitar sea **lento y con resultados heterogéneos** para los distintos sectores de la economía.

Justamente, unas de las claves para transitar un escenario de recuperación virtuosa sería lograr una **reducción**

PARA MÁS INFORMACIÓN:

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

de la inflación sostenible en el tiempo. No obstante, si bien la lucha contra la inflación se transformó en la principal bandera política del oficialismo (dado que es el sostén de la imagen del Gobierno), la dinámica inercial de los precios ha evidenciado **cierta resistencia a la baja** en los últimos meses (principalmente en servicios), aunque podría perforar el 4% mensual en septiembre gracias al aporte de la baja del Impuesto PAIS. Ahora bien, el panorama hacia adelante no deja de lucir complejo al considerar que cualquier reducción en la inflación que no venga acompañada por una salida del CEPO podría percibirse como transitoria ante la incertidumbre en torno a las expectativas de devaluación.

En materia cambiaria, el blanqueo y el contexto internacional (baja de tasas de la FED, impulso monetario en China luego de la moderación en su crecimiento, etc.) podrían continuar jugando a favor en el corto plazo tanto para la brecha como para los activos financieros (el flujo entrante de USD eleva su demanda local). No obstante, en octubre y noviembre será fundamental estar atentos a **lo que suceda en el MULC**: comenzarían a impactar los pagos de las importaciones postergados frente a la expectativa de la baja en el Impuesto PAIS que fue convalidada a principios de mes.

En este marco, el Poder Ejecutivo llevó al Congreso el **Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional** para el próximo año. ¿Cuál fue la novedad este año? En un intento por dar una señal de compromiso con el equilibrio fiscal, se introdujo una nueva regla que establece que desde 2025 el resultado financiero deberá ser equilibrado o superavitario. Una particularidad del Presupuesto 2025 es que tanto los Ingresos como el Gasto no sufrirían variaciones significativas (el fuerte ajuste sobre el gasto ya habría alcanzado en 2024), aunque ambos modificarían su composición: los ingresos deberían cubrir la eliminación del Impuesto PAIS y los gastos deberían compensar la suba en las prestaciones previsionales vía una reducción en los subsidios.

El Presupuesto enviado se ajusta a lo que podría esperarse de un **Gobierno que refuerza constantemente su compromiso con el equilibrio financiero** como parte de su programa económico y también como bandera política propia. Ahora bien, más allá del típico optimismo en las proyecciones macroeconómicas, las dudas principales recaen sobre la dinámica que pueden adoptar unos ingresos que a primera vista lucen algo sobrestimados frente a la necesidad de mostrar un equilibrio fiscal.

Claramente la aprobación del Presupuesto sería una noticia más que positiva para el Gobierno, no sólo porque le brinda el marco formal para ejecutar su política fiscal, sino también porque daría una señal de apoyo a la disciplina fiscal por parte del arco político. Justamente, esto último podría ser un punto clave en las **negociaciones**

con el FMI. Con respecto a las negociaciones en el Congreso, **un factor a monitorear será el apoyo popular al oficialismo**: al ser un Gobierno con poca representación en las cámaras, la opinión pública a favor es un elemento clave para impulsar leyes o frenar iniciativas legislativas. Sin embargo, en septiembre la opinión pública del Gobierno mostró por primera vez un deterioro considerable.

Político: Un nuevo desafío para Milei: actuar con algo de pérdida de apoyos a cuestas

1. *Instalada en la conversación pública la caída en su imagen, veremos cómo reacciona Milei.*

Luego de que “el sostenimiento de los apoyos” fuera la regla en los meses iniciales, arranca una nueva etapa en donde el consenso es que “cayó la imagen de Milei”. Resta saber cómo reaccionará Milei a esta novedad.

2. *El riesgo de una mayor erosión en los apoyos es la emergencia de una mayor resistencia política.*

El factor de riesgo de la salud de este gobierno es el sostenimiento de los apoyos, no sólo porque es su principal recurso político, sino porque esa señal podría permitir o incentivar una mayor resistencia política.

3. *El dilema de subordinar las necesidades de la economía a las necesidades políticas.*

Frente a esta coyuntura, resta saber si Milei se inclinará por someter las decisiones de política económica a las necesidades políticas, o si buscará sostener la política económica más allá de las necesidades políticas.

El desafío de Javier Milei de ordenar la economía antes que se le desordene la política acaba de desbloquear una **nueva etapa del proceso**: tener que seguir enfrentando el desafío económico, pero ahora con algo de deterioro en los niveles de apoyo social del Gobierno y en la imagen del Presidente.

No es un dato menor, ya que conocimos este proceso con un presidente que descansaba en que estaba haciendo el ajuste con apoyo social. Ahora **conoceremos como actúa un presidente que debe asumir que ese apoyo social empieza a menguar** y que tiene que lidiar con una opinión pública que también va a mirar lo que sucede en la escena política. Un factor no menor, ya que en definitiva cada uno de nosotros percibe y juzga lo que sucede en la sociedad también considerando lo que los demás ven que ocurre.

En teoría, podría haber **dos reacciones posibles de parte del protagonista: 1)** que Milei y su Gobierno ajusten su plan en virtud de maximizar las posibilidades de mitigar

los impactos negativos del mismo para disminuir o frenar la pérdida de apoyos o **2)** que Milei y su Gobierno no ajusten su plan en virtud de considerar que los costos a pagar en el corto plazo serán retribuidos en el mediano y largo por los propios resultados del plan.

La diferencia entre uno y otro es el cálculo que está implícito detrás de la decisión: **1)** recalibrar el plan porque el costo que tenía proyectado pagar durante la etapa de ordenamiento de la economía con la novedad del desgaste necesita ser minimizado, ya que la ecuación de costo beneficio no es sustentable políticamente; **2)** no recalibrar el plan porque el costo que estoy pagando, y que explica el desgaste, ya lo tenía calculado y sigue siendo un plan que contiene una ecuación de costo beneficio que lo hace sustentable políticamente.

En ambos casos, **se evalúa la sustentabilidad política del plan**, que no es otra cosa que tener contemplado que la paciencia social debería ser superior al padecimiento social para permitir llegar al momento de recoger los beneficios de las acciones desarrolladas por el plan.

Ese cálculo implícito en las decisiones que tome el gobierno debe contemplar la aparición de un mayor malestar social que al comienzo puede ir alimentando la resistencia política (como factor de riesgo) y ello obstaculizar la acción de gobierno. Si hay más malhumor social, ello podría incentivar a la oposición a ejercer una mayor resistencia política y ello perjudicar los objetivos del plan. Con lo cual no es sólo la paciencia social, sino **cuánto del deterioro de esa paciencia social alimenta una mayor resistencia política** que, a su vez, minimice las probabilidades de éxito del plan.

Es cierto que, si se considera que la merma en los niveles de apoyo (que vale la pena aclarar todavía no son críticos) puede empezar a complicar la acción de gobierno, gana sentido la idea de recalibrar las decisiones de política económica en función de las necesidades políticas. Porque manda aquella idea de que la mejor política económica es la que es políticamente implementable y socialmente tolerable.

Uno puede ajustar hasta donde el cuerpo social permita ajustar. Pero lo peligroso de ese razonamiento es pensar cómo afecta la recalibración de las decisiones de política económica en la probabilidad de éxito del programa o en las expectativas que los agentes económicos tienen sobre esa probabilidad, que terminan condicionando la chance del programa de lograr su cometido.

¿Puede ocurrir que la ecuación no ofrezca solución posible? Algo así como que el programa se vuelve intolerable socialmente y, paradójicamente, ello atente contra la probabilidad de éxito del programa. Sí, y es el temor que tuvo Tito Livio en tiempos de decadencia de la sociedad romana, cuando se preguntaba si Roma no había llegado

al punto en el que ya no toleraba más sus vicios, pero tampoco los remedios que de ellos la curarían.

En definitiva, es la pregunta central que nos venimos haciendo desde un comienzo. Si es posible en la Argentina ordenar la economía antes que se desordene la política. Si es posible aplicar los tratamientos que se requieren aplicar para tratar este tipo de patologías, y el cuerpo social los tolera. Porque si no es así, el proceso de cura del paciente podría implicar que el tratamiento se consuma la tarea de varios equipos médicos, debido a que no hubo forma que uno solo asuma todos los costos necesarios que había que asumir antes de curar definitivamente al paciente.

ACTIVIDAD

Piso de la actividad en el segundo trimestre y rebote en julio

- **El Producto Interno Bruto (PIB) cayó un 1,7% en el segundo trimestre del año respecto al trimestre previo, según su medición desestacionalizada. Además, la serie original cayó un 1,7% interanual y acumula una baja de 3,4% en el primer semestre del año.**

- **En julio, el Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) creció 1,7% mensual desestacionalizado, y acumula una contracción de 0,6% en lo que va del año. De este modo, alcanzó niveles comparables con enero de 2024, previo al piso de la recesión.**

- **Pese a que al EMAE de julio registró un cambio en la tendencia negativa, este repunte todavía no lleva a la economía a niveles previos a la recesión. En este sentido, no sólo las señales de recuperación muestran un desempeño heterogéneo e irregular por parte de los distintos sectores, sino que, además, se debilita en agosto. Por lo tanto, este incipiente rebote de la actividad en el tercer trimestre no implica necesariamente que haya comenzado una fase de recuperación de la actividad, sino que el repunte será más lento de lo esperado por el gobierno.**

Tercera caída consecutiva del PIB en el 2T

El Producto Interno Bruto (PIB) cayó un 1,7% en el segundo trimestre del año respecto al trimestre previo, según su medición desestacionalizada. Además, la serie original cayó un 1,7% interanual. De este modo, acumula una baja de 3,4% en el primer semestre del año y suma tres trimestres consecutivos en rojo.

Por el lado de la demanda, solamente se registró un incremento trimestral desestacionalizado en las Exportaciones (+3,9%), impulsado por la recuperación

del sector agropecuario que venía de una de las peores campañas de su historia, en conjunto con mayores exportaciones por parte del sector energético.

La Inversión bajó 9,1% trimestral. Al interior, el descenso -que alcanza el 29,4% interanual-, se explica por la caída de 30,7% de la inversión en construcciones, la disminución de 30,2% en maquinaria y equipo y la caída de 39,6% en equipo de transporte. La caída está principalmente explicada por el desplome de la Construcción (-22,1% i.a.).

En cuanto al Consumo, el privado descendió 4,1% y el Consumo Público cayó 1,1%. De agrupar la inversión con el Consumo Público y Privado podemos obtener la demanda interna, que acumula tres trimestres de caídas, y alcanza -13,1% interanual en el segundo trimestre del año. Este resultado se explica por un contexto de **fuerte deterioro de la demanda interna** producto de la caída de los ingresos reales (por el lado de los ingresos por una caída del salario real producto de la inflación, con paritarias que no compensaron el deterioro; y por el lado de los gastos, por actualizaciones en tarifas de servicios públicos que se profundizaron en junio). Por último, las importaciones, que tienen un componente usualmente procíclico (es decir, varían en igual sentido pero mayor cuantía que la actividad total) cayeron 5,5% interanual.

Rebote de la actividad en julio

El **Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE, anticipa el PIB), creció 1,7% mensual desestacionalizado** en julio y acumula una contracción de 0,6% en lo que va del año. De este modo, alcanzó niveles similares con enero de 2024, previo al piso de la recesión. Observando el consumo, estimamos que la caída alcanzó 8% i.a. durante el séptimo mes del año, mostrándose en rojo por octavo mes consecutivo. Este resultado se explica por un contexto de fuerte deterioro de la demanda interna producto de la caída de los ingresos reales a lo largo del último año.

del resto de la actividad: de excluir al sector agropecuario, que subió 46,1% interanual en el acumulado del año, la caída del EMAE hubiera sido del 3%. Por otro lado, la caída de la actividad es menor en los Servicios (-2,3% i.a.) que en los Bienes (excluyendo el agro), que cae 4,6% i.a.

De las quince ramas de la actividad, diez se mantienen con caídas interanuales, mostrando lo generalizado de la recesión. En particular, las ramas vinculadas a la demanda interna todavía no se recuperan, destacándose la Construcción (-14,8% interanual), la industria manufacturera (-5,6%) y el Comercio (-5,3%).

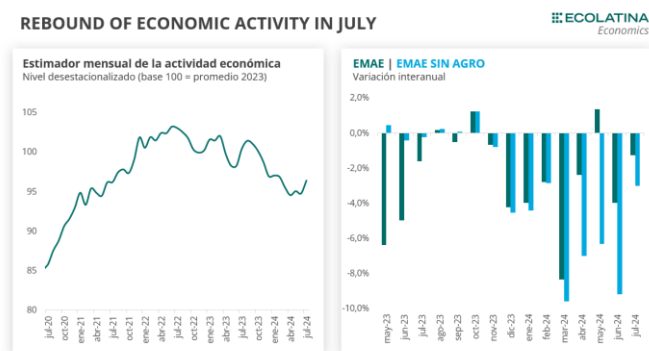
Más allá de las caídas interanuales, es importante destacar una moderación del rojo en comparación al mes previo: por caso, según nuestra medición desestacionalizada, tanto la industria manufacturera como la construcción y el comercio mostraron avances mensuales respecto a junio.

¿Recuperación en el tercer trimestre?

Pese a que al EMAE de julio registró un cambio en la tendencia negativa, este repunte todavía no lleva a la economía a niveles previos a la recesión. En este sentido, no sólo las **señales de recuperación muestran un desempeño heterogéneo e irregular** por parte de los distintos sectores, sino que, además, se debilita en agosto.

En el octavo mes del año, de los indicadores que habían rebotado con fuerza en julio, algunos **mantuvieron la tendencia, pero de manera más débil**, como los vinculados a la industria y al comercio minorista. Por el contrario, otros, asociados a la construcción (índice construya, despachos de cemento), volvieron a caer. Por su parte, las importaciones volvieron a caer en agosto (las cantidades importadas cayeron 10,1% mensual desestacionalizado).

Este contexto se da sobre una importante mejora de los ingresos reales en los últimos meses que, si bien aún no es suficiente para volver a niveles previos al shock inflacionario del año pasado, potenciará el consumo de lo que queda del año. Por lo tanto, este incipiente rebote de la actividad en el tercer trimestre no implica necesariamente que haya comenzado una fase de recuperación de la actividad, sino que **el repunte será más lento de lo esperado por el gobierno**, más a tono con la recesión actual (si consideramos el segundo semestre del año pasado), que es la más profunda de la historia reciente.



Cabe destacar que, contrario a lo sucedido el año pasado, **el sector primario viene amortiguando la caída**

ECONOMIC ACTIVITY MONITOR |

IECOLATINA
Economics

Activity (General Level)	sep-23	oct-23	nov-23	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24	ago-24
Activity without agriculture	0.1%	1.2%	-0.8%	-0.5%	-4.1%	-2.8%	-1.5%	-0.9%	-0.5%	-0.3%	-2.4%
Activity (Total)	0.8%	1.4%	-0.6%	-0.4%	-3.8%	-2.5%	-1.2%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	-1.1%
Agriculture											
Bovine meat	-11.6%	-8.2%	-12.9%	-12.0%	11.0%	5.0%	31.7%	30.9%	13.6%	10.3%	15.4%
Soybean grinding	5.9%	2.8%	6.6%	0.0%	2.6%	3.9%	-4.6%	-0.8%	3.1%	-10.7%	7.5%
Wheat milling	-1.2%	4.9%	5.1%	-12.0%	2.0%	4.4%	-18.7%	-17.2%	-6.1%	-23.1%	-3.0%
Manufacturing											
Manufacturing index	-3.2%	-0.8%	-4.0%	-12.0%	-12.3%	-9.8%	-21.4%	-18.0%	-15.0%	-10.2%	-5.4%
Automobile production	8.7%	-0.9%	6.0%	-0.4%	-16.7%	-11.0%	-21.4%	-21.0%	-21.0%	-40.2%	-9.8%
Steel production	-6.8%	1.0%	-10.0%	-20.0%	-7.8%	-10.0%	-41.0%	-36.0%	-29.0%	-30.0%	-19.0%
Construction											
Construction index	-4.1%	1.0%	-2.1%	-12.2%	-21.2%	-24.8%	-42.2%	-37.3%	-32.8%	-30.3%	-20.4%
Private construction	-10.0%	4.0%	-8.0%	-17.0%	-28.0%	-23.0%	-40.0%	-32.0%	-29.0%	-22.0%	-22.1%
General	-7.8%	-0.9%	-11.0%	-13.0%	-20.0%	-21.8%	-41.3%	-36.5%	-32.2%	-30.6%	-19.5%
Retail											
Consumption credit	-12.2%	-17.8%	-15.0%	-16.0%	-18.8%	-19.1%	-40.3%	-40.0%	-38.0%	-31.4%	-23.6%
Mass Consumption index (Nielsen)	-10.0%	-10.0%	-2.4%	-6.7%	-13.0%	-18.0%	-18.0%	-18.0%	-18.0%	-15.0%	-10.0%
Consumer confidence index	-16.7%	-26.0%	-16.3%	-10.0%	-7.0%	-0.4%	-4.0%	0.0%	0.0%	-10.0%	-10.0%
Retail sales	-5.1%	-2.1%	-2.9%	-13.7%	-20.0%	-23.9%	-12.0%	-13%	-13%	-21.0%	-15.0%
Automobiles patterning	-1.4%	10.0%	9.0%	-4.4%	-10.0%	-14.7%	-19.0%	-10%	-10.0%	-10.0%	-2.0%
Motorcycle patterning	9.1%	-4.1%	2.2%	16.7%	-18.1%	-11.7%	-43.3%	-38%	-22%	-17%	6.6%
Used cars sales	5.0%	10.0%	4.0%	5.1%	-12.7%	-8.0%	-27.0%	4.7%	6.2%	-16%	10.0%

Source: Bofalino based on multiple sources

Más allá de ello, estimamos que los sectores asociados a la **energía, la minería y el agro** mantendrán el crecimiento y traccionarán las exportaciones. En contraposición, las importaciones, que tienen un componente usualmente procíclico (es decir, varían en igual sentido pero mayor cuantía que la actividad total), colaborarán con un abultado superávit comercial, manteniéndose en rojo dada la caída de la demanda interna.

En cuanto al **consumo privado** (representa hasta un 70% del total del PIB), no pareciera haber muchos drivers que puedan jugarle a favor, dado que para superar la recesión se necesita una recuperación del salario real y el ingreso disponible (que tuvieron un fuerte golpe a inicios del mandato, del que les está costando tiempo recuperarse). A su vez, una expansión del consumo público luce improbable, teniendo en cuenta el objetivo de consolidación fiscal del Gobierno.

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

En resumen, los datos muestran que más allá de haber pasado el piso en el nivel de la actividad, la recuperación viene siendo **muy heterogénea, más lenta de lo esperado y con un patrón bastante irregular**.

Precios

La inflación se aceleró marginalmente en agosto

- El IPC Nacional elaborado por el INDEC mostró una suba mensual del 4,2% en agosto, mostrando una aceleración de 0,2 puntos porcentuales con respecto al dato de julio y ubicándose por segundo mes consecutivo por encima de las expectativas del mercado (3,9% según la mediana del REM). En cuanto a las categorías, se destaca la aceleración de la inflación núcleo: alcanzó el 4,1% mensual luego de un 3,8% en julio y un 3,7% tanto en mayo como en junio. Por su parte, si bien los Estacionales jugaron a favor (+1,5% mensual contra un +5,1% en julio), los Regulados impulsaron el índice al alza (+5,9% contra un 4,3% en julio).

- En septiembre, el Nivel General del IPC GBA Ecolatina registró una suba mensual de 3,8%, desacelerando 0,2 p.p. respecto al registro de agosto. De esta manera, en la comparación interanual la suba fue del 237,6% y acumula 119,7% en el año. En cuanto a las categorías, se destaca la desaceleración de 0,5 p.p. la inflación Núcleo, que alcanzó 3,1% en el mes. En tal sentido, la baja del Impuesto PAIS vigente desde el 2 de septiembre (se redujo del 17,5% al 7,5% para las importaciones de bienes y fletes) tuvo finalmente un impacto acotado, aunque ayudó a romper el piso inercial del 4%.

- Dado que el Gobierno actual tiene como principal bandera la reducción sostenida de la inflación, esta resistencia a la baja (incluso con leves repuntes) complejizan el panorama hacia adelante, no sólo desde una perspectiva económica, sino también política. Si bien hasta el momento la caída de la demanda doméstica y el sostenimiento del crawling peg al 2% mensual fueron las principales anclas inflacionarias, en los próximos meses aparecen dudas en torno a su sostenibilidad.

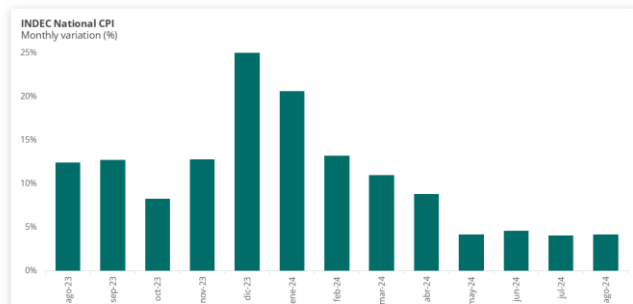
Se aceleró en el margen la inflación mensual

El IPC Nacional elaborado por el INDEC mostró una **suba mensual del 4,2% en agosto**, mostrando una aceleración de 0,2 puntos porcentuales con respecto al dato de julio y ubicándose por segundo mes consecutivo por encima de las expectativas del mercado (3,9% según la mediana del REM). Con este dato, el IPC Nacional acumula una suba del 94,8% lo que va del año y un incremento interanual del 236,7% (-26,7 p.p.).

En cuanto a las categorías, se destaca la aceleración de la **inflación núcleo** (que mide la tendencia de los precios

al excluir estacionales y regulados): alcanzó el 4,1% mensual luego de un 3,8% en julio y un 3,7% tanto en mayo como en junio. Por su parte, si bien los **Estacionales** jugaron a favor (+1,5% mensual contra un +5,1% en julio), los **Regulados** impulsaron el índice al alza (+5,9% contra un 4,3% en julio).

PRICE EVOLUTION MARGINALLY ACCELERATING

ECOLATINA
Economics

En otro orden, las **canastas que determinan la línea de pobreza e indigencia también se aceleraron** en agosto. La Canasta Básica Alimentaria (CBA) creció un 3,9% mensual, acelerándose 0,8 puntos porcentuales con respecto a julio. Del mismo modo, la Canasta Básicas Total (CBT) se incrementó un 4,4% en el octavo mes del año, 1,3 puntos porcentuales por encima de la variación mensual de julio (3,1%).

La baja del Impuesto PAIS ayudó a romper el 4%

En septiembre, el Nivel General del **IPC GBA Ecolatina registró una suba mensual de 3,8%**, desacelerando 0,2 p.p. respecto al registro de agosto. De esta manera, en la comparación interanual la suba fue del 237,6% y acumula 119,7% en el año.

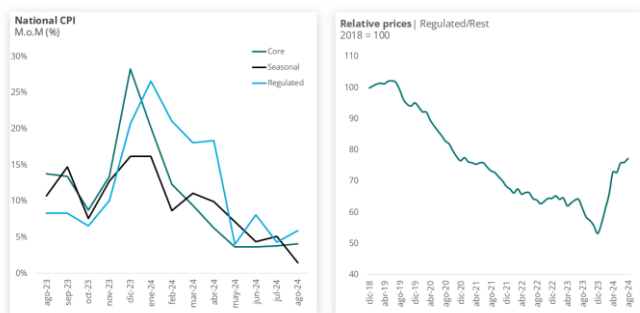
En cuanto a las categorías, se destaca la **desaceleración de 0,5 p.p. la inflación Núcleo**, que alcanzó 3,1% en el mes. Los precios Estacionales aumentaron 5,2% en el noveno mes del año debido a turismo e indumentaria y los Regulados subieron 5,0% por aumentos en transporte público (arrastre del aumento en colectivos a mediados de agosto y un nuevo aumento en el boleto de tren) prepagas, educación y tarifas de electricidad y agua. Vale aclarar que sin considerar los aumentos de transporte del GBA, el índice hubiera registrado una variación de 3,6%.

Cabe destacar que, la **baja del Impuesto PAIS** vigente desde el 2 de septiembre (se redujo del 17,5% al 7,5% para las importaciones de bienes y fletes) tuvo finalmente un impacto acotado, teniendo en cuenta que los bienes de la canasta del IPC atravesados por la reducción del arancel no superan el 10%. Sin embargo, ayudó a romper el piso inercial del 4%.

¿Qué esperamos hacia adelante?

Dado que el Gobierno actual tiene como **principal bandera la reducción sostenida de la inflación**, una resistencia a la baja complejiza el panorama hacia adelante, no sólo desde una perspectiva económica, sino también

THE ADJUSTMENT OF RELATIVE PRICES CONTINUES

ECOLATINA
Economics

Con respecto a los Regulados, estuvieron impulsados por los aumentos en tarifas de servicios públicos, prepagas, telefonía y educación. De hecho, **Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles** mostró una suba mensual del 7,1% a nivel nacional, siendo la división con mayor aumento. Sólo este capítulo explicó 0,7 p.p. del nivel general.

Por su parte, los **Alimentos y bebidas** (+3,6%) aceleraron por segundo mes consecutivo. Pese a la aceleración, el capítulo fue importante para el registro del nivel general: de excluirlo, la inflación hubiera sido del 4,4%.

A su interior, se destaca el despertar en los precios de algunos productos frescos, que venían contribuyendo a la desaceleración de los alimentos y bebidas. Por caso, las carnes subieron 4,2% (el mayor registro desde abril) y los lácteos 4,1%. Por el contrario, las verduras desaceleraron al 3,4% (-2,7 p.p.), aunque sólo en lo que va del año tuvieron un aumento del 154,7%, casi 60 puntos porcentuales por encima del Nivel General.

En esta misma línea, por séptimo mes consecutivo los precios de los **Bienes** (+3,2% mensual) se movieron a una velocidad considerablemente menor a la de los **Servicios** (+6,5%). 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, vigente durante casi todo el año.

política. En tal sentido, no esperamos grandes actualizaciones tarifarias en el corto plazo que compliquen aún más el objetivo desinflacionario.

Si bien hasta el momento la **caída de la demanda doméstica y el sostenimiento del *crawling peg*** al 2% mensual fueron las principales anclas inflacionarias, en los próximos meses aparecen dudas en torno a su sostenibilidad. En cuanto a la demanda, los indicadores adelantados de actividad mostraron un repunte para julio (aún no tan claro en agosto), lo cual invita a pensar si la eventual recuperación del consumo dotará o no de mayor margen a los empresarios para traspasar el incremento de costos (asociados no sólo a salarios, sino también a subas en tarifas) a precios. En otras palabras, la dinámica de la inercia en los precios se hace cada vez más presente en el IPC con el correr de los meses.

Con respecto al frente cambiario, una moderación de la inflación no podrá percibirse como sostenible en el tiempo hasta que el Gobierno no resuelva **el problema pendiente con el cepo cambiario**. Cualquier eventual corrección cambiaria implicaría un reacomodamiento en los precios que aceleraría la inflación -aunque lejos de los niveles de comienzos de año-. Caso contrario, si el gobierno decide sostener el cepo -con un *crawling peg* de 2%- o salir gracias a una eventual convergencia de las cotizaciones paralelas con el dólar oficial, la inflación podría retomar el sendero bajista. Sin embargo, las condiciones macroeconómicas vigentes hacen que esta decisión incurra en ciertos riesgos, principalmente en el frente externo.

POLÍTICA FISCAL

Volvió el superávit financiero en agosto

- **El Sector Público Nacional No Financiero registró en agosto el octavo mes consecutivo con superávit primario y retomó el sendero del superávit financiero luego del déficit de julio.** En números, las cuentas públicas registraron un superávit primario de \$0,90 billones y, con un pago de intereses que se ubicó en línea (\$0,90 billones), el resultado financiero fue superavitario por \$3.531 millones. De esta manera, el sector público acumula en lo que va del año un superávit primario del 1,5% del PIB y un superávit financiero del 0,3% del PIB.

- **¿Qué explicó el resultado fiscal de agosto?** En sintonía con la dinámica observada en los meses previos, continuó el recorte real sobre el gasto (-24% i.a) en mayor proporción a la caída de los ingresos. Si bien los recursos profundizaron su caída real interanual, dicho efecto se explicaría principalmente por una mayor base de comparación en agosto del 2023

(devaluación y ampliación del Impuesto PAIS). No obstante, en la recaudación del Impuesto PAIS jugó en contra la postergación de importaciones ante la expectativa de una reducción de su alícuota.

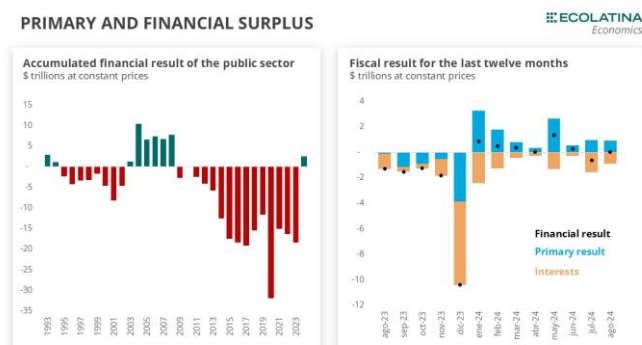
- **El contundente resultado financiero obtenido en los primeros ocho meses afianzó la estrategia del Gobierno y allanó el camino para cumplir con el compromiso fiscal asumido. De cara a lo que queda del año, comenzaremos a observar el impacto de la Ley Bases y el Paquete Fiscal en la recaudación. De hecho, el blanqueo y la moratoria sostuvieron la recaudación en septiembre al más que compensar la caída en el Impuesto PAIS. Por su parte, el Proyecto de Presupuesto presentado se ajusta a lo que podría esperarse de un Gobierno que refuerza constantemente su compromiso con el equilibrio financiero. Claramente, la aprobación del Presupuesto sería una noticia más que positiva para el Gobierno, no sólo porque le brinda el marco formal para ejecutar su política fiscal, sino también porque daría una señal de apoyo a la disciplina fiscal por parte del arco político.**

¿Cómo le fue al fisco en agosto?

El **Sector Público Nacional No Financiero** registró en agosto el octavo mes consecutivo con superávit primario y retomó el sendero del superávit financiero luego del déficit de julio. En números, las cuentas públicas registraron un superávit primario de \$0,90 billones y, con un pago de intereses que se ubicó en línea (\$0,90 billones), el resultado financiero fue superavitario por \$3.531 millones.

- **¿Qué explicó el resultado fiscal de agosto?** En sintonía con la dinámica observada en los meses previos, continuó el recorte real sobre el gasto (-24% i.a) en mayor proporción a la caída de los ingresos. Si bien los recursos profundizaron su caída real interanual, dicho efecto se explicaría principalmente por una mayor base de comparación en agosto del 2023 (devaluación y ampliación del Impuesto PAIS). No obstante, en la recaudación del Impuesto PAIS jugó en contra la postergación de importaciones ante la expectativa de una reducción de su alícuota.

Con todo, el sector público acumula en lo que va del año un superávit primario del 1,5% del PIB y un superávit financiero del 0,3% del PIB. En resumen, los primeros ocho meses del año estuvieron caracterizados por un marcado **recorte sobre el gasto público** (-30% i.a) y **una caída sostenida en los ingresos** (-6%), principalmente en los vinculados al nivel de actividad. En este marco, jugaron a favor el aporte extraordinario del impuesto a las Ganancias en mayo, los recursos provenientes del comercio exterior y principalmente lo aportado por el **impuesto PAIS**. De hecho, de no ser por su aporte el Gobierno habría mostrado déficit financiero en el acumulado.



Un zoom al interior de las cuentas públicas

En cuanto a los recursos, más allá de la profundización en la caída real interanual que se explica por la mayor base de comparación en agosto, la mayor parte de los ingresos mostró niveles reales relativamente en línea con los meses previos. La excepción por el Impuesto PAIS, que no sólo marcó la primera caída real interanual en lo que va del año, sino que se ubicó un 13% por debajo de su promedio en los últimos meses. Claramente, la postergación de importaciones jugó en contra de su recaudación.

Por su parte, el **Gasto Primario registró una contracción real de -24% i.a** (igual que el mes anterior) producto de un recorte transversal sobre las principales partidas. De esta manera, acumula trece meses de caídas reales interanuales consecutivas.

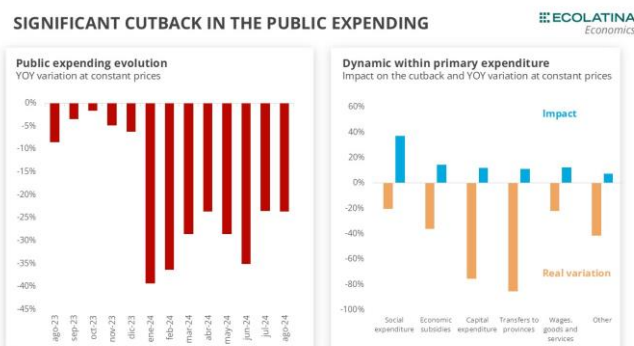
Haciendo foco, las **Prestaciones Sociales** explicaron más de un tercio de la disminución del gasto: cayendo 16% i.a real, en línea con la caída de los meses previos, pero evidenciando una dinámica heterogénea en su interior. Por un lado, las Jubilaciones y Pensiones (incluyendo Pensiones No Contributivas) experimentaron una merma de 11% i.a (en términos reales), al tiempo que las Asignaciones Familiares se redujeron un -19% i.a. real. En contraste, la AUH tuvo un crecimiento exponencial de 71% i.a (explicado en gran parte por el aumento discrecional otorgado al inicio de la gestión), mientras que las prestaciones del PAMI perdieron contra la inflación un 20% i.a.

Por otro lado, los **Subsidios Económicos** cayeron en términos reales un 13% con respecto a agosto 2023, imitando la caída de los meses previos, pero explicando menos de una décima parte de la contracción del gasto. A su interior, los subsidios energéticos mostraron una dinámica similar, mientras que los subsidios al transporte crecieron 20% en términos reales.

Los **Gastos de Capital** continuaron mostrando una marcada caída real (-72% i.a.) y explicaron más de un cuarto del recorte ejecutado, ganando terreno en el ajuste con

el correr de los meses. No obstante, la novedad vino por las **Transferencias Corrientes a Provincias**: si bien cayeron un 41% i.a. en términos reales, mostraron una moderación con respecto a los meses previos donde el recorte real superaba el 70% i.a.

Con respecto al resto de las partidas, las **Transferencias a Universidades** tuvieron un juste real del 31% i.a., y los **Gastos en Funcionamiento** (donde se incluyen salarios públicos) cayeron 23% i.a, al igual que en julio. De este modo, ambas partidas anotaron el octavo mes consecutivo en baja.



¿Qué esperamos hacia adelante?

Desde el inicio de la gestión, el Poder Ejecutivo enfatizó la necesidad del ordenamiento de las cuentas públicas y estableció el **ancla fiscal** como *driver* y pilar de la política económica. Por ende, el contundente resultado financiero obtenido en los primeros ocho meses afianzó la estrategia del Gobierno y allanó el camino para cumplir con el **compromiso fiscal asumido** (superávit de 1,5% del PIB para 2024).

De cara a lo que queda del año, a partir del mes próximo, comenzaremos a observar el **impacto de la Ley Bases y el Paquete Fiscal en la recaudación** de la mano de la recomposición de la cuarta categoría de Ganancias (que derramará recursos a las cuentas provinciales ya que es un impuesto coparticipable), el blanqueo, la moratoria y el adelanto de Bienes Personales. De hecho, aquellos factores sostuvieron la recaudación en septiembre al más que compensar la caída en el Impuesto PAIS. Como consecuencia, Bienes Personales alcanzó un máximo histórico al medirlo en términos reales y los Ingresos por Seguridad Social mostraron un crecimiento real interanual por primera vez desde agosto del 2023. Si bien estos ingresos continuarían jugando a favor en los próximos meses, no hay que pasar por alto que se tratan de factores transitorios.

Por su parte, el 15 de septiembre el Poder Ejecutivo llevó al Congreso el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional para el próximo año. ¿Cuál fue la novedad este año? En

un intento por dar una señal de compromiso con el equilibrio fiscal, se introdujo una **nueva regla informal** que establece que desde 2025 el resultado financiero deberá ser equilibrado o superavitario. De esta manera, se proyecta un superávit primario de 1,5% del PIB para 2024 y del 1,3% del PIB para 2025, en ambos casos con equilibrio financiero.

Una particularidad del Presupuesto 2025 es que tanto los Ingresos Totales (16,5% del PIB) como el Gasto Primario (15,2% del PIB) no sufrirían variaciones significativas en el agregado, aunque **ambos modificarían su composición**.

En primer lugar, en el Proyecto el Gobierno ratifica que **no buscará una extensión del Impuesto PAIS** en 2025, lo cual implica que sus ingresos se reducirán en 1,1% del PIB el próximo año. No obstante, las autoridades estiman que la recomposición de Ganancias, un incremento en los Derechos de Exportación, una recuperación de las Seguridad Social y la actualización del Impuesto a los Combustibles ayudarían a compensar casi la totalidad de la caída en los recursos. Ahora bien, la magnitud de la suba en estos recursos podría considerarse optimista, aunque se encuadra en la necesidad de mostrar un equilibrio fiscal.

Entonces, el desafío de cara a 2025 consistiría en **pasar el bisturí en el gasto público**. En otras palabras, dado que el fuerte ajuste sobre el gasto ya se hizo en 2024, la dificultad será sostenerlo en un año electoral, cuando históricamente aparecen mayores presiones sobre la obra pública y las transferencias a las provincias. Como si fuera poco, el techo impuesto a las erogaciones frente a la presión al alza que ejercerán las partidas indexadas exigirá un cambio de composición en un gasto que ya no sería tan flexible como lo era en 2023. Consecuentemente, la principal vía para reducir el gasto según el Presupuesto sería el ajuste en subsidios económicos.

En conclusión, el Proyecto de Presupuesto presentado se ajusta a lo que podría esperarse de un Gobierno que **refuerza constantemente su compromiso con el equilibrio financiero** no sólo como parte de su programa económico, sino también como una bandera política propia. Claramente, la aprobación del Presupuesto sería una noticia más que positiva para el Gobierno, no sólo porque le brinda el marco formal para ejecutar su política fiscal, sino también porque daría una señal de apoyo a la disciplina fiscal por parte del arco político.

Justamente, esto último podría ser un punto clave en las **negociaciones con el FMI**. Sin embargo, una eventual no aprobación del Presupuesto tampoco le impediría al Gobierno implementar su estrategia fiscal del mismo modo que la viene implementando hasta el momento.

SECTOR EXTERNO

- **El saldo comercial fue de USD 1.963 M en agosto. De esta manera, se acumuló un superávit de USD 14.151 M hasta el octavo mes el año, marcando la cifra más elevada para un acumulado hasta agosto desde (al menos) inicios de la serie, en el año 1992.**

- **El resultado se explicó por una caída muy pronunciada de las importaciones, en línea con el deterioro de la actividad económica y la postergación de importaciones, y en menor medida por una mejora en las exportaciones, como consecuencia de la mejora tras la sequía del año pasado.**

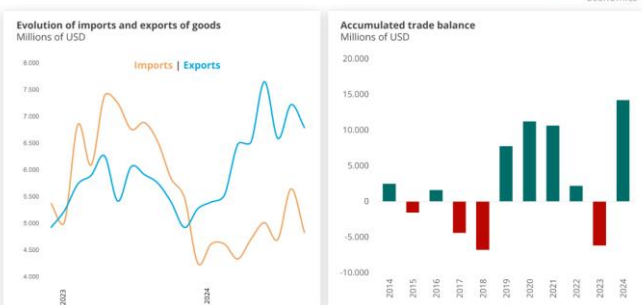
- **Con todo, estimamos que el superávit comercial podría superar los USD 17.000 M en el año. En este sentido, esta cifra sigue siendo clave para la estrategia del Gobierno, donde las compras de divisas se tradujeron en una primera instancia en acumulación de Reservas Internacionales y luego también en intervención en la brecha cambiaria para contener a los dólares paralelos y disipar las expectativas de devaluación.**

Nuevo superávit comercial en agosto, ¿hasta cuándo se mantendrá?

El saldo comercial fue de USD 1.963 M en agosto. De esta manera, se acumuló un superávit de USD 14.151 M hasta el octavo mes el año, marcando la cifra más elevada para un acumulado hasta agosto desde (al menos) inicios de la serie, en el año 1992.

Por el lado de las importaciones, se mantuvo la caída en el octavo mes del año: **las compras externas fueron de USD 4.830 M en agosto, evidenciando una caída de -29,8% i.a. respecto al mismo mes del año anterior.** Cabe destacar que la caída se aceleró más de 10 p.p. en contraste a la contracción interanual observada en julio (-16,5% i.a.), cuando se había observado cierta desaceleración en la caída de las importaciones en línea a la recuperación de la actividad económica. Ahora bien, el empeoramiento en la contracción del mes de agosto no necesariamente está vinculada con la recesión, sino que puede haber sido influenciada por la espera de la reducción de la alícuota del Impuesto PAÍS (del 17,5% al 7,5%) de inicios de septiembre. Este factor pudo haber traído cierto incentivo a la postergación de compras externas para llevarlas a cabo una vez reducida la alícuota, dado que la política había sido preanunciada.

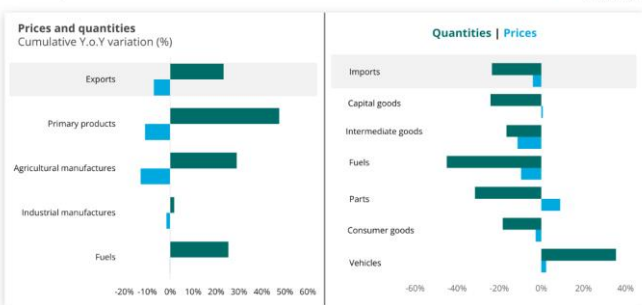
TRADE SURPLUS IN AUGUST



De esta manera, **las importaciones fueron USD 38.039 M hasta agosto**, una cifra 26,3% i.a. menor al acumulado del mismo periodo del año anterior. Dicho deterioro se explica principalmente por la caída en las cantidades (-23,5% i.a.), aunque los precios también jugaron a la baja (-4% i.a.).

Volviendo a agosto, **prácticamente todos los grandes rubros exhibieron una contracción en los valores de las compras externas**, exceptuando vehículos automotores de pasajeros. La caída más grande se observó en *Bienes de capital* (-37,6% i.a. en valores) con un saldo de USD 723 M, mientras que le siguió *Bienes intermedios* (-36,5% i.a., USD 1.697 M) y *Piezas y accesorios para bienes de capital* (-31,0% i.a., USD 1.123 M). Por su parte, los *Bienes de consumo* mostraron una caída de -18,4% i.a. con un saldo de USD 600 M. Por otro lado, el único rubro que exhibió una suba fue *Vehículos automotores de pasajeros* (+1.103,1% i.a.) con un saldo de USD 217 M en el mes.

THE QUANTITIES EXPLAIN THE SURPLUS



Las exportaciones fueron USD 6.793 M en el mes (+14,9% i.a.), acumulando una suma de USD 52.190 M hasta agosto (+14,8% i.a.). Tanto en agosto como en el acumulado del año los precios jugaron levemente en contra (-4,8% i.a. en agosto y -7,1% i.a. en el acumulado), pero el efecto fue más que compensado por un repunte en las cantidades al comparar con la sequía en 2023 (+20,7% i.a. en agosto y +23,3% i.a. en el acumulado).

Todos los grandes rubros de las ventas externas tuvieron subas en el mes, aunque desacelerando la mejora en contraste a meses previos. Medidos en cantidades, todos los rubros exhibieron una mejora de dos dígitos en la comparación interanual. Al interior, el rubro con la mejora más pronunciada fue *Manufacturas de Origen Industrial (MOI)* con un crecimiento de 27,0% i.a. medido en valores (USD 2.162 M). Por su parte, le siguió *Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA)* con un saldo de USD 2.402 M (+17,4% i.a.). Por último, los *Productos Primarios (PP)* treparon 0,4% i.a. con un saldo de USD 1.471 M.

Superávit comercial energético en agosto

La balanza comercial energética tuvo un nuevo superávit en agosto: las exportaciones fueron USD 758 M, mientras que las importaciones fueron de USD 445 M. De esta manera, **el saldo comercial fue de USD 313 M en el mes.** En tal sentido, el saldo comercial acumuló USD 3.239 M hasta el octavo mes del año: las exportaciones acumularon USD 6.308 M, mientras que las importaciones fueron de USD 3.069 M.

¿Qué esperamos para lo que resta del año?

En los últimos cuatro meses del año, estimamos que se mantendrá el superávit comercial, **aunque se iría achicando e incluso podría ubicarse por debajo de los USD 1000 M mensuales.**

En este sentido, **dos factores jugarán a favor de un repunte en las importaciones en lo que resta del año:** (i) a partir de septiembre, la baja del impuesto PAÍS del 17,5% hacia el 7,5% alentaría las compras externas, lo cual se encuentra asociado a la postergación previa de agosto; (ii) la actividad económica, si bien mantiene cifras negativas en términos interanuales, está mostrando señales de recuperación mes a mes, y las importaciones suelen mostrar cierto componente procíclico (caen en mayor magnitud, pero también se recuperan antes y a una mayor velocidad que el resto de la economía).

En este sentido, podría existir una recuperación de las importaciones de determinados segmentos vinculados a bienes de la producción, vía el incentivo que trae aparejado la eliminación de las restricciones a las importaciones y las medidas de desregulación del comercio, que también podrían alentar las compras externas de bienes de consumo. Además, en la medida que se sostenga la lenta pero constante **apreciación del tipo de cambio real** el incentivo a importar seguirá creciendo, incluso disipadas las expectativas de devaluación del tipo de cambio oficial en el corto plazo.

Respecto a las **exportaciones**, la recuperación luego de la sequía mantendrá las cantidades exportadas al alza en la comparación interanual, con un buen desempeño en

los productos primarios y MOA. Además, las ventas externas energéticas y mineras seguirán mostrando una evolución positiva.

Con todo, estimamos que el **superávit comercial** podría superar los USD 17.000 M en el año. En este sentido, esta cifra sigue siendo clave para la estrategia del Gobierno, donde las compras de divisas se tradujeron en una primera instancia en acumulación de Reservas Internacionales y luego también en intervención en la brecha cambiaria para contener a los dólares paralelos y disipar las expectativas de devaluación. En tal sentido, seguiremos de cerca cómo evolucionarán las compras/ventas en el MULC, la recomposición de reservas y la brecha cambiaria, que se ubican como variables claves para determinar si existe algún riesgo actual en el programa económico.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

• **Queda atrás un septiembre cargado de novedades. En el plano internacional, la FED redujo la tasa de interés e inicio formalmente el ciclo de reducción de tasas. En el plano local, el foco estuvo puesto en la reducción de la brecha cambiaria y al sostenimiento de la postura compradora en el MULC por parte del BCRA.**

• **Los resultados del MULC de agosto nos ayudan a entender lo que ocurrió durante septiembre. Con una liquidación del agro sostenida y una menor demanda de energía, un factor clave para que las compras netas de divisas en el mercado oficial permitan mejorar la cuenta corriente del BCRA fue la postergación de importaciones a la espera de la baja del Impuesto PAIS. En septiembre, la oferta de divisas mostró un gran desempeño producto de un agro redondeando la mejor liquidación para el noveno mes del año desde el 2003. En menor medida, el aumento exponencial de los depósitos en USD como efecto del blanqueo apuntaló un leve crecimiento de los préstamos en USD. La consolidación de este repunte es fundamental si el Gobierno espera que la buena performance del blanqueo, además de contener la brecha, ayude a aumentar de las reservas netas, lo que podría explicar la decisión de extender el vencimiento de la primera etapa (la de mayor beneficio) hasta finales de octubre. Hasta el momento, el grueso del crecimiento de los depósitos se mantuvo en efectivo en las sucursales y hacia finales del mes comenzaron a traducirse en mayores encajes, lo que permite engrosar las reservas brutas y las líquidas.**

• **Por estas razones, hacia adelante el panorama en el MULC luce poco alentador y, por consiguiente, se volverá más desafiante la acumulación de Reservas. En lo que resta de 2024, el mencionado efecto sobre la demanda de divisas se solapará con una temporada alta de la liquidación llegando a su fin, abriendo el interrogante en torno a qué tan sostenible es el esquema actual sin el agro aportando USD para recomponer reservas y contener la brecha.**

El blanqueo trae alivio en el frente cambiario, ¿hasta cuándo?

Queda atrás un septiembre cargado de novedades. En el **plano internacional**, la Reserva Federal (Banco Central de USA), luego de mantener la tasa de referencia inalterada por más de un año, recortó la misma en 50 p.b. ubicándola en el rango de 5%-4,75%. De esta forma, el organismo dio un paso formal en la finalización del ciclo de subas y sostenimientos de tasas elevadas iniciadas a comienzo de 2022, y se acopló al sendero de recortes adoptados por los principales bancos centrales a mediados de 2024.

A contramano de la FED, **Brasil subió la tasa de interés**. En el marco de una inflación persistente, el Banco Central del país vecino decidió subir en un cuarto de punto la tasa de interés de referencia, poniendo de esta forma en un *impass* al ciclo de recortes comenzado en julio del 2023 y desacoplándose del resto de sus pares en la región.

En lo inmediato, estas noticias fueron **bienvenidas por la economía local**. La baja de tasas de la FED reforzó la dinámica positiva que viene experimentando en las últimas semanas los bonos soberanos, todo lo que se materializa en un **riesgo país** hundiéndose a los 1.300 p.b. y alcanzando su menor valor desde mayo de este año.

Asimismo, el desacople del Banco de Brasil **detuvo la depreciación** que venía sufriendo el Real. Luego de tocar máximos de 5,7 USD/Real (una depreciación del 18% en el año), la moneda brasileña se ubica actualmente en 5,5 USD/Real resultando en menores presiones para el tipo de cambio oficial con respecto al principal socio comercial.

Justamente, en el **plano doméstico** las luces del mes se centraron **en la reducción de la brecha cambiaria**. Los principales dólares financieros finalizaron en septiembre en torno a los \$1.230 (vs \$1.300 a finales de agosto), reduciendo en una brecha en la zona del 26%. Asimismo, el **BCRA finalizó con una leve postura compradora** por USD 18 M, por encima de lo esperado hace un tiempo atrás.

10
2024

ARGENTINA ECONÓMICA

CÁMARA DE INDUSTRIA Y COMERCIO ARGENTINO – ALEMANA

Para entender a qué hacemos referencia con esto último, será importante observar cómo fueron los resultados publicados recientemente por el MULC en agosto. La misma reflejó que la Cuenta Corriente del MULC, a pesar de las compras de la autoridad monetaria durante agosto, mantuvo un rojo cercano a los USD 300 M y se mantuvo en línea con el mes previo.

Detrás de ello, varios son los factores que ayudan a explicar estos resultados. Por un lado, el **sector agropecuario sostuvo las liquidaciones**, totalizando un total de USD 2.462 M, con los principales sectores manteniendo una liquidación diaria bien por encima de los USD 100 M desde mayo. De esta forma, el resultado neto por cuenta corriente del sector arrojó un total de USD 1.967 M, siendo el principal oferente neto de divisas de la economía local.

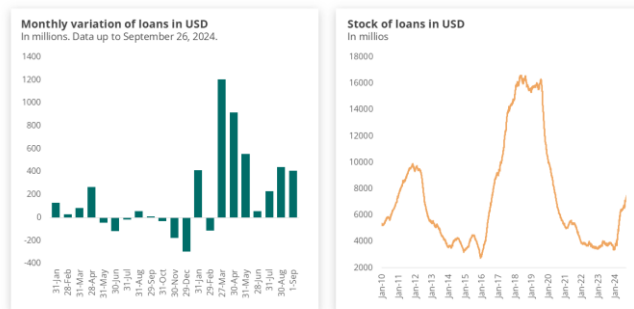
Por el otro, el **déficit de la balanza energética** comenzó a achicarse producto de una demanda estacional moderándose. De esta forma, el saldo comercial marcó un rojo de USD 80 M (vs USD 190 M promedio en jun-jul), deteriorándose hacia los USD 200 M si se incluye la cancelación en concepto de intereses y giro de utilidades y dividendos del sector.

Más allá de ello, la explicación principal se encontró en una **demanda de divisas en stand by**. Bajo la expectativa de la instrumentación de la baja del Impuesto PAIS hacia septiembre, los importadores tuvieron incentivos a postergar las compras externas a la espera de la reducción. Como resultado, el egreso de divisas por importaciones de bienes exceptuando energía trepó a USD 4.500 M (mismo nivel que julio). De todas formas, el aporte de divisas del resto de los sectores marcó un rojo por cuenta corriente de USD 2.100 M, el más elevado desde junio de 2023.

la liquidación llegando a su fin, abriendo el interrogante en torno a qué tan **sostenible es el esquema actual sin el agro** aportando USD para recomponer reservas y contener la brecha.

Aún es más complejo el horizonte si se extiende hacia 2025, con las muestras de **reticencia respecto al levantamiento del CEPO** del equipo económico y el presidente. Y es que, si bien el CEPO permitiría ganar cierto grado de libertad en la “administración” de la salida de divisas, difícilmente permita llevar adelante la necesaria reducción del Riesgo País y el ingreso de fondos desde el exterior (del FMI o privados) en un año que tendrá una exigencia de vencimientos en moneda dura cercanos a los USD 11.000 M.

LOANS ARE RECOVERING AND HAVE ROOM TO GROW

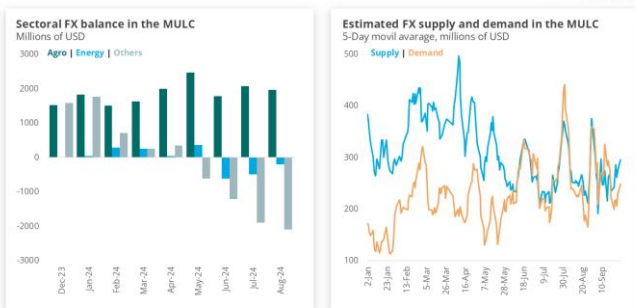
ECOLATINA
Economics

Justamente, este buen desempeño del blanqueo impulsó a las autoridades a **extenderlo hasta finales de octubre**. Sumado a ello, prolongar el blanqueo da mayores posibilidades a que el aumento exponencial que vinieron mostrando los depósitos en dólares se traduzca en una mejora sustancial de las reservas.

Este buen desempeño permitió reducir la **brecha cambiaria**. Durante septiembre, la cotización del dólar CCL en términos reales **alcanzó su valor más reducido desde hace seis años**. Este nivel mínimo se encuentra influido por factores transitorios (pago de BBPP, blanqueo, viento de cola internacional y una demanda de importadores retornando al MULC), dando indicios de que la cotización estarían encontrando un “piso” real. Precisamente, cuando desaparezcan estos factores probablemente la cotización busque un piso real más elevado que la actual.

Más allá de ello, la pregunta relevante se centra en el **impacto potencial que podría tener sobre las reservas netas del BCRA**. Dejando a un lado el impacto positivo, aunque transitorio, que tendrá en términos recaudatorios para el Tesoro, el buen desempeño del blanqueo no se traduciría *per se* en un mayor patrimonio neto en USD del BCRA.

SLIGHT CURRENCY BALANCE IMPROVEMENT MAY EXTEND TO SEPTEMBER

ECOLATINA
Economics

Por estas razones, hacia adelante el **panorama en el MULC luce poco alentador** y, por consiguiente, se volverá más desafiante la acumulación de Reservas. En lo que resta de 2024, el mencionado efecto sobre la demanda de divisas se solapará con una temporada alta de

El impacto **dependerá de los destinos de los depósitos en USD**. Hasta el momento (26/9, última fecha disponible), el aumento de estos depósitos se tradujo principalmente en un aumento del efectivo en USD en los bancos privados, creciendo casi USD 8.800 M y alcanzando un stock de USD 12.900 M. En menor medida, los encajes en USD en el BCRA aumentaron cerca de USD 1.700 M, los cuales engrosan las reservas brutas y las liquidas, pero no así las netas.

En este marco, pasado septiembre el Gobierno comenzará a tener un panorama más despejado en cuanto al efecto final del **blanqueo**. Las personas adheridas estarán en condiciones de empezar a retirar los dólares si así lo desean y los bancos tendrán más información para el manejo de la liquidez en moneda dura. Eventualmente, las entidades financieras tendrían más confianza para encajar los dólares, aumentando las reservas brutas y las liquidas.

No obstante, el crecimiento de los **préstamos en USD** (única vía para aumentar las reservas netas, ya que se liquidan en el MULC) dependerá en gran medida de mantener las expectativas de devaluación a raya y, adherido a ello, el recorrido para el desmantelamiento de los controles cambiarios. En este sentido, los potenciales beneficios para el sistema financiero del ingreso de USD vía blanqueo difícilmente se destraben en su totalidad hasta que no haya un horizonte más claro en cuanto a la flexibilización del CEPO.

Justamente, la **incógnita** se centra en si el Gobierno podrá salir de los controles cambiarios evitando un salto disruptivo del tipo de cambio oficial al lograr una convergencia “desde arriba” de las variables nominales. En lo que resta de 2024, **el panorama en el MULC luce poco**

alentador a raíz de una demanda creciente de divisas que se solapará con una temporada alta de la liquidación llegando a su fin, lo que pondrá a prueba al esquema actual una vez el agro deje de aportar USD para recomponer reservas y contener la brecha.

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	-4,3	-1,6	-3,5	3,6
Total Consumption	YoY %	II Q 24	-9,2	III Q 24	-6,5	1,1	-6,2	3,4
Total Investment	YoY %	II Q 24	-29,4	III Q 24	-13,6	-2,0	-17,9	9,1
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	ago.-24	4,2	sep.-24	3,6	211,4	123,5	67,0
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	sep.-24	962	oct.-24	980,6	636,5	1019,3	1636,8
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	sep.-24	1,24	oct.-24	1,24	1,8	1,2	1,2
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	ago.-24	10,3	sep.-24	12,0	16,7	17,1	17,5
Primary Expenditures	% GDP	ago.-24	8,8	sep.-24	10,3	19,6	15,6	16,1
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	ago.-24	1,5	sep.-24	1,7	-2,9	1,6	1,4
Foreign Sector								
Exports	USD BN	ago.-24	6,8	sep.-24	6,2	67	76	80
Imports	USD BN	ago.-24	4,8	sep.-24	5,3	74	58	67
Trade Balance	USD BN	ago.-24	2,0	sep.-24	0,9	-7	18	14
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	II Q 24	2,8	III Q 24	1,06	-22	3.727	-5.252
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	sep.-24	40,0	oct.-24	40,0	100,0	40,0	36,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	sep.-24	40,1	oct.-24	41,9	109,9	41,9	37,7

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources



ARGENTINIEN WIRTSCHAFT



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

 PartnerWeltweit

ARGENTINIEN WIRTSCHAFT

01. Einleitung

02. Überblick

03. Wirtschaftskonjunktur

04. Preise

05. Haushaltsüberblick

06. Außenhandel

07. Geld- und Wechselkurspolitik

10/2024

Erstellt von:



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

EINLEITUNG

Nachfolgend werden die wichtigsten Aspekte des Berichts dargestellt.

ZIELE

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

INHALT

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

IN DEN PROJEKTIONEN BERÜCKSICHTIGTE VARIABLEN

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

ÜBERBLICK

Wirtschaft: Die zwei Seiten der Medaille

In den letzten Wochen konnte die Regierung **den kleinen Sommer im Finanz- und Wechselkursbereich bewahren**, und zwar vor allem dank des Erfolgs der Steueramnestie und einem günstigeren internationalen Kontext. Die Wechselkursdifferenz verringerte sich und stabilisierte sich auf den geringsten Werten seit Mitte Mai, die BCRA konnte nach der Herabsetzung der Steuer PAIS einen relativ neutralen Saldo auf dem MULC vorweisen, das Länderrisiko sank unter 1.500 Basispunkte (es verringerte sich auf nahezu 1.300 Basispunkte), die privaten Einlagen in US-Dollar stiegen spürbar und ihre Tendenz könnte dazu führen, dass sie am Ende der Steueramnestie einen Höchststand erreichen. Angesichts dieser Dynamik ist die Entscheidung der Regierung verständlich, die **erste Phase der Amnestie zu verlängern**, um die Vorteile des aktuellen Schemas weiter zu nutzen.

Aber nicht alles ist rosenrot: Die andere Seite der Medaille des Wirtschaftsprogramms war eine **deutliche Verschlechterung in der Realwirtschaft**, wie aus den in den letzten Wochen veröffentlichten wichtigsten sozioökonomischen Indikatoren für das erste Halbjahr hervorgeht. Erstens erreichten Armut und Bedürftigkeit das höchste Niveau der letzten zwanzig Jahre; allerdings ergaben gewisse Schätzungen, dass die Höchstwerte bereits im ersten Quartal erreicht und ab dem zweiten Quartal zu sinken begannen. Zweitens hielt sich die Arbeitslosigkeit im zweiten Quartal auf dem höchsten Wert seit Ende der Pandemie, war aber relativ niedrig im Vergleich zu anderen Rezessionsperioden. Damit liegt die Besonderheit der letzten Jahre darin, dass die Anpassung auf dem Arbeitsmarkt stärker über die Preise (Reallohnverfall) als die Mengen (Entlassungen) erfolgte.

Der Rückgang der Wirtschaftstätigkeit setzte sich im zweiten Quartal fort. Obwohl der EMAE (Monatlicher Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit, der die BIP-Entwicklung vorwegnimmt) im Juli bessere Werte verzeichnete, zeigten die vorab für August veröffentlichten Daten gemischte Signale. Damit ist das sozioökonomische Panorama weit von einem schnellen Erreichen des früheren Niveaus entfernt. Sollte tatsächlich eine nachhaltige Erholung der Realwirtschaft einsetzen, dann wird es sich dabei wahrscheinlich um einen **langsamen Prozess mit heterogenen Resultaten** für die verschiedenen Wirtschaftssektoren handeln.

Ein zentraler Faktor für ein Erholungsszenario wäre eine **über die Zeit haltbare Inflationsverringerung**. Aber die Inflationsbekämpfung ist zwar das Banner der Regierung (da sie ihr Image bewahrt), aber die Trägheitsdynamik der

Für Weitere Informationen

wenden Sie sich bitte an:
eyf@ecolatina.com

Preise zeigte in den letzten Monaten einen **gewissen Widerstand gegen eine weitere Inflationssenkung** (insbesondere bei Dienstleistungen); trotzdem lag sie dank der Herabsetzung der Steuer PAIS im September unter 4 % pro Monat. Das künftige Panorama wirkt komplex, wenn man berücksichtigt, dass jede Inflationsabnahme, die nicht von einem Ende der Devisenerwerbsbeschränkungen begleitet ist, als vorübergehend angesehen werden könnte angesichts der Ungewissheit bei den Abwertungserwartungen.

Im Wechselkursbereich könnten sich die Steueramnestie und der internationale Kontext (Zinssenkung der FED, monetärer Impuls in China im Gefolge des geringeren Wachstums usw.) auf kurze Frist günstig auswirken, und zwar sowohl auf die Wechselkursdifferenz wie auf die finanziellen Aktiva (der Zufluss von US-Dollar erhöht ihre lokale Nachfrage). Allerdings wird man im Oktober und November die **Ereignisse auf dem MULC** sehr genau verfolgen müssen: Hier werden die Zahlungen für die wegen der Erwartung einer Herabsetzung der Steuer PAIS (sie wurde Anfang des Monats verkündet) zunächst aufgeschobenen Importe bemerkbar machen.

In diesem Rahmen legte die Regierung dem Parlament den **Haushaltsentwurf** für das kommende Jahr vor. Was war neu? Um die Verpflichtung eines ausgeglichenen Haushalts zu bekräftigen, wurde eine neue Regel eingeführt, die besagt, dass das Finanzergebnis ausgeglichen sein oder einen Überschuss aufweisen muss. Eine Besonderheit des Haushaltsplans 2025 ist, dass weder die Einnahmen noch die Ausgaben signifikante Veränderungen verzeichnen werden (die starken Ausgabenkürzungen erfolgten bereits 2024), aber bei beiden wird es zu einer Modifizierung ihrer Zusammensetzung kommen: Die Einnahmen müssen die Abschaffung der Steuer PAIS ausgleichen und bei den Ausgaben muss der Anstieg der Sozialleistungen durch Subventionskürzungen kompensiert werden.

Der vorgelegte Haushaltsentwurf entspricht dem, was man von einer **Regierung** erwarten kann, **die ständig ihre Verpflichtung zu einem Finanzgleichgewicht** als Teil ihres Wirtschaftsprogramms und als Banner ihrer Regierungspolitik **unterstreicht**. Jenseits des für makroökonomische Prognosen typischen Optimismus betreffen die wichtigsten Zweifel die Entwicklung der Einnahmen, die - angesichts der Notwendigkeit, ein Finanzgleichgewicht vorzuweisen – überschätzt wirken.

Die Verabschiedung des Haushaltsgesetzes wäre eine überaus positive Nachricht für die Regierung, nicht nur, weil es 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. Letzteres könnte ein zentraler Punkt bei den **IWF-Verhandlungen** sein. Bei den Verhandlungen im Kongress

wird die Unterstützung der Regierung durch die Bevölkerung beobachtet werden müssen: Da die Regierung in beiden Kammern in der Minderheit ist, ist die öffentliche Meinung ein Schlüsselement, um Gesetzesinitiativen zu fördern oder zu bremsen. Allerdings wies das Image der Regierung im September erstmals eine deutliche Verschlechterung auf.

Politik: Eine neue Herausforderung für Milei: Er muss mit etwas geringerer Unterstützung agieren

1. *Nachdem das schlechtere Image Mileis in den politischen Gesprächen präsent ist, stellt sich die Frage, wie er reagieren wird.*

Nachdem in den Anfangsmonaten die „Aufrechterhaltung der Unterstützung“ die Regel war, beginnt nun eine neue Phase, in der Konsens darüber herrscht, dass „sich Mileis Image verschlechtert hat“. Damit stellt sich die Frage, wie Milei darauf reagieren wird.

2. *Das Risiko einer Erosion der Unterstützung ist das Auftauchen stärkeren politischen Widerstands.*

Der Risikofaktor für die Regierung ist die Aufrechterhaltung der Unterstützung, nicht nur, weil sie ihre wichtigste politische Ressource ist, sondern auch, weil eine Abnahme stärkeren politischen Widerstand erlauben oder fördern könnte.

3. *Das Dilemma der Unterordnung der wirtschaftlichen Erfordernisse unter die politischen Bedürfnisse*

Angesichts dieser Konjunktur stellt sich die Frage, ob Milei die wirtschaftspolitischen Entscheidungen den politischen Bedürfnissen unterordnen oder ob er versuchen wird, die Wirtschaftspolitik unabhängig von den politischen Erfordernissen weiterzuverfolgen.

Die Herausforderung für Javier Milei, die Wirtschaft zu ordnen, bevor die Politik in Unordnung gerät, leitete eine neue Phase des Prozesses ein: Die Regierung muss weiterhin die wirtschaftliche Herausforderung annehmen, aber jetzt im Rahmen einer geringeren sozialen Unterstützung und eines schlechteren Images des Präsidenten.

Das ist kein unwichtiges Thema, denn wir kennen diesen Prozess mit einem Präsidenten, der sich bei seiner Wirtschaftspolitik auf die soziale Unterstützung verlassen konnte. Nun **werden wir sehen, wie ein Präsident agiert, der davon ausgehen muss, dass sich diese Unterstützung verringert** und er sich mit einer öffentlichen Meinung auseinandersetzen muss, die auch die politischen Ereignisse berücksichtigt. Das ist ein wichtiger Faktor, denn wir

alle nehmen die Geschehnisse in der Gesellschaft wahr und beurteilen sie, wobei wir auch in Betracht ziehen, wie die anderen die Ereignisse sehen.

Theoretisch hat der Protagonist **zwei Möglichkeiten**: 1) Milei und seine Regierung ändern ihren Plan, um dessen negativen Auswirkungen so weit wie möglich zu verringern oder den Verlust der Unterstützung zu bremsen; 2) Milei und seine Regierung ändern den Plan nicht, da sie annehmen, dass die kurzfristig anfallenden politischen Kosten mittel- und langfristig durch die Ergebnisse des Plans kompensiert werden.

Der Unterschied zwischen den beiden Optionen liegt in dem zugrundeliegenden Kalkül: 1) Änderung des Plans, weil die für die Phase der Neuordnung der Wirtschaft veranschlagten Kosten angesichts der geringeren Unterstützung minimiert werden müssen, da die Gleichung Kosten/Nutzen politisch nicht tragfähig ist; 2) keine Änderung des Plans, weil die aktuellen Kosten – die auch den Verlust an Unterstützung erklären – bereits einkalkuliert sind und die Kosten-/Nutzenrechnung den Plan politisch tragfähig macht.

In beiden Fällen **wird die politische Tragfähigkeit des Plans analysiert**, das bedeutet zu berücksichtigen, dass die soziale Geduld stärker sein muss als das soziale Leiden, um den Moment zu erreichen, an dem die Früchte der im Plan vorgesehenen Aktionen geerntet werden können. Dieses in den Regierungsentscheidungen implizite Kalkül muss das Entstehen eines stärkeren sozialen Unbehagens berücksichtigen, das zu Beginn den politischen Widerstand (als Risikofaktor) nähren könnte, der seinerseits das Regierungshandeln behindert. Ein stärkeres soziales Unbehagen könnte die Opposition zu mehr politischem Widerstand veranlassen und das würde die Ziele des Plans beeinträchtigen. Es handelt sich also nicht nur um die soziale Geduld, sondern darum, **wie stark die Abnahme der Geduld einen stärkeren politischen Widerstand fördert**, der seinerseits die Erfolgchancen des Plans verringern würde.

Es ist richtig, dass wenn man berücksichtigt, dass die sinkende Unterstützung (die noch kein kritisches Niveau erreicht hat) das Regierungshandeln erschweren kann, die Idee an Bedeutung gewinnt, die wirtschaftspolitischen Entscheidungen entsprechend den politischen Bedürfnissen zu treffen. Denn Vorrang hat die Idee, dass die beste Wirtschaftspolitik diejenige ist, die politisch umsetzbar und sozial erträglich ist.

Man kann nur so weit Anpassungen vornehmen, wie die Gesellschaft diese zulässt. Aber das Gefährliche an dieser Argumentation ist, zu fragen, wie sich eine Änderung der wirtschaftspolitischen Entscheidungen auf die Erfolgchancen des Programms auswirkt oder auf die Erwartungen, die die Wirtschaftsakteure hinsichtlich dieser

Wahrscheinlichkeit haben und die letztlich die Chance bestimmen, dass das Programm sein Ziel erreicht.

Kann der Fall eintreten, dass die Gleichung keine mögliche Lösung bietet? Etwa in dem Sinn, dass das Programm sozial untragbar wird und dies paradoxerweise die Erfolgswahrscheinlichkeit des Programms in Gefahr bringt. Das war die Befürchtung, die Titus Livius in der Zeit der Dekadenz der römischen Gesellschaft hatte. Er fragte sich damals, ob Rom nicht an den Punkt gekommen sei, indem es seine Laster nicht mehr ertrug, aber auch nicht die Mittel, um sie zu kurieren.

Dies ist die zentrale Frage, die wir uns von Anfang an gestellt haben: ob es in Argentinien möglich ist, die Wirtschaft zu ordnen, bevor die Politik in Unordnung gerät. Ob es möglich ist, die für die Behandlung dieser Pathologien erforderlichen Mittel anzuwenden und die Gesellschaft dies toleriert. Denn wenn das nicht der Fall wäre, könnte der Heilungsprozess des Patienten mehrere Ärzteteams erfordern, weil kein einzelnes Team die Kosten tragen kann, die notwendig sind, bevor der Patient endgültig geheilt ist.

Wirtschaftskonjunktur

Talsole im zweiten Quartal und Anstieg im Juli

- **Das BIP sank im zweiten Quartal des Jahres saisonbereinigt ggü. dem ersten Quartal um 1,7 %. Die Originalserie nahm um 1,7 % p. a. ab und verzeichnete im ersten Halbjahr einen Rückgang um 3,4 %.**

- **Im Juli stieg der Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit (EMAE) saisonbereinigt um 1,7 % p. a. und verringerte sich im bisherigen Jahresverlauf um 0,6 %. Damit erreichte er in etwa das Niveau vom Januar 2024 (vor der Talsole der Rezession).**

- **Obwohl die Negativtendenz im Juli eine Unterbrechung aufwies, reichte dies nicht aus, um das Niveau vor der Rezession wieder zu erreichen. Die Erholungssignale waren in den verschiedenen Sektoren heterogen und ungleichmäßig; zudem schwächten sie sich im August ab. Deshalb bedeutet diese beginnende Konjunkturverbesserung im dritten Quartal nicht notwendig den Anfang einer Erholungsphase, sondern es ist zu erwarten, dass dieser Prozess langsamer verläuft, als die Regierung erwartet.**

Dritter BIP-Rückgang in Folge im zweiten Quartal

Das BIP sank im zweiten Quartal des Jahres saisonbereinigt ggü. dem ersten Quartal um 1,7 %. Die Originalserie nahm um 1,7 % p. a. ab und verzeichnete im ersten Halbjahr einen Rückgang um 3,4 %. Damit ergaben sich drei Quartale in Folge mit roten Zahlen.

Bei der Nachfrage war lediglich beim Export (+3,9 %) ein saisonbereinigter Anstieg zu verzeichnen. Er war die Folge der Erholung der Landwirtschaft nach einer der schlechtesten Ernte ihrer Geschichte in Kombination mit einer höheren Energieausfuhr.

Die Investitionen sanken im Quartal um 9,1 %. Aufgeschlüsselt betraf der Rückgang – der im Vergleich zum Vorjahr 29,4 % betrug – insbesondere das Baugewerbe (-30,7 %), Investitionen in Maschinen und Ausrüstung (-30,2 %) und in Transportausrüstung (-39,6 %). Die Abnahme erklärte sich in erster Linie durch den Einbruch beim Baugewerbe (-22,1 % p. a.).

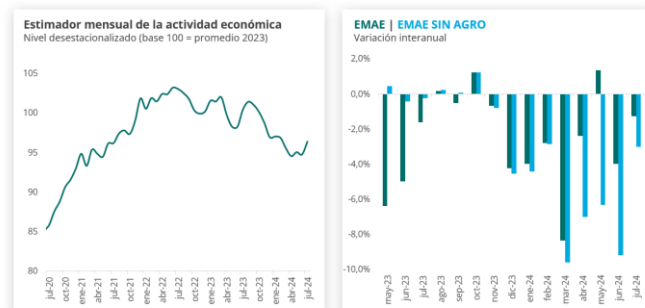
Der private Konsum schrumpfte um 4,1 % und der öffentliche Konsum um 1,1 %. Indem man die Investitionen mit dem privaten und öffentlichen Konsum gruppiert, erhält man die Binnennachfrage, die drei Quartale in Folge mit rückläufiger Tendenz aufwies. Im zweiten Quartal 2024 nahm sie um 13,1 % p. a. ab. Dieses Ergebnis erklärt sich durch die **starke Verringerung der Binnennachfrage** aufgrund sinkender Reallöhne im Gefolge der Inflation (bei den Einkommen durch einen Verfall der Reallöhne aufgrund der Inflation, die nicht durch die Tarifabschlüsse kompensiert wurde; bei den Ausgaben durch die Anhebung der öffentlichen Dienstleistungstarife, die sich im Juni verstärkte). Die Importe, die eine im Allgemeinen prozyklische Komponente haben (d. h., sie variieren im selben Sinn, aber in größerem Ausmaß wie die Gesamtwirtschaft), sanken um 5,5 % p. a.

Anstieg im Juli

Im Juli stieg der Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit (EMAE, der das BIP vorwegnimmt) saisonbereinigt um 1,7 % p. a. und verringerte sich im bisherigen Jahresverlauf um 0,6 %. Damit erreichte er in etwa das Niveau vom Januar 2024 (vor der Talsohle der Rezession). Für den Konsum schätzen wir, dass er in diesem Monat um 8 % p. a. abnahm; damit verzeichnete er acht Monate in Folge mit einem negativen Ergebnis. Das Resultat erklärt sich durch einen Kontext einer stark schrumpfenden Binnennachfrage aufgrund des Reallohnverfalls im Verlauf des letzten Jahres.

REBOUND OF ECONOMIC ACTIVITY IN JULY

ECOLATINA
Economics



Hervorzuheben ist, dass im Unterschied zum vergangenen Jahr der **Primärsektor den Rückgang im Rest der Wirtschaft abfederte**: Ohne die Landwirtschaft, die im bisherigen Jahresverlauf um 46,1 % p. a. wuchs, wäre der EMAE um 3 % gesunken. Bei den Dienstleistungen (-2,3 % p. a.) war der Rückgang geringer als bei der Güterproduktion, die (unter Ausschluss der Landwirtschaft) um 4,6 % p. a. abnahm.

Von den 15 Wirtschaftsbranchen wiesen zehn ein rückläufiges Ergebnis im Vergleich zum Vorjahr auf und machten damit deutlich, wie verallgemeinert die Rezession ist. Insbesondere die von der Binnennachfrage abhängigen Sektoren erholten sich noch nicht: das Baugewerbe (-14,8 % p. a.), die verarbeitende Industrie (-5,6 %) und der Handel (-5,3 % p. a.).

Trotz des Jahresrückgangs ist festzuhalten, dass er geringer ausfiel als im Vormonat: Unserer saisonbereinigten Messung zufolge, verzeichneten die verarbeitende Industrie, das Baugewerbe und der Handel im Juli einen Anstieg ggü. Juni.

Erholung im dritten Quartal?

Obwohl die Negativtendenz im Juli eine Unterbrechung aufwies, reichte dies nicht aus, um das Niveau vor der Rezession wieder zu erreichen. Die **Erholungssignale waren in den verschiedenen Sektoren heterogen und ungleichmäßig**; zudem schwächten sie sich im August ab.

Im August hielt die **Tendenz der Indikatoren an**, die im Juli einen starken Anstieg aufgewiesen hatten – beispielsweise Industrie und dem Einzelhandel –, **allerdings war sie schwächer**. Dagegen sanken die Indikatoren für das Baugewerbe (Index Construya, Zementlieferungen). Die Importe nahmen erneut ab (die Mengen fielen inflationsbereinigt um 10,1 % pro Monat).

Dieser Kontext ergab sich auf der Grundlage einer deutlichen Verbesserung der Realeinkommen in den letzten Monaten, die zwar nicht ausreichte, um das Niveau vor

dem Inflationsschock des letzten Jahres wieder zu erreichen, aber den Konsum im verbleibenden Rest des Jahres stärken wird. Deshalb bedeutet diese beginnende Konjunkturverbesserung im dritten Quartal nicht notwendig den Anfang einer Erholungsphase, sondern es ist zu erwarten, **dass dieser Prozess langsamer verläuft, als die Regierung erwartet**; er entspricht eher der aktuellen Rezession (wenn man das zweite Halbjahr 2023 berücksichtigt), der stärksten Krise der jüngsten Geschichte.

ECONOMIC ACTIVITY MONITOR		ECOLATINA Economics											
YoY % change		sep-23	oct-23	nov-23	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24	jul-24	ago-24
Activity (General Level)		-0,5%	1,2%	-0,7%	-4,2%	-4,0%	-2,8%	-8,3%	-2,4%	1,9%	-4,0%	-1,3%	
Activity without agriculture		0,1%	1,2%	-0,8%	-4,5%	-4,3%	-2,8%	-9,5%	-0,9%	-4,0%	-1,3%	-3,5%	
Activity taxes		9,8%	1,4%	4,6%	6,4%	15,4%	8,5%	16,7%	12,5%	17,2%	8,9%	11,1%	3,5%
Agriculture		-1,8%	3,8%	4,9%	5,1%	12,3%	4,7%	11,5%	66,5%	107,4%	82,4%	92,2%	
Baseline meat		-28,6%	38,2%	-42,0%	-33,6%	1,0%	32,0%	37,7%	22,9%	13,8%	21,5%	23,2%	55,4%
Soybean grinding		5,0%	2,8%	6,6%	0,0%	2,6%	3,9%	4,6%	6,8%	3,1%	-10,7%	1,8%	2,8%
Wheat milling		-1,5%	4,9%	5,1%	-12,9%	2,9%	4,4%	-18,7%	-11,2%	-6,5%	-23,1%	-3,5%	-0,6%
Manufacturing		-3,4%	-1,3%	4,9%	-12,2%	-11,1%	-8,2%	-20,1%	-15,4%	-14,1%	-20,4%	-13,6%	
Manufacturing index		-3,2%	-0,8%	4,5%	-12,0%	-12,3%	-9,8%	-21,4%	-16,5%	-15,0%	-20,2%	-6,4%	
Automobile production		8,7%	-0,9%	6,0%	-0,4%	16,7%	-19,0%	-29,4%	-21,0%	-27,3%	-40,2%	-9,8%	-18,6%
Steel production		-8,5%	-7,9%	-10,0%	-24,2%	-7,8%	-10,0%	-48,1%	-26,3%	-29,4%	-35,0%	-9,2%	-15,4%
Construcción		-0,1%	2,7%	0,0%	-9,8%	15,2%	-17,2%	19,2%	-25,1%	-22,4%	-23,6%	-23,8%	
Construction index		-4,5%	3,0%	-2,1%	-12,2%	-21,8%	-24,6%	-42,2%	-37,3%	-32,6%	-35,3%	-20,4%	
Private construction		-9,0%	4,9%	-4,7%	-17,4%	-35,2%	-25,6%	-40,0%	-33,2%	-29,8%	-32,0%	-22,3%	-20,1%
Cement		-7,8%	-0,9%	-11,0%	-13,3%	-20,0%	-23,8%	-45,1%	-26,2%	-27,2%	-32,8%	-14,5%	-26,5%
Retail		-2,1%	0,6%	-2,5%	-6,8%	-6,3%	-3,9%	-14,8%	-14,5%	-12,6%	-18,6%	-12,2%	
Consumption credit		-21,2%	-17,5%	-19,5%	-30,6%	-38,4%	-39,1%	-40,3%	-40,0%	-35,6%	-31,4%	-23,0%	-9,1%
Mass Consumption index (Nielsen)		-20,6%	-16,9%	-2,4%	-6,2%	-13,6%	-18,0%	-18,4%	-19,0%	-18,8%	-15,5%	-13,1%	-16,7%
Consumer confidence index		-16,7%	-26,5%	-30,2%	10,9%	-7,6%	-6,4%	-4,0%	0,2%	0,0%	-10,9%	-10,3%	-5,9%
Retail sales		-5,1%	-0,7%	-2,9%	-13,7%	-29,0%	-25,3%	-12,6%	-7,3%	-7,3%	-21,9%	-15,7%	-10,5%
Automobiles patenting		-3,4%	29,3%	0,8%	-5,4%	-33,0%	-18,7%	-38,6%	-5,9%	-13,8%	-25,5%	-2,8%	4,8%
Motorcycle patenting		9,1%	40,1%	22,6%	16,7%	-18,8%	-13,7%	-43,3%	3,8%	-2,8%	-3,7%	6,6%	28,3%
Used cars sales		5,0%	19,8%	4,0%	5,1%	-12,7%	-4,8%	-27,8%	4,7%	6,2%	-7,6%	19,0%	8,6%

Source: Ecolatina based on multiple sources

Wir schätzen, dass die mit **Energie, dem Bergbau und der Landwirtschaft** verbundenen Sektoren weiterhin wachsen und die Exporte steigern werden. Dagegen werden die Importe, die eine im Allgemeinen prozyklische Komponente haben (d. h., sie variieren im selben Sinn, aber in größerem Ausmaß wie die Gesamtwirtschaft), zu einem hohen Handelsbilanzüberschuss beitragen und aufgrund des Rückgangs der Binnennachfrage weiterhin rote Zahlen schreiben.

Beim **privaten Konsum** (der bis zu 70 % des BIP ausmacht) scheint es nicht viele Driver zu geben, die sich günstig auswirken, da für die Überwindung der Rezession eine Verbesserung des Reallohns und der verfügbaren Einkommen (die zu Beginn der Amtszeit einen starken Schlag erhielten und Zeit brauchen, um sich davon zu erholen) erforderlich ist.

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

Zusammenfassend ist Folgendes festzuhalten: Wie die Daten deutlich machen, ist zwar die Talsohle der Wirtschaftsentwicklung durchschritten, aber die Erholung wird **sehr heterogen und langsamer sein, als erwartet und ein ungleichmäßiges Muster aufweisen**.

Preise

Leichte Inflationsbeschleunigung im August

• Der vom INDEC erstellte nationale Verbraucherpreisindex erhöhte sich im August um 4,2 %, also 0,2 Prozentpunkte mehr als im Juli, und lag zum zweiten Mal in Folge über den Markterwartungen (3,9 % nach dem Median des REM). Hervorzuheben ist die Beschleunigung der Kerninflation auf 4,1 % pro Monat, nachdem sie im Juli 3,8 % und im Mai und Juni 3,7 % betragen hatte. Während sich die Saisonpreise günstig auswirkten (+1,5 % pro Monat ggü. +5,1 % im Juli), trieben die staatlich regulierten Preise (+5,9 % ggü. 4,3 % im Juli) den Index in die Höhe.

• Im September verzeichnete das Allgemeine Niveau des Verbraucherpreisindex für Groß-Buenos Aires von Ecolatina (IPC GBA Ecolatina) einen Monatsanstieg von 3,8 %, also 0,2 Prozentpunkte weniger als im August. Im Vergleich zum Vorjahr betrug die Inflation 237,6 % und im Jahresverlauf 119,7 %. Der Anstieg der Kerninflation (3,1 %) verlangsamte sich um 0,5 Prozentpunkte. Damit war die Wirkung der Herabsetzung der Steuer PAIS am 2. September (von 17,5 % auf 7,5 % für Güterimporte und Fracht) begrenzt, trug aber dazu bei, die Trägheitsschwelle von 4 % zu durchbrechen.

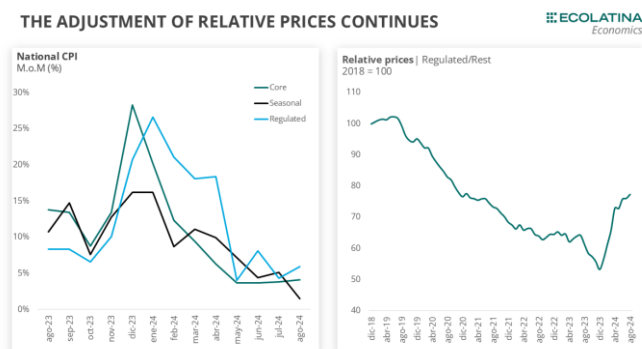
• Da für die Regierung die Senkung der Inflation Priorität hat, bewirkt dieser Widerstand gegen eine Verringerung (und sogar ein leichter Anstieg) für die Zukunft ein komplexeres Panorama, und zwar nicht nur aus wirtschaftlicher, sondern auch aus politischer Sicht. Zwar bildeten bisher der Rückgang der Binnennachfrage und die Beibehaltung des Crawling Peg von 2 % pro Monat die wichtigsten Inflationsbremsen, aber in den kommenden Monaten werden Zweifel an ihrer Wirksamkeit aufkommen.

Leichter Anstieg der Monatsinflation

Der vom INDEC erstellte nationale Verbraucherpreisindex erhöhte sich im August um 4,2 %, also 0,2 Prozentpunkte mehr als im Juli, und lag zum zweiten Mal in Folge über den Markterwartungen (3,9 % nach dem Median des REM). Damit betrug der Anstieg des nationalen Verbraucherpreisindex in den ersten acht Monaten 94,8 % und im Vergleich zum Vorjahr 236,7 % (-26,7 Prozentpunkte).

Hervorzuheben ist die Beschleunigung der **Kerninflation** (die die Preistendenz misst, indem sie Saison- und staatlich regulierte Preise ausschließt) auf 4,1 % pro Monat, nachdem sie im Juli 3,8 % und im Mai und Juni 3,7 % betragen hatte. Während sich die **Saisonpreise** günstig

auswirkten (+1,5 % pro Monat ggü. +5,1 % im Juli), trieben die **regulierten Preise** (+5,9 % ggü. 4,3 % im Juli) den Index in die Höhe.



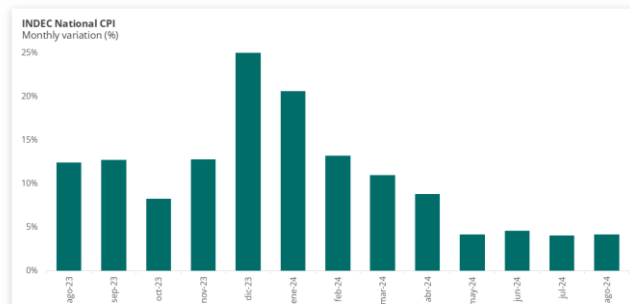
Die regulierten Preise erhöhten sich durch die Tarifierhebungen bei öffentlichen Dienst- und Versorgungsleistungen, privaten Krankenversicherungen, Telefonie und schulischer Bildung. Die Kategorie **Wohnung, Wasser, Strom, Gas und andere Kraftstoffe** zog auf nationaler Ebene um 7,1 % an und bildete damit das Kapitel mit dem stärksten Anstieg. Es erklärte 0,7 Prozentpunkte des allgemeinen Niveaus.

Die Inflation bei **Nahrungsmitteln und Getränken** (+3,6 %) beschleunigte sich im zweiten Monat in Folge. Trotzdem war dieses Kapitel für einen geringeren Anstieg des allgemeinen Niveaus wichtig: Ohne es, hätte er 4,4 % betragen.

Aufgeschlüsselt fallen die Preissteigerungen bei einigen Frischprodukten auf, während sie bisher zu einem geringeren Anstieg der Nahrungsmittel- und Getränkepreise beigetragen hatten. Die Fleischpreise von zogen um 4,2 % an (der höchste Wert seit April) und diejenigen der Milchprodukte um 4,1 %. Dagegen war die Zunahme bei Gemüse mit 3,4 % geringer (-2,7 Prozentpunkte); allerdings erhöhten sie sich im bisherigen Jahresverlauf um 154,7 %, also um 60 Prozentpunkte mehr als das allgemeine Niveau.

Im siebten Monat in Folge stiegen die **Güterpreise** (+3,2 % pro Monat) langsamer als die der **Dienstleistungen** (+6,5 %). Diese Entwicklung unterscheidet sich von derjenigen 2023, als die Güterpreise (+223,1 % im Jahr) weit stärker anzogen als die Dienstleistungspreise (153,8 %). Dies war in erster Linie auf die Einfrierung der öffentlichen Dienstleistungstarife zurückzuführen, die fast im gesamten Jahr galt.

PRICE EVOLUTION MARGINALLY ACCELERATING

ECOLATINA
Economics

Auch der **Preisanstieg der Warenkörbe, die die Armut- und Bedürftigkeitsschwelle definieren, beschleunigte sich im August**. Der Grundwarenkorb Nahrungsmittel verteuerte sich um 3,9 % pro Monat (+0,8 Prozentpunkte ggü. Juli) und der Gesamtwarenkorb Grundbedarf um 4,4 %, das entspricht +1,3 Prozentpunkte ggü. Juli (3,1 %).

Die Herabsetzung der Steuer PAIS trug dazu bei, die 4 %-Schwelle zu durchbrechen

Im September verzeichnete das **Allgemeine Niveau des Verbraucherpreisindex für Groß-Buenos Aires von Ecolatina (IPC GBA Ecolatina) einen Monatsanstieg von 3,8 %**, also 0,2 Prozentpunkte weniger als im August. Im Vergleich zum Vorjahr betrug die Inflation 237,6 % und im Jahresverlauf 119,7 %.

Der **Anstieg der Kerninflation (3,1 %) verlangsamte sich um 0,5 Prozentpunkte**. Die Saisonpreise zogen wegen der Entwicklung bei Tourismus und Bekleidung um 5,2 % an; die regulierten Preise stiegen um 5,0 % aufgrund der Anhebung der Tarife des öffentlichen Personenverkehrs (Überhang der Verteuerung der Busfahrten Mitte August und eine neuerliche Anhebung der Bahnpreise), der privaten Krankenversicherungen und der schulischen Bildung sowie der Strom- und Wasserpreise. Es ist klarzustellen, dass ohne Berücksichtigung der Verkehrstarife in Groß-Buenos Aires der Index eine Variation von 3,6 % aufgewiesen hätte.

Die Wirkung der **Herabsetzung der Steuer PAIS** am 2. September (von 17,5 % auf 7,5 % für Güterimporte und Fracht) war also begrenzt; dabei ist zu berücksichtigen, dass nur 10 % der Güter des Warenkorbs, der den Verbraucherpreisindex definiert, von der Verringerung der Steuer betroffen sind. Allerdings trug sie dazu bei, die Trägheitsschwelle von 4 % zu durchbrechen.

Was ist für die Zukunft zu erwarten?

Da für die Regierung die **anhaltende Senkung der Inflation Priorität** hat, bewirkt der Widerstand gegen eine Verringerung für die Zukunft ein komplexeres Panorama,

und zwar nicht nur aus wirtschaftlicher, sondern auch aus politischer Sicht. Deshalb erwarten wir für die nächste Zeit keine starken Tarifierhöhungen, die das Ziel eines Inflationsrückgangs gefährden würden.

Zwar bildeten bisher der **Rückgang der Binnennachfrage und die Beibehaltung des Crawling Peg** von 2 % pro Monat die wichtigsten Inflationsbremsen, aber in den kommenden Monaten werden Zweifel an ihrer Wirksamkeit aufkommen. Die vorab veröffentlichten Nachfrageindikatoren zeigten für Juli einen Anstieg (allerdings weniger klar im August), was zu der Frage führt, ob eine eventuelle Konsumerholung den Unternehmen eine größere Marge gewährt, um Kostensteigerungen (in Zusammenhang mit Lohn- und Tarifierhebungen) auf die Preise abzuwälzen. In anderen Worten, die Dynamik der Preisträgheit wird im Verlauf der Monate für den Verbraucherpreisindex immer wichtiger werden.

Im Wechselkursbereich wird ein Inflationsrückgang solange nicht als über längere Zeit haltbar abgesehen, wie die Regierung das **Problem der Devisenkaufbeschränkungen** nicht löst. Jede mögliche Wechselkurskorrektur würde eine Neuanpassung der Preise bewirken, die die Inflation beschleunigen würde – allerdings weit entfernt von den Werten zu Jahresbeginn. Wenn die Regierung dagegen beschließt, die Devisenerwerbsbeschränkungen – und das Crawling Peg von 2 % - beizubehalten oder sie dank einer eventuellen Konvergenz der Parallelkurse mit dem offiziellen Dollarkurs zu beenden, könnte die Inflation wieder sinken. Aber die makroökonomischen Bedingungen haben zur Folge, dass eine solche Entscheidung gewisse Risiken, insbesondere für die Außenwirtschaft mit sich bringt.

Haushaltsüberblick

Finanzüberschuss im August

- **Der nicht finanzielle nationale öffentliche Sektor verzeichnete im August den achten Monat in Folge mit einem Primärüberschuss und - nach dem Defizit im Juli - auch einem Finanzüberschuss. Der Primärüberschuss belief sich auf AR\$ 0,90 Billionen und bei Zinszahlungen iHv AR\$ 0,90 Billionen betrug der Finanzsaldo AR\$ 3,531 Mrd. In den ersten acht Monaten entstanden ein Primärüberschuss von 1,5 % des BIP und ein Finanzüberschuss von 0,3 % des BIP.**

- **Wie erklärt sich das Haushaltsergebnis vom August? Wie bereits in den Vormonaten waren die Ausgabenkürzungen real stärker (-24 % p. a.) als der Einnahmenrückgang. Zwar verstärkte sich die Abnahme, aber dies war hauptsächlich auf die höhere Vergleichsbasis im August 2023 zurückzuführen (Abwertung**

und Ausweitung der Steuer PAIS). Bei den Einnahmen aus der Steuer PAIS wirkte sich der Aufschub von Importen in Erwartung einer Herabsetzung des Steuersatzes negativ aus.

- **Das in den ersten acht Monaten entstandene Finanzergebnis bekräftigte die Regierungsstrategie und ebnete den Weg für die Einhaltung der Haushaltsverpflichtung. Im Rest des Jahres werden die Auswirkungen des Grundlagengesetzes und des Fiskalpakets auf das Steueraufkommen sichtbar werden. Die Steueramnestie und die Möglichkeit der Nachzahlung von Beiträgen stützten die Einnahmen im September und konnten den Rückgang der Einnahmen aus der Steuer PAIS überkompensieren. Der vorgelegte Haushaltsentwurf entspricht seinerseits dem, was man von einer Regierung erwarten kann, die ständig ihre Verpflichtung zu einem Finanzgleichgewicht unterstreicht. Die Verabschiedung des Haushaltsgesetzes wäre eine überaus positive Nachricht für die Regierung, nicht nur, weil es 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.**

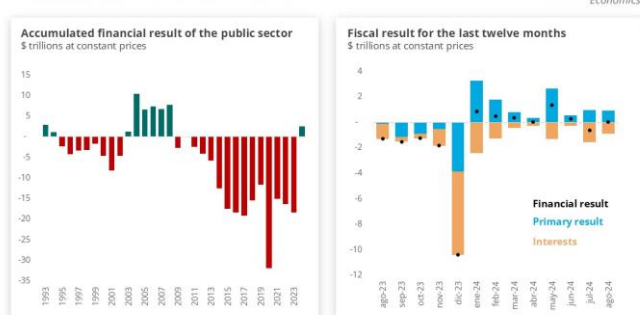
Wie erging es dem Fiskus im August?

Der **nicht finanzielle nationale öffentliche Sektor** verzeichnete im August den achten Monat in Folge mit einem Primärüberschuss und - nach dem Defizit im Juli - auch einem Finanzüberschuss. Der Primärüberschuss belief sich auf AR\$ 0,90 Billionen und bei Zinszahlungen iHv AR\$ 0,90 Billionen betrug der Finanzsaldo AR\$ 3,531 Mrd.

- **Wie erklärt sich das Haushaltsergebnis vom August? Wie bereits in den Vormonaten war die Ausgabenkürzung real stärker (-24 % p. a.) als der Einnahmenrückgang. Zwar verstärkte sich die Abnahme, aber dies war hauptsächlich auf die höhere Vergleichsbasis im August 2023 zurückzuführen (Abwertung und Ausweitung der Steuer PAIS). Bei den Einnahmen aus der Steuer PAIS wirkte sich der Aufschub von Importen in Erwartung einer Herabsetzung des Steuersatzes negativ aus.**

Der öffentliche Sektor wies im bisherigen Jahresverlauf einen Primärüberschuss von 1,5 % des BIP und einen Finanzüberschuss von 0,3 % des BIP auf. Die ersten acht Monate des Jahres waren gekennzeichnet von deutlichen **Ausgabenkürzungen** (-30 % p. a.) und einem **anhaltenden Einnahmenrückgang** (-6 % p. a.), insbesondere bei konjunkturabhängigen Steuern. Eine günstige Auswirkung hatten der außerordentliche Beitrag der Einkommensteuer im Mai, die Mittel aus dem Außenhandel und vor allem die Einnahmen aus der **Steuer PAIS**. Ohne ihren Beitrag wäre in diesem Zeitraum ein Finanzdefizit entstanden.

PRIMARY AND FINANCIAL SURPLUS



Blick auf die aufgeschlüsselte Situation der Staatsfinanzen

Abgesehen von dem stärkeren realen Jahresrückgang der Einnahmen, der sich in erster Linie durch die hohe Vergleichsbasis im August 2023 erklärt, wies die Mehrheit der Einnahmen Werte auf, die etwa denen der Vormonate entsprachen. Eine Ausnahme bildete die Steuer PAIS, die nicht nur die erste Abnahme ggü. dem Vorjahr verzeichnete, sondern auch um 13 % unter dem Durchschnitt der letzten Monate lag. Hier wirkte sich der Importaufschub negativ aus.

Infolge der allgemeinen Kürzungen der wichtigsten **Posten sanken die Primärausgaben real um 24 % p. a.** (wie im Vormonat) und wiesen damit seit dreizehn Monaten in Folge eine rückläufige Tendenz auf.

Auf die **Sozialleistungen** entfiel nahezu ein Drittel der Ausgabenenkung: Sie nahmen real um 16 % p. a. ab, was der Tendenz in den Vormonaten entsprach, aber die Entwicklung war bei den verschiedenen Posten heterogen: Die Ausgaben für Renten und Pensionen (einschl. Pensionen ohne Beitragszahlungen) verringerten sich um real 11 % p. a., die Familienzulagen um real 19 % p. a. Dagegen erhöhten sie sich beim Universellen Kindergeld (AUH) exponentiell um 71 % p. a. (was sich weitgehend durch die von der Regierung zu Beginn ihrer Amtszeit beschlossene Anhebung erklärt); die Leistungen der Rentnerkrankensversicherung zogen real um 20 % p. a. an.

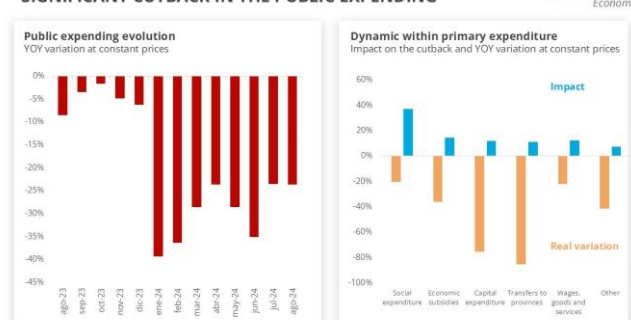
Die **Wirtschaftssubventionen** nahmen ggü. August 2023 um real 13 % p. a. ab, der Rückgang entsprach der Tendenz in den Vormonaten; sie machten weniger als 10 % des Ausgabenrückgangs aus. Die Energiesubventionen entwickelten sich ähnlich, während die Subventionen des öffentlichen Personenverkehrs um real 20 % stiegen.

Die **Kapitalausgaben** verringerten sich weiter (real -72 % p. a.) und erklärten mehr als ein Viertel der gesamten Kürzungen; sie wurden im Lauf der Monate immer wichtiger. Aber die wichtigste Nachricht betraf die **laufenden Übertragungen an Provinzen**: Sie fielen zwar real

um 41 % p. a., diese Abnahme war jedoch geringer als in den Vormonaten, als sie real mehr als 70 % betragen hatte.

Bei den restlichen Posten nahmen die **Übertragungen an Universitäten** um real 31 % ab. Die **Betriebskosten**, die auch die Löhne und Gehälter von Beschäftigten des Staates umfassen, verringerten sich real (wie bereits im Juli) um 23 % p. a. Damit wiesen diese beiden Posten den achten Monat in Folge mit rückläufiger Tendenz auf.

SIGNIFICANT CUTBACK IN THE PUBLIC EXPENDING



Was ist zu erwarten?

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

Ab dem kommenden Monat werden die **Auswirkungen des Grundlagengesetzes und des Fiskalpakets auf das Steueraufkommen** sichtbar werden. Dazu gehören die Wiederherstellung der vierten Kategorie der Einkommensteuer (die den Provinzen Mittel zuführen wird, da sie Umverteilung unterliegt), die Steueramnestie, die Möglichkeit zur Nachzahlung von Beiträgen und das Vorziehen der Besitzsteuer. Diese Faktoren stützten die Einnahmen im September und konnten den Rückgang der Einnahmen aus der Steuer PAIS überkompensieren. Infolgedessen erreichten die Einnahmen aus der Besitzsteuer real einen historischen Höchstwert und die Sozialversicherungseinnahmen verzeichneten erstmals seit August 2023 ein reales Jahreswachstum. Auch wenn diese Mittel in den kommenden Monaten eine positive Rolle spielen werden, darf nicht übersehen werden, dass es sich um vorübergehende Faktoren handelt.

Am 15. September legte die Regierung dem Parlament den Haushaltsentwurf für das kommende Jahr vor. Was war neu? Um die Verpflichtung eines ausgeglichenen Haushalts zu bekräftigen, wurde eine **neue informelle**

Regel eingeführt, die besagt, dass das Finanzergebnis ab 2025 ausgeglichen sein oder einen Überschuss aufweisen muss. Der Entwurf prognostiziert einen Primärüberschuss von 1,5 % des BIP für 2024 und von 1,3 % des BIP für 2025; in beiden Fällen wird ein Finanzgleichgewicht erwartet.

Eine Besonderheit des Haushaltsentwurfs 2025 ist, dass weder die Gesamteinnahmen (16,5 % des BIP) noch die Primärausgaben (15,2 % des BIP) signifikante Veränderungen verzeichnen werden, aber bei beiden wird es zur **Modifizierung ihrer Zusammensetzung** kommen.

An erster Stelle bestätigt der Haushaltsentwurf, dass die Regierung die **Steuer PAIS 2025 nicht verlängern wird**; dadurch verringern sich ihre Einnahmen im kommenden Jahr um 1,1 % des BIP. Trotzdem erwartet sie, dass die Wiederherstellung der Einkommensteuer, eine Anhebung der Exportzölle, eine Erholung der Sozialversicherungsbeiträge und die Erhöhung der Kraftstoffsteuer dazu beitragen werden, fast den gesamten Rückgang zu kompensieren. Der Umfang des prognostizierten Einnahmestiegs könnte optimistisch wirken, erklärt sich aber durch die Notwendigkeit, einen ausgeglichenen Haushaltsplan vorzuweisen.

Die Herausforderung für 2025 besteht also darin, **wo das Skalpell an den öffentlichen Ausgaben angesetzt wird**. Anders gesagt, da die stärksten Kürzungen bereits 2024 erfolgten, liegt die Schwierigkeit darin, sie in einem Wahljahr beizubehalten; in solchen Jahren steigt der Druck zur Erhöhung der öffentlichen Bauaufträge und der Übertragungen an die Provinzen. Hinzu kommt, dass die Ausgabenbegrenzung angesichts des Drucks, den die indexierten Posten ausüben, eine Änderung der Ausgabenzusammensetzung erfordern wird, wobei die Ausgaben nicht mehr so flexibel sind wie 2023. Der hauptsächliche Weg zur Einsparung wird also dem Haushaltsentwurf zufolge eine Kürzung der Wirtschaftssubventionen sein.

Der vorgelegte Haushaltsentwurf entspricht also dem, was man von einer Regierung erwarten kann, **die ständig ihre Verpflichtung zu einem Finanzgleichgewicht** als Teil ihres Wirtschaftsprogramms und als Banner ihrer Regierungspolitik **unterstreicht**. Die Verabschiedung des Haushaltsgesetzes wäre eine überaus positive Nachricht für die Regierung, nicht nur, weil es 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.

Genau dies könnte ein zentraler Punkt bei den **Verhandlungen mit dem IWF** sein. Aber eine eventuelle Ablehnung des Haushaltsgesetzes würde die Regierung nicht daran hindern, ihre Haushaltsstrategie genauso fortzusetzen wie bisher.

Außenhandel

- **Im August betrug der Handelsbilanzsaldo US\$ 1,963 Mrd. und damit US\$ 14.151 Mrd. in den ersten acht Monaten. Es handelte sich um den höchsten Überschuss für diesen Zeitraum (mindestens) seit Beginn der Serie 1992.**

- **Das Ergebnis erklärte sich durch einen prononcierten Importrückgang im Gefolge der schlechten Wirtschaftslage und – in geringerem Ausmaß – durch höhere Exporte aufgrund der Verbesserung nach der Dürre des letzten Jahres.**

- **Insgesamt könnte sich der Handelsbilanzsaldo auf mehr als US\$ 17 Mrd. belaufen. Diese Summe ist von zentraler Bedeutung für die Regierungsstrategie, bei der die Devisenkäufe zunächst zur Aufstockung der Devisenreserven und dann zur Intervention bei der Wechselkursdifferenz dienen, um die Parallelkurse des Dollars zu begrenzen und Abwertungserwartungen zu entkräften.**

Wieder Handelsbilanzüberschuss – wie lange noch?

Im August betrug der Handelsbilanzsaldo US\$ 1,963 Mrd. und damit US\$ 14.151 Mrd. in den ersten acht Monaten. Es handelte sich um den höchsten Überschuss für diesen Zeitraum (mindestens) seit Beginn der Serie 1992.

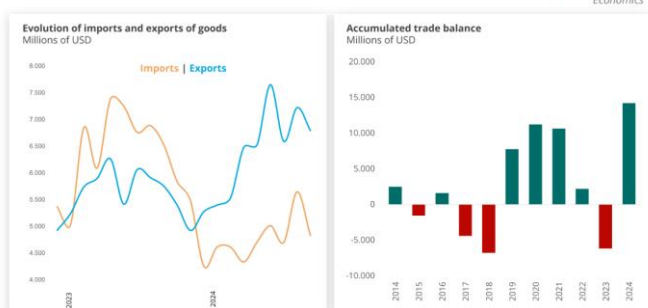
Bei der Einfuhr hielt der Rückgang auch im August an: **Die Auslandskäufe beliefen sich auf US\$ 4,830 Mrd. (-29,8 % p. a.)**. Die Abnahme beschleunigte sich um mehr als 10 Prozentpunkte im Vergleich zum Juli (-16,5 % p. a.), als ein etwas geringerer Importrückgang im Zuge der Konjunkturerholung registriert wurde. Das niedrigere Ergebnis im August hängt allerdings nicht unbedingt mit der Rezession zusammen, sondern könnte seine Ursache in der Erwartung einer Herabsetzung der Steuer PAIS (von 17,5 % auf 7,5 %) Anfang September haben. Dieser Faktor könnte zu einem Aufschub der Importe angereizt haben, die dann vorgenommen wurden, als der Steuersatz entsprechend den Ankündigungen gesenkt wurde.

10
2024

ARGENTINIEN WIRTSCHAFT

DEUTSCH-ARGENTINISCHE INDUSTRIE- UND HANDELSKAMMER

TRADE SURPLUS IN AUGUST

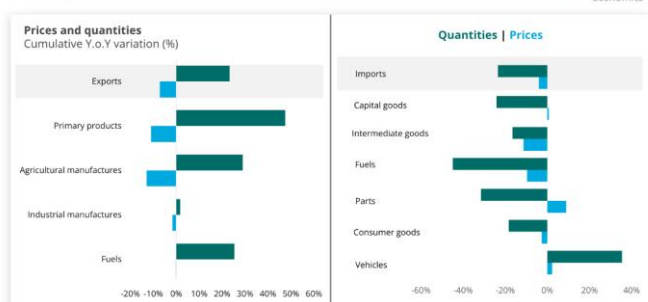


Source: Ecolatina based on INDEC

In den ersten acht Monaten des Jahres belief sich die Einfuhr insgesamt auf US\$ 38,039 Mrd. und lag um 26,3 % unter dem Wert des entsprechenden Vorjahreszeitraums. Diese Abnahme erklärt sich durch geringere Mengen (-23,5 % p. a.) und auch die Preise sanken (-4 % p. a.).

Im August verzeichneten praktisch alle großen Kapitel der Einfuhr – mit Ausnahme von PKW – wertmäßig einen Rückgang. Am stärksten war er bei Kapitalgütern (wertmäßig -37,6 % p. a.) mit einem Saldo von US\$ 723 Mio., gefolgt von Zwischengütern (-36,5 %, US\$ 1,697 Mrd.) sowie Teilen und Zubehör von Kapitalgütern (-31,0 % p. a., US\$ 1,123 Mrd.). Die Konsumgüter wiesen eine Abnahme um 18,4 % p. a. und einen Saldo von US\$ 600 Mio. auf. Der einzige Posten mit einem Anstieg war Personenkraftwagen (+1.103,1 % p. a.); der Saldo betrug in dem Monat US\$ 217 Mio.

THE QUANTITIES EXPLAIN THE SURPLUS



Source: Ecolatina based on INDEC

Die Exporte beliefen sich im August auf US\$ 6,793 Mrd. (+14,9 % p. a.) und in den ersten acht Monaten auf insgesamt US\$ 52,190 Mrd. (+14,8 % p. a.). Sowohl im August wie im bisherigen Jahresverlauf war die Preisentwicklung leicht negativ (-4,8 % p. a. im August und -7,1 % p. a. in den ersten acht Monaten), aber der Effekt wurde durch einen mengenmäßigen Anstieg nach der Dürre von 2023 überkompensiert (+20,7 % p. a. im August und +23,3 % p. a. in den ersten acht Monaten).

Alle großen Kapitel der Auslandsverkäufe wiesen im August Zuwächse auf, allerdings waren sie geringer als in den Vormonaten. Mengenmäßig verzeichneten

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

Energiehandelsbilanzüberschuss im Oktober

Auch im August verzeichnete die Energiehandelsbilanz einen Überschuss: Der Export belief sich auf US\$ 758 Mio., der Import auf US\$ 445 Mio. Dadurch entstand ein **Positivsaldo von US\$ 313 Mio.** In den ersten acht Monaten ergab sich ein Überschuss von US\$ 3,239 Mrd.: Die Ausfuhr betrug in diesem Zeitraum US\$ 6,308 Mrd. und die Einfuhr US\$ 3,069 Mrd.

Was erwarten wir für den Rest des Jahres?

Für die verbleibenden vier Monate des Jahres erwarten wir einen anhaltenden Handelsbilanzüberschuss, **der sich aber verringern wird und sogar unter US\$ 1 Mrd. pro Monat sinken könnte.**

Zwei Faktoren wirken sich zugunsten eines Importanstiegs im Rest des Jahres aus: 1) Die Herabsetzung der Steuer PAIS von 17,5 % auf 7,5 % im September dürfte Einfuhren ermutigen (damit hängt auch der Importaufschub im August zusammen); 2) trotz der negativen Zahlen im Jahresvergleich zeigt die Wirtschaft Anzeichen einer Erholung im Monatsvergleich und die Auslandskäufe haben eine prozyklische Komponente (sie sinken stärker, erholen sich aber früher und schneller als der Rest der Wirtschaft).

Es könnte sich also eine Erholung bestimmter Importsegmente ergeben, die mit Produktionsgütern verbunden sind, aufgrund der Anreize, die die Abschaffung der Einfuhrrestriktionen und die Maßnahmen zur Handelsderegulierung bieten und die auch Auslandskäufe von Konsumgütern ermutigen. Zudem wird sich in dem Maße, wie der langsame, aber konstante **Anstieg des effektiven Wechselkurses** anhält, der Importanreiz verstärken, nachdem die Abwertungserwartungen für die nächste Zeit zerstreut werden.

Bei den **Exporten** wird die Erholung nach der Dürre für im Jahresvergleich steigende Mengen sorgen, wobei sich die Rohstoffe und die Produkte landwirtschaftlichen Ursprungs gut entwickeln werden. Zudem werden die Auslandsverkäufe von Energie und Bergbauprodukten eine positive Leistung aufweisen.

Insgesamt schätzen wir, dass der Handelsbilanzüberschuss in diesem Jahr mehr als US\$ 17 Mrd. betragen könnte. Diese Summe ist von zentraler Bedeutung für die

Regierungsstrategie, bei der die Devisenkäufe zunächst zur Aufstockung der Devisenreserven und dann zur Intervention bei der Wechselkursdifferenz dienen, um die Parallelkurse des Dollars zu begrenzen und Abwertungserwartungen zu entkräften. In diesem Sinne werden wir die Entwicklung der Käufe/Verkäufe auf dem MULC, die Aufstockung der Devisenreserven und die Wechselkursdifferenz genau verfolgen, denn es handelt sich um drei Variablen, die eine Einschätzung ermöglichen, ob es ein aktuelles Risiko im Wirtschaftsprogramm gibt.

Geld- und Wechselkurspolitik

- Im September gab es viele Neuigkeiten. Auf internationaler Ebene setzte die FED den Zinssatz herab und begann formell einen Zyklus sinkender Zinssätze. In Argentinien richtete sich der Fokus auf die Wechselkursdifferenz und die Aufrechterhaltung der Käuferposition der BCRA auf dem MULC.

- Die Ergebnisse auf dem MULC im August helfen dabei, die Entwicklung im September zu verstehen. Bei einem anhaltenden Devisenverkauf der Landwirtschaft und einer geringeren Energienachfrage war der Importaufschub in Erwartung der Herabsetzung der Steuer PAIS ein Schlüsselfaktor für die Verbesserung der Leistungsbilanz der BCRA mittels Nettodevisenkauf auf dem offiziellen Devisenmarkt. Im September gab es ein hohes Devisenangebot, da die Landwirtschaft in diesem Monat den höchsten Verkauf seit 2003 verzeichnete. In geringerem Ausmaß förderte der exponentielle Anstieg der Einlagen in US-Dollar im Gefolge der Steueramnestie einen leichten Zuwachs der Dollardarlehen. Die Konsolidierung dieser Tendenz ist fundamental, wenn die Regierung ein gutes Ergebnis der Steueramnestie erwartet, das nicht nur dazu beiträgt, die Wechselkursdifferenz zu begrenzen, sondern auch die Nettodevisenreserven aufzustocken. Das könnte die Entscheidung erklären, die erste Phase (mit den höchsten Vergünstigungen) bis Ende Oktober zu verlängern. Bisher verblieb ein Großteil des Einlagenanstiegs als Bargeld in den Bankfilialen; gegen Monatsende begannen sich die Einlagen bei der BCRA zu erhöhen, was die Brutto- und liquiden Reserven erhöht.

- Aus diesen Gründen ist das Panorama auf dem MULC für die nächste Zeit nicht günstig und die Aufstockung der Devisenreserven dürfte schwieriger werden. In den verbleibenden Monaten des Jahres wird sich der genannte Effekt für die Devisennachfrage überschneiden mit dem Ende der Hochsaison des Devisenverkaufs. Damit stellt sich die Frage, wie tragfähig das aktuelle System ist, wenn der Beitrag

der Landwirtschaft entfällt, um Reserven aufzustocken und die Wechselkursdifferenz zu begrenzen.

Die Steueramnestie bringt Erleichterung für den Wechselkurs, aber bis wann?

Im September gab es viele Neuigkeiten. Auf internationaler Ebene setzte die FED (Zentralbank der USA) den Leitzinssatz um 50 Basispunkte auf 5 %-4,75 % herab, nachdem sie ihn mehr als ein Jahr lang nicht geändert hatte. Damit beendete die FED formell den 2022 begonnenen Zyklus mit Zinserhöhungen und hohen Zinsen und folgte den von den wichtigsten Zentralbanken seit Mitte 2024 eingeschlagenem Weg der Verringerung der Zinssätze.

Im Unterschied dazu hob Brasilien den Zinssatz an. Im Rahmen einer anhaltenden Inflation beschloss die Zentralbank den Leitzinssatz um einen Viertelpunkt zu erhöhen; damit beendete sie den im Juli 2023 begonnenen Zyklus von Zinssenkungen und koppelte sich von den anderen Zentralbanken der Region ab.

Diese Nachrichten wurden von der lokalen Wirtschaft zunächst positiv aufgenommen. Die Zinssenkung der FED verstärkte die günstige Entwicklung der staatlichen Schuldverschreibungen in den letzten Wochen, was zu einem Rückgang des Länderrisikos unter 1.300 Basispunkte auf den geringsten Wert seit Mai führte,

Außerdem hielt die Abkopplung der brasilianischen Zentralbank die Abwertung des Real auf. Nach einem Höchstwert von 5,7 US\$/Real (eine Abwertung um 18 % im Jahresverlauf) beträgt der Wert der brasilianischen Währung 5,5 US\$/Real und übt damit weniger Druck auf den offiziellen Wechselkurs ggü. dem wichtigsten Handelspartner Argentiniens aus.

Auf lokaler Ebene konzentrierten sich die Highlights des Monats auf die Verringerung der Wechselkursdifferenz. Die wichtigsten Dollarfinanzkurse lagen Ende September bei AR\$ 1.230 (ggü. AR\$ 1.300 Ende August); dadurch betrug die Wechselkursdifferenz etwa 26 %. Die BCRA schloss den Monat mit einem leichten Positivsaldo von US\$ 18 Mio. ab, diese Summe war höher, als noch vor einiger Zeit erwartet wurde.

Um zu verstehen, worauf wir uns dabei beziehen, ist es wichtig, die vor kurzem vom MULC veröffentlichten Zahlen über die Entwicklung im August anzusehen. Trotz der Devisenkäufe der BCRA im August wies die Leistungsbilanz des MULC ein Minus von etwa US\$ 300 Mio. auf und entsprach dem Stand des Vormonats.

Mehrere Faktoren erklären diese Ergebnisse. Einerseits setzte die Landwirtschaft ihren Devisenverkauf mit insgesamt US\$ 2,462 Mrd. fort; die wichtigsten Sektoren

verkauften seit Mai täglich mehr als US\$ 100 Mio. Das Nettoergebnis der Leistungsbilanz des Sektors belief sich auf US\$ 1,967 Mrd., womit er den größten Nettoanbieter von Devisen der lokalen Wirtschaft darstellte.

Andererseits begann sich das **Defizit der Energiebilanz** zu verringern, da die Nachfrage saisonbedingt zurückging. Dadurch entstand ein Handelsbilanzdefizit von US\$ 80 Mio., das sich auf US\$ 200 Mio. erhöht, wenn man die Überweisungen von Zinsen, Erträgen und Dividenden des Sektors berücksichtigt.

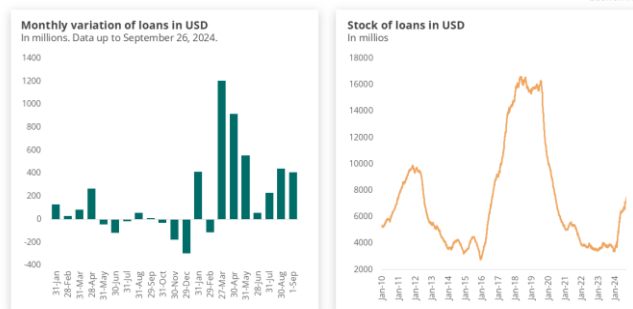
Abgesehen davon bildet die **Devisennachfrage in Stand-by** die Haupterklärung. Angesichts der Erwartung einer Herabsetzung der Steuer PAIS im September hatten die Importeure Anreize, die Auslandskäufe bis dahin aufzuschieben. Im Ergebnis betrug der Devisenabfluss für Güterimporte (unter Ausschluss von Energie) US\$ 4,5 Mrd. (dasselbe Niveau wie im Juli). Allerdings verzeichnete der Devisenbeitrag der restlichen Sektoren ein Minus in der Leistungsbilanz von US\$ 2,1 Mrd., das höchste seit Juni 2023.

US\$ 118 Mio. pro Tag. Um die Dimension zu verstehen: Gemessen in aktuellen Preisen und unter Einbeziehung der Devisenverkäufe im Rahmen des Dollar Blend war das Resultat eines der höchsten für einen September seit 2003 (mit Ausnahme von 2022, als die erste Version des Soja-Dollars in Kraft trat).

In geringerem Ausmaß schlugen im September eine bessere **Energiebilanz** aufgrund von Saisonbedingungen und ein leichter **Anstieg der Darlehen in US-Dollar** zu Buche. Angetrieben von dem Erfolg der Steueramnestie, der die Dollareinlagen allein im September um US\$ 10,7 Mrd. steigen ließ (seit Beginn der Amnestie: US\$ 11,4 Mrd.) nahm der Bestand von Dollardarlehen um ungefähr US\$ 406 Mio. zu (bis 26.9., letzter verfügbarer Wert).

LOANS ARE RECOVERING AND HAVE ROOM TO GROW

ECOLATINA
Economics



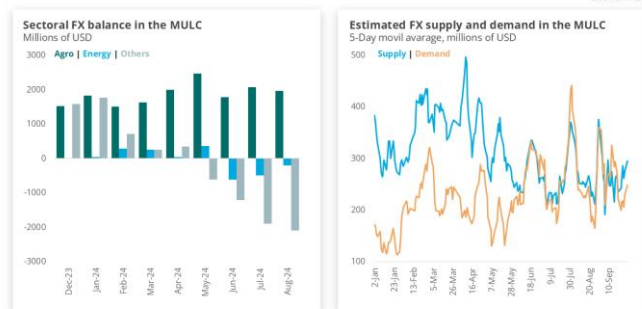
Source: Ecolatina based on BCRA.

Gerade diese gute Leistung der Steueramnestie veranlasste die Regierung, sie **bis Ende Oktober zu verlängern**. Eine solche Verlängerung bietet auch größere Chancen, dass der exponentielle Anstieg der Dollareinlagen eine substantielle Verbesserung der Devisenreserven bewirkt.

Das gute Ergebnis ermöglichte auch, die **Wechselkursdifferenz** zu verringern. Im September fiel der CCL-Kurs real auf seinen **niedrigsten Wert in sechs Jahren**. Dieses niedrige Niveau ist auch durch vorübergehende Faktoren (Zahlung der Besitzsteuer, Steueramnestie, günstige internationale Lage und die Nachfrage von Importeuren, die auf den MULC zurückkehren) beeinflusst; es gibt Anzeichen dafür, dass die Kurse eine reale „Unterschwelle“ erreicht haben könnten. Wenn diese Faktoren verschwinden, werden die Kurse wahrscheinlich eine höhere reale Schwelle suchen.

SLIGHT CURRENCY BALANCE IMPROVEMENT MAY EXTEND TO SEPTEMBER

ECOLATINA
Economics



Source: Ecolatina based on BCRA and MAE.

Auch die **lokale Finanzierung verbesserte sich**. Im August beliefen sich die erhaltenen Nettokredite auf US\$ 380 Mio.; dadurch endete das Defizit, das ab Mai zu beobachten war im Gefolge der von der BCRA verhängten Zinssenkungen und der Verringerung des Carry Trade in US-Dollar. Damit ermöglichte es die durch die lokalen Kredite bessere Kapitalbilanz, einen Teil des Defizits der Leistungsbilanz zu kompensieren.

Einige der genannten Faktoren waren auch für September relevant. Die **Devisennachfrage** stieg zwar weiter, aber in geringerem Umfang aufgrund der Anreize zum Importaufschub in Erwartung der Herabsetzung der Steuer PAIS. Dadurch wurden die Konsequenzen der Überschneidung des Zahlungssystems in vier Raten (Mai bis Juli) und in zwei Raten (August) im vergangenen Monat abgefedert.

Aber noch wichtiger war der **steigende Devisenverkauf der Landwirtschaft**. Im September beliefen sie sich auf dem MULC auf nahezu US\$ 2,5 Mrd., durchschnittlich

Abgesehen davon betrifft die relevante Frage, **wie sich die Steueramnestie potenziell auf die Nettodevisenreserven der BCRA auswirken könnte**. Lässt man den positiven, aber vorübergehenden Effekt beiseite, den sie für die Staatseinnahmen hat, wird der Erfolg der Amnestie nicht per se den Nettobestand in US-Dollar der BCRA erhöhen.

Die Wirkung **wird von der Bestimmung der Dollareinlagen abhängen**. Bisher (26.09., letzter verfügbarer Wert) bewirkte der Anstieg dieser Einlagen vor allem eine Erhöhung des Bargelds in US\$ in den Privatbanken; sie erhöhten sich um US\$ 8,8 Mrd. auf einen Bestand von US\$ 12,9 Mrd. Die Bardepots in US\$ in der BCRA stiegen um etwa US\$ 1,7 Mrd.; sie erhöhten die Brutto- und liquiden Reserven, nicht aber die Nettodevisenreserven.

In diesem Rahmen wird die Regierung nach dem Dezember ein klareres Panorama über die Wirkung der **Steueramnestie** haben. Die Personen, die sie in Anspruch genommen haben, werden, falls gewünscht, ihre Dollars abziehen können und die Banken werden über mehr Informationen für das Liquiditätsmanagement in harter Währung verfügen. Möglicherweise werden die Finanzinstitute ein stärkeres Vertrauen haben, um die Dollars bei der BCRA anzulegen und so die Brutto- und liquiden Reserven erhöhen.

Allerdings wird die Zunahme der **Darlehen in US\$** (der einzige Weg zur Erhöhung der Nettoreserven, da die Devisen aus den Darlehen auf dem MULC verkauft werden) weitgehend davon abhängen, dass die Abwertungserwartungen begrenzt werden und der Weg zur Aufhebung der Wechselkurskontrollen beibehalten wird. Der potenzielle Nutzen des Dollarzuflusses für das Finanzsystem mithilfe der Steueramnestie wird also schwerlich deutlich werden, solange nicht die Flexibilisierung der Devisenkaufbeschränkungen klarer ist.

Die Frage ist, ob die Regierung die Wechselkurskontrollen ohne eine Änderung des offiziellen Wechselkurses mit Sprengkraft aufheben kann, um eine Konvergenz der nominalen Variablen „von oben her“ zu erreichen. Für den Rest des Jahres wirkt das **Panorama auf dem MULC nicht ermutigend** wegen der steigenden Devisennachfrage, die sich mit dem Ende der Hochsaison des Devisenverkaufs überschneiden wird. Das stellt das aktuelle System auf die Probe, wenn der Beitrag der Landwirtschaft entfällt, um Reserven aufzustocken und die Wechselkursdifferenz zu begrenzen.

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

HERAUSGEBER

Deutsch-Argentinische Industrie- und Handelskammer

Av. Corrientes 327 –C1043AAD Buenos Aires

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

E-Mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar

Internet: www.ahkargentina.com.ar

Originaltext und Statistiken: Ecolatina

Koordination: Julieta Barra

Edition: Christina Keim

WICHTIGE WIRTSCHAFTSINDIKATOREN UND PROGNOSEN

	Monthly or Quarterly Indicators					Annual Indicators		
	Unit of measure	Date	Last Data	Date	Next Data	2023	2024p	2025p
Activity								
GDP	YoY %	II Q 24	-1,7	III Q 24	-4,3	-1,6	-3,5	3,6
Total Consumption	YoY %	II Q 24	-9,2	III Q 24	-6,5	1,1	-6,2	3,4
Total Investment	YoY %	II Q 24	-29,4	III Q 24	-13,6	-2,0	-17,9	9,1
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	ago.-24	4,2	sep.-24	3,6	211,4	123,5	67,0
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	sep.-24	962	oct.-24	980,6	636,5	1019,3	1636,8
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	sep.-24	1,24	oct.-24	1,24	1,8	1,2	1,2
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	ago.-24	10,3	sep.-24	12,0	16,7	17,1	17,5
Primary Expenditures	% GDP	ago.-24	8,8	sep.-24	10,3	19,6	15,6	16,1
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	ago.-24	1,5	sep.-24	1,7	-2,9	1,6	1,4
Foreign Sector								
Exports	USD BN	ago.-24	6,8	sep.-24	6,2	67	76	80
Imports	USD BN	ago.-24	4,8	sep.-24	5,3	74	58	67
Trade Balance	USD BN	ago.-24	2,0	sep.-24	0,9	-7	18	14
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	II Q 24	2,8	III Q 24	1,06	-22	3.727	-5.252
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	sep.-24	40,0	oct.-24	40,0	100,0	40,0	36,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	sep.-24	40,1	oct.-24	41,9	109,9	41,9	37,7

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources