



# 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

08/2024

Realizado por:



---

Si desea auspiciar en “Argentina Económica”, por favor póngase en contacto con  
Victoria Giannasca: [vgiannasca@ahkargentina.com.ar](mailto: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: Anuncios que no despejan las incógnitas

El último mes estuvo cargado de **anuncios y novedades en materia económica**. En cuanto a las noticias positivas para el Gobierno; la inflación continuó en niveles relativamente estables (por debajo del 5% mensual) pese al ajuste de tarifas; se alcanzó un superávit fiscal en el primer semestre por primera vez desde 2008; la actividad económica rompió la tendencia a la baja y mostró un leve repunte mensual en mayo; y los salarios continuaron recuperando terreno contra la inflación.

Sin embargo, no todo fue color de rosas: **en el plano cambiario-financiero se intensificaron las rispideces** evidenciadas desde fines de mayo: la brecha cambiaria continúa en niveles elevados, el Riesgo País no logra perforar los 1.500 puntos básicos y el BCRA encuentra mayor resistencia para recomponer Reservas pese a la liquidación de la cosecha. Dentro de los factores de riesgo, **la contención de la brecha es determinante** para el esquema actual: el desanclaje de las expectativas de devaluación afecta indirectamente las compras del BCRA, al tiempo que el traslado a precios de la suba de los dólares libres podría interrumpir el sendero de desinflación dada la relevancia que fueron adoptando en la dinámica comercial (cerca de un tercio de las importaciones se pagan vía CCL).

En consecuencia, las autoridades optaron por **recalibrar la estrategia cambiaria-monetaria** en búsqueda de contener la brecha cambiaria. Ahora bien, un obstáculo no menor era que retrotraer la baja de tasas colisionaba con el objetivo de limpiar el balance del BCRA dada la consecuente suba de los intereses que devengan los pasivos remunerados. Entonces, en primer lugar, las autoridades anunciaron una **migración de la liquidez excedente en pesos** desde los Pasos del BCRA hacia las nuevas LEFI del Tesoro (con un cupón flotante ligado a la Tasa de Política Monetaria establecida por el BCRA), en un intento por ganar margen de maniobra en el manejo de la tasa de interés sin repercusiones patrimoniales para el BCRA (lo cual abre la posibilidad a instrumentar nuevas subas en los próximos meses).

Ante una reacción negativa del mercado, las autoridades optaron por redoblar la apuesta y anunciaron el **cierre de la última canilla de emisión**: la compra de dólares en el mercado oficial. En concreto, el BCRA esterilizará la expansión de pesos por compra de USD mediante ventas en el CCL, lo cual en la práctica implica un mecanismo para **intervenir en la brecha a costas de acumular menos reservas**. Una brecha en niveles elevados amplifica

### PARA MÁS INFORMACIÓN:

No dude en comunicarse vía mail a [eyf@ecolatina.com](mailto:eyf@ecolatina.com).



los riesgos inflacionarios de una salida del CEPO, por ello, reducir la brecha resulta fundamental para aminorar los riesgos de una flexibilización de restricciones. Justamente, la primera reacción del mercado fue una marcada reducción de la brecha, en línea con el objetivo del Gobierno.

En paralelo, el BCRA negoció la reducción de los *puts* bancarios sobre los títulos públicos y estableció como nuevo parámetro un **techo a la Base Monetaria (BM)** equivalente al monto de la Base Monetaria Amplia a fines de abril (\$47,7 bn, sin quedar del todo claro si el límite es nominal o real). Si bien la autoridad aclaró que las últimas medidas le permitieron ganar “grados de libertad”, aparecen algunas inconsistencias: **a)** fijar la BM no necesariamente implica fijar la cantidad de dinero, dado que los agregados monetarios (M2 o M3, que incluyen los depósitos) son más amplios; y **b)** no es posible fijar simultáneamente la cantidad de dinero y la tasa de interés, una de las dos debe determinarse endógenamente.

La resignación de Reservas resultante de este rediseño **incrementó la incertidumbre en el mercado financiero** en cuanto a la sostenibilidad de la estrategia, lo cual impactó al alza en el Riesgo País (rozó los 1.600 puntos básicos). Como respuesta, las autoridades no sólo anunciaron que ya cuentan con los USD para hacer frente a los próximos vencimientos de intereses de los bonos públicos en USD (enero 2025), sino que también se encuentran preparando un REPO (préstamo a corto plazo) para cancelar los vencimientos de capital en caso de que se demore el acceso a los mercados internacionales.

Más allá de la conveniencia del rediseño en la estrategia monetaria, los ojos del mercado parecen estar puestos sobre el **horizonte del CEPO cambiario**. Por ende, la intervención en la brecha cambiaría sería una práctica consistente siempre y cuando se implemente en la búsqueda de “ganar tiempo” para hacer las correcciones macroeconómicas necesarias a tiempo.

Frente a este escenario, el BCRA **flexibilizó ciertas restricciones cambiarias** en un intento por dar una señal concreta al mercado en materia del desarme del CEPO. La autoridad monetaria decidió acortar los plazos de pago de las importaciones vía MULC, subir el monto que los exportadores de servicios no están obligados a liquidar y permitir que las personas que habían recibido alguna ayuda estatal o que se benefician con subsidios puedan realizar operaciones vía MEP o CCL. De esta manera, las autoridades no sólo buscan facilitar el acceso a importaciones para la reactivación económica, sino también reducir el traslado a precios del mayor costo por la calendarización de los pagos y la concertación de operaciones vía CCL.

En este contexto, persisten varios **focos de incertidumbre** pese al avance del Gobierno:

**1) ¿Hasta cuándo durará el crawling peg al 2% mensual?** Pese a la moderación inflacionaria, el crawling peg al 2% luce difícil de sostener en el mediano plazo sin generar rispideces en el frente externo.

**2) ¿Cómo y cuándo se dará el desarme del CEPO?** Claramente, las autoridades no pueden dar una fecha exacta de salida del CEPO dado que generaría distorsiones inmediatas (adelantamiento de importaciones y postergación de exportaciones). No obstante, la acumulación y el cambio constante de los requisitos a cumplir merman su credibilidad.

**3) ¿Cómo será el nuevo régimen cambiario?** Con una vista a mediano plazo, crece la incertidumbre en torno al futuro régimen cambiario una vez que se flexibilice el CEPO (competencia de monedas, dolarización endógena, fijación del TC, flotación).

**4) ¿Cómo se cubrirá el programa financiero?** Mientras el CEPO facilita el rollover de los vencimientos en pesos, la flexibilización de las restricciones resulta necesaria para reducir el Riesgo País y recuperar el acceso al mercado financiero internacional para afrontar vencimientos en moneda dura. En consecuencia, una salida del CEPO exigiría una suba de la tasa de interés en pesos para evitar mayores presiones sobre el dólar, lo cual implicaría mayor presión sobre las cuentas públicas.

En conclusión, si bien el Gobierno mostró una posición más proactiva recientemente, las preguntas de fondo continúan sin respuesta y la incertidumbre no desaparece.

### Político: ¿Llegará primero el orden económico o el desorden político?

1. Las primeras dudas en el mercado coinciden con algunas dudas en la opinión pública

*En semanas en las que el mercado mostró inquietud sobre el rumbo económico, también emergieron algunas dudas en la opinión pública (caída de imagen de Milei y del gobierno junto con reversión de expectativas).*

2. Se alteró el dólar y se alteraron las expectativas sobre el futuro económico del país y personal

*En los últimos dos meses tuvimos un deterioro de las expectativas sobre el futuro del país y personal, junto con una suerte de estancamiento en la tendencia a observar con menos dramatismo el presente.*

3. El programa político de Milei dependerá de lo que pase con su programa económico

*Como siempre o quizás más que en otras oportunidades, la dinámica económica será determinante para la consolidación del proceso político, ya que la demanda ciudadana sigue siendo económica.*

Si dividimos el ciclo de Javier Milei en trimestres, podríamos decir que este tercer trimestre que estamos atravesando, es un trimestre de ansiedad más que de ilusión, a diferencia de los primeros seis meses. Es lógico que esto sea así, dado que tanto en junio como en julio el mercado y la opinión pública han mostrado algunas señales de inquietud.

En estos dos meses, una de las variables más sensibles a la opinión pública se ha mostrado inquieta: el dólar. De hecho, esa inquietud motivó una serie de anuncios del Gobierno orientados a tratar de achicar la brecha entre los dólares paralelos y el dólar oficial. En paralelo, junio también ha sido un mes en donde la desinflación tuvo su primera pausa importante.

Las dudas del mercado sobre la sustentabilidad del programa económico, que han intentado ser despejadas por el equipo económico con anuncios de diversa índole, parecieran haber coincidido con ciertas dudas que también se vieron reflejadas en algunos indicadores de opinión pública.

La composición de imagen del presidente en junio y en julio **mostró un ligero deterioro**, tanto con caídas en la imagen positiva como con incrementos en la imagen negativa. La evaluación de desempeño del Gobierno también registró signos de deterioro en estos últimos dos meses. No obstante, el dato más significativo está asociado a **la mirada que la gente tiene del presente en comparación con el futuro y el pasado.**

Con relación al futuro de la situación económica del país, como así también el futuro de la situación económica personal, en los meses de junio y julio observamos una reversión de la dinámica que habíamos observado hasta mayo. Es decir, el optimismo sobre el futuro del país y el futuro personal cayó en los últimos dos meses, mientras que el pesimismo se incrementó en ese mismo período.

Del mismo modo, también observamos una reversión de la tendencia observada hasta mayo en la percepción que la gente tiene del presente comparándolo con el pasado. El dramatismo al comparar el presente con el pasado mostró una tendencia decreciente hasta mayo, pero se pausó en junio y julio. Dicha pausa se explicaría por un freno en el crecimiento de las personas que evaluaban positivamente la situación del presente al compararla con un 1 año atrás en el tiempo.

En definitiva, esta sincronización de la inquietud tanto del mercado como de la opinión pública pueden servirnos para

reafirmar la idea de que **la evolución de la dinámica política estará fuertemente condicionada por la evolución de la dinámica económica.**

Los escenarios de incertidumbre tienen la cualidad de ofrecer los elementos de análisis necesarios y suficientes para construir trayectorias del futuro bien disímiles. Hay incertidumbre cuando al mismo tiempo puede pensarse (con algún fundamento) en una trayectoria virtuosa de consolidación de un ciclo, o viciosa de inestabilidad de un ciclo. Algo de eso ocurre con la escena política y económica argentina de este tiempo. Pero en este contexto de incertidumbre, tenemos una certeza: **la suerte de Milei depende de la economía.**

Las trayectorias posibles de la dinámica política en este escenario de incertidumbre estarán ajustadas al devenir económico: al programa político de Milei le va a ir como le vaya al programa económico de Milei. Esta relación no es distinta a lo que planteamos en los meses previos, pero la novedad ahora es la incertidumbre acerca del “cómo” le irá al programa económica, a lo cual también se sumó el interrogante del “cuándo” le irá bien, es decir, un cálculo de tiempo. **Milei debe ordenar la economía antes que se le desordene la política.** En otras palabras, debe lograr resultados económicos concretos y sostenibles antes de que la paciencia de la gente se agote o que su capital político (apoyo popular) se esfume.

El Gobierno ha estado priorizando atender la principal demanda ciudadana: resolver la inflación. En esa línea, la desaceleración de la inflación ha sido el principal logro que el programa económico ha tenido para mostrarle a la opinión pública (el superávit pareciera ser más atractivo para mostrarle al mercado). Pero la demanda ciudadana por resolver la inflación no necesariamente se acaba con la baja de la inflación: cuando la gente reclama resolver ese problema, en realidad **está reclamando mejorar los ingresos, que es verdaderamente el anhelo social.**

Uno siente que le están resolviendo los problemas económicos si siente que su ingreso mejora y ello le permite una mejor calidad de vida. Por ello, sin bajar la inflación será difícil convencer a la gente que este es el camino correcto, **pero con sólo bajar la inflación no alcanza.** Menos aún si aquella baja está acompañada de una recesión económica que pueda generar preocupaciones más severas como la de perder el empleo (que es lo que estamos viendo).

**¿Alcanzará con lo hecho hasta aquí para ordenar la economía** (es decir, que la economía crezca de manera genuina y sustentable) **sin que se llegue a desordenar la política** (es decir, se pierdan los apoyos necesarios para garantizar control del proceso político)? Esa pareciera ser la pregunta del ahora. Saber si Milei logrará su cometido y sobrevivirá políticamente a los costos que conlleva el desafío económico. Lo sabremos en el futuro.

## ACTIVIDAD

### Repunte de la actividad económica en mayo

• El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE, que anticipa la dinámica del PIB) mostró un crecimiento mensual del 1,3% en su medición desestacionalizada, rompiendo una racha de ocho meses consecutivos de caídas. De este modo, la economía vuelve a los niveles de diciembre 2023 – enero 2024 (ya eran meses de recesión), aunque se mantiene un 3,4% por debajo del promedio de 2023.

• Si excluimos del análisis al sector externo, la demanda interna habría mostrado una caída interanual del 14,6% en mayo, sumando así seis meses consecutivos de retrocesos. Además, si excluimos a la inversión, el consumo interno también registra caídas en la zona del 14% para mayo.

• Aunque la actividad económica habría encontrado su piso en marzo-abril, esto se debe principalmente a las ramas vinculadas al sector primario, que han traccionado al resto de la economía. Ahora bien, no sólo importa el nivel en el que haga piso la economía, sino también la velocidad de recuperación y su sostenibilidad. En adelante, persistirá la heterogeneidad sectorial y será clave diferenciar la dinámica del agro en la comparación interanual.

### La actividad habría encontrado su piso

El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE, que anticipa la dinámica del PIB) mostró un crecimiento mensual del 1,3% en su medición desestacionalizada, rompiendo una racha de ocho meses consecutivos de caídas. De este modo, la economía vuelve a los niveles de diciembre 2023 – enero 2024 (ya eran meses de recesión), aunque se mantiene un 3,4% por debajo del promedio de 2023.

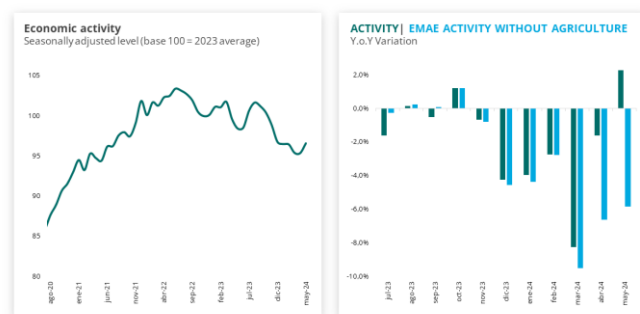
En paralelo, el EMAE mostró un **crecimiento interanual del 2,3%**, la primera variación positiva desde noviembre del 2023. No obstante, el incremento interanual se explica principalmente por el desempeño del *agro* al compararse contra la sequía del 2023: mientras el *agro* creció un 103,3% i.a., el EMAE excluyendo dicho sector mostró una caída del 5,8% i.a. (-6,6% i.a. en abril).

Si excluimos del análisis al sector externo, **la demanda interna habría mostrado una caída interanual del 14,6% en mayo**, sumando así seis meses consecutivos de retrocesos. Además, si excluimos a la inversión, el consumo interno también registra caídas en la zona del 14% para mayo.

Al interior del indicador, **9 de los 15 sectores registraron caídas** en la comparación interanual, destacándose *Construcción* (-22,1% i.a), *Industria manufacturera* (-14,2% i.a) y *Comercio mayorista, minorista y reparaciones* (-11,41% i.a). Sólo estos tres sectores le restaron 4,6 puntos porcentuales al crecimiento interanual del EMAE. Por su parte, al comparar bienes y servicios, la heterogeneidad es muy marcada: mientras que los bienes crecen 14,6% interanual (pero caen 10,3% si excluimos los productos agropecuarios), los servicios caen al 3,7% i.a.

RECOVERY OF ECONOMIC ACTIVITY IN MAY

ECOLATINA  
Economics



### ¿Qué esperamos hacia adelante?

El salto discreto inicial en el tipo de cambio oficial el año pasado, la suba del Impuesto PAIS y la corrección de precios relativos generaron una marcada aceleración inflacionaria inicial que no fue compensada por las paritarias. Como resultado, se evidenció un fuerte deterioro del poder adquisitivo a inicios del mandato, **perjudicando así la demanda interna y el consumo**. Paralelamente, la política monetaria y fiscal también adquirieron un fuerte sesgo contractivo, agravando el golpe sobre la economía real. Esta combinación de factores provocó una caída inédita en el nivel de actividad, tanto por la profundidad de la recesión como por su persistencia. Con el correr de los meses, la recomposición de los ingresos no ha sido equivalente a la caída anterior, lo que ha mantenido **estancada la demanda interna y ha impedido un rebote rápido en "V"**.

Aunque la actividad económica habría encontrado su piso en marzo-abril, esto se debe principalmente a las ramas vinculadas al sector primario, que han traccionado al resto de la economía. Ahora bien, no sólo importa el nivel en el que haga piso la economía, sino también la **velocidad de recuperación y su sostenibilidad**.

En adelante, persistirá la heterogeneidad sectorial y será clave diferenciar la dinámica del *agro* en la comparación interanual. Por un lado, la actividad primaria continuaría en franco crecimiento: **a) el sector agropecuario** recuperándose de la sequía y proyectando una cosecha alineada con el promedio de los últimos años; **b) el sector**

**energético** en expansión gracias a la producción de petróleo en Vaca Muerta; y **c)** el **sector minero** también al alza (la producción industrial minera creció 9,2% i.a. en los primeros 5 meses del año).

Sin embargo, la actividad primaria explica sólo el 15% del producto, por lo que la performance agregada de la economía dependerá más de lo que ocurra con los **sectores vinculados a la demanda interna** (industria, construcción y comercio, que en conjunto representan 40% del PIB), los cuales enfrentarán un panorama más complejo y una recuperación más lenta que el nivel general.

En este contexto, la economía pasará de verse mayormente afectada por problemas de oferta a sufrir en mayor medida la **contracción en la demanda**. Dejando atrás el efecto “**los pesos queman**”, las correcciones de las principales variables macroeconómicas y la caída del salario real implican un marcado freno al consumo frente a “**pesos que no alcanzan**”.

Justamente, si analizamos el desempeño de la economía desde la demanda son pocos los factores que podrían jugar a favor de un mejor desempeño en materia de actividad:

**1) Consumo privado** (representa casi un 70% del PIB): Necesita no sólo una recuperación del salario real y el ingreso disponible, sino también una moderación en la caída del empleo que sostenga la masa salarial.

**2) Gasto público:** Una expansión del consumo público sería contradictoria con el objetivo de consolidación fiscal, por ende, difícilmente juegue a favor.

**3) Inversión:** Podría incentivarse en ciertos sectores gracias al RIGI y una eventual salida del CEPO, aunque el impacto real no es inmediato.

**4) Exportaciones netas:** La comparación contra la sequía en 2023 aportará un diferencial positivo en 2024 para las exportaciones. A su vez, el impulso de sectores estratégicos también jugará a favor. Del mismo modo, las importaciones se mantendrán en rojo dado su vínculo procíclico con la demanda interna.

## Precios

### La baja de la inflación se sostiene como la prioridad del Gobierno

• **La inflación mensual se aceleró en junio** traccionada por la suba de tarifas. En número, la IPC Nacional relevado por el INDEC mostró una suba mensual del 4,6% en el sexto mes del año, mostrando así una aceleración 0,4 puntos porcentuales con respecto a la variación de mayo. De esta forma, la inflación mensual rompe su racha de 5 meses consecutivos desacelerándose, aunque nuevamente se ubicó por debajo de las expectativas del mercado. Con este dato, el IPC Nacional acumula una suba del 79,8% en el primer semestre del año y un incremento interanual del 271,5% a junio.

• Pese a la incertidumbre generada a principios de mes por la marcada suba en la brecha cambiaria, la inflación se habría moderado nuevamente en julio. En números, el Nivel General del IPC GBA Ecolatina registró una suba mensual de 3,9%. La desaceleración se explica principalmente por la acotada suba de los precios Regulados (3,3%), en contraste al mes previo debido a la ausencia de aumentos en tarifas. A diferencia de junio, los Alimentos y Bebidas mostraron una suba mensual del 3,6% en julio, lo cual implicó una aceleración de 0,9 puntos porcentuales contra el mes previo impulsada por las heladas a principios del mes.

• Frente al desafío de contener la brecha cambiaria y con la prioridad de bajar la inflación como sostén del apoyo político, se comprenden las recientes medidas del Gobierno en la búsqueda por contener los impactos inflacionarios por sobre la acumulación de Reservas. Ahora bien, dado que existe cierta incertidumbre en torno a la sostenibilidad y competitividad del tipo de cambio real frente a la salida del CEPO, el sendero de desinflación no será del todo creíble hasta que no se supere el proceso de unificación cambiaria en el marco de un crawling peg al 2% que luce difícil de sostener en el mediano plazo sin generar rispideces en el frente externo.

### La suba de tarifas impulsó la inflación en junio

**La inflación mensual se aceleró en junio.** En números, el IPC Nacional relevado por el INDEC mostró una suba mensual del 4,6% en el sexto mes del año, mostrando así una aceleración 0,4 puntos porcentuales con respecto a la variación de mayo. De esta forma, la inflación mensual rompe su racha de 5 meses consecutivos desacelerándose, aunque nuevamente se ubicó por debajo de las



expectativas del mercado (la mediana del REM esperaba un 5,2%). Con este dato, el IPC Nacional acumula una suba del 79,8% en el primer semestre del año y un incremento interanual del 271,5% a junio.

La suba de los precios al consumidor de junio estuvo principalmente traccionada por los ajustes en los precios **Regulados**: mostraron un incremento del 8,1% mensual 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 14,3% a nivel nacional, siendo la división con mayor aumento. Sólo este capítulo explicó 1,4 p.p. En otras palabras, la inflación se habría ubicado cómodamente por debajo del 4% en el sexto mes del año de no ser por dichos aumentos. Justamente, la medición **Núcleo** (excluye estacionales y regulados) subió un 3,7% mensual en junio, mostrando el mismo valor que en mayo.

leve aceleración respecto al mes previo, al tiempo que los precios Estacionales aumentaron 3,2% en el séptimo mes del año.

A diferencia de junio, los **Alimentos y Bebidas mostraron una suba mensual del 3,6%** en julio, lo cual implicó una aceleración de 0,9 puntos porcentuales contra el mes previo, parcialmente impulsado por las subas en las verduras, afectadas por las heladas a principios del mes, que redujeron la oferta. De esta manera, el rubro cortó una racha de 6 meses consecutivos desacelerándose.

### ¿Qué esperamos hacia adelante?

Con un gobierno que tiene como **prioridad mostrar una sostenida baja de la inflación** mes a mes y que cuenta con cierto margen fiscal, no esperamos que tengan lugar nuevos importantes aumentos tarifarios como los que se sucedieron a lo largo del primer semestre.

Por este motivo, **el principal factor que determinará la dinámica de los precios serán las distintas cotizaciones del dólar**. El *crawling peg* del tipo de cambio oficial al 2% ayuda y ayudará a este objetivo, especialmente a través de los bienes transables, algo que ya se observa en los precios mayoristas, que subieron 2,7% en el mes de junio. Además, la promesa de bajar el impuesto PAIS en septiembre al 7,5% para las importaciones de bienes colaborará en este sentido.

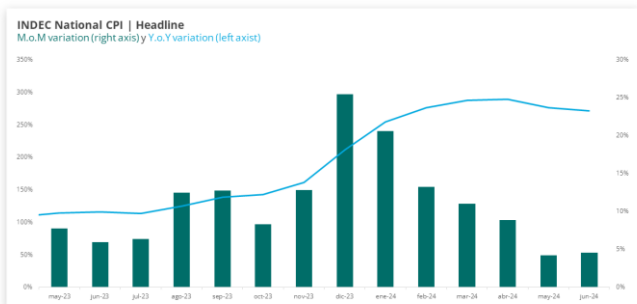
Sin embargo, tan importante como el dólar oficial son los dólares paralelos: una nueva suba en los dólares alternativos podría alimentar la **inercia inflacionaria** y complicar el objetivo oficial si el nuevo nivel no se percibe como transitorio. Hay que recordar que esta situación incrementa el dólar exportador (el 20% se vuelca a los mercados financieros), lo cual podría generar presiones al alza en productos exportables, al tiempo que podría haber impacto en productos importados, dado que, según el BCRA, un tercio de las importaciones se estarían pagando vía CCL.

Frente a este desafío es que se comprenden las recientes medidas del Gobierno en la búsqueda por **contener los impactos inflacionarios por sobre la acumulación de Reservas**. Puntualmente, el Gobierno no sólo anunció la intervención en los USD financieros para reducir la brecha (bajo el argumento del cierre de la última canilla de emisión, la compra de USD en el MULC), sino que también flexibilizó el acceso a importadores para contener el traslado a precios del mayor costo por la calendarización de los pagos por importaciones y la concertación de operaciones cambiarias vía CCL.

Por otro lado, una **eventual recuperación de la economía vía mejora del poder adquisitivo podría alimentar también la mencionada inercia inflacionaria**. Por el

INFLATION WAS 4,6% IN JUNE

ECOLATINA  
Economics



Por su parte, los **Alimentos y bebidas** (+3%) desaceleraron 1,8 p.p. El capítulo fue clave para el registro del nivel general: de excluirlo, la inflación hubiera sido del 5,2%. A su interior, se destaca la relativa calma de los alimentos frescos: las carnes aumentaron 1,5%, las Frutas cayeron 0,7% (acumulan tres meses con variaciones negativas) y las verduras crecieron "sólo" 5,7%, luego de 7 meses con registros de dos dígitos. En esta misma línea, por quinto mes consecutivo los precios de los **Bienes** (+3,1% mensual) se movieron a una velocidad considerablemente menor a la de los **Servicios** (+8,7%).

### La inflación habría vuelto a moderarse en julio

Pese a la incertidumbre generada a principios de mes por la marcada suba en la brecha cambiaria, **la inflación se habría moderado nuevamente en julio**. En este sentido, el Nivel General del IPC GBA Ecolatina registró una suba mensual de 3,8%.

La desaceleración se explica principalmente por la **acotada suba de los precios Regulados** (3,3%), en contraste al mes previo debido a la ausencia de aumentos en tarifas. Por su parte, el IPC Núcleo (4,1%) mostró una



lado de la oferta, los aumentos salariales podrían incrementar los costos operativos y, en cuanto a la demanda, la recuperación del poder de adquisitivo podría impulsar el consumo, dando un mayor espacio a las empresas para trasladar la suba de costos a los precios.

Más allá de lo expuesto y especialmente considerando la cuestión cambiaria, las dudas en torno a la sostenibilidad y competitividad del tipo de cambio real frente a la salida del CEPO todavía arroja incertidumbre acerca de la credibilidad del sendero de desinflación iniciado. Los riesgos que esto implica en el corto plazo nos inducen a pensar que el mismo no será del todo creíble hasta que no se supere el **proceso de unificación cambiaria**.

Pasada esta instancia, la desaceleración de la inflación **dependerá del grado de recesión que el gobierno necesite y esté dispuesto a sostener para disciplinar la inercia inflacionaria**. En este sentido es que se pondrá a prueba la sostenibilidad de una muy restrictiva política monetaria y su efecto real sobre las expectativas. Avances sobre apertura comercial y bajas de impuestos podrían ayudar a consolidar el proceso, pero creemos que son condiciones que, en el mejor de los casos, se discutirán en la segunda mitad del mandato.

## POLÍTICA FISCAL

### Contundente superávit fiscal ¿Qué sigue ahora?

- El Sector Público Nacional No Financiero registró en junio el sexto mes consecutivo de superávit fiscal, situación que no se evidenciaba desde 2008. Las cuentas públicas registraron un superávit primario de \$0,48 billones y, con un pago de intereses que se ubicó en \$0,25 billones, el superávit financiero resultó ser \$0,24 billones. Como resultado, el sector público acumula un superávit primario del 1,1% del PIB y un superávit financiero del 0,4% del PIB en lo que va del año.

- En sintonía con la dinámica observada en los meses previos (a excepción de mayo), la mejora de las cuentas fiscales se explicó por la continuidad en el recorte real sobre el gasto (-35,2% i.a, focalizado en las partidas sociales) que más que compensó la mayor caída en los recursos en lo que va del año (-14,7% i.a). Considerando que los tributos ligados a la actividad siguen sin dar señales de mejora, la clave para el relativo sostenimiento de los ingresos fue el impuesto PAIS.

- El contundente superávit fiscal acumulado representa un logro para el gobierno, sin embargo, en los

próximos meses no solamente se enfrentará a una estacionalidad fiscal menos favorable (especialmente en diciembre) sino también a diversas cuestiones que afectan tanto a los recursos como a los gastos y que podrían modificar el sendero fiscal esperado.

### ¿Cómo le fue al fisco en junio?

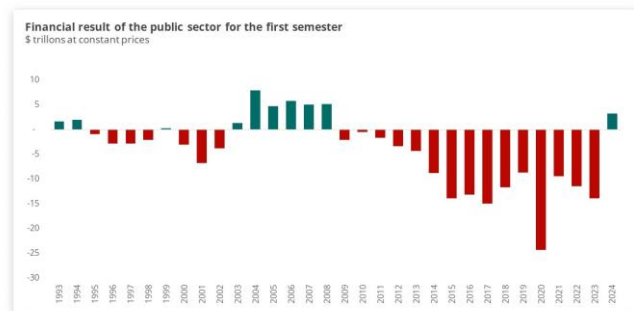
El Sector Público Nacional No Financiero registró en junio el sexto mes consecutivo de superávit fiscal, situación que no se evidenciaba desde 2008. En números, las cuentas públicas registraron un superávit primario de \$0,48 billones y, con un pago de intereses que se ubicó en \$0,25 billones, el superávit financiero resultó ser \$0,24 billones. Como resultado, el sector público acumula un superávit primario del 1,1% del PIB y un superávit financiero del 0,4% del PIB en lo que va del año.

¿Qué explicó el superávit fiscal de junio? En sintonía con la dinámica observada en los meses previos (a excepción de mayo), la mejora de las cuentas fiscales se explicó por la continuidad en el recorte real sobre el gasto (-35,2% i.a, focalizado en las partidas sociales) que más que compensó la mayor caída en los recursos en lo que va del año (-14,7% i.a). Considerando que los tributos ligados a la actividad siguen sin dar señales de mejora, la clave para el relativo sostenimiento de los ingresos fue el **Impuesto PAIS**.

Por lo tanto, el superávit fiscal acumulado en el primer semestre estuvo caracterizado por un marcado **recorte sobre el gasto público (con mayor incidencia del gasto social) y una caída en los ingresos**, mitigados por el extraordinario aporte del impuesto a las Ganancias en mayo y la ampliación del Impuesto PAIS desde el cambio de mandato. Este fue uno de los sustentos del programa fiscal en los primeros meses del año: de no ser por su aporte, el Gobierno habría mostrado un déficit financiero en el acumulado.

FINANCIAL SURPLUS FOR THE FIRST SEMESTER SINCE 2008

ECOLATINA  
Economics



### Un vistazo al interior de las cuentas públicas

Los ingresos profundizaron en junio la tendencia a la baja anotando la mayor caída real en lo que va del año, pero el gasto se contrajo lo suficiente para mostrar un resultado fiscal positivo. Además de lo mencionado respecto al **impuesto país**, los recursos se sostuvieron gracias al **impuesto a los débitos y créditos** (+1% real i.a) pero, a diferencia de los meses previos, los **Derechos de Exportación** se retiraron como fuente de recursos marcando una caída real de (-48% i.a).

En cuanto a los ingresos ligados al nivel de actividad, el **IVA** registró la mayor caída real en lo que va del año (-20% i.a), mientras que los ingresos provenientes de **Seguridad social** cayeron “apenas” 10% i.a. Dejando de lado el resultado excepcional de mayo, **Ganancias** retomó el sentido de los primeros meses y se retrajo -15,6% i.a. en términos reales.

Por su parte, y como resultado de un recorte transversal sobre las principales partidas, el **Gasto Primario registró una contracción real de -35,2% i.a**, hilando ya casi un año con consecutivas caídas reales interanuales.

Hacia el interior del mismo, las **Prestaciones Sociales** explicaron un tercio de la disminución del gasto: cayeron un -18,6% i.a real, en línea con la caída de los meses previos, pero experimentando una dinámica heterogénea en su interior. Por un lado, las Jubilaciones y Pensiones (incluyendo Pensiones No Contributivas) experimentaron una merma del 17% i.a -en términos reales-, al tiempo que las Asignaciones Familiares frenaron el ritmo de caída, contrayéndose solo un -1,2% i.a (en contraste con el -39% i.a. de mayo). En sentido opuesto, la AUH tuvo un crecimiento de +38% i.a acumulando cuatro meses en verde (explicado en gran parte por el cambio en la fórmula de movilidad y el aumento discrecional otorgado al inicio de la gestión) y las prestaciones del PAMI le ganaron a la inflación creciendo +7,7% i.a.

Por su parte, los **Subsidios Económicos** cayeron en términos reales un 74% respecto a junio de 2023 anotando la mayor caída en lo que va del año y explicando casi un tercio de la contracción del gasto. El mayor decrecimiento se observó en subsidios energéticos (-81% real i.a) en línea con un el sinceramiento tarifario llevado adelante por la actual administración. Sin embargo, vale decir que parte de esta reducción tiene su razón en la postergación de pagos, como hemos mencionado en informes anteriores.

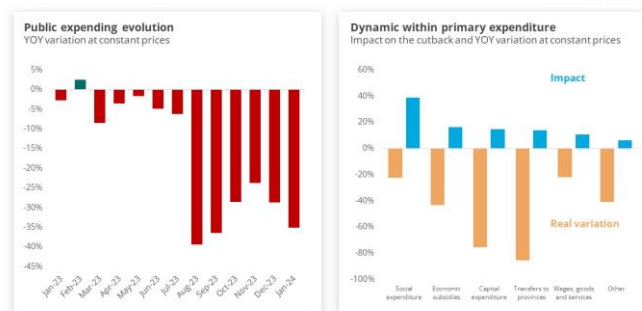
En cuanto a la negociación con los gobiernos provinciales, tanto las **Transferencias a Provincias** (corrientes y de capital) como los **Gastos de Capital** (obra pública excluyendo transferencias) mostraron otra contundente contracción real de -74%, que explicó el 22% de la caída en el gasto primario. En su interior, se destaca que el 45%

del Gasto de Capital en junio se explicó por lo destinado a Energía por parte de Nación.

Con respecto al resto de las partidas, las **Transferencias a Universidades** tuvieron un recorte real del 95%, una magnitud superior a las evidenciadas durante el confinamiento de 2020, y los **Gastos en Funcionamiento**, donde se incluyen salarios públicos, cayeron 26% i.a en términos reales. De este modo, ambas partidas anotaron el sexto mes consecutivo en baja.

#### SIGNIFICANT CUTBACK IN PUBLIC EXPENDING

ECOLATINA  
Economics



### ¿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. Es por esto que el contundente resultado financiero acumulado a mediados de año le da un **respiro** al gobierno de cara al segundo semestre.

Sin embargo, las características del ajuste implementado sobre el gasto, la dinámica que arrastra la recaudación por el contexto recesivo, la indexación de las partidas previsionales (con proyectos de Ley que podrían acentuar el impacto fiscal) y los ruidos asociados al cambio en la estrategia monetaria y cambiaria **siembran** incertidumbre **sobre la sostenibilidad**. Además, la estacionalidad del gasto y los ingresos genera mayores presiones sobre el fisco en la segunda parte del año.

Con el triunfo del oficialismo en las cámaras al aprobarse la **Ley Bases y el Paquete Fiscal** (con el texto original) se abre el interrogante de cuál será el impacto de la Ley en la recaudación de los próximos meses. A priori, luego de las reglamentaciones publicadas esperaríamos que recién en el último trimestre la Ley traiga un alivio, pero su impacto sobre los ingresos tributarios este año todavía queda por verse.

En concreto, con la recomposición de la cuarta categoría de **Ganancias** esperamos una mejora fiscal (a partir de agosto) tanto en las finanzas nacionales como provinciales ya que es un impuesto coparticipable. El **blanqueo**,

por su parte generará un ingreso excepcional, sin embargo, habrá que ver si predomina el incentivo de una menor alícuota (5%) y se exteriorizan los activos en la primera etapa que culmina en noviembre, ya que influirá lo que suceda con el régimen cambiario.

Respecto a la **moratoria previsional** (que busca regularizar las deudas tributarias, aduaneras y de seguridad social), y el **adelanto de Bienes personales** se espera que tengan un impacto positivo en la recaudación de los próximos meses ya que en ambos casos se premia el pago anticipado. No obstante, el impuesto a los bienes personales tendrá un impacto negativo sobre la recaudación en el mediano plazo debido a la baja de la alícuota.

En otro orden, habrá que seguir de cerca las resoluciones ligadas al **Impuesto PAIS**, uno de los pilares de la recaudación durante el primer semestre, aunque en algún momento deberá reducirse si se pretende salir del CEPO. Según adelantaron las autoridades se espera una reducción de la alícuota desde el 17,5% al 7,5%. De todos modos, hacia finales de año esta fuente extraordinaria de ingresos encontrará su fecha de vencimiento.

Adicionalmente, el mes pasado Diputados aprobó un **proyecto impulsado por la UCR** que eleva la recomposición inicial a las jubilaciones y, por ende, el gasto previsional. En números, si el proyecto logra su aprobación en el Senado implicaría un incremento en el gasto de 0,3 puntos porcentuales del PIB en 2024 y 0,5 puntos porcentuales del PIB en 2025. Esto ocurrió luego del cambio de la fórmula de movilidad previsional que actualiza mensualmente las prestaciones por la inflación de dos meses previos, la cual le puso un piso al ajuste sobre prestaciones, pero también un techo frente a una eventual recuperación del salario. En este contexto, el gobierno está intentando introducirle modificaciones al proyecto para mitigar el impacto fiscal, y postergó su tratamiento para agosto.

La última novedad es que el **cambio en la estrategia monetaria** que llevó a cabo el gobierno con el lanzamiento de la nueva Letras Fiscal de Liquidez (LEFI) tiene impacto en la dinámica fiscal. Si bien la estructura capitalizable de este instrumento no se refleja en un mayor pago de intereses (estos compromisos se registran por debajo de la línea), genera un aumento de las necesidades del Tesoro que deberán cubrirse con más superávit fiscal o con un mayor endeudamiento (roll-over). Además, dado que dicho cupón se encuentra en manos de la autoridad monetaria, por lo tanto, ante decisiones de suba de tasa de interés, mayores serán las exigencias para el fisco.

En resumen, el contundente superávit fiscal acumulado en este primer semestre representa un logro para el gobierno. Sin embargo, en los próximos meses no solamente se enfrentará a una estacionalidad fiscal menos

favorable (especialmente en diciembre) sino también a diversas cuestiones que afectan tanto a los recursos como a los gastos y que podrían modificar el sendero fiscal esperado.

## SECTOR EXTERNO

- El saldo comercial fue de USD 1.911 M en junio. De esta manera, se acumuló un saldo de USD 10.639 M en el primer semestre del año, observando el saldo comercial más elevado en los últimos 15 años.

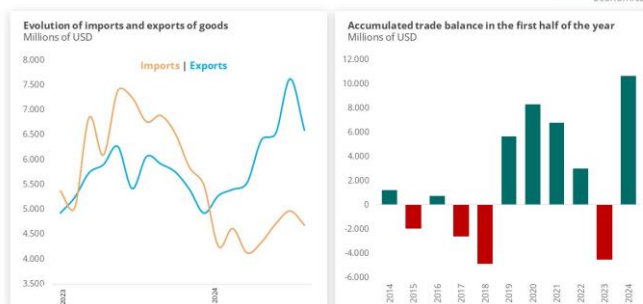
- Al igual que en los meses anteriores, el resultado se explicó por una caída muy pronunciada de las importaciones, en línea con el deterioro de la actividad económica, y en menor medida por una mejora en las exportaciones, como consecuencia de la mejora tras la sequía del 2023.

- El superávit comercial es clave en la estrategia actual del Gobierno. Sin embargo, no es lo mismo el saldo devengado publicado por el INDEC que la acumulación de Reservas mediante del BCRA en el MULC. En tal sentido, habrá que estar atentos a cómo la dinámica de las expectativas puede complejizar la recomposición de Reservas en los próximos meses.

### Primer semestre: el superávit comercial más alto de los últimos 15 años

El saldo comercial fue de USD 1.911 M en junio. De esta manera, se acumuló un superávit de USD 10.639 M en el primer semestre del año, observando el saldo comercial más elevado desde al menos los últimos 15 años. Al igual que en los meses anteriores, el resultado se explicó por una caída muy pronunciada de las importaciones, en línea con el deterioro de la actividad económica, y en menor medida por una mejora en las exportaciones, como consecuencia de la mejora tras la sequía.

TRADE SURPLUS IN THE FIRST HALF



Source: Ecolatina based on INDEC

Más en detalle, **la caída en las importaciones fue de -35,4% i.a. en el sexto mes del año (USD 4.679 M)**, acumulando USD 27.423 M en los primeros seis meses. Al interior, el deterioro se observó por una caída en las cantidades (-34,5% i.a.) como consecuencia de la caída de la demanda y la producción interna, y, en menor medida, por una contracción de los precios (-1,7%).

Del mismo modo, **todos los grandes rubros exhibieron una contracción en los valores de las compras externas**, explicado principalmente por un deterioro en las cantidades. La caída más grande se observó en Bienes Intermedios (-37,6% i.a. en valores) con un saldo de USD 1.794 M, mientras que le siguió Piezas y accesorios de bienes de capital (-37,3% i.a., USD 881 M) y Bienes de capital (-34,8% i.a., USD 606 M). Por su parte, Vehículos automotores de pasajeros cayó -33,5% i.a. (USD 146 M) y los bienes de consumo un -29,7% i.a. con un saldo de USD 468 M.

**Las exportaciones fueron USD 6.590 M en el mes (+21,7% i.a.), acumulando una suba de USD 38.062 M en el primer semestre (+13,7% i.a.)**. Al interior, la mejora se explicó por una suba en las cantidades (+30,2% i.a.), mientras que los precios jugaron a la baja (-6,6% i.a.).

**Todos los grandes rubros de las ventas externas tuvieron subas en el mes**. La suba más pronunciada se observó en el rubro de Productos Primarios (PP) con un aumento de USD 1.785 M (+40,1% i.a.). En la misma línea, las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) fueron de USD 2.544 M, reflejando un crecimiento de 16,1% i.a. A diferencia del resto de los meses del año, las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) se situaron en USD 1.633 M con una suba de 13,1% i.a. respecto al mismo mes del año anterior, explicado por una mejora en las cantidades exportadas.

#### Primer déficit comercial energético del año

**La balanza comercial energética tuvo déficit en junio**: las exportaciones fueron USD 629 M, mientras que las importaciones fueron de USD 761 M, en línea a las mayores necesidades de abastecimiento por factores estacionales debido al invierno. De esta manera, **el déficit fue de USD 132 M, revirtiendo el saldo superavitario por primera vez en once meses**. Sin embargo, el saldo comercial acumuló USD 2.712 M en el primer semestre: las exportaciones acumularon USD 4.686 M, mientras que las importaciones fueron de USD 1.974 M en los primeros seis meses del año.

#### ¿Qué esperamos para el segundo semestre?

Durante el segundo semestre esperamos una persistencia del superávit comercial, **aunque se iría achicando**

**con el transcurrir de los meses**. Respecto a las **exportaciones**, la recuperación luego de la sequía mantendrá las cantidades exportadas al alza, con un buen desempeño en los productos primarios y MOA. Además, las ventas externas energéticas y mineras seguirán mostrando una evolución positiva.

Por el lado de las **importaciones**, estimamos que seguirán en rojo producto de una fuerte caída en las cantidades: las compras externas suelen ser más sensibles en periodos de recesión económica. Sin embargo, en la medida que la recuperación de la actividad económica persista, tendrá un correlato en una mejora (o al menos desaceleración de la caída) de las compras externas. Así, podría existir una recuperación de las importaciones de determinados segmentos vinculados a bienes de consumo y a la producción, vía el incentivo extra que trae aparejado la eliminación de las restricciones a las importaciones y las medidas de desregulación del comercio.

Además, **la reciente suba en la brecha cambiaria y la apreciación del tipo de cambio real** pueden generar el incentivo a adelantar importaciones en la medida que se incrementen las expectativas de devaluación. No obstante, dicho efecto podría estar en parte moderado por el anuncio de la reducción del Impuesto PAIS desde septiembre.

Claramente, el **superávit comercial** es clave en la estrategia actual del Gobierno. Sin embargo, no es lo mismo el saldo devengado publicado por el INDEC que la acumulación efectiva de Reservas mediante las operaciones del BCRA en el MULC. En tal sentido, habrá que estar atentos a cómo la dinámica de las expectativas puede complejizar la recomposición de Reservas en los próximos meses una vez superada la liquidación de la cosecha y en el marco de mayores pagos por importaciones.

## POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

- **El mes de julio arrancó con una persistencia de las rispideces cambiarias-monetarias observadas durante el mes previo: la brecha recorría un camino al alza, el Riesgo País continuaba en niveles elevados y el BCRA encontraba dificultades para sostener las compras en el MULC. Como respuesta, las autoridades económicas intentaron tomar la iniciativa y lanzaron una reconfiguración de la estrategia cambiaria-monetaria.**

- **En concreto, el BCRA dio nuevos pasos en la denominada “segunda etapa” del plan económico: negoció la rescisión de la mayoría de los puts bancarios;**



implementó la eliminación de los pasivos remunerados al reemplazarlos con las LEFI del Tesoro; el BCRA redujo la tasa de Pases Activos; y anunció la intervención en la brecha cambiaria (bajo el argumento de cerrar la última canilla de emisión, es decir, la expansión por comprar de USD). Del mismo modo, la autoridad monetaria estableció como nuevo parámetro un techo a la Base Monetaria (BM) equivalente al monto de la Base Monetaria Amplia a fines de abril (\$47,7 bn o 9,1% del PIB). Ahora bien, más allá de la conveniencia del rediseño en la estrategia monetaria, los ojos del mercado parecen estar puestos sobre el horizonte del CEPO cambiario. Frente a este escenario, el BCRA flexibilizó ciertas restricciones cambiarias en un intento por dar una señal concreta al mercado en materia del desarme del CEPO.

• En este marco, la brecha cambiaria se estabilizó en niveles cercanos al 40%, pero el Riesgo País continúa firme por encima de los 1.500 puntos básicos. ¿A qué se debe esto? Dado que estas medidas apuntarían a reducir la demanda del CCL incentivándola a volver al MULC, daría la impresión de que el Gobierno estaría priorizando la reducción de la brecha a costas de una menor acumulación de Reservas, en línea con la decisión previa de vender USD en los mercados financieros. Claramente, la intervención en la brecha cambiaria a costas de las Reservas sería una práctica consistente siempre y cuando se implemente en la búsqueda de “ganar tiempo” para hacer las correcciones macroeconómicas necesarias a tiempo.

### Interpretando las señales

El mes de julio arrancó con una **persistencia de las rispideces cambiarias-monetarias** observadas durante el mes previo: la brecha recorría un camino al alza, el Riesgo País continuaba en niveles elevados y el BCRA encontraba dificultades para sostener las compras en el MULC. Como respuesta, las autoridades económicas intentaron tomar la iniciativa y lanzaron una **reconfiguración de la estrategia cambiaria-monetaria**.

En concreto, el BCRA dio nuevos pasos en la denominada “segunda etapa” del plan económico. En primer lugar, la autoridad monetaria **logró reducir los puts bancarios**, aceptando ofertas de rescisión de opciones de liquidez de títulos públicos nacionales por un valor total de \$13,17 billones y dejando tan sólo un monto remanente apenas superior a \$3 bn. En segundo lugar, el BCRA y el Tesoro lanzaron formalmente las LEFI, las cuales absorbieron la totalidad de los Pases por \$10,8 bn y le pusieron **fin a los pasivos remunerados**, quedando entonces la incógnita de que se hará con el resto de las LEFI no colocadas (otros casi \$10 bn) y que hoy están en poder de la autoridad monetaria.

En paralelo, el **BCRA redujo la tasa de Pases Activos** (instrumento mediante el cual las entidades le solicitan liquidez al BCRA) desde una 60% TNA hasta un 48% TNA e incorporó la oferta de Pases Activos a 7 días. Hasta el momento, dicha ventanilla prácticamente no ha sido utilizada por las entidades financieras dado el exceso de liquidez en pesos y la preferencia por operaciones entre bancos, aunque no descartamos un cambio frente a una política monetaria en proceso de reformulación.

Con estas medidas, se desprende que las autoridades pretenden no sólo mejorar el balance del BCRA, sino también **recuperar el manejo de las tasas de interés para hacer política monetaria sin sufrir pérdidas patrimoniales** como consecuencia. En tal sentido, no suena descabellado que evidenciamos una suba de tasas en caso de que lo consideren necesario. De hecho, la misma migración de pesos hacia LEFI tiene detrás un aumento marginal en la tasa para los bancos, dado que las nuevas letras del Tesoro no pagan Ingresos Brutos.

No obstante, la eliminación de pasivos tiene como contracara un **mayor endeudamiento del tesoro con privados**, un incremento en las necesidades financieras dada la mayor carga de intereses y una mayor exposición del sistema financiero al riesgo soberano. Consecuentemente, la nueva estrategia monetaria recae excesivamente en el ancla fiscal, generando **incertidumbre en torno al programa financiero** en una eventual salida del CEPO.

Ante una reacción negativa del mercado, las autoridades optaron por redoblar la apuesta y anunciaron **el cierre de la última canilla de emisión**: la compra de dólares en el mercado oficial. En concreto, el BCRA esterilizará la expansión de pesos por compra de USD mediante ventas en el CCL (por cerca de \$2,5 bn, casi USD 1.900 M al CCL actual), lo cual en la práctica implica un mecanismo para **intervenir en la brecha cambiaria a costas de acumular menos reservas**.

Una brecha en niveles elevados amplifica los riesgos inflacionarios de una salida del CEPO, por ello, **reducir la brecha resulta fundamental** aminorar los riesgos de una desarme o flexibilización de restricciones. Peor aún, la suba de la brecha podría tener implicancias inmediatas, dado que el mismo BCRA estima que un tercio de las importaciones se estarían pagando vía CCL (USD 9.300 M, representando más de la mitad del acceso al MULC y superando los USD 7.600 M que volcaron los exportadores).

Por otro lado, el BCRA dio **mayores precisiones acerca de la estrategia monetaria**. En esta segunda etapa, la autoridad monetaria estableció como nuevo parámetro un techo a la Base Monetaria (BM) equivalente al monto de la Base Monetaria Amplia a fines de abril (\$47,7 bn o

9,1% del PIB), equivalente en términos reales a la BM en agosto del 2019, previo a los controles cambiarios. Dado que hoy la BM es alrededor de \$21,4 bn, el BCRA estima que irá creciendo paulatinamente producto de una recuperación en la demanda de dinero en los próximos meses, aunque no queda del todo claro si el techo pautado es en términos reales o nominales.

Si bien la autoridad aclaró que las últimas medidas le permitieron ganar “grados de libertad”, aparecen **algunas inconsistencias:** **a)** fijar la BM no necesariamente implica fijar la cantidad de dinero, dado que los agregados monetarios (M2 o M3, que incluyen los depósitos) son más amplios; y **b)** no es posible fijar simultáneamente la cantidad de dinero y la tasa de interés, una de las dos debe determinarse endógenamente. Ahora bien, más allá de la conveniencia del rediseño en la estrategia monetaria, los ojos del mercado parecen estar puestos sobre el **horizonte del CEPO cambiario**.

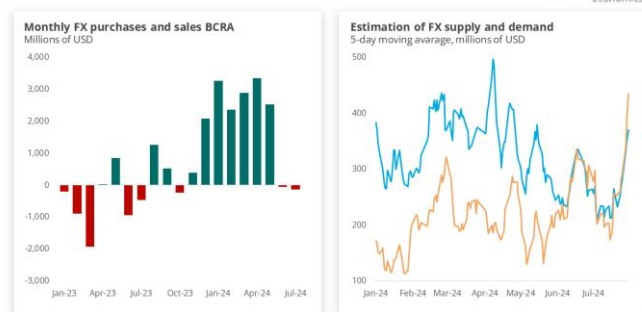
Frente a este escenario, el BCRA **flexibilizó ciertas restricciones cambiarias** en un intento por dar una señal concreta al mercado en materia del desarme del CEPO. En concreto, la autoridad monetaria decidió acortar los plazos de pago de las importaciones vía MULC, subir el monto que los exportadores de servicios no están obligados a liquidar y permitir que las personas que habían recibido alguna ayuda estatal o que se benefician con subsidios puedan realizar operaciones vía MEP o CCL. En cuanto a la primera medida (la más relevante en cuanto impacto), el esquema que mantenía un pago escalonado en cuatro cuotas mensuales del 25%, pasará desde agosto a dos cuotas mensuales del 50% a 30 y 60 días.

De esta manera, las autoridades no sólo buscan facilitar el acceso a importaciones para la reactivación económica, sino también reducir el traslado a precios del mayor costo por la calendarización de los pagos y la concertación de operaciones vía CCL (según el BCRA, cerca de un tercio de las importaciones se pagaron vía CCL). Como consecuencia, desde septiembre probablemente se evidencie una mayor demanda de USD en el MULC dado el solapamiento de los pagos escalonados.

En este marco, la brecha cambiaria se estabilizó en niveles cercanos al 40%, pero el Riesgo País continúa firme por encima de los 1.500 puntos básicos. ¿A qué se debe esto? Dado que estas medidas apuntarían a reducir la demanda del CCL incentivándola a volver al MULC, daría la impresión de que el Gobierno estaría **priorizando la reducción de la brecha a costas de una menor acumulación de Reservas**, en línea con la decisión previa de vender USD en los mercados financieros.

Claramente, la intervención en la brecha cambiaria a costas de las Reservas sería una práctica consistente siempre y cuando se implemente en la búsqueda de “ganar tiempo” para hacer las correcciones macroeconómicas necesarias a tiempo. Dado que no está del todo claro si el Gobierno pretende contener la brecha temporalmente o si aspira a un escenario más optimista de convergencia de las variables nominales, el mercado parecería haber adoptado una postura *wait and see* antes de sacar sus conclusiones.

THE BCRA SELLS FX IN LINE WITH HIGHER DEMAND

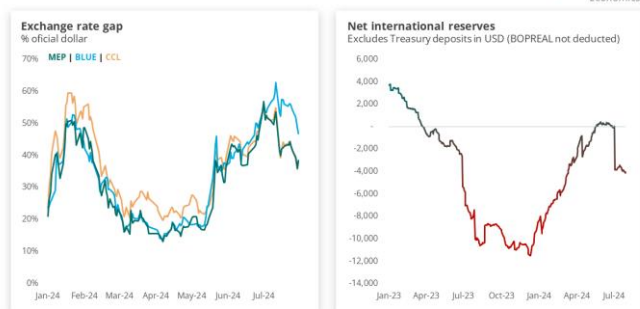
ECOLATINA  
Economics

Source: Ecolatina based on BCRA.

Justamente, la incertidumbre sigue gravitando sobre un **panorama en el MULC que luce poco alentador** y, por consiguiente, tornando más desafiante la acumulación de Reservas. Por un lado, la demanda de divisas por el pago de importaciones será ahora mayor fruto del propio diseño del esquema y su flexibilización. Asimismo, una recuperación de la actividad podría apuntalar mayores compras externas, las cuales incluso podrían ser abaratadas si la eventual baja del Impuesto PAIS no es acompañada con una nivelación del TC mayorista para compensar el efecto sobre transables.

Por otro lado, una vez superada la temporada alta de la liquidación, se abre el interrogante en torno a qué tan **sostenible es el esquema actual sin el agro** aportando USD para recomponer reservas y contener la brecha. La reducción sistemática de tasas de interés descartó la opción de acelerar el ritmo del crawling peg del 2% y, a su vez, generó más atractivos para financiarse en pesos y postergar la liquidación. Simultáneamente, el propio dólar *blend* afecta a la cantidad de divisas que po-

THE GAP STABILIZES AT THE EXPENSES OF FEWER RESERVES

ECOLATINA  
Economics

Source: Ecolatina based on BCRA and Ámbito.

dría adquirir la autoridad monetaria bajo condiciones normales e introducir modificaciones conlleva riesgos que no aseguran un influjo mayor de divisas.

*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](mailto:ahkargentina@ahkargentina.com.ar)**  
**Internet: [www.ahkargentina.com.ar](http://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	2022	2023	2024p
<b>Activity</b>								
GDP	YoY %	I Q 24	<b>-5,1</b>	II Q 24	-0,6	5,3	<b>-1,6</b>	<b>-3,5</b>
Total Consumption	YoY %	I Q 24	<b>-6,4</b>	II Q 24	-5,5	8,3	<b>1,1</b>	<b>-4,9</b>
Total Investment	YoY %	I Q 24	<b>-23,4</b>	II Q 24	-23,7	11,2	<b>-2,0</b>	<b>-17,3</b>
<b>Prices</b>								
INDEC National CPI <sup>(1)</sup>	YoY %	jun.-24	<b>4,6</b>	jul.-24	3,7	94,8	<b>211,4</b>	<b>154,0</b>
<b>Foreign Exchange</b>								
Nominal FX <sup>(1)</sup>	ARS / USD	jul.-24	<b>924</b>	ago.-24	943,1	172,9	<b>636,5</b>	<b>1363,6</b>
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	jul.-24	<b>1,27</b>	ago.-24	1,26	1,35	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>
<b>Fiscal Situation. Year Accum.</b>								
Total Incomes	% GDP	jun.-24	<b>6,8</b>	jul.-24	8,5	18,0	<b>16,7</b>	<b>17,1</b>
Primary Expenditures	% GDP	jun.-24	<b>5,7</b>	jul.-24	7,1	20,3	<b>19,6</b>	<b>15,8</b>
National Primary Balance <sup>(2)</sup>	% GDP	jun.-24	<b>1,1</b>	jul.-24	1,4	-2,4	<b>-2,9</b>	<b>1,3</b>
<b>Foreign Sector</b>								
Exports	USD BN	jun.-24	<b>6,6</b>	jul.-24	7,6	88,4	<b>67</b>	<b>77</b>
Imports	USD BN	jun.-24	<b>4,7</b>	jul.-24	5,5	81,5	<b>74</b>	<b>59</b>
Trade Balance	USD BN	jun.-24	<b>1,9</b>	jul.-24	2,0	6,8	<b>-7</b>	<b>18</b>
<b>Balance of Payments</b>								
Current Account balance	USD BN	I Q 24	<b>0,2</b>	II Q 24	2,79	-3,8	<b>-22</b>	<b>3.570</b>
<b>Interest Rates</b>								
Monetary Policy Rate <sup>(1)</sup>	%	jul.-24	<b>40,0</b>	ago.-24	40,0	75,0	<b>100,0</b>	<b>60,0</b>
Private Banks BADLAR <sup>(1)</sup>	%	jul.-24	<b>38,7</b>	ago.-24	38,5	69,4	<b>109,9</b>	<b>62,9</b>

(1)Annual Indicators. December Average

(2)Excludes SDR allocation in 2021





# 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

08/2024

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](mailto: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: Ankündigungen, die die Fragen nicht beantworten

Der vergangene Monat brachte diverse **Ankündigungen und Neuigkeiten auf wirtschaftlichem Gebiet**. Positive Nachrichten für die Regierung: Die Inflation hielt sich trotz der Anhebung der öffentlichen Dienstleistungstarife auf einem relativ stabilen Niveau (unter 5 % pro Monat); erstmals seit 2008 entstand im ersten Halbjahr ein Haushaltsüberschuss; die Wirtschaftstätigkeit war nicht rückläufig und verzeichnete im Mai eine leichte Verbesserung; die Löhne stiegen stärker als die Inflation.

Aber nicht alles war erfreulich. Im **Wechselkurs- und monetären Bereich verstärkten sich die** seit Ende Mai aufgetretenen **Spannungen**: Die Wechselkursdifferenz ist weiterhin hoch, das Länderrisiko sinkt nicht unter 1.500 Basispunkte und die BCRA trifft trotz des Verkaufs der Erntedevisen auf größere Schwierigkeiten bei dem Versuch, die Devisenreserven aufzustocken. Bei den Risikofaktoren **ist die Begrenzung der Wechselkursdifferenz ausschlaggebend** für das aktuelle System: Die Verstärkung der Abwertungserwartungen beeinträchtigt indirekt die Käufe der BCRA und gleichzeitig könnte die Übertragung der steigenden freien Dollarkurse auf die Preise den Prozess der Inflationsverringerung unterbrechen aufgrund der Bedeutung, die diese Kurse für die Handelsentwicklung erlangt haben (etwa ein Drittel der Importe werden zum CCL-Kurs bezahlt).

Deshalb optierte die Regierung dafür, **die Geld- und Wechselkursstrategie neu zu kalibrieren**, um die Wechselkursdifferenz in Grenzen zu halten. Ein wichtiges Hindernis war jedoch, dass eine Anhebung der Zinssätze mit dem Ziel kollidierte, die Bilanz der BCRA zu bereinigen, weil dadurch die fälligen Zinszahlungen für vergütete Passiva gestiegen wären. Aus diesem Grund gab die Regierung eine **Migration der überschüssigen Liquidität in Pesos** von den Terminkontrakten der BCRA hin zu den neuen LEFI der Staatskasse bekannt (mit einem floatenden Coupon, der an den von der BCRA festgelegten geldpolitischen Zinssatz gebunden ist), um Spielraum bei der Zinspolitik zu gewinnen, ohne das Vermögen der BCRA zu beeinträchtigen. (Dies eröffnet die Möglichkeit in den kommenden Monaten Anhebungen vorzunehmen).

Angesichts der negativen Reaktion des Marktes verdoppelte die Regierung den Einsatz und gab die **Schließung des letzten Hahns für die Geldemission** bekannt: des Dollarkaufs auf dem offiziellen Devisenmarkt. Die BCRA wird die Pesoexpansion durch den Dollarkauf sterilisieren mittels Verkaufs zum CCL-Kurs; das impliziert in der Pra-

### Für Weitere Informationen

wenden Sie sich bitte an:  
[eyf@ecolatina.com](mailto:eyf@ecolatina.com)



xis einen **Interventionsmechanismus bei der Wechselkursdifferenz, der geringere Möglichkeiten zur Aufstockung der Devisenreserven zur Folge hat**. Eine hohe Differenz verstärkt die Inflationsrisiken bei einer Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen; deshalb ist die Verringerung der Wechselkursdifferenz zentral, um die Risiken einer Flexibilisierung der Restriktionen abzufedern. Die erste Marktreaktion war eine deutliche Reduzierung der Differenz und entsprach so dem Ziel der Regierung.

Parallel dazu handelte die BCRA eine Reduzierung der Puts von Banken bei staatlichen Schuldverschreibungen aus. Weiterhin legte sie als neuen Parameter eine **Obergrenze für die Geldbasis** entsprechend der erweiterten Geldbasis Ende April fest (AR\$ 47,7 Billionen; unklar ist, ob es sich um einen nominalen oder realen Wert handelt). Zwar stellte die Geldbehörde klar, dass diese letzten Maßnahmen es ihr ermöglichen, über eine „größere Freiheit“ zu verfügen, werden einige Ungereimtheiten deutlich: a) die Geldbasis festzulegen bedeutet nicht notwendigerweise, die Menge des Geldes festzulegen, da die Geldmengen (M2 und M3, die Einlagen einschließen) breiter sind; b) es ist nicht möglich, gleichzeitig die Menge des Geldes und den Zinssatz zu definieren, denn eine der beiden Variablen muss endogen bestimmt werden.

Der Verlust von Devisenreserven im Gefolge dieser Neudefinition **verstärkte die Ungewissheit auf dem Finanzmarkt** hinsichtlich der Tragfähigkeit der Strategie; diese bewirkte einen Anstieg des Länderrisikos (auf fast 1.600 Basispunkte). Die Regierung reagierte mit der Ankündigung, dass sie bereits über die Dollar verfügt, um den nächsten Zinsfälligkeiten von öffentlichen Schuldverschreibungen in US\$ (Januar 2025) nachzukommen und dass sie ein REPO (kurzfristiges Darlehen) vorbereitet, um die Kapitaltilgungen zu gewährleisten, sollte sich der Zugang auf die internationalen Märkte verzögern.

Abgesehen von der Zweckmäßigkeit der Neudefinition der monetären Strategie scheint sich die Aufmerksamkeit des Marktes auf die **Dauer der Devisenerwerbsbeschränkungen** zu richten. Deshalb wäre die Intervention bei der Wechselkursdifferenz eine konsistente Praxis, vorausgesetzt, sie wird angewendet, um „Zeit zu gewinnen“, um die erforderlichen makroökonomischen Korrekturen rechtzeitig vornehmen zu können.

Angesichts dieses Szenarios **flexibilisierte die BCRA gewisse Devisenrestriktionen** in dem Versuch, dem Markt ein konkretes Signal in Richtung Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen zu geben. Die Geldbehörde entschied, die Fristen für die Bezahlung von Importen über den MULC zu verringern, die Summe der Devisen, die Dienstleistungsexporteure nicht eintauschen müssen, zu erhöhen und dass Personen, die eine staatliche Unterstützung oder Subventionen erhalten haben, Geschäfte mit dem MEP oder CCL tätigen dürfen. Damit

wollen die Behörden nicht nur den Zugang zu Importen zur Ankurbelung der Wirtschaft erleichtern, sondern auch die Übertragung der höheren Kosten im Gefolge der Fristen für Zahlungen und die Vereinbarung von Geschäften zum CCL-Kurs reduzieren.

Trotz der Erfolge der Regierung bestehen verschiedene **Unsicherheitsfokusse** weiter:

**1) Wie lange ist das Crawling Peg von 2 % pro Monat zu halten?** Trotz der Inflationsverringerung erscheint das Crawling Peg von 2 % mittelfristig nur schwer zu halten zu sein, ohne dass Spannungen in der Außenwirtschaft auftreten.

**2) Wie und wann werden die Devisenerwerbsbeschränkungen beendet?** Natürlich kann die Regierung kein exaktes Datum angeben, da dies zu unmittelbaren Verzerrungen führen würde (Vorziehen von Importen und Aufschub von Exporten). Aber die Anhäufung und die konstante Änderung der erforderlichen Bedingungen untergraben die Glaubwürdigkeit.

**3) Wie wird das neue Wechselkurssystem aussehen?** Im Hinblick auf die mittelfristige Entwicklung steigt die Ungewissheit über das neue Wechselkurssystem nach Flexibilisierung der Devisenerwerbsbeschränkungen (Währungswettbewerb, endogene Dollarisierung, Festlegung des Wechselkurses, Floaten).

**4) Wie wird das Finanzprogramm eingehalten?** Während die Devisenerwerbsbeschränkungen den Roll-over bei fälligen Schuldverschreibungen in Pesos erleichtern, ist die Flexibilisierung der Restriktionen erforderlich, um das Länderrisiko zu verringern und wieder Zugang zum internationalen Finanzmarkt zu erhalten, um die fälligen Zahlungen in harter Währung leisten zu können. Deshalb erfordert eine Beendigung der Devisenerwerbsbeschränkungen eine Anhebung der Zinssätze in Pesos, um einen stärkeren Druck auf den Dollarkurs zu vermeiden, der seinerseits einen stärkeren Druck auf die Staatsfinanzen ausüben würde.

Zusammenfassend ist festzuhalten: Zwar zeigte die Regierung in letzter Zeit eine stärker proaktive Haltung, aber Antworten auf die grundlegenden Fragen stehen noch aus und die Ungewissheit bleibt bestehen.



## Politik: Was kommt zuerst: Die Ordnung der Wirtschaft oder die politische Unordnung?

1. *Die ersten Zweifel des Markts fallen mit Zweifeln der öffentlichen Meinung zusammen*

*In den Wochen, in denen der Markt Unruhe hinsichtlich des wirtschaftspolitischen Kurses zeigte, wurden auch Zweifel in der öffentlichen Meinung (schlechteres Image von Milei und der Regierung bei gleichzeitiger Umkehr der Erwartungen) sichtbar.*

2. *Änderung beim Dollar und Änderung der Erwartungen über die künftige Lage der Wirtschaft und der persönlichen Wirtschaftssituation*

*In den letzten beiden Monaten verschlechterten sich die Erwartungen über die Zukunft Argentiniens und die persönliche Situation. Gleichzeitig stagnierte die Tendenz, die Gegenwart mit einer geringeren Dramatik wahrzunehmen.*

3. *Das politische Programm von Milei hängt von der Entwicklung seines Wirtschaftsprogramms ab*

*Wie immer – und vielleicht stärker als sonst – ist die Wirtschaftsentwicklung ausschlaggebend für die Konsolidierung des politischen Prozesses, denn die Hauptforderungen der Bürger sind wirtschaftlicher Art.*

Wenn wir den Zyklus von Milei in Quartale unterteilen, können wir feststellen, dass das aktuelle dritte Quartal im Unterschied zum ersten Halbjahr stärker durch Nervosität als durch Hoffnung gekennzeichnet ist. Das ist logisch, da im Juni und Juli der Markt und die öffentliche Meinung Signale von Unruhe aufwiesen.

In diesen beiden Monaten erwies sich eine der für die öffentliche Meinung sehr sensible Variable als sehr unruhig: der Dollar. Diese Unruhe war die Ursache für eine Reihe von Regierungsankündigungen mit dem Ziel, die Differenz zwischen den parallelen und dem offiziellen Dollarkurs zu verringern. Parallel dazu entstand im Juni die erste wichtige Pause bei der Inflationsreduzierung.

Die Zweifel des Marktes an der Tragfähigkeit des Wirtschaftsprogramms, die vom Wirtschaftsteam durch verschiedene Ankündigungen zu beseitigen versucht wurden, scheinen einhergegangen zu sein mit gewissen Zweifeln, die sich in einigen Indikatoren der öffentlichen Meinung spiegelten.

Die Zusammensetzung des Images des Präsidenten **wies** im Juni und Juli eine **leichte Verschlechterung** auf, wobei das positive Image sank und das negative Image zunahm.

Auch die Bewertung der Regierungstätigkeit verschlechterte sich in den letzten Monaten. Der wichtigste Indikator ist jedoch die **Meinung der Bürger über die Gegenwart im Vergleich zur Zukunft und zur Vergangenheit**.

Bzgl. der Zukunft der Wirtschaftslage des Landes und der persönlichen wirtschaftlichen Situation war im Juni und Juli eine Umkehrung der bis Mai registrierten Entwicklung zu beobachten. In den beiden letzten Monaten verringerte sich der Optimismus hinsichtlich der künftigen Lage des Landes und der persönlichen Situation, während sich der Pessimismus verstärkte.

Auch bei dem Vergleich der gegenwärtigen Lage mit der Vergangenheit kehrte sich die bis Mai herrschende Tendenz um. Die Dramatik beim Vergleich der Gegenwart mit der Vergangenheit verzeichnete bis Mai eine abnehmende Tendenz, die sich jedoch im Juni und Juli nicht fortsetzte. Dies erklärt sich durch einen geringeren Anstieg der Zahl der Personen, die die aktuelle Lage ggü. der Situation vor einem Jahr positiv einschätzten.

Diese synchrone Entwicklung der Unruhe des Marktes und der öffentlichen Meinung unterstützen die Auffassung, **dass die Entwicklung der politischen Dynamik sehr stark durch die Wirtschaftsentwicklung bedingt ist**.

Die Unsicherheitsszenarien bieten notwendige und ausreichende Analyseelemente, um unterschiedliche künftige Entwicklungen zu prognostizieren. Ungewissheit existiert, wenn man gleichzeitig (mit einem gewissen Fundament) eine günstige Konsolidierung des Zyklus oder eine negative Instabilität des Zyklus erwarten kann. Davon trifft einiges auf die aktuelle politische und wirtschaftliche Szene zu. Aber inmitten dieser Ungewissheit, haben wir eine Sicherheit: **Das Schicksal Mileis hängt von der Wirtschaft ab**.

Die möglichen Verläufe der politischen Dynamik in diesem Szenario von Ungewissheit werden von der Wirtschaftsentwicklung bestimmt: Dem politischen Programm Mileis wird es so ergehen, wie es seinem Wirtschaftsprogramm ergeht. Diese Beziehung hat sich gegenüber dem, was wir in den Vormonaten gesagt haben, nicht verändert. Neu ist dagegen die Ungewissheit darüber, wie es dem Wirtschaftsprogramm ergehen wird in Kombination mit der Frage, wann es positive Ergebnisse erzielen wird, also eine Zeitfrage. **Milei muss die Wirtschaft ordnen, bevor die Politik in Unordnung gerät**. Anders gesagt, er benötigt konkrete und nachhaltige ökonomische Resultate, bevor die Menschen die Geduld verlieren oder sich sein politisches Kapital (Unterstützung in der Bevölkerung) auflöst. Die Regierung hat der Beantwortung der wichtigsten Forderung der Bürger – Lösung des Inflationsproblems – Priorität gegeben. In diesem Sinne war der Inflationsrückgang der Haupterfolg, den das Wirtschaftsprogramm der öffentlichen Meinung vorzeigen konnte (der Haushaltsüberschuss scheint dagegen eher für den Markt attraktiv zu

sein). Aber die Forderung der Bürger nach einer Lösung des Inflationsproblems ist nicht unbedingt mit einer geringeren Inflation beantwortet: **Dahinter steht die sozial wichtige Forderung nach einer Einkommensverbesserung.**

Man hat dann das Gefühl, dass die wirtschaftlichen Probleme gelöst werden, wenn man merkt, dass sich das Einkommen verbessert und eine bessere Lebensqualität ermöglicht. Deshalb wäre es zwar schwierig, ohne eine Inflationsenkung die Menschen davon zu überzeugen, dass der eingeschlagene Weg richtig ist, **aber es reicht nicht aus, nur die Inflation zu reduzieren.** Und insbesondere dann nicht, wenn dieser Rückgang verbunden ist mit einer Rezession, die stärkere Sorgen verursachen kann, beispielsweise hinsichtlich eines möglichen Verlusts des Arbeitsplatzes (was derzeit zu beobachten ist).

**Genügt das bisher Erreichte, um die Wirtschaft zu ordnen** (d.h. dass die Wirtschaft genuin und nachhaltig wächst), **ohne dass die Politik in Unordnung gerät** (d.h., dass die für die Kontrolle des politischen Prozesses erforderliche Unterstützung verloren geht)? Diese Frage scheint sich jetzt zu stellen: Wird Milei sein Ziel erreichen und politisch die Kosten der wirtschaftlichen Herausforderung überleben? Die Zukunft wird es zeigen.

## Wirtschaftskonjunktur

### Anstieg der Wirtschaftstätigkeit im Mai

- **Der Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit (EMAE), der die BIP-Entwicklung vorwegnimmt, stieg im Mai saisonbereinigt um 1,3 %, nachdem er acht Monate in Folge rückläufig war. Damit erreichte die Wirtschaft wieder das Niveau von Dezember 2023 – Januar 2024 (die bereits Rezessionsmonate waren), lag aber um 3,4 % unter dem Durchschnittswert von 2023.**

- **Unter Ausschluss des Außenhandels dürfte die Binnennachfrage im Mai um 14,6 % p.a. gesunken sein und verzeichnete damit sechs Monate in Folge mit rückläufiger Tendenz. Schließt man die Investitionen aus, wies die Binnennachfrage im Mai einen Rückgang um etwa 14 % auf.**

- **Zwar dürfte die Wirtschaft im März/April die Talsohle erreicht haben, aber das ist in erster Linie den mit dem Rohstoffsektor verbundenen Branchen zu verdanken, die die restliche Wirtschaft mit sich zogen. Allerdings spielt nicht nur das Niveau der Talsohle eine Rolle, sondern auch die Geschwindigkeit und Nachhaltigkeit der Erholung. Wenn die Heterogenität zwischen den Sektoren anhält, wird es künftig wichtig**

**sein, die Entwicklung der Landwirtschaft im Vergleich zum Vorjahr gesondert zu analysieren.**

### Die Talsohle dürfte erreicht sein

Der **Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit (EMAE)**, der die BIP-Entwicklung vorwegnimmt, **stieg** im Mai **saisonbereinigt um 1,3 %**, nachdem er acht Monate in Folge rückläufig war. Damit erreichte die Wirtschaft wieder das Niveau von Dezember 2023 – Januar 2024 (die bereits Rezessionsmonate waren), lag aber um 3,4 % unter dem Durchschnittswert von 2023.

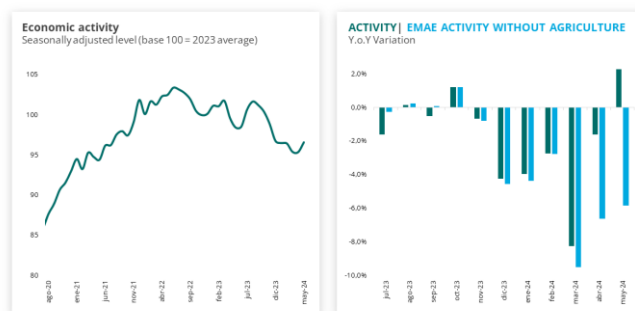
**Im Vergleich zum Vorjahr zog der EMAE um 2,3 % an**; es handelte sich um die erste positive Variation seit November 2023. Allerdings ist dieser Zuwachs in erster Linie dem Anstieg der Landwirtschaftsproduktion ggü. der Dürre von 2023 zu verdanken. Während die Landwirtschaft um 103,3 % p.a. wuchs, verzeichnete der EMAE ohne diesen Sektor einen Rückgang um 5,8 % p.a. (im April betrug er 6,6 % p.a.).

Unter Ausschluss des Außenhandels **dürfte die Binnennachfrage im Mai um 14,6 % p.a. gesunken sein** und verzeichnete damit sechs Monate in Folge mit rückläufiger Tendenz. Schließt man die Investitionen aus, wies die Binnennachfrage im Mai einen Rückgang um etwa 14 % auf.

Schlüsselt man den Indikator auf, **verzeichneten 9 der 15 Sektoren eine Abnahme** ggü. dem Vorjahr; hervorzuheben sind das *Baugewerbe* (-22,1 % p.a.), die *verarbeitende Industrie* (-14,3 % p.a.) sowie *Groß- und Einzelhandel und Reparaturen* (-11,41 % p.a.). Allein diese drei Sektoren waren für 4,6 Prozentpunkte des Rückgangs des EMAE verantwortlich. Beim Vergleich zwischen Güterproduktion und Dienstleistungen ist die heterogene Entwicklung sehr auffallend: Während die Güterproduktion um 14,6 % p.a. anzog (allerdings ohne Landwirtschaftsprodukte um 10,3 % p.a. abnahm), schrumpften die Dienstleistungen um 3,7 % p.a.

RECOVERY OF ECONOMIC ACTIVITY IN MAY

ECOLATINA  
Economics



**Was ist für die nächste Zeit zu erwarten?**

Der abrupte Anstieg des offiziellen Dollarkurses im vergangenen Jahr, die Anhebung der Steuer PAIS und die Korrektur der relativen Preise bewirkten eine deutliche Inflationsbeschleunigung, die durch die Tarifabschlüsse nicht kompensiert wurde. Dadurch sank die Einkommenskaufkraft am Beginn der Amtszeit deutlich und **beeinträchtigte so die Binnennachfrage und den Konsum**. Parallel dazu erhielten die Geld- und Währungspolitik einen stark kontraktiven Charakter, was den Schlag für die Realwirtschaft verschlimmerte. Diese Kombination von Faktoren verursachte einen nie dagewesenen Rückgang der Wirtschaftstätigkeit hinsichtlich des Umfangs und der Dauer der Rezession. Im Verlauf der Monate kompensierte die Einkommenserhöhung nicht den vorhergehenden Verlust; dadurch **stagnierte die Binnennachfrage und verhinderte eine rasche Konjunkturverbesserung in Form einer „V“**.

Zwar dürfte die Wirtschaft im März/April die Talsohle erreicht haben, aber das ist in erster Linie den mit dem Rohstoffsektor verbundenen Branchen zu verdanken, die die restliche Wirtschaft mit sich zogen. Allerdings spielt nicht nur das Niveau der Talsohle eine Rolle, sondern auch die **Geschwindigkeit und Nachhaltigkeit der Erholung**.

Wenn die Heterogenität zwischen den Sektoren anhält, wird es künftig wichtig sein, die Entwicklung der Landwirtschaft im Vergleich zum Vorjahr gesondert zu analysieren. Einerseits wird der **Rohstoffsektor** wachsen: a) Die Land- und Viehwirtschaft wird sich von der Dürre erholen und lässt eine Ernte entsprechend dem Durchschnitt der letzten Jahre erwarten; b) der **Energiesektor** befindet sich dank Vaca Muerta in Expansion; c) auch der **Bergbau** verzeichnet einen Zuwachs (die industrielle Bergbauproduktion stieg in den ersten fünf Monaten des Jahres um 9,2 % p.a.).

Allerdings macht der Primärsektor nur 15 % des BIP aus. Deshalb hängt die aggregierte Entwicklung der Wirtschaft mehr davon ab, was in den **von der Binnennachfrage abhängigen Sektoren** geschieht (Industrie, Baugewerbe, und Handel, die zusammen 40 % des BIP ausmachen). Sie stehen vor einem schwierigeren Panorama und einer Erholung, die langsamer ausfallen wird als das allgemeine Niveau.

In diesem Kontext wird die Wirtschaft nicht länger durch Angebotsprobleme beeinträchtigt sein, sondern stärker unter der **sinkenden Nachfrage** leiden. Nach dem Effekt „**die Pesos brennen**“, bewirken die Korrekturen der wichtigsten makroökonomischen Variablen und der Verfall des Reallohns eine deutliche Konsumbremsung im Gefolge des Effekts „**die Pesos reichen nicht aus**“.

Analysiert man die Wirtschaftsentwicklung unter dem Blickpunkt der Nachfrage, gibt es nur wenige Faktoren,

die sich zugunsten einer besseren Dynamik auswirken könnten:

**1) Privater Konsum** (repräsentiert etwa 70 % des BIP): Er erfordert nicht nur eine Erholung des Reallohns und des verfügbaren Einkommens, sondern auch einen geringen Verlust an Arbeitsplätzen, um die Lohnmenge zu halten.

**2) Staatsausgaben:** Eine Erhöhung des öffentlichen Konsums würde dem Ziel der Haushaltskonsolidierung widersprechen und hätte deshalb wohl kaum eine positive Wirkung.

**3) Investitionen:** Sie könnten in gewissen Sektoren aufgrund von RIGI und durch eine eventuelle Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen gefördert werden, aber die reale Wirkung ist nicht unmittelbar.

**4) Nettoexporte:** Der Vergleich mit der Dürre 2023 ergibt einen Positivsaldo für die Exporte im laufenden Jahr. Auch der Impuls strategischer Sektoren wird sich günstig auswirken. Aufgrund ihrer prozyklischen Beziehung zur Binnennachfrage werden die Importe auch weiterhin sinken.

## Preise

### Die Inflationsbekämpfung ist weiterhin die Priorität der Regierung

• Aufgrund der Anhebung der öffentlichen Dienstleistungstarife beschleunigte sich die Monatsinflation im Juni. Der vom INDEC erstellte nationale Verbraucherpreisindex verzeichnete einen Anstieg um 4,6 %, also 0,4 Prozentpunkte mehr als im Mai. Dadurch wurde die rückläufige Tendenz, die fünf Monate in Folge anhielt, unterbrochen. Allerdings lag der Wert auch weiterhin unter den Markterwartungen. Im ersten Halbjahr zog der nationale Verbraucherpreisindex um 79,8 % an; im Vergleich zum Vorjahr betrug die Inflation im Juni 271,5 %.

• Trotz der Ungewissheit zu Monatsbeginn im Gefolge der steigenden Wechselkursdifferenz dürfte die Inflation im Juni erneut gesunken sein. Das allgemeine Niveau des Verbraucherpreisindex für den Großraum Buenos Aires von Ecolatina betrug 3,9 %. Der geringere Anstieg erklärt sich vor allem durch die begrenzte Anhebung der staatlich regulierten Preise (3,3 %), da im Juli die Tarife nicht erhöht wurden. Das Kapitel Nahrungsmittel und Getränke wies im Juli eine Zunahme um 3,6 % auf, das waren 0,9 Prozentpunkte mehr als im Vormonat. Der Grund dafür waren die Fröste zu Monatsbeginn.



• Angesichts der Herausforderung, die Wechselkursdifferenz zu begrenzen, und der Priorität für die Inflationsenkung als Tragsäule der politischen Unterstützung der Regierung werden die jüngsten Maßnahmen verständlich, bei denen der Inflationsbekämpfung Vorrang vor der Devisenaufstockung eingeräumt wurde. Da allerdings eine gewisse Ungewissheit über die Tragfähigkeit und die Wettbewerbsfähigkeit des effektiven Wechselkurses im Hinblick auf eine mögliche Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen besteht, ist der Prozess der Inflationsverringerung nicht völlig glaubhaft, solange die Wechselkursvereinheitlichung nicht abgeschlossen ist. Gleichzeitig dürfte das Crawling Peg von 2 % mittelfristig nur schwer zu halten sein, ohne Probleme im Außenwirtschaftsbereich zu verursachen.

### Die Tarifierhebungen trieben die Inflation im Juni in die Höhe

Aufgrund der Anhebung der öffentlichen Dienstleistungstarife **beschleunigte sich die Monatsinflation im Juni**. Der vom INDEC erstellte nationale Verbraucherpreisindex verzeichnete einen Anstieg um 4,6 %, also 0,4 Prozentpunkte mehr als im Mai. **Dadurch wurde die rückläufige Tendenz, die fünf Monate in Folge anhielt, unterbrochen**. Allerdings lag der Wert auch weiterhin unter den Markterwartungen. Im ersten Halbjahr zog der nationale Verbraucherpreisindex um 79,8 % an; im Vergleich zum Vorjahr betrug die Inflation im Juni 271,5 %.

Die Verbraucherpreissteigerungen im Juni waren in erster Linie auf die höheren **regulierten Preise** zurückzuführen: Sie erhöhten sich um 8,1 % pro Monat im Gefolge der Anhebung der Tarife von öffentlichen Dienstleistungen, privaten Krankenversicherungen, Telefonie und schulischer Bildung. Das Kapitel **Wohnung, Wasser, Strom, Gas und andere Kraftstoffe** zog auf nationaler Ebene um 14,3 % an und bildete damit das Kapitel mit dem höchsten Anstieg. Anders gesagt: Ohne diese Preissteigerungen hätte die Inflation im Juni bequem unter 4 % gelegen. Die **Kerninflation** (die Saison- und regulierte Preise ausschließt) betrug 3,7 % pro Monat und wies denselben Wert wie im Mai auf.

Dagegen verlangsamte sich die Inflation bei **Nahrungsmitteln und Getränken** (+3 %) um 1,8 Prozentpunkte. Dieses Kapitel war zentral für das allgemeine Niveau: ohne es hätte sich die Inflation auf 5,2 % p.a. belaufen. Hervorzuheben ist die relative Ruhe bei frischen Nahrungsmitteln: Die Fleischpreise erhöhten sich um 1,5 %, die Obstpreise sanken um 0,7 % (drei Monate in Folge mit rückläufiger Tendenz) und die Gemüsepreise zogen nach 7 Monaten mit zweistelligen Werten „nur“ um 5,7 % an. Auch der Anstieg der **Güterpreise** (+3,1 % pro Monat) war deutlich geringer als derjenige bei **Dienstleistungen** (+8,7 % p.a.)

### Die Inflation dürfte im Juli gesunken sein

Trotz der Ungewissheit zu Monatsbeginn im Gefolge der steigenden Wechselkursdifferenz **dürfte die Inflation im Juni erneut gesunken sein**. Das allgemeine Niveau des Verbraucherpreisindex für den Großraum Buenos Aires von Ecolatina betrug 3,9 %.

Der geringere Anstieg erklärt sich vor allem durch die **begrenzte Anhebung der staatlich regulierten Preise** (3,3 %), da im Juli die öffentlichen Dienstleistungstarife nicht erhöht wurden. Der Index IPC Núcleo (Kerninflation) verzeichnete mit 4,4 % eine leichte Steigerung im Vergleich zum Vormonat und die Saisonpreise zogen um 3,2 % an.

Im Unterschied zum Juni wies das **Kapitel Nahrungsmittel und Getränke im Juli eine Zunahme um 3,6 %** auf, das waren 0,9 Prozentpunkte mehr als im Vormonat. Dies war teilweise auf die Preissteigerungen bei Gemüse im Gefolge der Fröste zu Monatsbeginn zurückzuführen, die das Angebot verknappten. Dadurch endete bei diesem Kapitel eine sechsmonatige Serie mit rückläufiger Tendenz.

### Was steht zu erwarten?

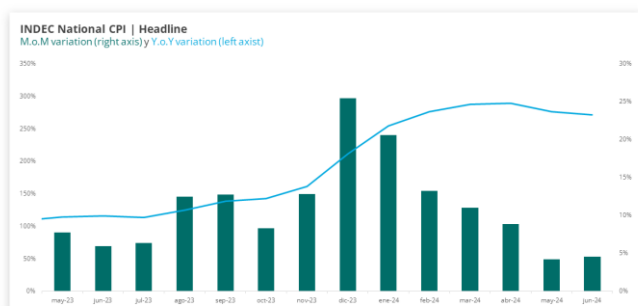
Angesichts der **Regierungspriorität**, Monat für Monat einen **anhaltenden Inflationsrückgang** vorzuweisen, und der Existenz eines gewissen Haushaltsspielraums erwarten wir keine umfangreichen neuen Tarifierhebungen wie im Verlauf des ersten Halbjahrs.

Deshalb **werden für die Preisentwicklung die verschiedenen Dollarkurse ausschlaggebend sein**. Das Crawling Peg des offiziellen Dollarkurses von 2 % unterstützt dieses Ziel, und zwar hauptsächlich über die international handelbaren Güter, was bereits bei den Großhandelspreisen zu beobachten ist, die im Juni um 2,7 % stiegen. Auch die Ankündigung, die Steuer PAIS auf Güterimporte im September auf 7,5 % zu senken, wird sich günstig auswirken.

Aber genauso wichtig wie der offizielle Dollar sind die parallelen Kurse: Ein neuerlicher Anstieg der alternativen

INFLATION WAS 4,6% IN JUNE

ECOLATINA  
Economics





Dollarkurse könnte die **Inflationsträgheit** verstärken und das Regierungsziel gefährden, wenn das neue Niveau nicht als vorübergehend empfunden wird. Es ist daran zu erinnern, dass eine solche Situation den Dollarkurs für Exporte erhöht (20 % gehen auf die Finanzmärkte), was bei exportierbaren Produkten Preissteigerungen bewirken könnte. Gleichzeitig könnte es auch Auswirkungen auf Importprodukte geben, da – nach Angaben der BCRA – ein Drittel der Importe zum CCL-Kurs bezahlt wird.

Angesichts der Herausforderung werden die jüngsten Maßnahmen der Regierung verständlich, bei denen der **Inflationsbekämpfung Vorrang vor der Devisenaufstockung** eingeräumt wurde. Die Regierung gab nicht nur eine Intervention bei den Finanzdollars bekannt, um die Wechselkursdifferenz zu reduzieren (mit dem Argument, den letzten Hahn der Geldemission – Kauf von US\$ auf dem MULC – zu schließen), sondern flexibilisierte auch den Zugang von Importeuren, um die Abwälzung der höheren Kosten im Gefolge der Fristen für Zahlungen und die Vereinbarung von Geschäften zum CCL-Kurs auf die Preise zu reduzieren.

Andererseits könnte eine **eventuelle Verbesserung der Wirtschaftslage über eine Erhöhung der Einkommenskaufkraft die bereits genannte Inflationsträgheit verstärken**. Auf Angebotsebene könnten höhere Löhne die Betriebskosten verteuern und bei der Nachfrage könnte die Kaufkraftsteigerung den Konsum anheizen und damit den Unternehmen einen größeren Spielraum geben, Kostensteigerungen auf die Preise abzuwälzen.

Abgesehen von dem bereits Dargelegten und unter besonderer Berücksichtigung der Wechselkursfrage bewirken die Zweifel an der Tragfähigkeit und der Wettbewerbsfähigkeit des effektiven Wechselkurses im Hinblick auf eine mögliche Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen, Unsicherheit über die Glaubwürdigkeit des Prozesses der Inflationsverringerung. Die Risiken, die dies auf kurze Frist impliziert, veranlassen uns zu der Annahme, dass dieser Prozess nicht völlig glaubhaft ist, solange die **Wechselkursvereinheitlichung** nicht abgeschlossen ist.

Danach wird die Inflationsverringerung **vom Grad der Rezession abhängen, die die Regierung braucht und zu tragen bereit ist, um die Inflationsträgheit zu disziplinieren**. In diesem Sinne wird die Tragfähigkeit einer sehr restriktiven Geldpolitik und ihrer Auswirkung auf die Erwartungen auf die Probe gestellt werden. Fortschritte bei der Handelsöffnung und Steuersenkungen könnten zur Konsolidierung dieses Prozesses beitragen, aber wir vertreten die Auffassung, dass diese Bedingungen im besten Fall in der zweiten Hälfte der Amtszeit diskutiert werden.

## Haushaltsüberblick

### Deutlicher Haushaltsüberschuss: Wie geht es weiter?

- **Der nicht finanzielle nationale öffentliche Sektor verzeichnete im Juni im sechsten Monat in Folge einen Haushaltsüberschuss; eine solche Situation hatte es seit 2008 nicht mehr gegeben. Der Primärüberschuss belief sich auf AR\$ 0,48 Billionen; bei Zinszahlungen iHv AR\$ 0,25 Billionen betrug der Finanzüberschuss AR\$ 0,24 Billionen. Damit repräsentierten der Primärüberschuss im Jahresverlauf 1,1 % des BIP und der Finanzüberschuss 0,4 % des BIP.**

- **Wie bereits in den Vormonaten (mit Ausnahme von Mai) erklärte sich die Verbesserung der Staatsfinanzen durch die anhaltenden realen Ausgabenkürzungen (-35,2 % p.a., sie betrafen vor allem soziale Posten), die den Einnahmerückgang im Jahresverlauf (-14,7 % p.a.) überkompensierten. Da die konjunkturabhängigen Steuern keine Signale einer Verbesserung aufwiesen, sind die Mittel aus der Steuer PAIS für die relative Sicherung der Einnahmen zentral.**

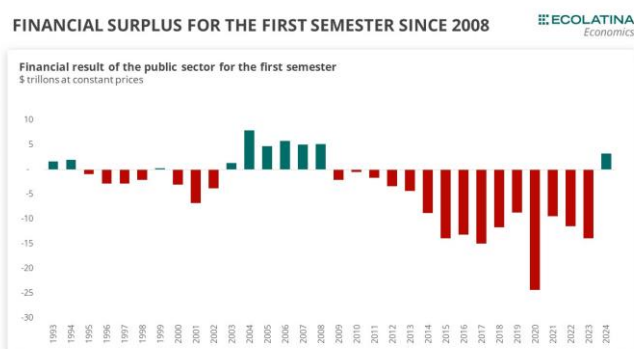
- **Der hohe akkumulierte Haushaltsüberschuss stellt einen Erfolg für die Regierung dar; allerdings wird sie sich in den kommenden Monaten nicht nur einer saisonbedingt ungünstigeren Situation gegenübersehen (insbesondere im Dezember), sondern auch verschiedenen Problemen, die sowohl die Einnahmen wie die Ausgaben betreffen und die erwartete Haushaltsentwicklung modifizieren könnten.**

### Wie erging es dem Fiskus im Juni?

Der **nicht finanzielle nationale öffentliche Sektor** verzeichnete im Juni im sechsten Monat in Folge einen Haushaltsüberschuss; eine solche Situation hatte es seit 2008 nicht mehr gegeben. Der Primärüberschuss belief sich auf AR\$ 0,48 Billionen; bei Zinszahlungen iHv AR\$ 0,25 Billionen betrug der Finanzüberschuss AR\$ 0,24 Billionen. Damit repräsentierten der Primärüberschuss im Jahresverlauf 1,1 % des BIP und der Finanzüberschuss 0,4 % des BIP.

**Wie erklärte sich der Überschuss im Juni?** Wie bereits in den Vormonaten (mit Ausnahme von Mai) erklärte sich die Verbesserung der Staatsfinanzen durch die anhaltenden realen Ausgabenkürzungen (-35,2 % p.a., sie betrafen vor allem soziale Posten), die den Einnahmerückgang im Jahresverlauf (-14,7 % p.a.) überkompensierten. Da die konjunkturabhängigen Steuern keine Signale einer Verbesserung aufwiesen, sind die Mittel aus der Steuer PAIS für die relative Sicherung der Einnahmen zentral.

Damit war der akkumulierte Haushaltsüberschuss im ersten Halbjahr charakterisiert durch eine **deutliche Kürzung der Staatsausgaben (die besonders die Sozialausgaben betrafen) und einen Einnahmenrückgang**, der durch den außerordentlichen Beitrag der Einkommensteuer im Mai und die Ausweitung der Steuer PAIS seit Beginn der Amtszeit abgefedert wurde. Sie war eine der Tragsäulen des Fiskalprogramms in den ersten Monaten des Jahres: Ohne diese Mittel wäre im Gesamtergebnis ein Finanzdefizit entstanden.



### Aufschlüsselung der Staatsfinanzen

Der Einnahmenrückgang verstärkte sich im Juni und wies die höchste reale Abnahme des bisherigen Jahresverlaufs auf. Allerdings schrumpften die Ausgaben ausreichend, sodass ein positives Haushaltsergebnis ausgewiesen werden konnte. Neben dem bereits genannten Beitrag der **Steuer PAIS** wurden die Mittel durch die **Steuer auf Kontobewegungen** gestützt (real +1 % p.a.), aber im Unterschied zu den Vormonaten bildeten die **Exportzölle** keine Einnahmequelle und sanken real um 48 % p.a.

Bei den konjunkturabhängigen Einnahmen war bei der **MwSt.** der höchste reale Rückgang der ersten sechs Monate zu registrieren (-20 % p.a.), während die Einnahmen aus der **Sozialversicherung** „nur“ um 10 % p.a. abnahmen. Abgesehen von dem außerordentlichen Ergebnis im Mai folgte die Entwicklung bei der **Einkommensteuer** wieder derjenigen der ersten Monate: Sie verzeichnete ein Minus von real 15,6 % p.a.

Die **Primärausgaben** sanken im Gefolge einer allgemeinen Kürzung der wichtigsten Posten **real um 35,2 % p.a.**; damit wiesen sie bereits fast ein Jahr mit ununterbrochen rückläufiger Tendenz auf.

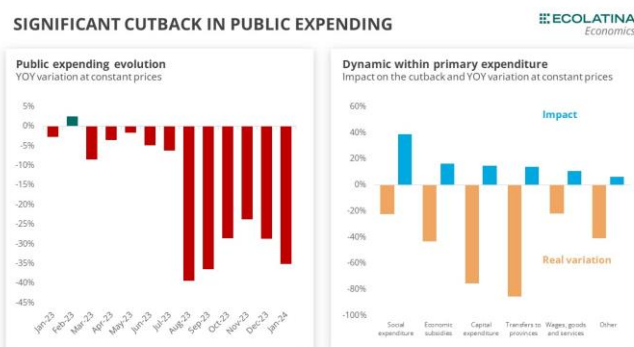
Dabei entfiel ein Drittel der Abnahme auf die **Sozialleistungen**: Sie sanken – im Einklang mit der Entwicklung in den Vormonaten – real um 18,6 % p.a., wiesen aber aufgeschlüsselt eine heterogene Dynamik auf. Renten und Pensionen (einschl. Pensionen ohne geleistete Beiträge)

verzeichneten einen Rückgang um real 17 % p.a., während er bei den Familienzulagen nur 1,2 % p.a. betrug (ggü. -39 % p.a. im Mai). Dagegen stiegen die Ausgaben für das Kindergeld (AUH) um 38 % p.a. und wiesen damit vier Monate in Folge mit einem Zuwachs auf. (Dies erklärt sich weitgehend durch die Änderung der Anpassungsformel und die zu Beginn der Amtszeit gewährte Anhebung). Die Leistungen der Rentnerkrankensversicherung PAMI erhöhten sich mit +7,7 % p.a. stärker als die Inflation.

Die **Wirtschaftssubventionen** gingen im Vergleich zum Juni 2023 um 74 % zurück; es handelte sich um die höchste Abnahme im bisherigen Jahresverlauf und sie machte fast ein Drittel der Ausgabenkürzungen aus. Am stärksten war der Rückgang bei **Energiesubventionen** (real -81 % p.a.) im Gefolge der Tarifierpassung durch die amtierende Regierung. Allerdings ist festzuhalten, dass ein Teil dieser Abnahme auf einen Zahlungsaufschub zurückzuführen war, wie wir in früheren Berichten dargelegt haben.

Im Zusammenhang mit den Verhandlungen mit den Provinzregierungen sanken die **Übertragungen an Provinzen** (laufende und Kapitalausgaben) und die **Kapitalausgaben** (öffentliche Bauaufträge ohne Übertragungen) deutlich um 74 %; dies machte 22 % der Reduzierung der Primärausgaben aus. Dabei ist anzumerken, dass 45 % der Kapitalausgaben im Juni auf Energie entfielen.

Bei den restlichen Posten nahmen die **Übertragungen an Universitäten** um 95 % ab; dieser Wert war höher als während des Lockdowns 2020. Die **Betriebskosten**, die auch die Löhne und Gehälter von Beschäftigten des Staates umfassen, verringerten sich real um 26 % p.a. Damit wiesen diese beiden Posten den sechsten Monat in Folge mit rückläufiger Tendenz auf.



### Was steht 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 verleiht der deutliche Finanzüberschuss zur Jahresmitte der

Regierung eine **Atempause** im Hinblick auf das zweite Halbjahr.

Allerdings säen die Merkmale der Ausgabensenkung, die mögliche Einnahmenentwicklung in einem rezessiven Kontext, die Rentenindexierung (hier könnten Gesetzesvorlagen die Auswirkungen auf den Staatshaushalt verstärken) und die Gesetzesvorlagen mit Auswirkungen auf den Haushalt **Zweifel an der Tragfähigkeit**. Die Saisonabhängigkeit der Ausgaben und Einnahmen bewirkt im Allgemeinen im zweiten Halbjahr einen stärkeren Druck auf den Fiskus.

Mit dem Regierungssieg im Kongress durch die Annahme des **Grundlagengesetzes und des Fiskalpakets** (in seiner ursprünglichen Form) stellt sich die Frage, welche Auswirkungen das Gesetz in den kommenden Monaten auf das Steueraufkommen haben wird. Aufgrund der veröffentlichten Reglementierungen ist zu erwarten, dass das Gesetz erst im letzten Quartal die Einnahmensituation erleichtern wird. Aber der Effekt für das Steueraufkommen im laufenden Jahr bleibt abzuwarten.

Durch die Wiederherstellung der vierten Kategorie der Einkommensteuer erwarten wir (ab August) eine Verbesserung der Haushaltslage, und zwar sowohl bei den nationalen wie provinziellen Finanzen, da diese Steuer der Umverteilung unterliegt. Die **Steueramnestie** wird außerordentliche Einnahmen zur Folge haben, allerdings bleibt abzuwarten, ob der Anreiz eines geringeren Prozentsatzes (5 %) prädominiert und die Aktiva in der ersten Etappe (bis November) offengelegt werden, was auch das Wechselkursystem beeinflussen wird.

Die Möglichkeit zur **Nachzahlung von Beiträgen** (Steuer-, Zoll- und Sozialversicherungsschulden) und das **Vorziehen der Besitzsteuer** dürften sich in den nächsten Monaten positiv auf das Steueraufkommen auswirken, denn in beiden Fällen wird eine vorgezogene Zahlung belohnt.

Andererseits müssen die Entscheidungen zur **Steuer PAIS** beobachtet werden, die in den ersten Monaten eine Tragsäule der Einnahmen darstellte, aber irgendwann herabgesetzt werden muss, wenn die Devisenerwerbsbeschränkungen beendet werden sollen. Wie die Regierung verlautbarte, soll der Steuersatz von 17,5 % auf 7,5 % herabgesetzt werden. Allerdings wird diese außerordentliche Einnahmenquelle zu irgendeinem Zeitpunkt versiegen.

Außerdem verabschiedete das Abgeordnetenhaus eine **von der UCR eingebrachte Gesetzesvorlage**, die die Renten stärker anhebt und damit die Ausgaben in diesem Posten erhöht. Sollte das Gesetz auch im Senat durchgehen, würde dies eine Ausgabensteigerung von 0,3 Prozentpunkten des BIP im laufenden Jahr und 2025 von 0,5

Prozentpunkten bedeuten. Dies geschah nach der Änderung der Rentenanpassungsformel, die die Bezüge monatlich entsprechend der Inflation der beiden vorhergehenden Monate aktualisiert. Dadurch wurde zwar eine Unterschwellenlinie für die Anhebung der Bezüge garantiert, aber auch eine Obergrenze angesichts einer eventuellen Verbesserung der Löhne. Die Regierung versucht Modifizierungen des Gesetzes zu erreichen, um die Auswirkungen auf den Haushalt zu begrenzen und verschob die Behandlung der Vorlage auf August.

Die letzte Neuigkeit ist, dass die **Änderung der Geldstrategie** durch die Einführung der neuen Schuldverschreibungen *Letras Fiscal de Liquidez* (LEFI) Auswirkungen auf die Haushaltsentwicklung hat. Die kapitalisierbare Struktur dieses Instruments spiegelt sich zwar nicht in höheren Zinszahlungen (sie werden als lineare Abschreibungen verbucht), erhöht aber den Finanzbedarf der Staatskasse, den sie durch einen höheren Haushaltsüberschuss oder mit stärkerer Kreditaufnahme (Roll-over) decken muss. Da sich dieser Coupon in der Hand der BCRA befindet, steigt der Bedarf der Staatskasse bei Entscheidungen, die Zinsen anzuheben.

Der hohe im ersten Halbjahr akkumulierte Haushaltsüberschuss stellt einen Erfolg für die Regierung dar; allerdings wird sie sich in den kommenden Wochen nicht nur einer saisonbedingt ungünstigeren Situation gegenübersehen (insbesondere im Dezember), sondern auch verschiedenen Problemen, die sowohl die Einnahmen wie die Ausgaben betreffen und die erwartete Haushaltsentwicklung modifizieren könnten.

## Außenhandel

- Im Juni betrug der Handelsbilanzsaldo US\$ 1,911 Mrd. und damit US\$ 10,639 Mrd. im ersten Halbjahr. Es handelte sich um den höchsten Überschuss der letzten 15 Jahre.

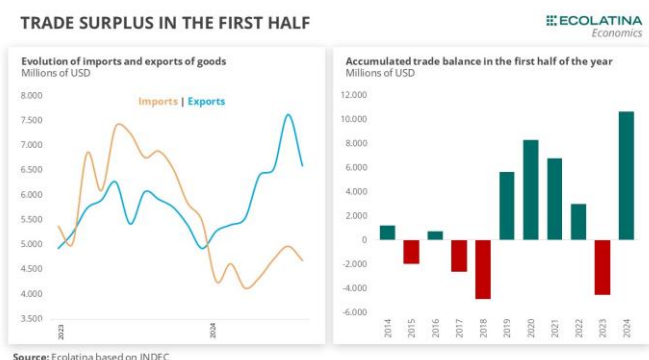
- Wie in den Vormonaten erklärte sich dieses Ergebnis durch einen starken Importrückgang im Gefolge der Verschlechterung der Wirtschaftslage und – in geringerem Umfang – durch einen Exportanstieg durch die Verbesserung nach der Dürre 2023.

- Der Handelsbilanzüberschuss ist ein Schlüsselfaktor in der Regierungsstrategie. Aber der vom INDEC veröffentlichte fällige Saldo bedeutet nicht notwendigerweise eine Aufstockung der Devisenreserven durch BCRA-Käufe auf dem MULC. Man muss also verfolgen, wie die Entwicklung der Erwartungen die Erhöhung der Reserven in den kommenden Monaten schwieriger gestalten könnte.



## Erstes Halbjahr: Höchster Handelsbilanzüberschuss in 15 Jahren

Im Juni betrug der Handelsbilanzsaldo US\$ 1,911 Mrd. und damit US\$ 10,639 Mrd. im ersten Halbjahr. Es handelte sich um den höchsten Überschuss der letzten 15 Jahre. Wie in den Vormonaten **erklärte sich dieses Ergebnis durch einen starken Importrückgang** im Gefolge der Verschlechterung der Wirtschaftslage **und – in geringerem Umfang – durch einen Exportanstieg** durch die Verbesserung nach der Dürre 2023.



Die **Einfuhr sank im Juni um 35,4 % p.a. (US\$ 4,679 Mrd.)** und belief sich in den ersten sechs Monaten auf insgesamt US\$ 27,423 Mrd. Der Rückgang wurde durch geringere Mengen (-34,5 % p.a.) aufgrund der sinkenden Nachfrage und Produktion und – in geringerem Umfang – durch niedrigere Preise (-1,7 %) verursacht.

**Alle großen Kapitel verzeichneten eine Wertabnahme der Auslandskäufe**, die in erster Linie auf geringere Mengen zurückzuführen war. Am stärksten war der Rückgang bei Zwischenprodukten (-wertmäßig -37,6 % p.a.) mit einem Saldo von US\$ 1,794 Mrd., gefolgt von Teilen und Zubehör von Kapitalgütern (-37,3 % p.a., US\$ 881 Mio.) und Kapitalgütern (-34,8 % p.a., US\$ 606 Mio.). Die Einfuhr von PKW schrumpfte um 33,5 % p.a. (IS\$ 146 Mio.) und der Import von Konsumgütern verringerte sich um 29,7 % p.a. mit einem Saldo von US\$ 468 Mio.

**Die Exporte beliefen sich im Juni auf US\$ 6,590 Mrd. (+21,7 % p.a.) und im ersten Halbjahr auf insgesamt US\$ 38,062 Mrd. (+13,7 % p.a.)**. Diese Verbesserung war die Folge steigender Mengen (+30,2 % p.a.), während die Preise sanken (-6,6 % p.a.).

**Alle großen Kapitel der Auslandsverkäufe wiesen einen Zuwachs auf**. Am stärksten war er bei Rohstoffen mit einer Zunahme um 40,1 % p.a. auf US\$ 1,785 Mrd. Die Ausfuhr von verarbeiteten Produkten landwirtschaftlichen Ursprungs betrug US\$ 2,544 Mrd. (+16,1 % p.a.).

Im Unterschied zu den übrigen Monaten des Jahres belief sich der Export von verarbeiteten Produkten industriellen Ursprungs auf US\$ 1,633 Mrd. (+13,1 % p.a.) und erklärte sich durch höhere Mengen.

## Erstes Energiehandelsbilanzdefizit des Jahres

**Die Energiehandelsbilanz wies im Juni ein Defizit auf:** Die Exporte betragen US\$ 629 Mio., die Importe dagegen US\$ 761 Mio. im Gefolge eines höheren Versorgungsbedarfs aus winterbedingten saisonalen Gründen. Damit ergab sich ein **Defizit von US\$ 132 Mio., das erste nach 11 Monaten in Folge mit einem Überschuss**. Im ersten Halbjahr entstand ein Handelsbilanzsaldo von US\$ 2,712 Mrd.: Die Ausfuhr belief sich auf insgesamt US\$ 4,686 Mio., die Einfuhr dagegen auf US\$ 1,974 Mio. Was ist für das zweite Halbjahr zu erwarten?

Für das zweite Halbjahr erwarten wir weiterhin einen Handelsbilanzüberschuss, **der sich jedoch im Verlauf der Monate verringern wird**. Durch die Erholung nach der Dürre werden die **Exportmengen** weiter steigen, wobei sich die Rohstoffe und die verarbeiteten Produkte landwirtschaftlichen Ursprungs günstig entwickeln werden. Auch die Ausfuhr von Energie und Bergwerkprodukten werden eine positive Entwicklung aufweisen.

Bei der **Einfuhr** dürfte das Minus im Gefolge eines starken mengenmäßigen Rückgangs anhalten, denn sie sind in Zeiten einer Rezession anfälliger. In dem Maße jedoch, wie die Konjunkturerholung anhält, werden sich die Auslandskäufe günstiger entwickeln (oder zumindest weniger stark schrumpfen). Es könnte zu einer Erholung bei gewissen Segmenten von für den Konsum und die Produktion bestimmten Gütern kommen; dabei wird der zusätzliche Anreiz durch die Abschaffung der Importrestriktionen und der Maßnahmen zur Handelsderegulierung beitragen.

Außerdem können der **Anstieg der Wechselkursdifferenz und die Aufwertung des effektiven Wechselkurses** einen Anreiz bilden, Importe in dem Maße vorzuziehen, wie die Abwertungserwartungen steigen. Dieser Effekt könnte jedoch teilweise durch die Ankündigung einer Herabsetzung der Steuer PAIS ab September begrenzt werden.

Der Handelsbilanzüberschuss ist ganz klar ein Schlüsselfaktor in der Regierungsstrategie. Aber der vom INDEC veröffentlichte fällige Saldo bedeutet nicht notwendigerweise eine Aufstockung der Devisenreserven durch BCRA-Käufe auf dem MULC. Man muss also verfolgen, wie die Entwicklung der Erwartungen die Erhöhung der Reserven in den kommenden Monaten schwieriger gestalten könnte, wenn der Verkauf der Erntedevisen ausläuft und höhere Zahlungen für Importe anstehen.



## Geld- und Wechselkurspolitik

- Der Juli begann mit **anhaltenden Problemen im Geld- und Wechselkursbereich**, die bereits im Vormonat zu beobachten waren: Die Wechselkursdifferenz stieg, das Länderrisiko blieb auf einem hohen Niveau und die BCRA hatte Schwierigkeiten, ihre Käufe auf dem MULC aufrechtzuerhalten. Die Regierung reagierte mit einer neuen Initiative und veranlasste eine **Änderung der Wechselkurs- und Geldstrategie**.

- Konkret unternahm die BCRA neue Schritte in der sog. „zweiten Phase“ des Wirtschaftsplans: Sie **verhandelte die Kündigung der Mehrheit der Puts von Banken, eliminierte die vergüteten Passiva und ersetzte sie durch LEFI der Staatskasse, verringerte den Zinssatz bei Barkauf-/Terminverkaufsgeschäften, und kündigte ihre Intervention bei der Wechselkursdifferenz an** (mit dem Argument, den letzten Hahn für die Geldemission zu schließen, also die Expansion durch den Dollarkauf). Weiterhin legte sie als neuen Parameter eine Obergrenze für die Geldbasis entsprechend der erweiterten Geldbasis Ende April (AR\$ 47,7 Billionen oder 9,1 % des BIP) fest. Abgesehen von der Zweckmäßigkeit der Neudefinition der monetären Strategie scheint sich die Aufmerksamkeit des Marktes auf die Dauer der Devisenerwerbsbeschränkungen zu richten. Angesichts dieses Szenarios **flexibilisierte die BCRA gewisse Devisenrestriktionen in dem Versuch, dem Markt ein konkretes Signal in Richtung Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen zu geben**.

- In diesem Rahmen stabilisierte sich die Wechselkursdifferenz bei etwa 40 %, aber das Länderrisiko lag weiterhin über 1.500 Basispunkten. Worauf ist dies zurückzuführen? Da diese Maßnahmen darauf abzielen, die Nachfrage zum CCL-Kurs zu verringern und einen Anreiz für Geschäfte auf dem offiziellen Devisenmarkt zu bilden, scheint die Regierung der Verringerung der Wechselkursdifferenz **Priorität zu geben auf Kosten einer geringeren Aufstockung der Devisenreserven**. Dies entsprach der vorherigen Entscheidung, US\$ auf den Finanzmärkten zu verkaufen. Die Intervention bei der Wechselkursdifferenz wäre eine konsistente Praxis, vorausgesetzt, sie wird angewendet, um „Zeit zu gewinnen“, um die erforderlichen makroökonomischen Korrekturen rechtzeitig vornehmen zu können.

### Interpretation der Signale

Der Juli begann mit **anhaltenden Problemen im Geld- und Wechselkursbereich**, die bereits im Vormonat zu beobachten waren: Die Wechselkursdifferenz stieg, das Länderrisiko blieb auf einem hohen Niveau und die BCRA hatte Schwierigkeiten, ihre Käufe auf dem MULC aufrechtzuerhalten. Die Regierung reagierte mit einer neuen Initiative und veranlasste eine **Änderung der Wechselkurs- und Geldstrategie**.

Konkret unternahm die BCRA neue Schritte in der sog. „zweiten Phase“ des Wirtschaftsplans. Es gelang ihr, **die Puts der Banken zu reduzieren**, indem sie die Angebote zur Kündigung von Liquiditätsoptionen bei nationalen staatlichen Schuldverschreibungen akzeptierte. Sie beliehen sich auf einen Gesamtwert von AR\$ 13,17 Billionen, wodurch der verbleibende Rest kaum mehr als AR\$ 3 Billionen beträgt. Außerdem lancierten die BCRA und die Staatskasse die LEFI, die die Gesamtheit der Terminkontrakte der BCRA iHv AR\$ 10,8 Billionen absorbierten und damit die **vergüteten Passiva eliminierten**. Es bleibt abzuwarten, was mit den nicht platzierten LEFI (weitere fast AR\$ 10 Billionen) geschehen wird, die sich derzeit in der Hand der BCRA befinden.

Parallel dazu **reduzierte die BCRA den Zinssatz für Barkauf-/Terminverkaufsgeschäfte** (mit diesem Instrument fordern die Finanzinstitute bei der BCRA-Liquidität an) von 60 % nominalem Jahreszins auf 48 % und nahm Barkauf-/Terminverkaufsgeschäfte mit einer Laufzeit von sieben Tagen in ihr Angebot auf. Bisher wurde dieses Instrument von den Finanzinstituten praktisch nicht in Anspruch genommen aufgrund der überschüssigen Pesoliquidität und der Präferenz für Operationen zwischen Banken; allerdings schließen wir angesichts einer Geldpolitik, die sich im Prozess der Neuformulierung befindet, eine Änderung nicht aus.

Diese Maßnahmen machen deutlich, dass die Regierung nicht nur darauf abzielt, die BCRA-Bilanz zu verbessern, sondern auch darauf, **Spielraum bei der Zinspolitik zu gewinnen, ohne das Vermögen der BCRA zu beeinträchtigen**. Dies eröffnet die Möglichkeit in den kommenden Monaten Anhebungen der Zinssätze vorzunehmen, wenn sie es für geboten hält. So steht hinter der Migration von Pesos hin zu den LEFI eine marginale Erhöhung der Zinsen für die Banken, da auf die neuen Schuldverschreibungen keine Bruttoeinkommensteuer erhoben wird.

Allerdings bedeutet die Eliminierung der Passiva eine **stärkere Verschuldung der Staatskasse bei privaten Gläubigern**; ihr Finanzbedarf steigt durch eine höhere Zinslast und eine stärkere Exposition des Finanzsystems ggü. dem Länderrisiko. Infolgedessen basiert die neue Geldstrategie exzessiv auf der Haushaltsschulden-

bremse und bewirkt **Ungewissheit hinsichtlich des Finanzprogramms** bei einer eventuellen Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen.

Angesichts der negativen Reaktion des Marktes verdoppelte die Regierung den Einsatz und gab die **Schließung des letzten Hahns für die Geldemission** bekannt: Dollarkauf auf dem offiziellen Devisenmarkt. Die BCRA wird die Pesoexpansion durch den Dollarkauf sterilisieren mittels Verkaufs zum CCL-Kurs (etwa AR\$ 2,5 Billionen, fast US\$ 1,9 Mrd. zum aktuellen CCL-Kurs); das impliziert in der Praxis einen **Interventionsmechanismus bei der Wechselkursdifferenz, der geringere Möglichkeiten zur Aufstockung der Devisenreserven zur Folge hat**.

Eine hohe Differenz verstärkt die Inflationsrisiken bei einer Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen; deshalb ist die **Verringerung der Wechselkursdifferenz zentral**, um die Risiken einer Beendigung oder Flexibilisierung der Restriktionen abzufedern. Die erste Marktreaktion war eine deutliche Reduzierung der Differenz und entsprach so dem Ziel der Regierung. Ein Anstieg der Wechselkursdifferenz würde unmittelbare Auswirkungen haben: Die BCRA schätzt, dass etwa ein Drittel der Importe zum CCL-Kurs bezahlt werden (US\$ 9,3 Mrd., das entspricht mehr als der Hälfte des Zugriffs auf den MULC und ist mehr als die US\$ 7,6 Mrd., die die Exporteure auf den Markt gebracht haben).

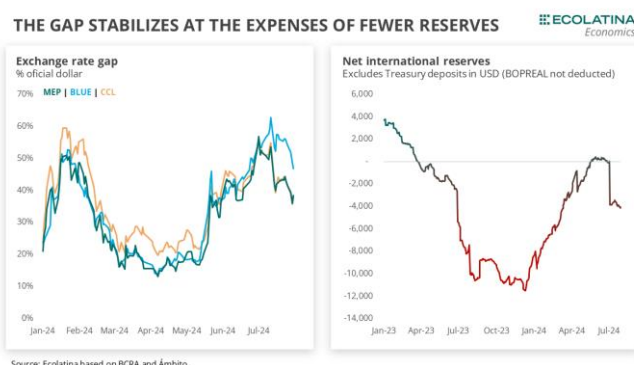
Andererseits **präzisierte die BCRA ihre Geldstrategie**. In dieser zweiten Phase legte sie als neuen Parameter eine Obergrenze für die Geldbasis entsprechend der erweiterten Geldbasis Ende April (AR\$ 47,7 Billionen oder 9,1 % des BIP). Real entspricht dies der Geldbasis im August 2019, also vor Einführung der Kontrollen auf dem Devisenmarkt. Da derzeit die Geldbasis ungefähr AR\$ 21,4 Billionen beträgt, schätzt die BCRA, dass sie langsam steigen wird aufgrund einer Erholung der Geldnachfrage in den kommenden Monaten. Allerdings ist nicht völlig klar, ob die Obergrenze einen realen oder nominalen Wert darstellt.

Zwar stellte die Geldbehörde klar, dass diese letzten Maßnahmen es ihr ermöglichen, über eine „größere Freiheit“ zu verfügen, **werden einige Ungereimtheiten** deutlich: a) die Geldbasis festzulegen bedeutet nicht notwendigerweise, die Menge des Geldes festzulegen, da die Geldmengen (M2 und M3, die Einlagen einschließen) breiter sind; b) es ist nicht möglich, gleichzeitig die Menge des Geldes und den Zinssatz zu definieren, denn eine der beiden Variablen muss endogen bestimmt werden. Abgesehen von der Zweckmäßigkeit der Neudefinition der monetären Strategie scheint sich die Aufmerksamkeit des Marktes auf die **Dauer der Devisenerwerbsbeschränkungen** zu richten.

Angesichts dieses Szenarios **flexibilisierte die BCRA gewisse Devisenrestriktionen** in dem Versuch, dem

Markt ein konkretes Signal in Richtung Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen zu geben. Die Geldbehörde entschied, die Fristen für die Bezahlung von Importen über den MULC zu verringern, die Summe der Devisen, die Dienstleistungsexporteur nicht eintauschen müssen, zu erhöhen und dass Personen, die eine staatliche Unterstützung oder Subventionen erhalten haben, Geschäfte mit dem MEP oder CCL tätigen dürfen. Bei der (von der Wirkung her wichtigsten) ersten Maßnahme wird das System, das bisher abgestufte Zahlungen in vier Monatsraten von jeweils 25 % vorsieht, ab August zwei Monatsraten von je 50 % auf 30 und 60 Tage ermöglichen.

Damit wollen die Behörden nicht nur den Zugang zu Importen zur Ankurbelung der Wirtschaft erleichtern, sondern auch die Übertragung der höheren Kosten im Gefolge der Fristen für Zahlungen und die Vereinbarung von Geschäften zum CCL-Kurs reduzieren (laut BCRA wurde etwa ein Drittel der Importzahlungen zum CCL-Kurs abgewickelt). Deshalb wird es ab September aufgrund der Überschneidung der abgestuften Zahlungen wahrscheinlich zu einer höheren Dollarnachfrage auf dem MULC kommen.

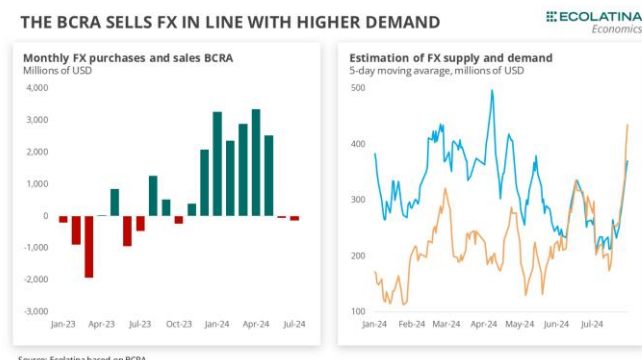


In diesem Rahmen stabilisierte sich die Wechselkursdifferenz bei etwa 40 %, aber das Länderrisiko lag weiterhin über 1.500 Basispunkten. Worauf ist dies zurückzuführen? Da diese Maßnahmen darauf abzielen, die Nachfrage zum CCL-Kurs zu verringern und einen Anreiz für Geschäfte auf dem offiziellen Devisenmarkt bilden, scheint der Regierung der **Verringerung der Wechselkursdifferenz Priorität zu geben auf Kosten einer geringeren Aufstockung der Devisenreserven**. Dies entsprach der vorherigen Entscheidung, US\$ auf den Finanzmärkten zu verkaufen.

Die Intervention bei der Wechselkursdifferenz auf Kosten der Devisenreserven wäre eine konsistente Praxis, vorausgesetzt, sie wird angewendet, um „Zeit zu gewinnen“, um die erforderlichen makroökonomischen Korrekturen rechtzeitig vornehmen zu können. Da es nicht klar ist, ob die Regierung die Wechselkursdifferenz vorübergehend begrenzen will oder ob sie ein optimistischeres Szenario mit einer Konvergenz der nominalen Variablen anstrebt,

scheint der Markt eine Haltung von „wait and see“ einzunehmen, bevor er seine Schlussfolgerungen definiert.

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.



Gerade diese Ungewissheit wirkt sich auf ein **Panorama** aus, **in dem die Situation auf dem MULC nicht günstig** ist und die Aufstockung von Devisenreserven erschwert. Einerseits wird die Devisennachfrage zur Bezahlung von Importen aufgrund der Gestaltung des Systems und seiner Flexibilisierung höher sein. Andererseits könnte eine Konjunkturverbesserung höhere Auslandskäufe bewirken; diese könnten auch billiger werden, wenn eine eventuelle Herabsetzung der Steuer PAIS nicht von einer Angleichung des Wechselkurses für Großgeschäfte begleitet wird, um den Effekt auf international handelbare Güter zu kompensieren.

Nach Ende der Hochsaison für den Verkauf von Erntedevisen stellt sich die Frage, **wie tragfähig das aktuelle System sein wird ohne den Devisenbeitrag der Landwirtschaft**, um die Devisenreserven aufzustocken und die Wechselkursdifferenz zu begrenzen. Die systematische Zinsverringerung eliminierte die Option einer Erhöhung des Crawling Peg von 2 % und machte es attraktiver, Kredite in Pesos aufzunehmen und den Devisenverkauf aufzuschieben. Gleichzeitig beeinträchtigt der Dollar Blend die Devisensumme, die die BCRA unter normalen Bedingungen erwerben könnte. Modifizierungen einzuführen, bringt Risiken mit sich, die aber nicht einen höheren Devisenzufluss garantieren.

## 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](mailto:ahkargentina@ahkargentina.com.ar)

Internet: [www.ahkargentina.com.ar](http://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	2022	2023	2024p
<b>Activity</b>								
GDP	YoY %	I Q 24	<b>-5,1</b>	IL Q 24	-0,6	5,3	<b>-1,6</b>	<b>-3,5</b>
Total Consumption	YoY %	I Q 24	<b>-6,4</b>	IL Q 24	-5,5	8,3	<b>1,1</b>	<b>-4,9</b>
Total Investment	YoY %	I Q 24	<b>-23,4</b>	IL Q 24	-23,7	11,2	<b>-2,0</b>	<b>-17,3</b>
<b>Prices</b>								
INDEC National CPI <sup>(1)</sup>	YoY %	jun.-24	<b>4,6</b>	jul.-24	3,7	94,8	<b>211,4</b>	<b>154,0</b>
<b>Foreign Exchange</b>								
Nominal FX <sup>(1)</sup>	ARS / USD	jul.-24	<b>924</b>	ago.-24	943,1	172,9	<b>636,5</b>	<b>1363,6</b>
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	jul.-24	<b>1,27</b>	ago.-24	1,26	1,35	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>
<b>Fiscal Situation. Year Accum.</b>								
Total Incomes	% GDP	jun.-24	<b>6,8</b>	jul.-24	8,5	18,0	<b>16,7</b>	<b>17,1</b>
Primary Expenditures	% GDP	jun.-24	<b>5,7</b>	jul.-24	7,1	20,3	<b>19,6</b>	<b>15,8</b>
National Primary Balance <sup>(2)</sup>	% GDP	jun.-24	<b>1,1</b>	jul.-24	1,4	-2,4	<b>-2,9</b>	<b>1,3</b>
<b>Foreign Sector</b>								
Exports	USD BN	jun.-24	<b>6,6</b>	jul.-24	7,6	88,4	<b>67</b>	<b>77</b>
Imports	USD BN	jun.-24	<b>4,7</b>	jul.-24	5,5	81,5	<b>74</b>	<b>59</b>
Trade Balance	USD BN	jun.-24	<b>1,9</b>	jul.-24	2,0	6,8	<b>-7</b>	<b>18</b>
<b>Balance of Payments</b>								
Current Account balance	USD BN	I Q 24	<b>0,2</b>	IL Q 24	2,79	-3,8	<b>-22</b>	<b>3.570</b>
<b>Interest Rates</b>								
Monetary Policy Rate <sup>(1)</sup>	%	jul.-24	<b>40,0</b>	ago.-24	40,0	75,0	<b>100,0</b>	<b>60,0</b>
Private Banks BADLAR <sup>(1)</sup>	%	jul.-24	<b>38,7</b>	ago.-24	38,5	69,4	<b>109,9</b>	<b>62,9</b>

(1)Annual Indicators. December Average

(2)Excludes SDR allocation in 2021