



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

09/2024

Erstellt von:



Haben Sie Interesse daran in "Argentinien Wirtschaft" mit Ihrem Firmenlogo zu werben?
Dann setzen Sie sich bitte mit **Victoria Giannasca** (vgiannasca@ahkargentina.com.ar) in Verbindung.

EINLEITUNG

Nachfolgend werden die wichtigsten Aspekte des Berichts dargestellt.

ZIELE

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

INHALT

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

IN DEN PROJEKTIONEN BERÜCKSICHTIGTE VARIABLEN

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

Für Weitere Informationen

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

ÜBERBLICK

Wirtschaft: Wo liegen die Grenzen der Regierungsstrategie?

Nach Ablauf der ersten Monate der Amtszeit sind einige Aspekte der Regierungsstrategie unverändert. Es besteht weiterhin ein Haushaltsüberschuss (im Juli entstand ein Primärüberschuss trotz des Finanzdefizits aufgrund von Zinszahlungen in US\$). Das Crawling Peg des offiziellen Wechselkurses betrug 2 % pro Monat und unterstützte den wichtigsten Aktivposten der Regierung, einen ununterbrochenen Inflationsrückgang, der allerdings langsamer wird.

Mehr aus politischen, denn ökonomischen Gründen wurde die Inflationsbekämpfung zur wichtigsten Forderung der Regierung. Die Notwendigkeit, die ererbte Inflation zu senken, verwies nicht nur die **Konjunkturbelebung** (das BIP stagnierte im zweiten Quartal), **sondern auch die notwendige Aufstockung der Devisenreserven auf den zweiten Platz**, nach der Ankündigung, dass die auf dem MULC gekauften Dollars zur **Intervention bei der Wechselkursdifferenz** verwendet würden. Natürlich bewirkte die Aufgabe von Devisenreserven trotz der anstehenden Zahlungsverpflichtungen einen Anstieg des Länderrisikos.

Auch wenn man annimmt, dass die Regierung die Wechselkursdifferenz senken kann und über die **Steueramnestie und Investitionen** einen deutlichen Zufluss von Dollars erzielt, bleiben Reputationskosten für die ausstehende Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen bestehen. Diese Strategie beruht auf der sog. „endogenen Dollarisierung“, die die Regierung verfolgt und die davon ausgeht, dass eine Pesoaufwertung den Privatsektor veranlassen wird, die Dollars in ihrem Besitz zu verkaufen. Dies würde eine Konvergenz „von oben“ der Wechselkurse und eine Vereinheitlichung der Wechselkurse im Bereich des offiziellen Dollarkurses ermöglichen.

Der Verlauf dieser Marschroute **belebt die Diskussion über den effektiven Wechselkurs und die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft neu**. Aber die Regierung lehnt diese Diskussion mit dem Argument ab, dass auf dem aktuellen Niveau der effektive Wechselkurs wesentlich höher sei als im Durchschnitt der Zeiträume ohne Devisenerwerbsbeschränkungen (obwohl es immer noch eine beträchtliche Zahl von Restriktionen gibt) und dass die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft steigen werde im Gefolge von Steuersenkungen für die lokalen Unternehmen dank des anhaltenden Finanzüberschusses. Es bestehen keine Zweifel am politischen Willen, diese Reformen voranzutreiben, aber die Zeit ist eine fundamentale

Variable: **Probleme bei der Leistungsbilanz können auftreten, bevor die Steuerbelastung gesenkt wird.**

Beim Außenhandel verursachen möglicherweise **die Preise das stärkste Kopfzerbrechen**: Inflationsbereinigt liegen die Terms of Trade von Argentinien bereits etwa auf dem Wert von 2017/18. Ein Handelsbilanzdefizit muss nicht unbedingt ein Problem darstellen, vorausgesetzt es gibt eine Form es zu finanzieren. Das Problem ist jedoch, **dass nicht klar ist, ob eine Wirtschaft mit Devisenerwerbsbeschränkungen die erforderlichen Dollars erwirtschaften kann.** Deshalb stellt sich die Frage, ob, selbst wenn Investitionen erfolgen und die Steueramnestie gut funktioniert, diese die Wirtschaftslage schnell ändern können.

Dieselbe zeitliche Logik gilt auch für die **Rückkehr zu den internationalen Finanzmärkten, um den Dollarbedarf zu decken.** Die Regierung könnte Repos vereinbaren, um angesichts der Fälligkeit von Schulden im kommenden Jahr Zeit zu gewinnen. Aber um einen Rückgang der Nettodevisenreserven 2025 zu vermeiden, ist es unumgänglich, Zugang zu den internationalen Märkten oder frische Mittel (IWF) zu erlangen, die es ermöglichen würden, nicht nur Abgänge der Leistungsbilanz, sondern auch der Finanzbilanz zu decken. In Zahlen: Die Tilgung von Schulden in US\$ dürften sich auf US\$ 11 Mrd. belaufen, wenn man den IWF (und ein Rollover bei den restlichen internationalen Organisationen), die BOPREAL und die Schuldverschreibungen der Staatskasse (nur bei privaten Gläubigern) einschließt.

Deshalb ist nicht nur die Zeit zentral, sondern auch was die Regierung bei einem **neuen Abkommen mit dem IWF** erzielen kann. Falls die Regierung auf einen Wahlsieg von Trump in den USA wartet, um höhere Kredite zu erhalten, so würden diese erst Anfang kommenden Jahres verfügbar sein. Sollte die Regierung dagegen ein As im Ärmel haben und ein Abkommen mit dem IWF bekannt geben, müsste man die **Bedingungen des IWF** analysieren, der bereits Besorgnis wegen des effektiven Wechselkurses gezeigt hat. Weiterhin ist nicht nur die Höhe der Zahlungen von Bedeutung, sondern auch die Flexibilität ihrer Verwendung.

Abgesehen vom effektiven Wechselkurs ist Folgendes sicher: Angesichts des Fehlens sofortiger signifikanter Reformen **wird sich der Positivsaldo der Leistungsbilanz umso schneller ins Gegenteil verkehren, je schneller der Pesokurs steigt.** Bei rückläufigen laufenden Einnahmen und steigendem Finanzbedarf muss sich die Regierung auf die Suche nach Dollars begeben, wenn sie ihren Kurs beibehalten will, den politischen Anreizen bis zu den Parlamentswahlen 2025 Priorität zu geben. Die Frage ist, ob es verfügbare Ressourcen gibt, um die Überbrückung zu verlängern, oder ob die Konjunktur eine Kehrtwendung

erzwingen wird, um die Tragfähigkeit der Strategie zu verbessern. Und all dies in einem politischen und legislativen Kontext, der schwieriger ist als zuvor.

Angesichts dieses Panoramas und der Senkung der Steuer PAIS ohne Kompensation des Anstiegs des offiziellen Wechselkurses vertreten wir die Auffassung, dass die Regierung eine ökonomische Chance verstreichen ließ, um die Restriktionen zu flexibilisieren, die die Auswirkungen einer Pesoabwertung auf die Preise abgefedert hätte. Stattdessen optierte sie für einen Entscheidungsaufschub und die Beibehaltung des Crawling Peg von 2 %. Deshalb müssen wir unsere Szenarien neu bewerten.

In diesem Kontext erwarten wir, dass sich die nächste ökonomische Chance im **ersten Quartal 2025** ergeben wird; in diesem Zeitraum könnte die Regierung die Abschaffung der Steuer PAIS (sie läuft Ende 2024 aus) und den Zufluss frischer Mittel durch ein neues Abkommen mit dem IWF ausnutzen. Sie könnte dann die **Chance zur Flexibilisierung bestimmter Zugangsbeschränkungen** zum MULC (teilweise Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen) nutzen und gleichzeitig einen Anstieg des offiziellen Dollarkurses zulassen, um die Wechselkursdifferenz zu reduzieren und die akkumulierte effektive Aufwertung zu korrigieren.

Unter Wahlgesichtspunkten wäre es logisch, dass die Regierung versucht, ohne Devisenerwerbsbeschränkungen, mit einer sich erholenden Wirtschaft und einer niedrigen Inflation den Wahltermin zu erreichen. Aber dazu wäre es erforderlich, die notwendigen Anpassungen vor Beginn des Wahlkampfes vorzunehmen. Da es sich aber bei **einer Abwertung um eine wirtschaftspolitische Entscheidung** handelt, die nicht nur von den ökonomischen Variablen abhängt, schließen wir nicht aus, dass die Regierung das Crawling Peg beibehält und die Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen aufschiebt, um die Inflation weiter zu senken, selbst wenn dies den Verlust von Devisenreserven bedeutet.

Politik: Die Symptome politischer Unordnung verstärken die Notwendigkeit ökonomischer Antworten

1. *Wachsender politischer Widerstand im Kongress nach Verabschiedung des Grundlagengesetzes*

Die Regierung erlebte im Kongress mehrere Niederlagen, darunter die Abweisung des Kongresses einer Notverordnung und die Annahme eines von ihr nicht gewünschten Gesetzes zur Rentenaktualisierung. Signale dafür, dass sich die politische Unordnung verstärkt.

2. *Die Erosion der Unterstützungsbasis von Milei macht die Notwendigkeit einer Wirtschaftserholung vordringlich.*

Die politische Unordnung verstärkt sich in einem Kontext einer beginnenden Erosion der Unterstützungsbasis der Regierung und macht die Notwendigkeit einer Wirtschaftserholung vordringlich.

3. *Das Dilemma: das Wirtschaftsprogramm neu kalibrieren oder es bis zu den Parlamentswahlen 2025 beibehalten?*

Die Diskussion über eine Neubestimmung der Geld- und Wechselkurspolitik überschneidet sich mit einem politischen Dilemma: Soll sie jetzt neu kalibriert werden, um besser bis zu den Wahlen zu kommen, oder soll diese Entscheidung aufgeschoben werden, um die damit verbundenen politischen Kosten zu vermeiden?

Wie wir bereits mehrfach gewarnt haben, besteht die Herausforderung für Milei darin, **die Wirtschaft zu ordnen, bevor die Politik in Unordnung gerät**. Natürlich würde es nicht einfach sein, die Wirtschaft zu ordnen, und es würde Zeit brauchen. Aber aufgrund des Systems der Anreize war es absehbar, dass es zu einer politischen Unordnung kommen könnte.

Diese politische Unordnung wurde in den **Niederlagen der Regierung im Parlament** in den letzten Wochen deutlich. Erstmals seit 1983 wies der Kongress eine Notverordnung des Präsidenten zurück und erstmals seit der Präsidentschaft von Fernando De la Rúa könnte der Kongress ein Veto des Präsidenten überstimmen.

Diese kämpferischere Haltung der Opposition entstand, nachdem eben diese Opposition dem Grundlagengesetz und dem Fiskalpaket zugestimmt hatte. Hinter dieser Zustimmung standen eine Verhandlung über bestimmte Vorteile für die dialogbereite Opposition, aber auch die Notwendigkeit, den Bürgern zu zeigen, dass sie mit der Regierung zusammenarbeitet. Nach diesem Beweis der Bereitschaft zur Zusammenarbeit scheint es, **dass die Opposition sich nun in der Lage fühlt, einen stärkeren politischen Widerstand zu leisten**.

Diese Signale könnten darauf hinweisen, dass sich der Widerstand – was wichtig ist, da die Regierung im Kongress nur über eine Minderheit verfügt – verstärken könnte. Er könnte zudem auch weiter erstarken, wenn das Fehlen wirtschaftlicher Ergebnisse in der Gesellschaft schlechte Laune erzeugt. Deshalb ist es wichtig, die Entwicklung der Unterstützung für die Regierung zu beobachten. Hier gibt es **Warnsignale für die Regierung**: In den letzten drei Monaten war eine Verschlechterung des Images des Präsidenten sowie der Zustimmung zur Regierungstätigkeit und der Erwartungen der Bürger hinsichtlich der Zukunft des Landes und ihrer persönlichen Zukunft zu registrieren.

Wenn sich dieser Prozess fortsetzt, könnte er einen stärkeren politischen Widerstand der Opposition unterstützen und den bereits engen Handlungsspielraum der Regierung weiter verringern. Das macht es für die Regierung wichtig, **dass die öffentliche Meinung eine deutliche Wirtschaftsbelebung wahrnimmt**, die sie davon überzeugt, dass der wirtschaftspolitische Kurs korrekt ist. Aber dieses Panorama wird komplexer, wenn die Regierung zu der Auffassung gelangt, dass das Wirtschaftsprogramm **neu kalibriert werden muss** oder dass die Notwendigkeit besteht, die vom IWF geforderten Änderungen an der Wechselkurs- und Geldpolitik vorzunehmen.

Hier setzt das politische Kalkül über die Chance zur Entscheidung einer Änderung des Wirtschaftsprogramms im Hinblick auf die Parlamentswahlen 2024 ein: Wann ist der günstigste Moment, um an die Wahlen zu denken? Falls diese Chance ein zu starkes Risiko impliziert und die Regierung entscheidet, bis nach den Wahlen zu warten, bevor sie das Wirtschaftsprogramm neu kalibriert, stellt sich die Frage, unter welchen Wettbewerbsbedingungen sie mit diesem Programm die besten Wahlergebnisse erzielen kann.

Darum geht es letztlich in diesem Zyklus: Wie managt man die wirtschaftlichen und politischen Dynamiken, um die Wirtschaft zu ordnen, bevor die Politik in Unordnung gerät, um den Zyklus zu konsolidieren. Anders gesagt, **wie ordnet man die Wirtschaft, ohne bei diesem Versuch politisch unterzugehen?**

Wirtschaftskonjunktur

Stagnation im zweiten Quartal: Ist das Schlimmste überstanden?

- **Der Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit (EMAE) sank im Juni um 0,3 % (im Mai war er um 0,7 % gestiegen) und stagnierte in den letzten drei Monaten. Damit lag das Niveau nicht nur um 2,1 % unter dem Wert vom Dezember 2023, sondern auch um 6,4 % unter dem vom August 2023, dem Monat vor Beginn der Rezession.**

- **Die Daten sind zwar noch nicht endgültig, aber das BIP dürfte im zweiten Quartal um 1,7 % geschrumpft sein. Schließt man die Entwicklung von Aus- und Einfuhr aus, ist die Binnennachfrage (im Wesentlichen Konsum und Investitionen) wahrscheinlich um 11,9 % p. a. zurückgegangen, also weit stärker als das BIP.**

- **Obwohl die Wirtschaft im Zeitraum März/April die Talsohle erreicht haben dürfte, ist dies in erster Linie den mit dem Primärsektor verbundenen Branchen zu**

verdanken. 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.

Stagnation im Juni

Der **Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit** (EMAE) sank im Juni um 0,3 % (im Mai war er um 0,7 % gestiegen) und stagnierte in den letzten drei Monaten. Damit lag das Niveau nicht nur um 2,1 % unter dem Wert vom Dezember 2023, sondern auch um 6,4 % unter dem vom August 2023, dem Monat vor Beginn der Rezession.

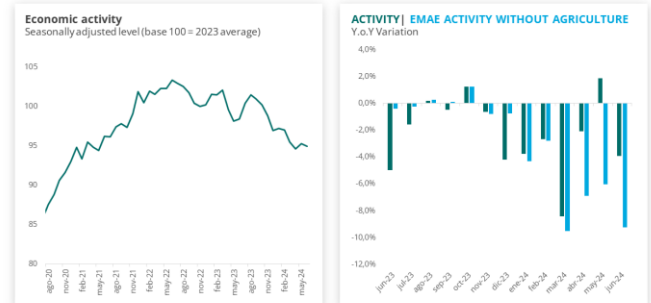
Im **Jahresvergleich** verzeichnete der EMAE einen **Rückgang um 3,9 %**, obwohl es sich 2023 um das Jahr der Dürre handelte. Im ersten Halbjahr sank er insgesamt um 3,2 % p. a. Schließt man den Landwirtschaftssektor aus (der im Juni um 82,4 % p. a. wuchs und 4,4 Prozentpunkte zum allgemeinen Niveau beitrug) verringerte sich der EMAE im Juni um 9,3 % p. a. und im ersten Halbjahr um 6,6 % p. a. Bezieht man auch die Ausbeutung von Bergwerken und Steinbrüchen ein – in erster Linie Erdöl und -gas – (die um 4,6 % p. a. anzog), werden diese Zahlen noch negativer.

Die Daten sind zwar noch nicht endgültig, aber **das BIP dürfte im zweiten Quartal saisonbereinigt um 1,7 % geschrumpft sein**. Schließt man die Entwicklung von Aus- und Einfuhr aus, ist die Binnennachfrage (im Wesentlichen Konsum und Investitionen) im zweiten Quartal wahrscheinlich um 11,9 % p. a. zurückgegangen, also weit stärker als das BIP.

9 der 15 Sektoren verzeichneten im Jahresvergleich einen **Rückgang**; besonders betroffen waren das Baugewerbe (-23,6 % p. a.), die verarbeitende Industrie (-20,4 % p. a.) sowie Groß- und Einzelhandel und Reparaturen (-18,6 % p. a.). Aufgrund der unterschiedlichen Gewichtung der Sektoren hatte die Industrie die stärkste Negativeinwirkung auf das allgemeine Niveau (-3,5 Prozentpunkte), gefolgt vom Einzelhandel (-2,6 Prozentpunkte) und dem Baugewerbe (-0,7 Prozentpunkte). Beim Vergleich von Güterproduktion und Dienstleistungen wurde wieder eine heterogene Entwicklung deutlich: Die Güterproduktion stieg um 1,5 % p. a. (was sich durch den Primärsektor erklärt), während die Dienstleistungen um 6,3 % abnahmen.

FIRST SEMESTER WITH A DROP IN ACTIVITY

E. ECOLATINA
Economics



Was ist für das zweite Halbjahr zu erwarten?

Der Konjunkturrückgang im ersten Halbjahr erfolgte im Kontext einer stark abnehmenden Binnennachfrage im Gefolge der geringeren verfügbaren privaten Haushaltseinkommen und der größeren Ungewissheit über die Wirtschaftsentwicklung in der nächsten Zeit, die die Entscheidungen der Familien über Ausgaben und der Unternehmen über Investitionen beeinträchtigte.

Eine der zentralen Fragen in den ersten Monaten des Jahres betraf nicht nur den Moment, in dem die Talsohle erreicht würde, sondern auch die Art der Erholung. Trotz des Willens der Regierung, eine Erholung in Form eines „V“ zu erreichen, war im Verlauf der Monate eine **Erholung entsprechend des umgekehrten Markenzeichens von Nike zu beobachten**.

Wie bereits erwähnt, dürfte die Wirtschaft zwar im April die Talsohle erreicht haben, konnte aber bisher nicht einen nachhaltigen Erholungsprozess verzeichnen; im Juni lag das BIP um kaum 0,3 % über dieser Unterschwellenlinie. Betrachtet man die Quartalsentwicklung, ist festzustellen, dass die Wirtschaft erneut schrumpfte, und zwar trotz der guten Dynamik **der mit dem Primärsektor verbundenen Branchen, die als Stoßdämpfer für das allgemeine Niveau fungierten**.

Auch künftig wird der Primärsektor eine positive Entwicklung aufweisen; sie wird angetrieben von der Landwirtschaft, der Erdölproduktion in Vaca Muerta und dem Bergbau. Aber die **aggregierte Leistung der Wirtschaft wird stärker durch die Sektoren, die von der Binnennachfrage abhängen** (Industrie, Baugewerbe und Handel machen 40 % des BIP aus), **bedingt sein**; diese weisen eine langsamere Erholung auf.

ECONOMIC ACTIVITY MONITOR YoY variation		ECOLATINA													
YoY % change		ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24	jul-24	ago-24	
Activity (General Level)		5,4%	5,0%	1,4%	0,2%	0,5%	1,2%	0,7%	4,2%	3,8%	2,7%	4,4%	-2,1%	1,5%	1,3%
Activity (General Level)		5,4%	5,0%	1,4%	0,2%	0,5%	1,2%	0,7%	4,2%	3,8%	2,7%	4,4%	-2,1%	1,5%	1,3%
Activity (Seasonal)		15,5%	15,3%	15,2%	15,0%	14,8%	14,6%	14,4%	14,2%	14,0%	13,8%	13,6%	13,4%	13,2%	13,0%
Agriculture		-49,8%	-49,8%	-14,0%	-1,1%	-1,3%	3,3%	4,5%	5,1%	12,3%	4,7%	11,5%	88,5%	100,0%	92,4%
Bovine meat		-1,5%	-2,2%	-24,7%	-20,6%	-20,6%	-20,6%	-20,6%	27,0%	13,0%	32,0%	37,1%	30,2%	19,5%	11,4%
Soybean grinding		8,8%	7,8%	4,0%	5,1%	5,9%	2,8%	6,8%	0,0%	2,6%	3,9%	4,5%	-0,8%	3,1%	7,0%
Wheat milling		10,0%	10,4%	10,0%	0,0%	1,0%	4,0%	5,1%	12,3%	4,7%	11,5%	88,5%	100,0%	92,4%	1,0%
Manufacturing		-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	1,3%	4,9%	12,3%	11,1%	6,2%	20,1%	15,4%	14,1%	20,4%
Manufacturing index		1,2%	-2,3%	4,0%	1,0%	2,3%	0,9%	4,0%	12,3%	12,3%	7,8%	21,4%	18,5%	15,5%	20,1%
Automobile production		14,8%	18,8%	11,3%	17,6%	17,1%	0,0%	0,0%	15,7%	10,0%	20,4%	21,5%	22,0%	46,2%	0,8%
Steel production		-1,1%	-0,8%	-2,0%	-0,8%	0,3%	7,0%	10,2%	24,2%	7,2%	10,2%	43,1%	25,1%	25,4%	21,2%
Construction		11,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Construction index		-2,0%	-2,8%	-0,8%	-0,0%	-0,3%	0,0%	2,1%	12,3%	21,8%	24,6%	42,2%	37,3%	32,0%	35,2%
Private construction		0,2%	0,5%	0,7%	0,5%	0,5%	0,8%	0,7%	11,4%	10,0%	10,0%	40,0%	32,2%	32,0%	32,0%
Cement		11,5%	11,1%	6,0%	1,5%	2,8%	0,0%	11,0%	15,0%	20,0%	23,0%	43,1%	38,3%	37,2%	32,0%
Retail		1,9%	1,1%	1,2%	0,0%	-0,1%	0,0%	-0,5%	0,0%	2,1%	2,1%	14,0%	14,0%	12,0%	18,0%
Consumption credit		-17,4%	-17,6%	-17,3%	-18,0%	-17,2%	-17,5%	-17,5%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%	-18,0%
Mass Consumption index (Retail)		2,8%	0,7%	-2,4%	-1,8%	0,0%	0,0%	2,4%	4,2%	13,0%	18,0%	18,0%	18,0%	15,5%	15,1%
Consumer confidence index		1,1%	0,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Retail sales		-2,8%	-2,6%	-3,0%	-4,1%	-5,1%	0,7%	2,9%	13,7%	20,0%	20,0%	12,0%	7,3%	21,0%	-1,7%
Automobiles (excluding)		13,2%	13,6%	13,6%	2,1%	3,4%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%	10,0%	1,0%	11,0%	20,0%
Motorcycle (excluding)		2,4%	-3,7%	5,7%	20,3%	5,1%	45,1%	23,5%	16,7%	18,8%	13,7%	43,3%	-2,8%	-2,8%	6,0%
Used cars (sales)		2,6%	0,1%	5,0%	10,0%	0,0%	10,0%	4,0%	5,1%	12,7%	4,8%	32,0%	4,7%	6,2%	7,0%

Für das zweite Halbjahr zeigt unsere Erhebung der vorab veröffentlichten Indikatoren eine Verbesserung im Juli und - auf Grundlage der wenigen bereits verfügbaren Indikatoren - August. Alle im Juli vorab veröffentlichten Konsumindikatoren verzeichneten **saisonbereinigt Verbesserungen** mit Ausnahme der Einzelhandelsverkäufe von KMU (nach Angaben des Unternehmerverbands CAME).

Abgesehen von der Stärke der Rezession ist es auch wichtig, ihre Ausdehnung zu analysieren: In dem Maße, wie sie über die Zeit anhält, kann sie auch das **Beschäftigungsniveau beeinträchtigen**. Diese Sorge spiegelt sich bereits in Meinungsumfragen, bei denen die Arbeitslosigkeit Vorrang hat vor der Inflation.

Dies wurde zwar im ersten Halbjahr im Baugewerbe deutlich, hat aber bisher die Industrie noch nicht betroffen. Aber angesichts ihrer wirtschaftlichen Relevanz muss man die Entwicklung der Arbeitslosigkeit verfolgen, denn sie könnte zu einem Problem für die Regierung werden.

Obwohl für die Regierung die Konjunkturerholung keine direkte Priorität zu haben scheint, hat sie doch Anreize, eine Verbesserung der Wirtschaftsleistung vorzuweisen: Erstens, um das nationale Steueraufkommen zu kompensieren (damit keine Zweifel an der Tragfähigkeit der Haushaltsschuldenbremse entstehen), aber auch um deutlich zu machen, dass der Wirtschaftskurs korrekt ist und Ergebnisse in der Realwirtschaft sichtbar werden (zentral für die öffentliche Meinung).

Preise

Hat die Inflation eine Unterschwelle erreicht?

• Der vom INDEC veröffentlichte Wert der nationalen Inflation betrug im Juli 4 % und lag damit um 0,6 Prozentpunkte unter dem Juniergebnis. Im Vergleich zum Vorjahr belief sie sich auf 263,4 % und in den ersten sieben Monaten betrug sie 87 %. Die Kerninflation (sie schließt Saison- und staatlich regulierte Preise aus) zog im Juli um 3,8 % an (0,1 Prozentpunkte über den Werten von Mai und Juni).

Schwierigkeit deutlich, die Inflationsträgheit zu brechen.

• Der Verbraucherpreisindex für Groß-Buenos Aires von Ecolatina (IPC GBA Ecolatina) stieg im August um 4,0 %, also 0,2 Prozentpunkte mehr als im Juli. Die regulierten Preise erhöhten sich um 5,1 % im Gefolge der Tarifierhebungen beim öffentlichen Personenverkehr, Telefonie, schulischer Bildung und privaten Krankenversicherungen. Der Anstieg der Kerninflation (IPC Núcleo) lag mit 3,6 % um 0,5 Prozentpunkte unter dem Vormonatwert, während die Saisonpreise um 4,4 % anzogen.

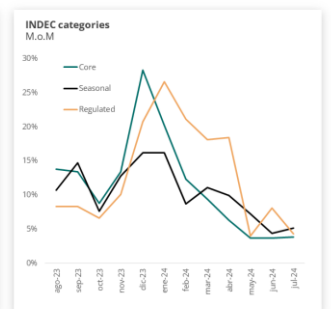
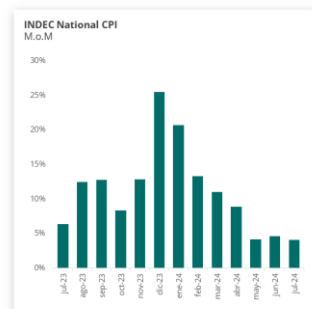
• Die Daten von Juli und August zeigen, dass der schnelle Inflationsrückgang, der Anfang des Jahres einsetzte, nun Schwierigkeiten aufzuweisen beginnt, über längere Zeit hin anzuhalten. Es ist nicht wahrscheinlich, dass die Inflation in den kommenden Monaten weiterhin so schnell sinkt: Es ist einfacher, die Inflation vom Höhepunkt eines nominalen Schocks (abrupter Anstieg des Dollarkurses und Korrektur der relativen Preise) aus zu senken, als wenn sie sich ihrem normalen Wert nähert.

Leichter Inflationsrückgang im Juli

Der vom INDEC veröffentlichte Wert der nationalen Inflation betrug im Juli 4 % und lag damit um 0,6 Prozentpunkte unter dem Juniergebnis. Allerdings lag er etwas über den Markterwartungen (3,9 %). Im Vergleich zum Vorjahr belief sie sich auf 263,4 % und in den ersten sieben Monaten betrug sie 87 %.

Die **Kerninflation** (sie schließt Saison- und staatlich regulierte Preise aus) zog im Juli um 3,8 % an (0,1 Prozentpunkte über den Werten von Mai und Juni). Das machte die Schwierigkeit deutlich, die Inflationsträgheit zu brechen. Am stärksten war der Anstieg bei den **Saisonpreisen** (+5,1 %), der von Preissteigerungen bei Obst und Gemüse angetrieben wurde; **die regulierten Preise** erhöhten sich um 4,3 % wegen Anhebungen bei Zigaretten und Tarifen in einigen Regionen des Landes.

INFLATION SLIGHTLY MODERATED IN JULY



Auf regionaler Ebene wies die Inflation eine **heterogene Entwicklung** auf: Während die Preise im Nordosten des Landes um 4,6 % anzogen (angetrieben von Tarifierhebungen, die sich im Juli auswirkten, während sie im Rest des Landes bereits im Juni zu Buche schlugen), betrug die Inflation im Nordwesten 3,6 %.

Der Preisanstieg bei **Nahrungsmitteln und Getränken** (+3,2 %) lag um 0,2 Prozentpunkte über dem Vormonatswert, war aber weiterhin geringer als der des allgemeinen Niveaus. Dieses Kapitel war für das allgemeine Niveau besonders wichtig: Würde man es ausschließen, hätte die Inflation 4,4 % betragen. Aufgeschlüsselt sind die höheren Preissteigerungen bei Obst (6,9 %) und Gemüse (6,1 %) im Gefolge der Fröste in diesem Monat hervorzuheben. Bei den restlichen Nahrungsmitteln war eine Zunahme um etwa 2,5 % zu beobachten.

Im sechsten Monat in Folge stiegen die **Güterpreise** (+3,2 % pro Monat) deutlich weniger als die **Dienstleistungspreise** (+6,4 %). Im Unterschied zum vergangenen Jahr erhöhten sich also die Preise für Dienstleistungen stärker als diejenigen für Güter: Im bisherigen Jahresverlauf zogen Letztere um fast 75 % an, während es bei den Dienstleistungen nahezu 130 % waren. Die Differenz wird allerdings geringer, wenn man mit den privaten Dienstleistungen (+90 %) vergleicht, da sich die öffentlichen Tarife um 216 % erhöhten.

Diese **zwei Geschwindigkeiten bei Gütern und Dienstleistungen** sind Teil der Differenz zwischen dem vom INDEC erstellten Index und demjenigen der Regierung der Stadt Buenos Aires, der im Juli 5,1 % auswies. Allerdings beruht diese Diskrepanz auf unterschiedlichen Gewichtungen von Gütern und Dienstleistungen, die die Indizes bilden; Letztere haben im Index der Stadt ein höheres Gewicht. Wenn ihre Preise also stärker steigen als die der Güter, treiben sie den Verbraucherpreisindex der Stadt in die Höhe, insbesondere wenn es zu punktuell höheren Steigerungen kommt, was in den kommenden Monaten wegen der Anhebung der Bus- und U-Bahntarife sicherlich der Fall sein wird.

Was ist für die kommenden Monate zu erwarten?

Für August stieg der **Verbraucherpreisindex für Groß-Buenos Aires von Ecolatina (IPC GBA Ecolatina)** um 4,0 %, also 0,2 Prozentpunkte mehr als im Juli. Die regulierten Preise erhöhten sich um 5,1 % im Gefolge der Tarifierhebungen beim öffentlichen Personenverkehr, Telefonie, schulischer Bildung und privaten Krankenversicherungen. Der Anstieg der Kerninflation (*IPC Núcleo*) lag mit 3,6 % um 0,5 Prozentpunkte unter dem Vormonatswert, während die Saisonpreise um 4,4 % anzogen.

Die Daten von Juli und August zeigen, **dass der schnelle Inflationsrückgang, der Anfang des Jahres einsetzte,**

nun Schwierigkeiten aufzuweisen beginnt, über längere Zeit hin anzuhalten. Es ist nicht wahrscheinlich, dass die Inflation in den kommenden Monaten weiterhin so schnell sinkt: Es ist einfacher, die Inflation vom Höhepunkt eines nominalen Schocks (abrupter Anstieg des Dollarkurses und Korrektur der relativen Preise) aus zu senken, als wenn sie sich ihrem normalen Wert nähert. Die **Herabsetzung der Steuer PAIS** könnte im September eine Preissenkung bei international handelbaren Gütern unterstützen; allerdings ist es wichtig, die Abwertungserwartungen zu begrenzen, damit diese geringeren Kosten als nachhaltig wahrgenommen werden.

Mittelfristig könnte eine **eventuelle Konjunkturerholung über eine Verbesserung der Kaufkraft** zu neuen Anhebungen der Güter- und Dienstleistungspreise anreizen, wenn ein relatives Zurückbleiben des Produkts im Kontext einer höheren Nachfrage wahrgenommen wird. Das wirkt sich auch auf das Angebot aus, wenn die Unternehmen entscheiden, Lohnkosten auf die Preise zu übertragen.

Schließlich bleibt abzuwarten, in welcher Form die Regierung die Devisenkaufbeschränkungen aufheben wird. Jede Korrektur des Wechselkurses – selbst, wenn er nur auf den aktuellen Wert der parallelen Kurse steigt – impliziert eine **Neuordnung der Preise**, die die Inflation beschleunigen wird, allerdings weit unter dem Niveau vom Jahresbeginn. Wenn die Regierung dagegen die Devisenerwerbsbeschränkungen – bei einem Crawling Peg von 2 % - beibehält oder sie im Gefolge einer eventuellen Konvergenz der Parallelkurse mit dem offiziellen Dollarkurs abschafft, könnte sich die Inflation weiter verringern. Allerdings haben die makroökonomischen Bedingungen zur Folge, dass diese Entscheidung gewisse Risiken – vor allem im Außenhandel – mit sich bringt.

Haushaltsüberblick

Erstes Finanzdefizit, aber Primärüberschuss

- Der nicht finanzielle nationale öffentliche Sektor verzeichnete im Juli den siebten Monat in Folge mit einem Primärüberschuss und den ersten Monat mit einem Finanzdefizit. Der Primärüberschuss belief sich AR\$ 0,91 Billionen; bei Zinszahlungen iHv AR\$ 1,51 Billionen entstand ein Finanzdefizit von AR\$ 0,6 Billionen. Damit erwirtschaftete der öffentliche Sektor im bisherigen Jahresverlauf einen Primärüberschuss von 1,3 % des BIP und einen Finanzüberschuss von 0,3 % des BIP.

- Was erklärte das Minus im Juli? Wie bereits in den Vormonaten – allerdings in geringerem Umfang – wurden die Ausgaben gekürzt (-24 % p. a.) und die

Einnahmen sanken (-5 % p. a.). Da die konjunkturabhängigen Steuern auch weiterhin keine Signale für eine Verbesserung aufweisen, war bisher die Steuer PAIS der Schlüssel für eine relative Aufrechterhaltung der Einnahmen. Ohne diese Steuer hätte sich das Finanzdefizit im Juli verdoppelt. Der starke Anstieg der Zinszahlungen erklärte sich durch die fälligen Zahlungen für die Schuldverschreibungen Bonar und Global (Titel in US\$).

• Zweifellos stellt der deutliche Haushaltsüberschuss im bisherigen Jahresverlauf einen Erfolg für die Regierung dar. Aber in den kommenden Monaten wird sie nicht nur einer saisonbedingt weniger günstigen Haushaltsentwicklung (insbesondere im Dezember) gegenüberstehen, sondern auch gewissen Problemen, die sich auf Einnahmen und Ausgaben auswirken und den erwarteten Kurs modifizieren könnten. Man muss also genau beobachten, was mit der Steueramnestie, dem Zahlungsaufschub für Rentenbeiträge, der Herabsetzung der Steuer PAIS, dem Gesetzesvorschlag der UCR für die Rentenanpassung und der Vorlage des Haushaltsplans 2025 geschieht.

Wie erging es dem Fiskus im Juli?

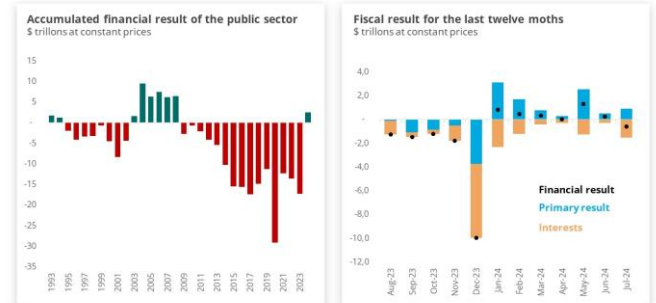
Der nicht finanzielle nationale öffentliche Sektor verzeichnete im Juli den siebten Monat in Folge mit einem Primärüberschuss und den ersten Monat mit einem Finanzdefizit. Der Primärüberschuss belief sich AR\$ 0,91 Billionen; bei Zinszahlungen iHv AR\$ 1,51 Billionen entstand ein Finanzdefizit von AR\$ 0,6 Billionen.

Was erklärte das Minus im Juli? Wie bereits in den Vormonaten – allerdings in geringerem Umfang – wurden die Ausgaben gekürzt (-24 % p. a.) und die Einnahmen sanken (-5 % p. a.). Da die konjunkturabhängigen Steuern auch weiterhin keine Signale für eine Verbesserung aufweisen, war bisher die **Steuer PAIS** der Schlüssel für eine relative Aufrechterhaltung der Einnahmen. Ohne diese Steuer hätte sich das Finanzdefizit im Juli verdoppelt. Der starke Anstieg der Zinszahlungen erklärte sich durch die fälligen Zahlungen für die Schuldverschreibungen Bonar und Global (Titel in US\$).

Damit erwirtschaftete der öffentliche Sektor im bisherigen Jahresverlauf einen Primärüberschuss von 1,3 % des BIP und einen Finanzüberschuss von 0,3 % des BIP. Die ersten sieben Monate des Jahres waren also gekennzeichnet von **einer deutlichen Senkung der Staatsausgaben** (-31 % p. a.) und **einem anhaltenden Rückgang der konjunkturabhängigen Einnahmen** (-5 % p. a.). Die Aufrechterhaltung der Ressourcen verdankte sich dem außerordentlichen Beitrag der Einkommensteuer im Mai, den Einnahmen aus Exportzöllen und der Erweiterung der Steuer PAIS ab dem Amtsantritt (ohne diesen Beitrag wäre in diesem Zeitraum insgesamt ein Finanzdefizit entstanden).

FIRST FINANCIAL DEFICIT WITH PRIMARY SURPLUS

ECOLATINA
Economics



Blick auf die aufgeschlüsselte Situation der Staatsfinanzen

Die Einnahmenentwicklung war weiterhin negativ (der Rückgang fiel allerdings geringer aus), aber die Ausgaben wurden ausreichend gesenkt, um im Juli ein positives Ergebnis vorzuweisen (dies was seit 2019 nicht mehr der Fall gewesen). Positiv wirkten sich auch die **Steuer PAIS** und die **Exportzölle** (real +150 % p. a.) aus, während die restlichen Mittel rückläufig waren.

Bei den konjunkturabhängigen Einnahmen verzeichnete die **MwSt.** einen realen Rückgang (-12 % p. a.); die Abnahme der **Sozialversicherungseinnahmen**, die vor elf Monaten begann, fiel gemäßiger aus (-8 % p. a.) Weit entfernt von dem außerordentlichen Ergebnis im Mai verstärkte sich der Rückgang bei der Einkommensteuer im Juli (real -26 % p. a.).

Infolge der allgemeinen Kürzungen der wichtigsten **Posten sanken die Primärausgaben real um 24 % p. a.** und wiesen damit seit einem Jahr eine rückläufige Tendenz auf.

Auf die **Sozialleistungen** entfiel nahezu ein Drittel der Ausgabensenkung: Sie nahmen real um 18 % p. a. ab, was der Entwicklung in den Vormonaten entsprach, aber die Entwicklung war bei den verschiedenen Posten heterogen: Die Ausgaben für Renten und Pensionen (einschl. Pensionen ohne Beitragszahlungen) verringerten sich um real 14 % p. a., die Familienzulagen um real 7 % p. a. Dagegen erhöhten sie sich beim Universellen Kindergeld (AUH) um 15 % p. a. (was sich weitgehend durch die Änderung der Anpassungsformel und die von der Regierung zu Beginn ihrer Amtszeit beschlossene Anhebung erklärt); die Leistungen der Rentnerkrankenversicherung zogen real um 27 % p. a. an.

Die **Wirtschaftssubventionen** nahmen ggü. Juli 2023 um real 15 % p. a. ab, also weniger als in den Vormonaten; sie machten weniger als 10 % des Ausgabenrückgangs aus. Die Energiesubventionen entwickelten sich ähnlich, da ausstehende Zahlungen an CAMMESA geleistet wurden.

Im Zusammenhang mit den Verhandlungen mit den Provinzregierungen sanken die **Übertragungen an Provinzen** (laufende und Kapitalausgaben) und die **Kapitalausgaben** (öffentliche Bauaufträge ohne Übertragungen) erneut deutlich um 78 %; dies machte 22 % der Reduzierung der Primärausgaben aus.

Bei den restlichen Posten nahmen die **Übertragungen an Universitäten** um real 74 % ab. Die **Betriebskosten**, die auch die Löhne und Gehälter von Beschäftigten des Staates umfassen, verringerten sich real um 23 % p. a. Damit wiesen diese beiden Posten den siebten Monat in Folge mit rückläufiger Tendenz auf.

Prozentsatzes prädominiert oder die Ungewissheit darüber, was mit dem Wechselkurssystem geschehen 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.

Der Satz der **Steuer PAIS** wurde von 17,5 % auf 7,5 % herabgesetzt. Obwohl sie in den ersten Monaten des Jahres eine der Tragsäulen der Staatseinnahmen war, sanken die Mittel im August (real -7 % p. a.). Das erklärte sich teilweise durch den Aufschub von Importen in Erwartung einer Änderung des Steuersatzes. Allerdings wird diese außerordentliche Einnahmenquelle zu irgendeinem Zeitpunkt versiegen.

Außerdem verabschiedete der Senat eine **von der UCR eingebrachte Gesetzesvorlage**, die die Renten stärker anhebt und damit die Ausgaben in diesem Posten erhöht. Die dadurch hervorgerufene Ausgabensteigerung dürfte sich auf 0,3 % des BIP im laufenden Jahr und 2025 von 0,5 % belaufen. Allerdings legte die Regierung ein Veto ein und hielt an der Haushaltsdisziplin fest.

Andererseits muss die Regierung bis Mitte September den **Haushaltentwurf für 2025** vorlegen; er wird Auskunft darüber geben, wie die Haushaltsstrategie im kommenden Jahr aussehen wird, wie die Regierung erwartet, das laufende Jahr abzuschließen und welche makroökonomischen Annahmen hinter den vorgesehenen Szenarien stehen.

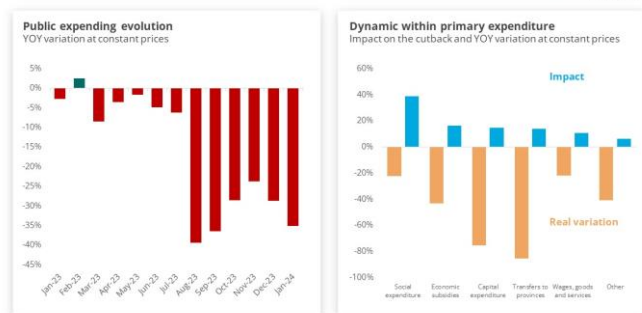
Schließlich haben die ersten Wochen unter dem neuen monetären System gezeigt, dass ein eventueller Abbau der LEFI seitens der Banken nicht zu einer Verwendung der Pesoeinlagen der Staatskasse führt, sondern die BCRA gibt die entsprechenden Pesos aus, um den Finanzinstituten Liquidität zu gewähren, falls dies erforderlich ist.

Deshalb scheint die Übertragung des Pesoüberschusses von Terminkontrakten der BCRA auf LEFI der Staatskasse keine sofortigen Auswirkungen auf den Haushalt zu haben (Zinszahlungen werden erst ab Mitte 2025 fällig, falls die Schuldverschreibungen nicht erneuert werden). Anders sieht es bei den LECAP aus, deren Fälligkeiten den Finanzbedarf kurzfristig erhöhen. Obwohl in beiden Fällen die Zinszahlungen aufgrund von Buchhaltungsmechanismen verschleiert werden, **wirkt sich** die neue Strategie **deutlich auf das Niveau der Staatsschulden aus**: Es betrug im Juli mehr als US\$ 450 Mrd. und erreichte einen historischen Höchststand aufgrund der genannten Operationen sowie der effektiven Pesoaufwertung.

Zweifellos stellt der deutliche Haushaltsüberschuss im bisherigen Jahresverlauf einen Erfolg für die Regierung dar. Aber in den kommenden Monaten wird sie nicht nur

SIGNIFICANT CUTBACK IN PUBLIC EXPENDING

ECOLATINA
Economics



Was ist zu erwarten?

Seit Beginn ihrer Amtszeit unterstrich die Regierung die Notwendigkeit, die Staatsfinanzen in Ordnung zu bringen und definierte die **Haushaltsschuldenbremse** als Driver und Tragsäule der Wirtschaftspolitik. Genau deshalb verleiht der deutliche Finanzüberschuss in den ersten sieben Monaten der Regierung eine **Atempause** im Hinblick auf den Rest des Jahres.

Allerdings säen die Merkmale der Ausgaben senkung, die mögliche Einnahmenentwicklung in einem rezessiven Kontext, die Rentenindexierung (hier könnten Gesetzesvorlagen die Auswirkungen auf den Staatshaushalt verstärken) und Gerüchte über eine Änderung der monetären Strategie **Zweifel an der mittelfristigen Tragfähigkeit**.

Nach Verabschiedung des Grundlagengesetzes und des Fiskalpakets stellt sich die Frage, welche **Auswirkungen das Gesetz in den kommenden Monaten auf das Steueraufkommen haben wird**. Durch die Wiederherstellung der vierten Kategorie der Einkommensteuer erwarten wir für die verbleibenden Monate eine Verbesserung der Haushaltslage (im August sanken die Einnahmen aus dieser Steuer um real 26 % p. a.), 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

einer saisonbedingt weniger günstigen Haushaltsentwicklung (insbesondere im Dezember) gegenüberstehen, sondern auch gewissen Problemen, die sich auf Einnahmen und Ausgaben auswirken und den erwarteten Kurs modifizieren könnten. Man muss also genau beobachten, was mit der Steueramnestie, dem Zahlungsaufschub, der Herabsetzung der Steuer PAIS, dem Gesetzesvorschlag der UCR für die Rentenanpassung und der Vorlage des Haushaltsplans 2025 geschieht.

Außenhandel

- Im Juli betrug der Handelsbilanzsaldo US\$ 1,575 Mrd. und damit US\$ 11,770 Mrd. in den ersten sieben Monaten. Es handelte sich um den höchsten Überschuss der letzten 15 Jahre für diesen Zeitraum. Zwar hielt sich der Überschuss im Juli auf einem hohen Wert, war aber im Vergleich zu den Vormonaten etwas geringer aufgrund eines Importanstiegs, der den positiven Effekt der Landwirtschaftsausfuhr kompensierte.

- Die Exporte beliefen sich auf US\$ 7,221 Mrd. (+19,2 % p. a.) und auf US\$ 45,397 Mrd. in den ersten sieben Monaten 2024 (+14,8 %). Der Anstieg war höheren Mengen zu verdanken (+25,5 % p. a.), während die Preise um 5,1 % p. a. sanken. Erstmals seit November 2023 erhöhten sich die Importe saisonbereinigt ggü. dem Vormonat um 8,5 %, während sie im Jahresvergleich weniger stark abnahmen (-16,5 % im Juli ggü. -35 % p. a. im Juni). Der Importwert betrug im Juli US\$ 5,646 Mrd. und in den ersten sieben Monaten US\$ 33,627 Mrd.

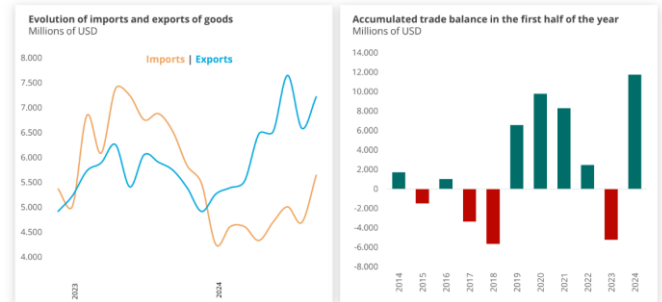
- Der Handelsbilanzüberschuss ist ein Schlüsselfaktor in der Regierungsstrategie. Aber der vom INDEC veröffentlichte fällige Saldo bedeutet nicht notwendigerweise eine Aufstockung der Devisenreserven durch BCRA-Käufe auf dem MULC. Man muss also verfolgen, wie die Entwicklung der Erwartungen die Erhöhung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

Achter Monat in Folge mit Handelsbilanzüberschuss

Im Juli betrug der Handelsbilanzsaldo US\$ 1,575 Mrd. und damit insgesamt US\$ 11,77 Mrd. in den ersten sieben Monaten. Es handelte sich um den höchsten Überschuss in diesem Zeitraum der letzten 15 Jahre. Zwar hielt sich der Überschuss im Juli auf einem hohen Wert, war aber im Vergleich zu den Vormonaten etwas geringer

aufgrund eines Importanstiegs, der den positiven Effekt der Landwirtschaftsausfuhr kompensierte.

TRADE SURPLUS IN JULY



Die Exporte beliefen sich im Juli auf US\$ 7,221 Mrd. (+19,2 % p. a.) und in den ersten sieben Monaten auf insgesamt US\$ 45,397 Mrd. (+14,8 % p. a.). Diese Verbesserung war die Folge steigender Mengen (+14,8 % p. a.), während die Preise sanken (-5,1 % p. a.).

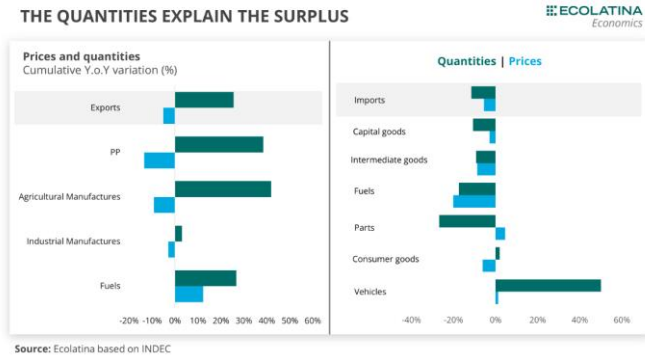
Den stärksten Zuwachs verzeichneten die **verarbeiteten Produkte landwirtschaftlichen Ursprungs** um 29,1 % p. a. auf US\$ 1,785 Mrd. Die Ausfuhr von **Rohstoffen** belief sich auf US\$ 1,699 Mrd. (+19,7 % p. a.) mit einer Zunahme um 40,1 % p. a. auf US\$ 1,785 Mrd. Der Export von **verarbeiteten Produkten industriellen Ursprungs** betrug US\$ 1,877 Mrd. und blieb im Vergleich zum Vorjahr stabil.

Erstmals seit November 2023 erhöhten sich die **Importe** saisonbereinigt ggü. dem Vormonat um 8,5 %, während sie im Jahresvergleich weniger stark abnahmen (-16,5 % im Juli ggü. -35 % p. a. im Juni). Der Importwert betrug im Juli US\$ 5,646 Mrd. und in den ersten sieben Monaten US\$ 33,627 Mrd.

Bei den Auslandskäufen bildeten die **PKW** (US\$ 218 Mio., +413,1 % p. a.) den einzigen Posten mit einer Verbesserung im Vergleich zum Vorjahr. Die hohe Variation erklärt sich durch die niedrige Vergleichsbasis im Juli 2023. Obwohl beim Rest der Verwendungszwecke ein Jahresrückgang zu verzeichnen war, fiel dieser deutlich niedriger aus als zuvor aufgrund einer langsamen Erholung der Mengen, was der graduellen Konjunkturerholung entspricht (die im zweiten Quartal die Talsohle erreicht haben dürfte).

Am stärksten war der Rückgang bei **Teilen und Zubehör von Kapitalgütern** (wertmäßig -23,5 %) mit einem Saldo von US\$ 1,066 Mrd., gefolgt von **Zwischenprodukten** (-17,2 % p. a., US\$ 2,205 Mrd.) und **Kapitalgütern** (-13,2 % p. a., US\$ 833 Mio.). Der Import von **Konsumgütern** verringerte sich um 4,3 % p. a. mit einem Saldo von US\$ 468 Mio. (Die Abnahme war wesentlich geringer als

im ersten Halbjahr.) Dies hängt mit einer leichten Kaufkraftverbesserung und der Aufhebung von Importbeschränkungen bei bestimmten Posten zusammen.



Wieder Energiehandelsbilanzüberschuss im Juli

Nach dem Defizit im Juni **war das Ergebnis im Juli wieder positiv**: Die Exporte beliefen sich auf US\$ 864 Mio. (+42 % p. a.), während die Importe US\$ 650 Mio. (-33,5 % p. a.) betragen. Dadurch entstand ein Überschuss von US\$ 214 Mio.; in den ersten sieben Monaten betrug er insgesamt US\$ 2,936 Mrd.: Die Ausfuhr belief sich auf US\$ 5,55 Mrd. und die Einfuhr auf US\$ 2,624 Mrd.

Was ist für den Rest des Jahres zu erwarten?

Für den Rest des Jahres erwarten wir **weiterhin einen Handelsbilanzüberschuss, der sich jedoch im Verlauf der Monate verringern wird**. Der Auslandsabsatz wird sich positiv entwickeln, insbesondere bei Rohstoffen und verarbeiteten Produkten landwirtschaftlichen Ursprungs.

Auch die Energie- und Bergbauausfuhr wird günstig ausfallen. Allerdings sind letztes Faktoren aufgetaucht, die sich negativ auf die Exportwerte auswirken könnten. Seit der Pesoabwertung nach dem Amtsantritt erhöhte sich der offizielle effektive Pesokurs um mehr als 45 %, was Exporte weniger wettbewerbsfähig macht. Zusätzlich verschlechterten sich in den letzten Monaten die Terms of Trade und sanken entsprechend dem Verfall der Commodities-Preise auf die Werte des Zeitraums 2017/2018.

Bzgl. der Einfuhr schätzen wir, dass sie wegen sinkender Mengen weiter rückläufig sein wird. Aber wie wir bereits für Juli feststellen konnten, wird die Abnahme im Verlauf der Monate geringer werden. Wahrscheinlich wird eine schnellere Erholung ab dem laufenden Monat einsetzen, da einige Importeure in Erwartung einer Herabsetzung der Steuer PAIS ihre Auslandskäufe aufgeschoben haben dürften. Sie trat am ersten Werktag des Monats in Kraft. Gleichzeitig könnten die Importe von Konsumgütern steigen; dies ist die Folge der Anreize aufgrund der Deregulierungsmaßnahmen für den Handel und einer leichten Verbesserung der Binnennachfrage.

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**, wenn der Verkauf der Erntedevisen zu Ende geht und höhere Zahlungen für Importe zu leisten sind.

Geld- und Wechselkurspolitik

- Der August verlief relativ stabil im Bereich der Wechselkurs- und Geldpolitik. Mit der Ankündigung der Intervention beim Wechselkurs und – in geringerem Ausmaß – der Ingangsetzung der Steueramnestie blieb die Wechselkursdifferenz stabil und tendierte nach unten; sie sank unter 40 %. Gleichzeitig nahm die BCRA ihre Käufe auf dem offiziellen Devisenmarkt (MULC) wieder auf und erwarb US\$ 536 Mio. Dadurch konnte sie die Verkäufe im Juni und Juli überkompensieren.

- Die wichtigste Nachricht des Monats war die Herabsetzung der Steuer PAIS von 17,5 % auf 7,5 % für Güterimporte und Fracht, die potenzielle Auswirkungen auf die Staatseinnahmen und die Preise haben wird. Abgesehen davon verstärkte diese Maßnahme die Signale zugunsten einer Verpflichtung des Wirtschaftsteams, die Wechselkursdifferenz zu senken und die Nominalität zu begrenzen, selbst auf Kosten des Verkaufs von Devisen. Wie aus den letzten Ergebnissen des MULC im Juli hervorgeht, wandte die BCRA mehr als US\$ 300 Mio. auf, um diese Differenz zu begrenzen (die Maßnahme wurde ab Mitte des Monats umgesetzt). In diesen Rahmen gehört auch die Verringerung des Dollarkurses für Importe und die Verkürzung der Fristen für den Zugang zum MULC. Diese Maßnahmen dienen dazu, eine Dollarnachfrage zu den Parallelkursen (die nur im ersten Halbjahr ein Drittel der Importzahlungen über den CCL-Kurs zuließ) wieder auf den offiziellen Markt zu leiten. Nach dem Importaufschub im August in Erwartung der Herabsetzung der Steuer PAIS wird die Dollarnachfrage steigen, und zwar auch wegen der leichten Erholungssignale der Wirtschaft.

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

tragfähig das aktuelle System ist, wenn der Beitrag der Landwirtschaft entfällt, um Reserven aufzustocken und die Wechselkursdifferenz zu begrenzen.

Wie wird sich der MULC nach der Wechselkursstabilität entwickeln?

Der August verlief relativ stabil im Bereich der **Wechselkurs- und Geldpolitik**. Mit der Ankündigung der Intervention beim Wechselkurs und – in geringerem Ausmaß – der Ingangsetzung der Steueramnestie blieb die Wechselkursdifferenz stabil und tendierte nach unten; sie sank unter 40 %. Gleichzeitig nahm die BCRA ihre Käufe auf dem offiziellen Devisenmarkt (MULC) wieder auf und erwarb US\$ 536 Mio. Dadurch konnte sie die Verkäufe im Juni und Juli iHv US\$ 184 Mio. überkompensieren.

Die wichtigste Nachricht des Monats war jedoch die **Herabsetzung der Steuer PAIS**. Die Regierung beschloss, am ersten Montag des Monats den Steuersatz für Güterimporte und Fracht von 17,5 % auf die 7,5 % zu senken, der vor dem Amtswechsel im Dezember 2023 gegolten hatte.

Diese Maßnahme hat zahlreiche Konsequenzen. Im **Haushaltsbereich** verringert sich der Satz einer für den Fiskus wichtigen Steuer. Um die Dimension zu verdeutlichen: Im Juli betrug das Finanzdefizit AR\$ 0,6 Billionen (das erste Minus seit Amtsantritt) und es wäre ohne den Beitrag der Steuer PAIS doppelt so hoch ausgefallen. Allerdings verfügt die Staatskasse künftig über zusätzliche Mittel aus der Einkommensteuer (nachdem die vierte Kategorie wieder eingeführt wurde) und den vorübergehenden Einnahmen aus der Steueramnestie und der Rentenbeitragsnachzahlung (die Amnestie scheint erfolgreich zu sein, wenn man die Entwicklung der Dollareinlagen im Finanzsystem während der letzten Tage zugrunde legt).

Andererseits könnte sie die Senkung des **Preisniveaus** international handelbarer Güter unterstützen, aber es gibt viele Faktoren, die einen konkreten Effekt für die Inflationsentwicklung erschweren. Beispielsweise wurde bereits eine neue Erhöhung der regulierten Preise in den kommenden Monaten angekündigt.

Abgesehen davon, ist es für die Wirkung dieser Maßnahme wesentlich, dass die **Abwertungserwartungen in Grenzen gehalten werden**, damit die Importeure die geringeren Kosten auf längere Frist als nachhaltig einschätzen. Zwar sinkt die Kurve der Dollarterminkontrakte und ist weit von der Situation Anfang 2024 entfernt, aber die erwarteten Kurse liegen immer noch über der Aufwertung des offiziellen Dollarkurses von 2 % pro Monat.

In dieser Situation würde die Logik besagen, dass **die Importeure** nach der Verbilligung des Dollars in Kombination mit der Fristverkürzung für den Zugang von vier auf

zwei Raten **Anreize hätten, um auf den MULC zurückzukehren**. Das sollte sich ab dem kommenden Monat auswirken.

Das Wirtschaftsteam verstärkte die Signale zugunsten einer Verpflichtung, die **Wechselkursdifferenz** (und im weiteren Sinne die Nominalität) **zu senken und stabil zu halten**, selbst auf Kosten darauf, weniger Devisen anzuhäufen. Wie aus den letzten Ergebnissen des MULC im Juli hervorgeht, wandte die BCRA mehr als US\$ 300 Mio. auf, um diese Differenz zu begrenzen (die Maßnahme wurde ab Mitte des Monats umgesetzt), und im August sollen es nach Marktschätzungen weitere US\$ 300 Mio. gewesen sein.

Diese Intervention fand statt im Kontext einer **allgemeinen Verschlechterung des Devisensaldos**. Nach einem Monat mit einem höheren Bedarf an Energieimporten kamen die Konsequenzen des Systems von Importanzahlungen hinzu; die Importzahlungen erreichten US\$ 5,34 Mrd., das entspricht einem Verhältnis von bezahlten und fälligen Importen von 96 %. In diesem Rahmen hielt sich das Devisenangebot der **Landwirtschaft**, deren Exporte mehr als US\$ 2,6 Mrd. betragen, und behielt den Rhythmus im August mit einem Verkauf von mehr als US\$ 2,4 Mrd. bei.

Allerdings belief sich der Gütersaldo (wichtigste Devisenquelle im Rahmen der Devisenerwerbsbeschränkungen) auf nur US\$ 550 Mio., den geringsten Wert seit Juni 2023. Als Ergebnis war der geringere Gütersaldo nicht ausreichend, um den Bedarf der Leistungsbilanz (einschl. Zahlung von Dienstleistungen, Zinsen usw.) zu decken. Dies führte zu einem Defizit von US\$ 300 Mio., dem höchsten seit dem Regierungswechsel.

Um zur Steuer PAIS zurückzukehren: Diese Anreize sollen **eine steigende Devisennachfrage** zu den Parallelkursen (die nur im ersten Halbjahr ein Drittel der Importzahlungen über den CCL-Kurs zuließ) wieder **auf den offiziellen Markt zu leiten**.

Infolgedessen wird die **Devisennachfrage auf dem MULC steigen**. Aufgrund des Systems können die Importeure ab September auf dem offiziellen Markt Devisen erwerben, um 25 % der zwischen Mai und Juli getätigten Importe zu bezahlen; hinzu kommen 50 % der Importe im August aufgrund des neuen Systems. Die Nachfrage dürfte im Oktober einen Höchststand erreichen, da im August in Erwartung der Steuer PAIS Importe aufgeschoben wurden, was es der BCRA ermöglichte Käufe auf dem MULC zu tätigen.

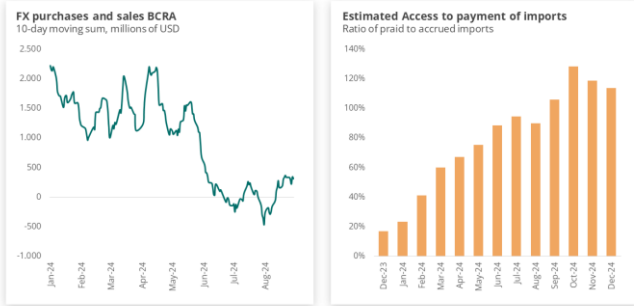
Dieser stärkere Zugang zum MULC steht im Rahmen einer **Konjunktur mit leichten Erholungsanzeichen**. Sollte sich diese Entwicklung fortsetzen, wird die Unterschwellen der Nachfragen immer höher werden. Allerdings könnte die Regelung, die gekreuzte Geschäfte auf dem

MULC und CCL mit einer Wartezeit von 90 Tagen belegt, den Nachfrageanstieg zumindest vorübergehend begrenzen.

dem Zahlungen von rund US\$ 11 Mrd. in harter Währung fällig werden.

COMPLEX OUTLOOK FOR THE FX MARKET AHEAD

ECOLATINA
Economics



Source: Ecolatina based on BCRA and own estimations.

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

Noch komplexer werden die Aussichten für 2025 angesichts des **Zögerns des Wirtschaftsteams und des Präsidenten, die Devisenerwerbsbeschränkungen aufzuheben**. Diese Restriktionen ermöglichen zwar einen gewissen Grad von Freiheit beim „Management“ des Devisenabflusses, nicht aber die notwendige Reduzierung des Länderrisikos und den Zufluss von Mitteln aus dem Ausland (IWF oder private Gläubiger) in einem Jahr, in

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

HERAUSGEBER

Deutsch-Argentinische Industrie- und Handelskammer

Av. Corrientes 327 –C1043AAD Buenos Aires

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

E-Mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar

Internet: www.ahkargentina.com.ar

Originaltext und Statistiken: Ecolatina

Koordination: Julieta Barra

Edition: Christina Keim

WICHTIGE WIRTSCHAFTSINDIKATOREN UND PROGNOSEN

	Monthly or Quarterly Indicators					Annual Indicators		
	Unit of measure	Date	Last Data	Date	Next Data	2022	2023	2024p
Activity								
GDP	YoY %	I Q 24	-5,1	IL Q 24	-1,4	5,3	-1,6	-3,4
Total Consumption	YoY %	I Q 24	-6,4	IL Q 24	-4,8	8,3	1,1	-4,7
Total Investment	YoY %	I Q 24	-23,4	IL Q 24	-27,0	11,2	-2,0	-18,0
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	jul.-24	4,0	ago.-24	3,7	94,8	211,4	122,0
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	ago.-24	943	sep.-24	962,9	172,9	636,5	1020,9
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	ago.-24	1,26	sep.-24	1,25	1,35	1,8	1,2
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	jul.-24	8,7	ago.-24	10,3	18,0	16,7	17,1
Primary Expenditures	% GDP	jul.-24	7,4	ago.-24	8,7	20,3	19,6	15,4
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	jul.-24	1,3	ago.-24	1,5	-2,4	-2,9	1,7
Foreign Sector								
Exports	USD BN	jul.-24	7,2	ago.-24	6,7	88,4	67	78
Imports	USD BN	jul.-24	5,6	ago.-24	5,0	81,5	74	60
Trade Balance	USD BN	jul.-24	1,6	ago.-24	1,7	6,8	-7	18
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	I Q 24	0,2	IL Q 24	2,79	-3,8	-22	2.790
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	ago.-24	40,0	sep.-24	40,0	75,0	100,0	40,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	ago.-24	41,2	sep.-24	41,6	69,4	109,9	42,3

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources



ARGENTINA ECONÓMICA



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

[#SomosTuPartnerGlobal](#)

ARGENTINA ECONÓMICA

01. Introducción

02. Panorama

03. Actividad

04. Precios

05. Política Fiscal

06. Sector Externo

07. Política Monetaria y Cambiaría

09/2024

Realizado por:



Si desea auspiciar en "Argentina Económica", por favor póngase en contacto con
Victoria Giannasca: vgiannasca@ahkargentina.com.ar

INTRODUCCIÓN

A continuación, se presentan los principales aspectos del informe.

OBJETIVOS

El estudio presenta un claro diagnóstico de la situación económica actual y de las perspectivas para el año en curso. El informe pone en relieve las restricciones que enfrenta la política económica y sus implicancias en términos de las variables fundamentales (actividad, inflación y tipo de cambio).

CONTENIDO

- Contexto internacional. Cómo jugará el mundo en los próximos años.
- Diagnóstico de la situación económica actual local.
- Las restricciones de política económica luego de las elecciones legislativas.
- Cuáles son los posibles escenarios y sus probabilidades asociadas.
- Proyecciones de las principales variables bajo tres escenarios posibles.

VARIABLES CONSIDERADAS EN LAS PROYECCIONES

- Contexto internacional: crecimiento e inflación de las principales economías.
- Actividad: PBI, consumo privado, inversión, exportaciones, importaciones, tasa de desempleo.
- Precios: Inflación real (IPC Ecolatina).
- Tipo de cambio nominal y real.
- Política fiscal: gasto, recaudación, resultado fiscal, brecha de financiamiento.
- Sector externo: exportaciones, importaciones, superávit comercial.
- Mercado laboral: demanda laboral, desempleo, salario nominal y real.

PANORAMA

Económico: ¿Cuál es el límite de la estrategia oficial?

Transcurridos ya los primeros meses de gobierno, algunos aspectos generales de la estrategia oficial permanecen inalterables. El superávit fiscal se sostiene (se mantuvo el superávit primario en julio pese al déficit financiero por el pago de intereses en USD), mientras que el *crawling peg* del tipo de cambio oficial continúa al 2% mensual, ayudando al principal activo económico que tiene el gobierno: **una desinflación sin pausa, aunque comenzó a mostrar cierta resistencia a la baja.**

Más por motivos políticos que económicos, esto último se convirtió en la principal bandera del oficialismo. La importancia de domar la inflación heredada ya puso en un **segundo plano no sólo la reactivación económica** (la actividad económica permaneció estancada en el 2T), **sino también la necesaria acumulación de reservas** tras anunciar que los USD comprados en el MULC serán susceptibles de ser utilizados para **intervenir en la brecha**. Naturalmente, la resignación de Reservas pese a los compromisos a afrontar le puso un piso al Riesgo País.

Asumiendo que el Gobierno logra bajar la brecha cambiaria y que obtiene un flujo de USD importante a través del **blanqueo de capitales y la llegada de inversiones**; el costo reputacional de no salir del cepo aún estaría presente. Dicha estrategia parte de la denominada *"dolarización endógena"* que propone el gobierno, la cual supone que una revalorización del peso incentivará al sector privado a vender sus propios USD, permitiendo una convergencia "desde arriba" de los tipos de cambio y dando lugar a una unificación cambiaria en la zona del tipo de cambio oficial.

El recorrido de esta hoja de ruta **revitaliza la discusión sobre tipo de cambio real y la competitividad de la economía**. Sin embargo, el Gobierno desestima la discusión argumentando que a estos niveles el tipo de cambio real sería mucho mayor al promedio de los períodos sin cepo (pese a que todavía hay una considerable cantidad de restricciones cambiarias) y que la competitividad de la economía mejorará producto de una reducción de los impuestos que pagan las empresas locales gracias al sostenimiento del superávit financiero. No hay duda de la voluntad política de llevar adelante estas reformas, aunque el tiempo transcurrido es una variable fundamental: **los obstáculos en la Cuenta Corriente pueden aparecer antes de que se simplifique la presión tributaria.**

PARA MÁS INFORMACIÓN:

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

En cuanto al comercio exterior, **posiblemente el mayor dolor de cabeza venga por el lado de los precios:** ajustados por inflación, los términos del intercambio de Argentina ya se ubican en la zona de 2017-18. El déficit externo no es necesariamente un problema en tanto se consiga forma de financiarlo, pero el problema es que **no queda del todo claro si una economía con CEPO pueda generar los dólares necesarios.** En este sentido, cabe preguntarse si por más que la llegada de inversiones y el blanqueo de capitales funcionen bien serán un *game changer* para la economía en lo inmediato.

Bajo la misma lógica temporal podemos pensar la **vuelta a los mercados internacionales para cubrir la necesidad de dólares.** Claramente, el gobierno podría conseguir Repos para ganar tiempo frente a los primeros vencimientos de deuda del año entrante. Sin embargo, para evitar una caída en la Reservas Netas en 2025 resultará imprescindible la reapertura de los mercados internacionales o la aparición de fondos frescos (¿FMI?) que permitan no sólo cubrir las salidas por la Cuenta Corriente, sino también por la Cuenta Financiera. En números, los pagos de deuda en USD del Gobierno ascenderían a USD 11.000 M si incluimos al FMI (suponiendo un rollover del resto de los Organismos Internacionales), los BOPREAL y los bonos del Tesoro (considerando únicamente los vencimientos con privados).

Entonces, tan crucial como el tiempo es lo que el Gobierno pueda obtener de **un nuevo acuerdo con el FMI.** En el caso en que el gobierno se encuentre esperando una victoria de Trump en las elecciones de Estados Unidos para destrabar fondos más cuantiosos, recién estarían disponibles entrados el próximo año. Ahora bien, si el gobierno tiene un as bajo la manga y anuncia un acuerdo con el FMI, habrá que ver **las condiciones que impone el organismo**, quienes ya dejaron entrever preocupaciones por el tipo de cambio real. A su vez, no sólo importa la cuantía de los desembolsos, sino también la flexibilidad que se negocie en cuanto a su utilización.

En definitiva, más allá del nivel en el tipo de cambio real, lo cierto es que ante la ausencia de reformas significativas en lo inmediato, **cuanto más se aprecie la moneda local más rápido se revertirá el saldo positivo de la Cuenta Corriente.** Frente ingresos corrientes que se achican y necesidades financieras que se agrandan, está claro que las autoridades deberán salir en búsqueda de dólares para cumplir con sus compromisos si pretenden sostener el rumbo priorizando los incentivos políticos hasta las elecciones legislativas. La pregunta en cuestión es si existen los recursos disponibles para alargar el puente o si la coyuntura impondrá un volantazo en algún momento para incrementar la sostenibilidad de la estrategia. Todo esto en un contexto político-legislativo que luce más desafiante que antes.

Frente a este panorama, y ya convalidada la baja del Impuesto PAIS sin una compensación al alza del tipo de cambio oficial, interpretamos que el Gobierno dejó pasar una ventana de oportunidad en términos económicos para flexibilizar restricciones que le hubiera permitido aminorar el impacto de una devaluación en precios. En este sentido, las autoridades optaron por posponer la decisión y sostener el *crawling peg* al 2%, lo cual nos lleva a recalibrar nuestros escenarios.

En este contexto, estimamos que la próxima “ventana de oportunidad” en términos económicos se encontraría en el **primer trimestre del 2025**, donde el Gobierno podría aprovechar la eliminación del Impuesto PAIS (caduca a fin de 2024) y la llegada de fondos frescos por un nuevo acuerdo con el FMI. En aquel momento, las autoridades podrían **aprovechar la oportunidad para flexibilizar ciertas restricciones** de acceso al MULC (desarme parcial del CEPO), convalidando simultáneamente un salto discreto del tipo de cambio oficial que permita achicar la brecha y corregir la apreciación real acumulada.

Desde un punto de vista de incentivos electorales, sería lógico que las autoridades busquen llegar a las elecciones del 2025 ya sin CEPO, con la economía recuperándose y la inflación en niveles bajos, pero para esto sería necesario realizar los ajustes necesarios antes del inicio de la campaña. Sin embargo, dado que **convalidar una devaluación se trata de una decisión de política económica** y no depende únicamente de la dinámica de las variables económicas, no descartamos que las autoridades se inclinen nuevamente por sostener el *crawling peg* al 2% y postergar la salida del CEPO, en línea con los incentivos de corto plazo de bajar la inflación, aunque ello implique perder Reservas.

Político: Los síntomas de desorden político apuran la necesidad de respuestas económicas

1. *Crece la resistencia política en el Congreso luego de la sanción de la Ley Bases.*

El gobierno sufre sucesivas derrotas legislativas, incluyendo el primer rechazo del Congreso de un DNU y la sanción de una ley de movilidad jubilatoria no deseada. Señales de que el desorden político avanza.

2. *La erosión en la base de apoyos de Milei apura la necesidad de lograr recuperación económica.*

El desorden político avanza en un contexto de incipiente erosión de la base de apoyos del gobierno, lo que apresura la necesidad de lograr la recuperación económica.

3. El dilema: recalibrar el programa económico o embarcarse con él hacia las legislativas 2025.

La discusión sobre la recalibración de la política monetaria y cambiaria se cruza con el dilema político: recalibrar ahora para llegar mejor a las elecciones o postergarlo transitoriamente para evitar el costo asociado.

Como venimos advirtiendo, el desafío de Javier Milei es el de **ordenar la economía antes de que se le desordene la política**. Claramente, ordenar la economía no iba a ser fácil e iba a requerir tiempo, pero el desorden político podría naturalmente sobrevenir, dado que el sistema de incentivos así lo hacía presumir.

Justamente, algo de ese desordenamiento político se puede advertir en **las derrotas legislativas del oficialismo** que se han sucedido en las últimas semanas. Dentro de esas derrotas, por primera vez desde 1983 el Congreso le pueda rechazar un DNU a un presidente, y al mismo tiempo, por primera vez desde De la Rúa, el Congreso puede insistir frente a un veto del presidente.

Esta actitud más combativa de la oposición ocurre luego de que la misma le haya votado la aprobación de la Ley Bases y el Paquete Fiscal. Es cierto que detrás de esos apoyos había una negociación que incluía algunos beneficios para la oposición dialoguista, pero también fueron apoyos producto de la necesidad de demostrarle a la ciudadanía que se colaboraba con el Gobierno. Ahora bien, luego de esa demostración de colaboración, parecería que **esa misma oposición se siente habilitada a ejercer una mayor resistencia política**.

En tal sentido, estas señales pueden alertar que los niveles de resistencia política, que son importantes al tratarse este de un ciclo de minoría, pueden ir creciendo. Adicionalmente, dicha resistencia podría incluso crecer más decididamente si sobreviene el mal humor social por la falta de resultados económicos. Por ello se vuelve relevante observar la evolución de los niveles de apoyo del gobierno. Es allí donde aparecen **otros motivos de alerta para el Gobierno**: en los últimos tres meses hemos observado un proceso de deterioro de la composición de la imagen del presidente, como así también en los niveles de aprobación del desempeño del gobierno y en las expectativas de la gente sobre el futuro del país y el futuro personal.

Si este proceso de deterioro se profundiza, podría habilitar a una mayor resistencia política de la oposición y reducir aún más los ya restringidos márgenes de acción del gobierno. Estas circunstancias hacen que se vuelva crítico para el gobierno la aparición de **evidencia que le permita a la opinión pública percibir una recuperación económica más vigorosa**, y que ello ayude a convencer de que efectivamente el rumbo económico es el correcto. Sin em-

bargo, el panorama se complejiza si el gobierno se convence de que el programa económico está encontrando la **necesidad de ser recalibrado**, o al menos la necesidad de incorporar los cambios en materia cambiaria y monetaria que reclama el FMI.

Allí empieza a aflorar el cálculo político de la oportunidad de esa decisión de recalibración de cara a la elección legislativa de 2025. Si es necesario recalibrar el programa económico, ¿cuándo es el momento más oportuno pensando en la elección de medio término? Y si esa oportunidad implica asumir demasiado riesgo y se decide esperar a después de las elecciones para recalibrar el programa, ¿en qué condiciones competitivas se llega con este mismo programa para buscar el mejor resultado electoral?

A fin de cuentas, de esto se trata este ciclo: de cómo se administran las dinámicas económicas y políticas para lograr ordenar la economía antes de que se desordene la política y así consolidar el ciclo. En otras palabras, **cómo arreglar la economía sin morir políticamente en el intento**.

ACTIVIDAD

La actividad se estancó en el segundo trimestre, ¿lo peor ya pasó?

- El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) mostró una caída mensual del 0,3% en junio (subió apenas 0,7% en mayo), mostrando un relativo estancamiento en los últimos 3 meses para su medición desestacionalizada. De esta manera, la economía no sólo se ubicó un -2,1% por debajo de diciembre de 2023, sino también un -6,4% debajo de agosto de 2023, mes previo al comienzo de la recesión.

- Si bien aún no son datos definitivos, el PIB habría mostrado una caída trimestral desestacionalizada del -1,7% en el segundo trimestre. Además, cabe destacar que, si excluimos del análisis al desempeño de las exportaciones e importaciones, la demanda interna (esencialmente el consumo y la inversión) habría mostrado una contracción de -11,9% i.a. en el segundo trimestre, considerablemente superior al deterioro del PIB.

- 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 continuó estancada en junio

El **Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE)** mostró una caída mensual del 0,3% en junio (subió apenas 0,7% en mayo), mostrando un relativo estancamiento en los últimos 3 meses para su medición desestacionalizada. De esta manera, la economía no sólo se ubicó un -2,1% por debajo de diciembre de 2023, sino también un -6,4% debajo de agosto de 2023, mes previo al comienzo de la recesión.

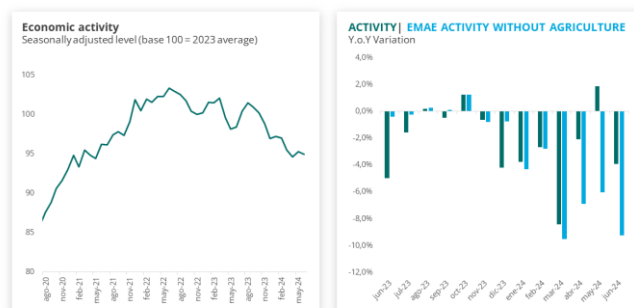
Paralelamente, el EMAE evidenció una **contracción del 3,9% en su comparación interanual** pese a compararse contra un año de sequía y acumuló una caída del 3,2% i.a. en el primer semestre del año. De hecho, cabe destacar que, sin contar al sector agropecuario (que creció 82,4% i.a. en el mes, con una incidencia positiva de 4,4 p.p. sobre el nivel general), el EMAE cayó -9,3% i.a. en el sexto mes del año y de -6,6% i.a. en el acumulado del primer semestre. Si además sumamos el efecto que tuvo la Explotación de Minas y Canteras, ligado fundamentalmente a Oil & Gas (subió 4,6% i.a en julio), estos números se vuelven todavía más negativos.

De esta manera, si bien aún no son datos definitivos, **el PIB habría mostrado una caída trimestral desestacionalizada del -1,7% en el segundo trimestre**. Además, cabe destacar que, si excluimos del análisis al desempeño de las exportaciones e importaciones, la demanda interna (esencialmente el consumo y la inversión) habría mostrado una contracción de -11,9% i.a. en el segundo trimestre, considerablemente superior al deterioro del PIB.

Al interior del indicador, **9 de los 15 sectores registraron caídas** en la comparación interanual, destacándose *Construcción* (-23,6% i.a), *Industria manufacturera* (-20,4% i.a) y *Comercio mayorista, minorista y reparaciones* (-18,6% i.a). Dada la diferencia en la ponderación de los sectores, la industria fue el que mayor incidencia negativa tuvo sobre el Nivel General (le restó -3,5 p.p.), mientras que le siguió el Comercio minorista (-2,6 p.p.) y Construcción (-0,7 p.p.). Por su parte, al comparar bienes y servicios, la heterogeneidad se mantiene: los bienes crecieron 1,5% interanual (explicado por el sector primario), mientras que los servicios cayeron -6,3% i.a.

FIRST SEMESTER WITH A DROP IN ACTIVITY

ECOLATINA
Economics



¿Qué esperamos para el segundo semestre?

La caída de la actividad económica del primer semestre del año se observó en un contexto de fuerte deterioro de la demanda interna como consecuencia de la caída del ingreso disponible de los hogares y una mayor incertidumbre acerca del devenir de la economía en lo inmediato, que condicionó las decisiones de gastos de las familias y de inversión de parte del sector productivo.

Uno de los principales interrogantes en los primeros meses del año era, además de cuál iba ser el momento en que la actividad toque “piso”, la forma de la recuperación. A pesar de la voluntad del gobierno, que se inclinaba por una con forma de “V”, con el transcurrir de los meses, lo que se observará será seguramente **una recuperación con forma de “pipa de nike invertida”**.

Como mencionamos anteriormente, pese a que la economía ya habría encontrado su piso en abril, aún no logró iniciar un proceso de recuperación de manera sostenida y en junio se ubicó apenas 0,3% por encima de ese piso. De hecho, si miramos la dinámica trimestral, se observa que la economía volvió a caer incluso pese a la buena performance de **las ramas vinculadas al sector primario, que están actuando como amortiguadores del nivel general**.

En adelante, la actividad primaria continuará en terreno positivo, con el sector agropecuario, la producción de petróleo en Vaca Muerta y el sector minero liderando la mejora. Sin embargo, **la performance agregada de la economía dependerá más de lo que ocurra con los sectores vinculados a la demanda interna** (industria, construcción y comercio representan 40% del PIB), los cuales enfrentarán una recuperación más lenta.

ECONOMIC ACTIVITY MONITOR YoY % change		Ecolatina															
		may-23	jun-23	jul-23	ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24	jul-24	ago-24
Activity with agiculture		15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%
Manufacturing		-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
Construction		-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
Services		1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
Total		1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

Ya mirando el segundo semestre, nuestro seguimiento de indicadores adelantados muestra una mejora en julio y en los pocos relevamientos ya disponibles para el mes de agosto. De hecho, todos los indicadores adelantados de julio vinculados al consumo tuvieron **mejoras en la medición mensual desestacionalizada**, a excepción de las Ventas Minoristas Pymes de la CAME.

Más allá de la magnitud de la recesión es relevante seguir de cerca su extensión: en tanto esta se sostenga en el tiempo, el enfriamiento de la actividad puede comenzar a **afectar el nivel de empleo**. Parte de esta preocupación ya se observa en encuestas de opinión pública, en donde el desempleo le gana lugar a la inflación como el tema más inquietante.

Si bien esto se verificó fuertemente en el primer semestre en la construcción, todavía no se avizora en la industria; pero dada su relevancia en la economía, vale la pena seguir de cerca, ya que podría ser un escollo creciente al que se enfrente la actual administración.

Aunque el Gobierno no parece tener como prioridad directa la recuperación del nivel de actividad, sí tiene incentivos a mostrar mejoras en su performance: primero para conciliar en la recaudación nacional (para que no crezca la incertidumbre sobre la sostenibilidad del ancla fiscal), pero también para indicar que el rumbo económico es el correcto y que comienza a tener resultados también en la economía real (clave para la opinión pública).

Precios

¿La inflación encontró su piso?

• La Inflación a Nivel Nacional publicada por el INDEC mostró una suba mensual del 4% en julio, evidenciando una desaceleración de 0,6 puntos porcentuales con respecto a junio. Con este dato, la inflación interanual asciende al 263,4% y acumula un 87% en los primeros siete meses del año. Por su parte, la medición Núcleo (excluye estacionales y regulados) subió 3,8% en julio, 0,1 p.p. por encima que mayo y

junio, evidenciando una dificultad de la inflación a la hora de romper la inercia.

• En cuanto a agosto, el IPC GBA Ecolatina registró una suba mensual de 4,0%, acelerando 0,2 p.p. respecto al registro de julio. En cuanto a las categorías, los precios Regulados subieron 5,1%, traccionados por aumentos en tarifas de transporte público, telefonía, educación y prepagas. Por su parte, el IPC Núcleo (3,6%) mostró una desaceleración de 0,5 p.p. respecto al mes previo, al tiempo que los precios Estacionales aumentaron 4,4% en el octavo mes del año.

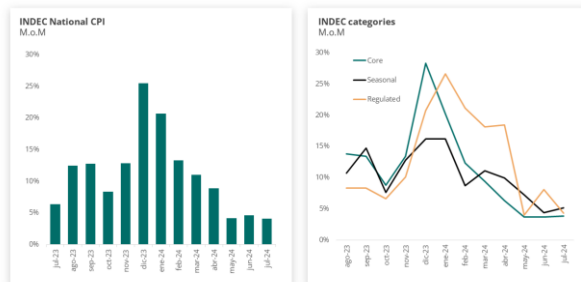
• Los datos de julio y agosto reflejan que la desaceleración vertiginosa de la inflación iniciada a principios de año comienza a tener dificultades para sostenerse en el tiempo. Será difícil que la inflación siga bajando en los próximos meses al mismo ritmo que mostró hasta el momento: es más fácil bajar una inflación desde el pico de un shock nominal (salto discreto del tipo de cambio y ajustes de precios relativos) que cuando se acerca a su velocidad crucero.

La inflación se moderó levemente en julio

La Inflación a Nivel Nacional publicada por el INDEC mostró una **suba mensual del 4% en julio**, evidenciando una desaceleración de 0,6 puntos porcentuales con respecto a junio, aunque ubicándose levemente por encima de las expectativas del mercado para el mismo mes (3,9%). Con este dato, la inflación interanual asciende al 263,4% y acumula un 87% en los primeros siete meses del año.

En cuanto a las categorías, la medición **Núcleo** (excluye estacionales y regulados) subió 3,8% en julio, 0,1 p.p. por encima que mayo y junio, evidenciando una dificultad de la inflación a la hora de romper la inercia. Por su parte, los **Estacionales** lideraron el incremento (+5,1%), traccionados por subas en frutas y verduras, mientras que los **Regulados** subieron un 4,3% por subas en cigarrillos y en tarifas en algunas regiones del país.

INFLATION SLIGHTLY MODERATED IN JULY



A nivel regional, **la inflación no estuvo exenta de heterogeneidades**: mientras que en el noreste del país el aumento del nivel de precios fue de 4,6% (traccionado por aumentos en tarifas que impactaron en julio, mientras que en el resto del país lo hicieron en junio), la inflación del noroeste fue de 3,6%.

Por su parte, los **Alimentos y bebidas** (+3,2%) aceleraron 0,2 p.p. pero se mantuvieron bien por debajo del nivel general. El capítulo fue clave para el registro del nivel general: de excluirlo, la inflación hubiera sido del 4,4%. A su interior, se destaca la aceleración de las frutas (6,9%) y verduras (6,1%), producto de las heladas acaecidas durante el mes, mientras que el resto de los alimentos se mantuvo en la zona del 2,5%.

En esta misma línea, por sexto mes consecutivo los precios de los **Bienes** (+3,2% mensual) se movieron a una velocidad considerablemente menor a la de los **Servicios** (+6,4%). Así, a diferencia del año pasado, los aumentos de los servicios se mantienen por encima de los bienes: en lo que va del año estos últimos subieron casi 75%, al tiempo que los servicios subieron casi 130%, aunque claro está, la diferencia es menor si comparamos con los servicios privados (+90%) dado el importante avance de los servicios públicos (216%).

Estas **dos velocidades entre bienes y servicios** son parte de la diferencia que pueden existir entre el índice que elabora el INDEC y el que confecciona el gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, que dio 5,1% en el mes de julio. Sin embargo, esta discrepancia se debe a las distintas ponderaciones de los bienes y servicios que componen los índices, siendo estos últimos los que mayor pesan en el índice porteño. Por lo tanto, si estos crecen más que los bienes, impulsará el IPC CABA, más aún si en la ciudad se suceden aumentos puntuales mayores, como seguramente ocurra en los próximos meses con el boleto de colectivo y subte.

¿Qué esperamos para los próximos meses?

En cuanto a agosto, el **IPC GBA Ecolatina** registró una suba mensual de 4,0%, acelerando 0,2 p.p. respecto al registro de julio. En cuanto a las categorías, los precios Regulados subieron 5,1%, traccionados por aumentos en tarifas de transporte público, telefonía, educación y prepagas. Por su parte, el IPC Núcleo (3,6%) mostró una desaceleración de 0,5 p.p. respecto al mes previo, al tiempo que los precios Estacionales aumentaron 4,4% en el octavo mes del año.

Los datos de julio y agosto reflejan que **la desaceleración vertiginosa de la inflación iniciada a principios de año comienza a tener dificultades para sostenerse en el tiempo**. Será difícil que la inflación siga bajando en los próximos meses al mismo ritmo que mostró hasta el

momento: es más fácil bajar una inflación desde el pico de un shock nominal (salto discreto del tipo de cambio y ajustes de precios relativos) que cuando se acerca a su velocidad crucero. Claramente, la **reducción del impuesto PAIS** podría ser una herramienta que ayude a reducir el nivel de precios de los bienes transables en septiembre, aunque será esencial mantener las expectativas de devaluación a raya para que ese menor costo sea percibido como sostenible.

En el mediano plazo, la **eventual recuperación de la economía a través de la mejora del poder adquisitivo** podría incentivar nuevas rondas de aumentos en bienes y servicios que perciban un atraso relativo de su producto en un contexto de mayor demanda. Esto también tiene un impacto por el lado de la oferta en tanto las empresas decidan trasladar costos salariales al precio final.

Finalmente, todavía queda por ver cuál será la salida que tome el gobierno al cepo cambiario. Cualquier eventual corrección cambiaria, por más que sea a los niveles actuales del tipo de cambio paralelo implicará un **reacomodamiento en los precios** que acelerará la inflación -aunque lejos de los niveles de comienzos de año-. Caso contrario, si el gobierno decide sostener el cepo -con un *crawling peg* de 2%- o salir gracias a una eventual convergencia de las cotizaciones paralelas con el dólar oficial, la inflación podría sostener el sendero de desinflación. Sin embargo, las condiciones macroeconómicas vigentes hacen que esta decisión incurra en ciertos riesgos, principalmente en el frente externo.

POLÍTICA FISCAL

Primer déficit financiero, pero con superávit primario

- El Sector Público Nacional No Financiero registró en julio el séptimo mes consecutivo con superávit primario y el primer mes con déficit financiero. En números, las cuentas públicas registraron un superávit primario de \$0,91 billones y, con un pago de intereses que se ubicó en \$1,51 billones, se obtuvo un déficit financiero de \$0,6 billones. Como resultado, el sector público acumula un superávit primario del 1,3% del PIB y un superávit financiero del 0,3% del PIB en lo que va del año.

- ¿Qué explicó el déficit fiscal de julio? En sintonía con la dinámica observada en los meses previos, pero moderando la magnitud, continuó el recorte real sobre el gasto (-24% i.a) acompañado de la caída real de los ingresos (-5% i.a). Ahora bien, 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, que de no ser por su aporte el déficit financiero de julio se hubiese duplicado. Por su parte, el salto que pegaron los intereses se explicaría por los pagos correspondientes a los Bonares y Globales (Bonos en USD).

• Sin dudas, el contundente superávit fiscal acumulado en lo que va del año 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. En resumen, habrá que seguir de cerca lo que suceda con el blanqueo, la moratoria, la reducción del Impuesto PAIS, el proyecto de movilidad de la UCR y la presentación del Proyecto de Presupuesto para 2025.

¿Cómo le fue al fisco en julio?

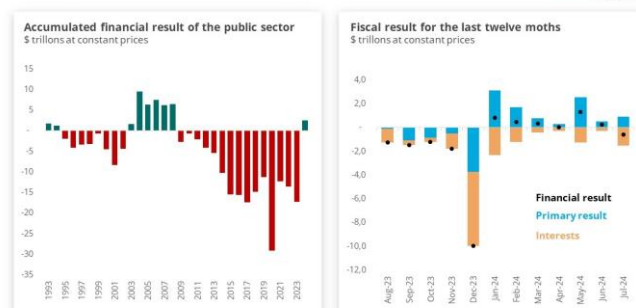
El Sector Público Nacional No Financiero registró en julio el séptimo mes consecutivo con superávit primario y el primer mes con déficit financiero. En números, las cuentas públicas registraron un superávit primario de \$0,91 billones y, con un pago de intereses que se ubicó en \$1,51 billones, se obtuvo un déficit financiero de \$0,6 billones.

¿Qué explicó el déficit fiscal de julio? En sintonía con la dinámica observada en los meses previos, pero moderando la magnitud, continuó el recorte real sobre el gasto (-24% i.a) acompañado de la caída real de los ingresos (-5% i.a). Ahora bien, 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**, que de no ser por su aporte el déficit financiero de julio se hubiese duplicado. Por su parte, el salto que pegaron los intereses se explicaría por los pagos correspondientes a los Bonares y Globales (Bonos en USD).

Como resultado, el sector público acumula un superávit primario del 1,3% del PIB y un superávit financiero del 0,3% del PIB en lo que va del año. De esta manera, los primeros siete meses del año estuvieron caracterizados por un marcado **recorte sobre el gasto público** (-31% i.a) y **una caída sostenida en los ingresos vinculados a la actividad** (-5%). En tal sentido, el sostén de los recursos vino de la mano del extraordinario aporte del impuesto a las Ganancias en mayo, de lo recaudado por derechos de la exportación y de la ampliación del Impuesto PAIS desde el cambio de mandato (de no ser por su aporte, el Gobierno habría mostrado un déficit financiero en el acumulado).

FIRST FINANCIAL DEFICIT WITH PRIMARY SURPLUS

ECOLATINA
Economics



Un zoom al interior de las cuentas públicas

Los ingresos continuaron en terreno negativo (aunque moderando su caída), pero el gasto se contrajo lo suficiente para mostrar un resultado primario positivo en julio (situación que no se evidenciaba desde 2019). Además de la mencionada importancia del **Impuesto PAIS**, los ingresos provenientes de los **Derechos de exportación** (+150% i.a. real) impactaron de manera positiva, mientras que el resto de los recursos se mantuvo en rojo.

En cuanto a los ingresos ligados al nivel de actividad, el **IVA** registró una caída real de (-12% i.a), mientras que los ingresos provenientes de la **Seguridad social** continuaron moderando la caída (-8% i.a) que comenzó once meses atrás. Alejándose del resultado excepcional de mayo, **Ganancias** profundizó su contracción en julio cayendo -26% 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 -24% i.a**, hilando un año con consecutivas caídas reales interanuales.

Haciendo foco, las **Prestaciones Sociales** explicaron casi un tercio de la disminución del gasto: cayendo 18% i.a real, en línea con la caída de los meses previos, pero evidenciando una dinámica heterogénea en su interior. Por un lado, las Jubilaciones y Pensiones (incluyendo Pensiones No Contributivas) experimentaron una merma de 14% i.a (en términos reales), al tiempo que las Asignaciones Familiares se redujeron un 7% i.a. real. En contraposición, la AUH tuvo un crecimiento de 15% i.a (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 27% i.a. real.

Por su parte, los **Subsidios Económicos** cayeron en términos reales un 15% respecto a julio de 2023, moderando la caída de los meses previos, y explicando menos de una décima parte de la contracción del gasto. A su

interior, los subsidios energéticos mostraron una dinámica similar, dado que se habrían retomado los pagos pendientes a CAMMESA.

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 en julio del -78%, que explicó el 22% de la caída en el gasto primario.

Con respecto al resto de las partidas, las **Transferencias a Universidades** tuvieron un recorte real del 74%, y los **Gastos en Funcionamiento**, donde se incluyen salarios públicos, cayeron 23% i.a en términos reales. De este modo, ambas partidas anotaron el séptimo mes consecutivo en baja.

participable. Por su parte, el blanqueo generará un ingreso excepcional, aunque habrá que ver si predomina el incentivo de una menor alícuota al inicio o la incertidumbre alrededor de lo que suceda con el régimen cambiario. Del mismo modo, también jugarían a favor la moratoria previsional (que busca regularizar las deudas tributarias, aduaneras y de seguridad social con el fisco), y el adelanto de Bienes Personales.

En otro orden, se efectivizó la reducción de la alícuota del **Impuesto PAIS** pasando de 17,5% a 7,5%. Si bien este fue uno de los pilares de la recaudación durante los primeros meses del año, en agosto la recaudación resultante de este impuesto cayó en términos reales (-7% i.a), explicado en parte por la postergación de importaciones ante la expectativa de modificación de la alícuota. De todos modos, hacia finales de año esta fuente extraordinaria de ingresos encontrará su fecha de vencimiento.

Adicionalmente, el proyecto impulsado por la UCR, que eleva la recomposición inicial a las jubilaciones y que tendría un impacto fiscal de 0,3% del PBI para 2024 y 1% para 2025, fue aprobado en el Senado con mayoría, pero el gobierno ratificó su veto aferrándose a la disciplina fiscal.

Por otro lado, en los primeros meses de septiembre el Ejecutivo debería presentar el **Proyecto de Presupuesto para año 2025** (tiene tiempo hasta mediados de septiembre), el cual no sólo revelará la estrategia fiscal de cara al año próximo, sino también cómo esperan las autoridades cerrar 2024 y los supuestos macroeconómicos detrás de los escenarios previstos.

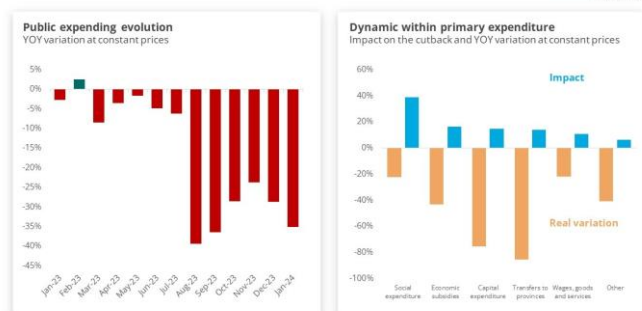
Por último, las primeras semanas bajo el nuevo esquema monetario nos develaron que el eventual desarme de LEFI por parte de los bancos no tiene como contrapartida la utilización de los depósitos en pesos del Tesoro, sino que es el mismo BCRA el que emite los pesos correspondientes para brindar liquidez a las entidades financieras en caso de que lo necesiten.

Por ende, el traspaso del excedente de pesos desde Pasos del BCRA a LEFI del Tesoro no parecería tener impacto fiscal inmediato (el pago de intereses se daría recién a mediados de 2025, en caso de no renovarse). Diferente es el caso de las LECAP, que con sus vencimientos incrementan las necesidades de financiamiento en el corto plazo. Si bien en ambos casos los pagos de intereses se camuflan debido a cuestiones contables, la nueva estrategia está teniendo un **impacto claro en el nivel de la deuda pública**: superó en julio los USD 450.000 M y alcanzó su máximo nivel histórico, producto tanto de las operaciones de deuda mencionadas como de la apreciación real del peso.

En definitiva, el contundente superávit fiscal acumulado en lo que va del año representa un logro para el gobierno.

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. Por ende, el contundente resultado financiero acumulado en los primeros siete meses le dio un **respiro** al gobierno de cara a lo que resta del año.

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 su sostenibilidad a mediano plazo**.

Ya aprobados la Ley Bases y el Paquete Fiscal, persiste el interrogante en torno a su **impacto en la recaudación de los próximos meses**. En concreto, con la recomposición de la cuarta categoría de Ganancias esperamos una mejora fiscal para el último tramo del año (en agosto su recaudación cayó -26% i.a real) tanto en las finanzas nacionales como provinciales ya que es un impuesto co-

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. En resumen, habrá que seguir de cerca lo que suceda con el blanqueo, la moratoria, el Impuesto PAIS, el veto de la nueva ley de movilidad y la presentación del Proyecto de Presupuesto para 2025.

SECTOR EXTERNO

- El saldo comercial fue de USD 1.575 M en julio. De esta manera, se acumuló un superávit de USD 11.770 M en los primeros siete meses del año, observando el saldo comercial más elevado en el acumulado desde al menos los últimos 15 años. Si bien el superávit se sostuvo en niveles elevados en julio, se achicó marginalmente al compararlo con los meses previos dado un repunte en las importaciones que compensó el efecto positivo del agro en las exportaciones.

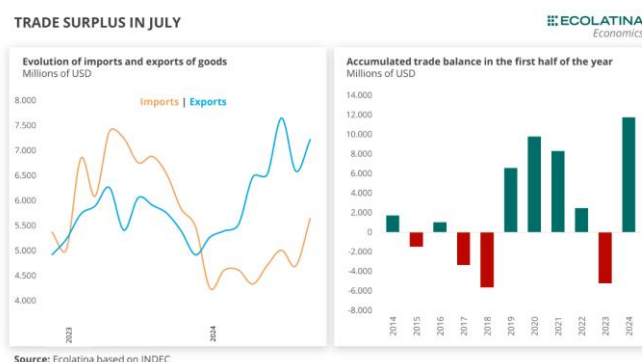
- Las exportaciones fueron USD 7.221 M en el mes (+19,2% i.a.), acumulando una suba de USD 45.397 M hasta el séptimo mes del año (+14,8% i.a.). Al interior, la mejora se explicó por una suba en las cantidades (+25,5% i.a.), mientras que los precios jugaron a la baja (-5,1% i.a.). Con respecto a las importaciones, las compras externas registraron una suba mensual desestacionalizada (+8,5%) por primera vez desde noviembre del 2023, en paralelo con una moderación en la caída interanual (cayeron un 16,5% i.a. en julio contra un 35% i.a. en junio). En números, Las importaciones se ubicaron en USD 5.646 M y acumularon USD 33.627 M en los primeros siete meses.

- 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.

Octavo mes consecutivo con superávit comercial

El saldo comercial fue de USD 1.575 M en julio. De esta manera, se acumuló un superávit de USD 11.770 M en los primeros siete meses del año, observando el saldo

comercial más elevado en el acumulado desde al menos los últimos 15 años. Si bien el superávit se sostuvo en niveles elevados en julio, se achicó marginalmente al compararlo con los meses previos dado un repunte en las importaciones que compensó el efecto positivo del agro en las exportaciones.



Las exportaciones fueron USD 7.221 M en el mes (+19,2% i.a.), acumulando una suba de USD 45.397 M hasta el séptimo mes del año (+14,8% i.a.). Al interior, la mejora se explicó por una suba en las cantidades (+25,5% i.a.), mientras que los precios jugaron a la baja (-5,1% i.a.).

En lo que respecta a los grandes rubros, la suba más pronunciada se observó en **Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA)** con un aumento de USD 1.785 M (+29,1% i.a.). En la misma línea, los **Productos Primarios (PP)** fueron de USD 1.699 M, reflejando un crecimiento de 19,7% i.a. Por otro lado, las **Manufacturas de Origen Industrial (MOI)** se situaron en USD 1.877 M, manteniéndose estables respecto al mismo mes del año anterior.

Con respecto a las importaciones, las compras externas registraron una suba mensual desestacionalizada (+8,5%) por primera vez desde noviembre del 2023, en paralelo con una moderación en la caída interanual (cayeron un 16,5% i.a. en julio contra un 35% i.a. en junio). En números, Las importaciones se ubicaron en USD 5.646 M y acumularon USD 33.627 M en los primeros siete meses.

Al interior, **Vehículos automotores de pasajeros** (USD 218 M, +413,1% i.a.) fue el único rubro que mostró una mejora en las compras externas en la comparación interanual, aunque la elevada variación se explicaría por una baja base de comparación en julio del 2023. Si bien el resto de los usos económicos continuó registrando contracciones interanuales, sus caídas se moderaron considerablemente frente a una recuperación paulatina de las cantidades, en línea con la muy gradual recuperación de la actividad económica (que al menos

pareciera haber encontrado su piso en el segundo trimestre).

La caída interanual más grande se observó en **Piezas y accesorios para bienes de capital** (-23,5% i.a. en valores) con un saldo de USD 1.066 M, mientras que le siguió **Bienes intermedios** (-17,2% i.a., USD 2.205 M) y **Bienes de capital** (-13,3% i.a., USD 833 M). Por su parte, los **Bienes de consumo** mostraron una caída de -4,3% i.a. con un saldo de USD 650 M (considerablemente menor que las contracciones observadas en el primer semestre del año), en línea a la leve mejora de la demanda interna y el levantamiento de las restricciones a importar de determinados rubros.

exportaciones. Adicionalmente, los términos del intercambio mostraron un deterioro en los últimos meses, volviendo a valores de 2017 y 2018, en línea con la caída del precio de *commodities*.

Por el lado de las importaciones, estimamos que seguirán en rojo producto de una caída en las cantidades, pero tal como observamos en julio, seguirán desacelerando la contracción con el transcurrir de los meses. A su vez, probablemente veamos una recuperación aún más acelerada a partir de este mes, dado que algunos importadores habrían postergado sus compras frente a la expectativa de la baja en el Impuesto PAIS que se concretó en el primer día hábil del mes. Al mismo tiempo, podría existir una recuperación de las importaciones de determinados segmentos vinculados a bienes de consumo, como consecuencia del incentivo que trae aparejado las medidas de desregulación del comercio y la leve recuperación de la demanda interna.

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.

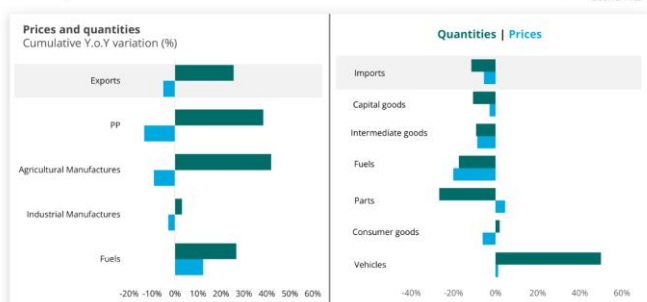
POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

- **Queda atrás un agosto relativamente estable en el frente cambiario-monetario.** Al calor del anuncio de la intervención cambiaria y, en menor medida, la puesta en marcha del blanqueo, la brecha cambiaria se mantuvo estable y a la baja, logrando perforar el 40%. Al mismo tiempo, el BCRA logró retomar las compras en el MULC al hacerse de USD 536 M, más que recuperando las ventas incurridas durante junio y julio.

- **La principal novedad del mes se centró en la reducción del 17,5% al 7,5% del Impuesto PAIS que recae sobre las importaciones de bienes y fletes,** con potenciales impactos sobre los ingresos del fisco y el nivel de precios. Más allá de ello, la medida tomada refuerza las señales en el compromiso del equipo económico con la baja de la brecha y mantener a raya la nominalidad, aún a costa de desprenderse de reservas. Por caso, según se desliza de los resultados

THE QUANTITIES EXPLAIN THE SURPLUS

ECOLATINA
Economics



Source: Ecolatina based on INDEC

Volvió el superávit comercial energético en julio

Tras el déficit comercial energético de junio, **el resultado pasó a ser nuevamente superavitario en el séptimo mes del año:** las exportaciones fueron USD 864 M (+42% i.a.), mientras que las importaciones fueron de USD 650 M (-33,5% i.a.). De esta manera, el superávit fue de USD 214 M, acumulando USD 2.926 M hasta julio: las exportaciones acumularon USD 5.550 M, mientras que las importaciones fueron de USD 2.624 M en el acumulado hasta el séptimo mes del año.

¿Qué esperamos para lo que resta del año?

En lo que queda del año **estimamos que se mantendrá el superávit comercial,** aunque se iría achicando con el transcurrir de los meses. Respecto a las exportaciones, las cantidades de las ventas externas se mantendrán en terreno positivo, con un buen desempeño en los productos primarios y MOA. Además, las ventas externas energéticas y mineras seguirán mostrando una evolución positiva. Sin embargo, en el último periodo aparecieron algunos factores que pueden jugar en contra de los valores de las exportaciones en lo que queda del año. Por un lado, desde la devaluación del tipo de cambio oficial que se llevó a cabo cuando asumió el Gobierno hasta la actualidad, el tipo de cambio oficial se apreció más de un 45%, haciendo menos competitivas las

recientes del MULC por julio, el BCRA habría destinado más de USD 300 M para contener la brecha (recordar que la medida inició a mediados de mes). En este marco, se inserta el abaratamiento del TC importador y el acortamiento de plazos para acceder al MULC, medidas que buscan atraer nuevamente al mercado oficial una demanda de divisas en los dólares paralelos que sólo durante el primer semestre cruzó pagos por un tercio de las importaciones vía CCL. Con la postergación de importaciones que tuvo lugar durante agosto a la espera de la reducción del Impuesto PAIS, la demanda de divisas por importaciones tornará una dinámica creciente en el marco de una actividad con leves signos de recuperación.

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

Luego de la estabilidad cambiaria, ¿cómo sigue el MULC?

Queda atrás un agosto relativamente estable en el frente cambiario-monetario. Al calor del anuncio de la intervención cambiaria y, en menor medida, la puesta en marcha del blanqueo, la brecha cambiaria se mantuvo estable y a la baja, logrando perforar el 40%. Al mismo tiempo, el BCRA logró retomar las compras en el MULC al hacerse de USD 536 M, más que recuperando las ventas incurridas durante junio y julio por USD 184 M.

Con todo, la principal novedad del mes estuvo en la **reducción del Impuesto PAIS**. Las autoridades económicas decidieron reducir durante el primer lunes de septiembre la alícuota que grava las importaciones de bienes y fletes, retro trayendo la misma al 7,5% (desde un 17,5%) que regía previo al cambio de mandato en diciembre del 2023.

Las consecuencias de dicha reducción son múltiples. Por un lado, en el **plano fiscal** se reduce la alícuota de un ingreso sensible para el fisco. Para dimensionar, durante julio el déficit financiero marcó \$0,6 bn (primero desde el cambio de gestión) y se hubiera duplicado de no existir el aporte del Impuesto PAIS. No obstante, hacia adelante el Tesoro cuenta con los recursos extras de Ganancias tras la restitución de la cuarta categoría, y los ingresos transitorios provenientes del blanqueo (el cual viene marchando bien, a juzgar por la dinámica de los depósitos en

USD del sistema financiero de los últimos días) y la moratoria.

Por otro lado, si bien podría ser una herramienta que ayude a reducir el **nivel de precios** de los bienes transables en la economía, lo cierto es que no son pocos los factores que dificultan vislumbrar un efecto concreto en la dinámica inflacionaria. Para empezar, ya se anunció que tendrá lugar un nuevo ajuste de los precios regulados en algún momento de los próximos meses.

Pero más allá de ello, para que la medida tenga algún tipo de impacto será esencial mantener las **expectativas de devaluación a raya** para que este menor costo sea percibido como sostenible en el tiempo por los importadores. Si bien la curva de los dólares futuros se viene reduciendo y se encuentra alejada de la tónica de principios de 2024, aún se encuentra por encima del deslizamiento cambiario oficial del 2% mensual.

Así las cosas, la lógica indicaría que tras el abaratamiento del tipo de cambio los **importadores tendrían incentivos para volver al MULC**, sumado al acortamiento de plazos de acceso que pasó de cuatro a dos cuotas, el cual comenzaría a impactar a partir del mes próximo.

Justamente, el equipo económico sigue dando señales de compromiso en **reducir y mantener estable la brecha** (y en un sentido más amplio la nominalidad), **aún a costas de acumular menos reservas**. De hecho, según se pudo conocer a partir de los resultados recientes de la publicación del MULC por julio, el BCRA se habría desprendido de más de USD 300 M para sostener la brecha cambiaria (recordemos que la medida fue anunciada a mediados de julio) y, según estimaciones de mercado, habría utilizado cerca de USD 300 M también en agosto.

Para peor, dicha intervención se inserta en un **empeoramiento generalizado en el saldo de divisas**. A un mes caracterizado por las mayores necesidades de importaciones energéticas, se le sumó las consecuencias del esquema de pago de importaciones en cuotas, con el pago de importaciones alcanzando los USD 5.340 M, que explica un ratio de compras externas pagadas/devengadas alcanzando el 96%. En este marco, la oferta de divisas se siguió sosteniendo **en el agro**, con exportaciones que superaron los USD 2.600 M y manteniendo el ritmo durante agosto al liquidar más de USD 2.400 M.

No obstante, el saldo de bienes (principal fuente de divisas en el marco del CEPO) fue de tan sólo USD 550 M, el más reducido desde junio del 2023. Como resultado, un menor saldo de bienes no fue suficiente para cubrir las necesidades de la cuenta corriente (incluyendo pago de servicios, intereses, etc.) la cual arrojó un saldo deficitario por USD 300 M, la más elevada desde el cambio de gestión.

Volviendo a la reducción del Impuesto PAIS, los incentivos planteados buscan **atraer una demanda creciente de divisas** en los dólares financieros, que sólo durante el primer semestre implicó que un tercio del pago de importaciones se canalicen vía CCL.

Como consecuencia, la **demandas de divisas en el MULC se tornará creciente**. Debido al esquema planteado, durante septiembre los importadores contarán con acceso para cancelar el 25% de las compras externas por los meses de mayo a julio, sumado al 50% de aquellas correspondientes a agosto a raíz del nuevo esquema. El pico de la demanda tendría lugar durante octubre, debido a la postergación de importaciones evidenciada durante agosto a la espera de la reducción del Impuesto PAIS, lo que permitió al BCRA retomar las compras en el MULC.

Este mayor acceso se da en el marco de una **actividad con tenues signos de recuperación**, que de sostenerse implicaría un piso de demanda cada vez mayor. No obstante, la regulación que restringe la operación cruzada entre MULC y CCL penalizando a una espera de 90 días podría suavizar, al menos temporalmente, esta demanda creciente.

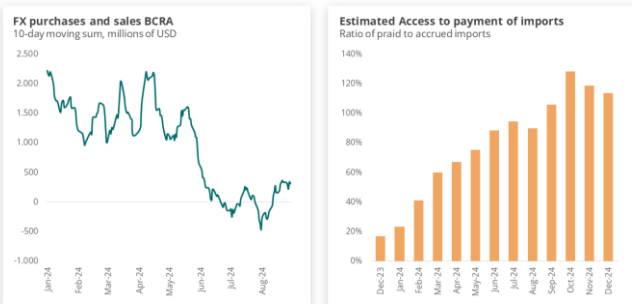
en torno a qué tan **sostenible es el esquema actual sin el agro** aportando USD para recomponer reservas y contener la brecha.

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

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.

COMPLEX OUTLOOK FOR THE FX MARKET AHEAD

ECOLATINA
Economics



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

EDITOR

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

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS Y PROYECCIONES

	Monthly or Quarterly Indicators					Annual Indicators		
	Unit of measure	Date	Last Data	Date	Next Data	2022	2023	2024p
Activity								
GDP	YoY %	I Q 24	-5,1	IL Q 24	-1,4	5,3	-1,6	-3,4
Total Consumption	YoY %	I Q 24	-6,4	IL Q 24	-4,8	8,3	1,1	-4,7
Total Investment	YoY %	I Q 24	-23,4	IL Q 24	-27,0	11,2	-2,0	-18,0
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	jul.-24	4,0	ago.-24	3,7	94,8	211,4	122,0
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	ago.-24	943	sep.-24	962,9	172,9	636,5	1020,9
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	ago.-24	1,26	sep.-24	1,25	1,35	1,8	1,2
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	jul.-24	8,7	ago.-24	10,3	18,0	16,7	17,1
Primary Expenditures	% GDP	jul.-24	7,4	ago.-24	8,7	20,3	19,6	15,4
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	jul.-24	1,3	ago.-24	1,5	-2,4	-2,9	1,7
Foreign Sector								
Exports	USD BN	jul.-24	7,2	ago.-24	6,7	88,4	67	78
Imports	USD BN	jul.-24	5,6	ago.-24	5,0	81,5	74	60
Trade Balance	USD BN	jul.-24	1,6	ago.-24	1,7	6,8	-7	18
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	I Q 24	0,2	IL Q 24	2,79	-3,8	-22	2.790
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	ago.-24	40,0	sep.-24	40,0	75,0	100,0	40,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	ago.-24	41,2	sep.-24	41,6	69,4	109,9	42,3

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources