



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

07/2024

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.

PARA MÁS INFORMACIÓN:

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

PANORAMA

Económico: Segundo semestre: tiempo de realineamientos

En las últimas semanas el Gobierno recibió algunas **noticias positivas** en los distintos frentes que abarca el programa económico: el Ejecutivo logró su primera victoria legislativa al aprobar la **Ley Bases y el Paquete Fiscal** en el Congreso; se renovó el **SWAP de monedas con China** (vencían cerca de USD 5.000 M); el FMI aprobó la **octava revisión** con su respectivo desembolso; la **inflación** se redujo prácticamente a la mitad al comparar mayo contra abril (con la inflación núcleo viajando por debajo del 4% mensual); los **Pasivos Remunerados** del BCRA tocaron mínimos históricos; y se alcanzó un **superávit fiscal récord** en mayo (cinco meses consecutivos) gracias al aporte extraordinario de Ganancias.

Sin embargo, no todo es color de rosas. Paralelamente a aquellas noticias aparecieron ciertos **factores de riesgo** tanto en términos políticos como económicos: La Cámara de Diputados impulsó un proyecto de **recomposición de jubilaciones** cuya aprobación (aún falta el Senado) presionaría sobre el equilibrio fiscal; y se estima que el proceso de desinflación se revertiría (al menos transitoriamente) en junio producto de los **aumentos tarifarios** anunciados.

A su vez, en la última semana del mes se publicaron los datos del primer trimestre que evidenciaron los **daños colaterales del programa económico** sobre la economía real: la actividad y el consumo privado mostraron marcadas caídas; la crisis tuvo mayor impacto sobre los sectores más vulnerables, lo cual incrementó la desigualdad; y aumentó tanto el desempleo como la subocupación.

Del mismo modo, en el plano cambiario-financiero se intensificaron las rispideces evidenciadas sobre fines de mayo: una mayor demanda **frenó las compras del BCRA** en el MULC pese a la liquidación de la cosecha, la **brecha cambiaria** se recalentó superando el 50% y el **Riesgos País** continúa en niveles elevados hace ya más de un mes.

En este marco, la discusión sobre las perspectivas del programa económico actual se centra sobre **3 ejes centrales: 1)** El ritmo que adoptaría la inflación en el marco de la corrección de precios relativos (es más fácil bajar una inflación desde el pico de un shock nominal que cuando se acerca a su velocidad crucero); **2)** La velocidad y sostenibilidad de la recuperación de la actividad con su correlato en términos sociales y de empleo; y **3)** La eventual salida del CEPO cambiario junto con sus condicionantes y repercusiones.

Justamente, los primeros dos ejes se encuentran estrechamente relacionados con el tercer elemento. Con respecto a la **inflación**, dado que existe cierta incertidumbre en torno a la sostenibilidad y competitividad del tipo

de cambio real frente a la salida del CEPO, el sendero de desinflación no será del todo creíble hasta que no se supere el proceso de unificación cambiaria. En cuanto a la **actividad económica**, si bien las autoridades pretenden fomentar el crédito para suavizar el impacto recesivo sobre el consumo, la estrategia de recuperación se basaría principalmente en la llegada de inversiones, para lo cual resulta imprescindible la flexibilización de restricciones cambiarias.

En este contexto, las autoridades explicitaron cuáles serían las **condiciones por cumplir para salir del CEPO**: **a)** ancla fiscal (equilibrio o superávit financiero), **b)** normalización de los stocks heredados (deuda comercial junto con utilidades y dividendos retenidos), **c)** normalización de los flujos en USD (acceso a divisas) y **d)** relación razonable de Reservas Internacionales y Pasivos Remunerados (saneamiento balance BCRA). En tal sentido, si bien reconocen haber cumplido con la primera condición (fiscal) y lograr marcados avances tanto en la segunda (stocks) como en la tercera (flujos), aún no alcanzaron a cumplir con la cuarta (balance BCRA).

Sin embargo, los avances alcanzados en los distintos frentes tienen sus **condicionantes y contrapartidas**. En materia fiscal, no sólo la segunda parte del año suele ser más desafiante por cuestiones estacionales y la recomposición de Ganancias será crucial para cubrir la indexación previsional o una eventual reducción del Impuesto PAIS, sino que la mayor carga de intereses requerirá un mayor ajuste sobre el gasto para sostener el equilibrio financiero. En cuanto a los stocks heredados, si bien las 3 Series de BOPREAL ayudaron a reducir la deuda comercial, el esquema de acceso escalonado generó una nueva deuda por pagos postergados de importaciones. Con respecto a los flujos en USD, las compras del BCRA en el MULC dependen casi exclusivamente de la liquidación del agro, lo cual genera incertidumbre frente a una demanda en ascenso una vez finalizada la cosecha.

Volviendo al **saneamiento del BCRA**, no sólo se estancó la recuperación del activo (se frenaron las compras en el MULC) y aún siguen vigentes los *puts* (opciones de liquidez) emitidos previamente por la autoridad monetaria (pasivos encubiertos), sino que la reciente mejora en el balance se dio exclusivamente gracias a la migración de pesos desde Pases Pasivos hacia Letras del Tesoro.

En esta misma línea, las autoridades anunciaron el inicio de una nueva etapa del programa económico (la primera etapa buscaba eliminar el déficit fiscal) que consiste en **eliminar los Pasivos Remunerados del BCRA**. En concreto, el Ministro de Economía y el Presidente del BCRA anunciaron que los Pases serán reemplazados en su totalidad por una nueva letra de esterilización que será emitida por el Tesoro, pero tendrá un cupón flotante ligado a la Tasa de Política Monetaria establecida por el BCRA.

Si bien aún falta conocer detalles, se desprende que las autoridades pretenden no sólo mejorar el balance del BCRA, sino también recuperar el manejo de las tasas de interés para hacer política monetaria sin sufrir pérdidas patrimoniales como consecuencia.

No obstante, la eliminación de pasivos tiene como contracara un **mayor endeudamiento del tesoro a corto plazo**, un incremento en las necesidades financieras dada la mayor carga de intereses y una mayor exposición del sistema financiero al riesgo soberano. Consecuentemente, la nueva estrategia monetaria recae excesivamente en el ancla fiscal.

Más allá de la conveniencia del rediseño en la estrategia monetaria, los ojos del mercado parecen estar puestos sobre el horizonte del CEPO cambiario. En este contexto, no descartamos que frente a la mayor incertidumbre cambiaria-financiera el programa económico sufra de **ciertas recalibraciones en el segundo semestre** para ganar sostenibilidad.

Político: La baja de la inflación no alcanzará si no hay recuperación económica

1. *Milei logra sacar su primera ley en 6 meses, confirmando sus dificultades legislativas*

La condición de minoría afecta la velocidad en el proceso de toma de decisiones, pero sobre todo en aquellas que requieren consensos, ya que están fuera del ámbito de las facultades del Poder Ejecutivo.

2. *Bajar la inflación ayudó a sostener apoyos, la recuperación económica ayudará a mantenerlos.*

Bajar la inflación era la principal demanda ciudadana en diciembre y el éxito en esa materia explica el sostenimiento de los apoyos de Milei. Pero para mantenerlos será necesaria la recuperación económica.

3. *Milei ya compite contra su propio pronóstico y la herencia dejará de ser factor exculpatorio.*

Milei advirtió que la terapia de shock iba a producir un empeoramiento de la situación económica, pero dijo que la peor parte iba a ocurrir entre marzo y abril. Por ello, desde mayo ya compite contra ese pronóstico.

La ya mencionada restricción decisional que opera sobre el Poder Ejecutivo se vio expresada en el **tiempo que demoró la sanción de la primera Ley** del presidente Milei. La demora no sorprende, pero sí expresa la velocidad que tiene el actual proceso de toma de decisiones del sistema político argentino como consecuencia del resultado de la elección presidencial del año pasado.

Es cierto que el presidente tiene autonomía decisional en el ámbito de las propias facultades del Poder Ejecutivo. Sin embargo, resolver el desafío económico que hay por delante no sólo requiere de ese tipo de decisiones, sino que también demanda **acordar, consensuar y negociar con otros actores políticos** para concretar algunas decisiones. Este aspecto de la naturaleza del proceso político es el que nos hace preguntarnos no solo el qué es lo que se quiere hacer Milei, sino que también es relevante el cómo pretende hacerlo dada su condición de minoría.

Es curioso porque dentro del ámbito de sus facultades el presidente implementó una **terapia de shock en materia**

fiscal. Si hay algo que el presidente podía decidir por su propia voluntad (asumiendo naturalmente los costos políticos de ello) era producir un ajuste en el gasto público de magnitud tal que le permitiera alcanzar el equilibrio en las cuentas públicas. Pero también estaban en el ámbito de sus posibilidades, entendiendo que la independencia del Banco Central quedará para otro tiempo, la posibilidad de administrar el régimen cambiario. Con esas dos herramientas, equilibrio fiscal y ancla cambiaria, logró ofrecer respuestas a la principal demanda ciudadana: bajar la inflación.

Si hay un aspecto que ayuda a explicar el sostenimiento de los apoyos para un presidente que ejecuta un ajuste fiscal de estas características, ello es la **baja pronunciada de la inflación** verificada en los primeros 6 meses de gestión de Javier Milei. Pero esa baja, después de haber llegado a los niveles de inflación de mayo, ya no será tan pronunciada. Por tal motivo, para seguir convenciendo a la opinión pública que ha venido apoyando este Gobierno de que el programa económico está funcionando, ahora será vital ver **señales de recuperación económica.**

De hecho, como **la preocupación por el desempleo** superó en nuestro estudio nacional de junio a la preocupación por la inflación. En este marco, se torna muy probable que Milei tenga que lograr ahora evidencia incontrovertible de una recuperación económica que le de respiro a los salarios y al consumo para seguir convenciendo del rumbo y sostener apoyos.

Una necesidad que ya no sólo responde a la propia realidad económica, sino a **la necesidad de la credibilidad del propio discurso del presidente:** en el mismo momento que Milei advertía que su terapia de ajuste y de shock iba a producir un empeoramiento de las condiciones económicas, también aclaraba que la peor parte del sufrimiento de estas condiciones iba a ocurrir entre los meses de marzo y abril.

Así como la **herencia cada vez será menos responsable** de lo que ocurra en la realidad, simultáneamente esa responsabilidad descansará cada vez más sobre el presidente. Una circunstancia que se acelera si tomamos en consideración que hoy el presidente **compite contra su propio pronóstico** de que a partir de mayo se iba a verificar una recuperación vigorosa de la economía.

Este desafío económico del segundo semestre (la necesidad de producir una recuperación económica vigorosa), convivirá con un altamente probable **empeoramiento de la convivencia política** entre Milei y los sectores de la oposición dialoguista, los cuales han venido ofreciendo algún tipo de colaboración para la toma de decisiones. En la medida en que Milei no logre responder con resultados económicos, y el clima de opinión pública se vuelva cada vez más adverso por ello, los márgenes de predisposición para colaborar con la gobernabilidad de la de los **opositores dialoguistas se irán angostando.**

De fondo, si esa recuperación no se verifica, seguirá sonando el *tic-tac* social a la espera de las soluciones económicas demandadas. En definitiva, y como venimos advirtiendo, **la estabilidad del proceso político seguirá dependiendo de que los resultados económicos con-**

tengan la paciencia de una sociedad ansiosa por observar soluciones económicas. Una estabilidad necesaria para contener los riesgos que la condición de minoría de este Gobierno presenta sobre la gobernabilidad de este ciclo.

Si lo económico transita un sendero auspicioso, los riesgos políticos y lo sociales podrán ser minimizados. Pero si la economía atraviesa un sendero de turbulencia, esos riesgos se verán agigantados y posiblemente se presenten en la escena. **Así de estrecho es el sendero que deberá transitar este ciclo**

ACTIVIDAD

Recesión generalizada en el arranque de 2024

En el primer trimestre del 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) cayó -5,1% i.a., mientras que se contrajo -2,6% respecto al trimestre anterior. La recesión económica se agudizó en el marco de una clara crisis de demanda: a diferencia de otros periodos de crisis, no se evidenciaron problemas "de oferta", sino más bien un golpe a los ingresos y el poder adquisitivo.

El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) mostró en abril una contracción de -1,7% i.a., acumulando una caída de -4,2% i.a. en el primer cuatrimestre del año. De esta manera, la economía acumula un semestre con caídas interanuales, dando cuenta de la consolidación de la recesión. Además, el indicador mostró un estancamiento en términos desestacionalizados (-0,1% mensual), lo cual lo ubica un -1,5% por debajo de su nivel en diciembre y un 6,1% debajo de agosto del 2023.

La magnitud y velocidad de recuperación de la demanda interna será lo que marque la evolución de la actividad económica en los próximos meses. Con los datos obtenidos hasta el momento, esperamos que la caída en el PIB supere el -3,5% i.a. en el promedio del año.

Primer trimestre 2024 con un deterioro de la demanda interna

En el primer trimestre del 2024, **el Producto Interno Bruto (PIB) cayó -5,1% i.a.** según informó el INDEC, exhibiendo una caída similar a la del primer trimestre de 2020 (-5,0% i.a.). En términos desestacionalizados, **el PIB se contrajo -2,6% respecto al trimestre anterior**, mostrando una caída similar a la del cuarto trimestre de 2023 (-2,5%).

Salvo las ventas externas, el resto de los componentes de la demanda tuvieron una contracción interanual y desestacionalizada. Las exportaciones crecieron 26,1% en términos interanuales, mientras que el consumo privado se contrajo un -6,7% i.a., el consumo público un -5,0%, la inversión productiva un -23,4% i.a. y las importaciones un -20,1% i.a. Además, en **términos desestacionalizados** las variables se movieron en la misma dirección: las ventas externas crecieron 11,1%

en contraste al trimestre anterior, mientras que el consumo privado, el consumo público, la inversión productiva y las importaciones se deterioraron un -2,6%, -0,8%, -12,6% y -12,1%, respectivamente.

En los primeros tres meses del año, **la recesión económica se agudizó en el marco de una clara crisis de demanda**: a diferencia de otros periodos de crisis, no se evidenciaron problemas “de oferta” vinculados al abastecimiento de insumos para la producción o cuellos de botella, **sino más bien un golpe a los ingresos y el poder adquisitivo**.

En este sentido, varios factores **se unificaron para que el deterioro de la demanda interna sea generalizada**:

- (i) La corrección cambiaria de fines del año anterior y la suba del impuesto PAÍS, que llevaron a la inflación por encima del 20% por dos meses consecutivos en diciembre-enero.
- (ii) La suba de determinados precios relativos, principalmente tarifas de servicios públicos - como las tarifas de electricidad (que subieron más de 200% en el primer trimestre) y tarifas de transporte (como ómnibus, que subió +411% al contrastar marzo con diciembre)-, además de acelerar la inflación, también achicó el ingreso disponible de los hogares.
- (iii) Si bien la aceleración de la inflación era un fenómeno que se venía observando en 2023, durante el año anterior el deterioro del salario real era parcialmente compensado con la otorgación de bonos para los estratos de menores ingresos. En el primer trimestre del 2024, existió un importante recorte del gasto primario (-35% i.a. en términos reales) y en particular de las prestaciones sociales (-26,8% i.a.), con una pausa en la otorgación de asignaciones de suma fija.
- (iv) En lo que respecta a los deciles más altos, también existió un deterioro: las paritarias no acompañaron la fuerte aceleración de la inflación, por lo cual el salario real del sector privado registrado se contrajo -17,7% i.a. en el promedio del primer trimestre. Al tener en cuenta los salarios del sector no registrado, la caída fue mayor (-39,6% i.a. en promedio).
- (v) En un contexto de deterioro de los ingresos reales, también se observó un incremento de la tasa de desempleo en el primer trimestre (+7,7%, 0,8 p.p. respecto al mismo trimestre del año anterior).
- (vi) El freno a los gastos de capital (-86,8% i.a. en el primer trimestre) y el contexto de mayor incertidumbre implicó un golpe a la construcción (-19,7% i.a.) y a la inversión productiva en los primeros tres meses del año.

En suma, **estos factores se conjugaron para que el golpe a la demanda interna** (que tiene en cuenta al consumo total y a la inversión productiva) **sea de -9,5%**

i.a., exhibiendo la caída más pronunciada desde el transcurso de la pandemia.

Desde una perspectiva histórica, **el PIB está estancado desde 2011** (en el primer trimestre, se ubicó solo 1% por encima respecto al mismo periodo de ese año). **Al analizar el indicador en términos per cápita (dividiendo al PIB respecto a la población), el PIB cayó un -5,7% en el primer trimestre del año** y se ubicó en los niveles más bajos para un primer trimestre desde 2006 (excluyendo 2020 y 2021 afectados por la pandemia).

En abril, se mantuvo la caída en la actividad

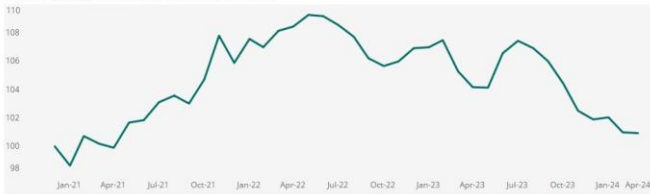
El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) mostró en abril una contracción de -1,7% i.a., acumulando una caída de -4,2% i.a. en el primer cuatrimestre del año. De esta manera, la economía acumula un semestre con caídas interanuales, dando cuenta de la consolidación de la recesión. Además, **el indicador mostró un estancamiento en términos desestacionalizados (-0,1% mensual)**, lo cual hizo que se ubique un -1,5% por debajo en contraste a diciembre.

A diferencia de los tres meses del primer trimestre (donde existió una caída generalizada tanto para bienes y servicios), la novedad es que en este mes los Bienes crecieron 5,3% i.a., en contraste a Servicios (-4,6% i.a.) que se mantuvieron en rojo durante abril.

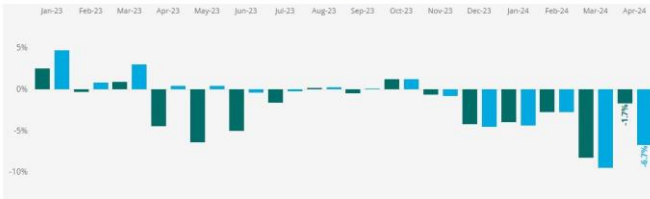
Dentro de los sectores productores de Bienes, la suba se explica por el desempeño del Sector primario (+70,3% i.a.), que exhibió una marcada recuperación en el contexto del transcurso de la cosecha gruesa en el inicio del segundo trimestre, a la par que Oil & gas mantuvo el desempeño positivo (+9,4% i.a.) en línea a un incremento en la producción de los sectores no convencionales. A diferencia, la Construcción (-24,8% i.a.) y la Industria manufacturera (-15,7% i.a.) se mantuvieron en rojo. En este sentido, sin la ayuda de estos sectores, la actividad económica hubiese mostrado una caída de -6,7% i.a. en el cuarto mes del año y los bienes una contracción de -11,2%.

Por otro lado, **los Servicios volvieron a caer frente a una nueva contracción del Comercio minorista (-13,1% i.a.)**. Además, la caída también se extendió a otras ramas de servicios transables: *Intermediación financiera* cayó un -9,7% i.a., *Hoteles y restaurantes* un -8,6% i.a. y *Actividades inmobiliarias y de alquiler* un -1,5% i.a.

Seasonally adjusted series | Index base 100 = Jan-21



Economic activity | Economic activity without agricultural sector | Y.o.Y variation



Source: Ecolatina based on INDEC

¿Qué pasó en mayo?

Los datos adelantados de actividad económica muestran que **la recesión continuó en mayo**. En tal sentido, estimamos que el estimador de mensual de actividad económica se habría mantenido en rojo en términos interanuales.

Las estadísticas disponibles permiten adelantar un desempeño sectorial similar al observado en abril. El sector de la **construcción** lidera la caída en mayo, con contracciones interanuales que fueron de casi -30% i.a. en ese mes para los indicadores adelantados. Por su parte, el único indicador adelantado de la **industria manufacturera** augura una contracción que podría seguir en los dos dígitos para el sector. A diferencia, una recuperación algo más rápida se observa en el **comercio minorista**, que ya está recortando las caídas a un dígito de los principales indicadores adelantados.

Perspectivas para el resto de 2024

Para el presente año seguimos estimando **un desempeño disímil en términos sectoriales**. El **sector primario** (petróleo, gas, agropecuario y ganadero; que representa 15% del PIB) seguirá en terreno positivo y será el sector que amortigüe (parcialmente) la caída en la economía durante el año actual. Por el contrario, **las ramas asociadas a la demanda interna** (principalmente, la industria, construcción y comercio, que representan el 40% del PIB) seguirán en rojo durante un tiempo más, lo cual explicará la persistencia en la recesión.

Ahora bien, un interrogante que se abre **es a qué velocidad y de qué forma se dará la recuperación de este segundo grupo de sectores**. En este marco, la mejora en la demanda interna se daría siempre y cuando haya una recuperación de los ingresos reales, hoy posible gracias a la desaceleración de la inflación (por caso, en mayo alcanzó un mínimo de 4,4%). Ahora bien, un riesgo a tener en cuenta es si el proceso de desinflación será lineal y sostenible en el tiempo, dado

que podría interrumpirse ante una eventual corrección cambiaria o nuevas correcciones de precios relativos.

En este sentido, la magnitud y velocidad de recuperación de la demanda interna será lo que marque la evolución de la actividad económica en los próximos meses. Con los datos obtenidos hasta el momento, **esperamos que la caída en el PIB supere el -3,5% i.a. en el promedio del año**.

Precios

¿La inflación tocó el piso en mayo?

La inflación nacional fue del 4,2% en mayo, desacelerándose 4,6 p.p. respecto a abril según el Índice de Precios al Consumidor del INDEC. Con este dato, la inflación interanual asciende al 276,4% (-13 p.p.) y acumula un 71,9% en los primeros cinco meses del año. El dato más destacado es la magnitud de la desaceleración en la inflación Núcleo (excluye estacionales y regulados): subió un 3,7% en mayo, ubicándose 2,6 puntos porcentuales por debajo de abril, alcanzando la variación mensual más baja desde enero 2022.

En junio, los ajustes de precios regulados llevarán la inflación al alza, al menos transitoriamente. En este sentido, el Nivel General del IPC GBA Ecolatina registró en junio una suba mensual de 6,5%, acelerando 1,9 p.p. respecto al registro de mayo. De esta manera, en la comparación interanual el incremento fue del 301,4%. No obstante, estimamos que la aceleración será menor en la medición nacional publicada por el INDEC (en torno a 5,5%).

¿Cuál sería entonces la clave para desinflar? La recesión inducida, la apertura comercial y las expectativas de un sendero a la baja deberían primar por sobre la inercia inflacionaria que adquiera una economía con fuerte apreciación del tipo de cambio, correcciones pendientes de precios relativos y un desarme del CEPO cambiario por delante, lo cual puede alterar las expectativas. En este marco, la sostenibilidad del proceso de moderación inflacionaria no estaría exenta de riesgos que se irán acrecentando a medida que se acumulen desequilibrios o se dejen en el camino cuestiones pendientes a resolver.

La inflación nacional fue del 4,2% en mayo, desacelerándose 4,6 puntos porcentuales respecto a abril, según el Índice de Precios al Consumidor del INDEC. De esta manera, mayo fue el sexto mes consecutivo donde el registro estuvo por debajo de las expectativas del mercado (REM-BCRA), que proyectaba un 5,2%. Con este dato, la inflación interanual asciende al 276,4% (-13 p.p.) y acumula un 71,9% en los primeros cinco meses del año.

La desaceleración de mayo se debe en gran medida a la postergación de ajustes en tarifas (colectivos, combustibles y servicios públicos) y a la reducción en el precio de las cuotas de medicina prepaga, lo cual, según nuestro relevamiento, restó más de 0,3 p.p. al nivel general.

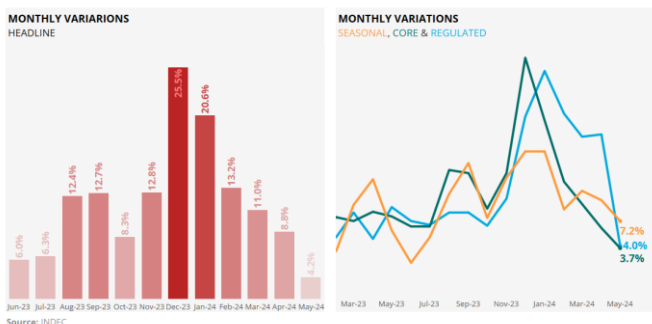
Cuatro factores pueden explicar la desaceleración de la inflación más rápida de lo previsto en los últimos meses: **1)** La fuerte recesión y caída del consumo; **2)** El sostenimiento del crawling peg al 2% mensual para el tipo de cambio oficial; **3)** La estabilidad nominal en los dólares financieros (impactan en los precios vía los importadores que operan por fuera del MULC); y **4)** La postergación de las subas en tarifas y combustibles de marzo, abril y mayo.

La inflación Núcleo volvió a desacelerar

El dato más destacado es la magnitud de la desaceleración en la inflación **Núcleo** (excluye estacionales y regulados): subió un 3,7% en mayo, ubicándose 2,6 puntos porcentuales por debajo de abril, alcanzando la variación mensual más baja desde enero 2022.

En cuanto a las demás categorías, los **Regulados** crecieron 4,0%; donde incidieron aumentos en transporte públicos, telefonía e internet y educación, que fueron compensados por la caída en los precios de las prepagas. Los precios **Estacionales** subieron un 7,2%, muy por encima del nivel general.

NEW SLOWDOWN IN INFLATION IN MAY



El desempeño por capítulos

En cuanto a los capítulos, aquellos que **posibilitaron la desaceleración** fueron *Salud* (0,7%, favorecido por la caída en los precios de las cuotas de medicina prepaga), *Vivienda y servicios básicos* (+2,5%), *Equipo y mantenimiento del hogar* (+3,2%), *Prendas de vestir y calzado* (+3,5%) y *Transporte* (+4,0%).

En la vereda opuesta, aquellos que crecieron por encima del Nivel General fueron *Comunicación* (+8,2%, debido a subas en telefonía e internet), *Educación* (+7,8%), *Bebidas alcohólicas y Tabaco* (6,7%, por las subas en los cigarrillos).

Perspectivas para junio

En junio, **los ajustes de precios regulados llevarán la inflación al alza**, al menos transitoriamente. En este

sentido, el Nivel General del IPC GBA Ecolatina registró en junio una suba mensual de 6,5%, acelerando 1,9 p.p. respecto al registro de mayo. De esta manera, en la comparación interanual el incremento fue del 301,4%. No obstante, estimamos que la aceleración será menor en la medición nacional publicada por el INDEC (en torno a 5,5%).

La magnitud de la aceleración se explica por la actualización de precios regulados (gas, electricidad, prepagas transporte público, telefonía y colegios). Por este motivo, mientras que los Bienes subieron un 2,3%, los servicios aumentaron 15,9% (29,9% los públicos y 9,4% los privados). Sin embargo, **la inflación Núcleo volvió a desacelerar**, situándose en 4,0%, registro por debajo del nivel general por quinto mes consecutivo.

¿La inflación tocó su piso inercial?

De cara a julio, habrá que estar atentos a la **dinámica de los USD alternativos** dada su reciente volatilidad: el despertar de los dólares alternativos puede generar cierto impacto en precios. Por un lado, incrementa el dólar exportador (el 20% se vuelca a los mercados financieros), lo cual podría generar presiones al alza en productos exportables. Del mismo modo, podrían impactar en ciertos productos importados, dado que algunos importadores habrían optado por llevar sus operaciones por fuera del MULC. No obstante, en caso de que no escale su suba, el efecto inmediato en precios sería marginal y no implicaría una aceleración de la inflación, sino una mayor inercia que pondría resistencia a la baja.

Ya en los meses siguientes aparecerá **la parte más complicada del sendero de desaceleración**. 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 cruce.

Adicionalmente, será más desafiante romper la inercia del proceso cuando comience a impactar la indexación de algunos precios regulados o los ajustes postergados en servicios. A su vez, el reciente ajuste en las tarifas de servicios públicos atrasadas impondrá una **mayor resistencia a la baja en la propia inflación Núcleo**: generalmente el incremento en los costos se traslada con cierto rezago a los precios, ralentizando así el proceso de moderación inflacionaria.

Del mismo modo, una **eventual recuperación de la economía vía mejora del poder adquisitivo podría ponerle un límite a la desaceleración inflacionaria**. Por el lado de la oferta, los aumentos salariales podrían incrementar los costos operativos, lo cual se sumaría al encarecimiento de los servicios públicos. En cuanto a la demanda, la recuperación del poder de adquisitivo podría impulsar el consumo, dando un mayor espacio a las empresas para trasladar la suba de costos a los precios. Este segundo punto podría ser compensado parcial-

mente con una mayor **apertura a productos importados**, lo cual explica las recientes bajas en aranceles por parte del Gobierno.

¿Cuál sería entonces la clave para desinflar? La recesión inducida, la apertura comercial y las expectativas de un sendero a la baja deberían primar por sobre la inercia inflacionaria que adquiera una economía con fuerte apreciación del tipo de cambio, correcciones pendientes de precios relativos y un desarme del CEPO cambiario por delante, lo cual puede alterar las expectativas. En este marco, la sostenibilidad del proceso de moderación inflacionaria no estaría exenta de riesgos que se irán acrecentando a medida que se acumulen desequilibrios o se dejen en el camino cuestiones pendientes a resolver.

POLÍTICA FISCAL

El superávit fiscal no da tregua

El Sector Público Nacional No Financiero registró en mayo el quinto mes consecutivo de superávit fiscal, situación que no se evidenciaba desde 2008. En números, las cuentas públicas registraron un superávit primario de \$2,33 billones. A su vez, con un pago de intereses que se ubicó en \$1,15 billones, el superávit financiero resultó ser \$1,18 billones. Como resultado de esta dinámica, el sector público acumula un superávit primario del 1% del PIB y un superávit financiero del 0,4% del PIB en lo que va del año.

¿Qué explicó el superávit fiscal de mayo? A diferencia de los resultados obtenidos en el primer cuatrimestre del año, esta vez la mejora de las cuentas fiscales no se explicó sólo por el incesante recorte sobre el gasto (-28,6% i.a. real), sino también por un incremento real en los recursos (+5,8% real i.a). Puntualmente, la recuperación en mayo vino de la mano de un ingreso extraordinario en Ganancias, impuesto que se vio beneficiado por la liquidación de las ganancias de las sociedades para el ejercicio 2023. De hecho, ingresos se habrían reducido un 7% i.a. real en mayo si excluimos lo aportado por Ganancias.

Hacia adelante, será crucial seguir de cerca lo que ocurre en materia legislativa, la estabilidad del mercado de deuda en pesos, el nuevo mecanismo de administración de la liquidez excedente, las actualizaciones de tarifas, la dinámica que adopte el consumo privado por su impacto en recaudación, la posible baja en la alícuota del impuesto país (o extensión de las licitaciones de BOPREAL), las eventuales modificaciones en las restricciones cambiarias y el contexto social.

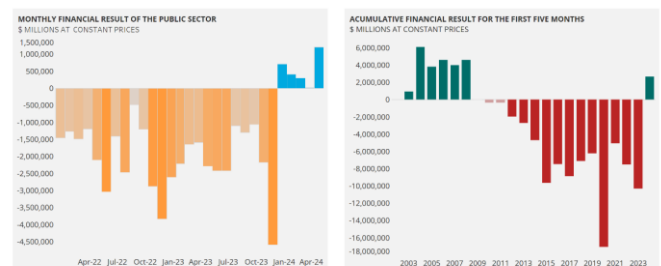
¿Cómo le fue al fisco en mayo?

El **Sector Público Nacional No Financiero** registró en mayo el quinto mes consecutivo de superávit fiscal, situación que no se evidenciaba desde 2008. En números, las cuentas públicas registraron un superávit primario de \$2,33 billones. A su vez, con un pago de intereses que se ubicó en \$1,15 billones, el superávit financiero resultó ser \$1,18 billones. Como resultado de esta dinámica, el sector público acumula un superávit primario del 1% del PIB y un superávit financiero del 0,4% del PIB en lo que va del año.

¿Qué explicó el superávit fiscal de mayo? A diferencia de los resultados obtenidos en el primer cuatrimestre del año, esta vez la mejora de las cuentas fiscales no se explicó sólo por el incesante recorte sobre el gasto (-28,6% i.a. real), sino también por un incremento real en los recursos (+5,8% real i.a). Puntualmente, la recuperación en mayo vino de la mano de un ingreso extraordinario en Ganancias, impuesto que se vio beneficiado por la liquidación de las ganancias de las sociedades para el ejercicio 2023. De hecho, ingresos se habrían reducido un 7% i.a. real en mayo si excluimos lo aportado por Ganancias.

En este marco, el superávit fiscal acumulado en los primeros cinco meses del año estuvo caracterizado por un marcado **recorte sobre el gasto público (con mayor incidencia del gasto social) y una caída en los ingresos** que se vio mitigada por el extraordinario aporte del impuesto a las Ganancias en mayo y la ampliación del Impuesto PAIS desde el cambio de mandato. Justamente, el Impuesto PAIS fue uno de los sustentos del programa fiscal en los primeros meses del año: de no ser por su aporte, el Gobierno habría mostrado un déficit financiero en el acumulado (pese al aporte de Ganancias en mayo) y el superávit primario se habría reducido a la mitad.

FIVE CONSECUTIVE MONTHS OF FINANCIAL SURPLUS



Source: EcoStim based on Ministry of Economy

Un vistazo al interior de las cuentas públicas

Los ingresos cortaron una racha de tres meses consecutivos en rojo y volvieron a crecer en términos reales en mayo. ¿Qué explicó su buen desempeño? El aporte extraordinario del Impuesto a las Ganancias, la ayuda estacional de los Derechos de Exportación (+45% i.a. real) y la vigencia del Impuesto PAIS más que compensaron las caídas reales en los recursos ligados a la actividad económica.

Con respecto a **Ganancias**, el tributo evidenció una suba real del 93% i.a. luego de 15 meses consecutivos

en rojo, alcanzando así su mayor nivel en términos reales desde mediados del 2015. **¿Qué explicó la fuerte suba?** Una ganancia extraordinaria de las sociedades (estacionalmente es cuando impactan las liquidaciones del ejercicio 2023) generada por la devaluación de diciembre dada la tenencia de activos dolarizados.

Al igual que en los meses previos, el **Impuesto PAIS** continuó afianzando su condición de pilar de la recaudación al más que triplicarse en términos reales y acelerando su evolución en comparación con abril. Si bien se esperaba un mayor nivel producto de las últimas licitaciones de BOPREAL, las autoridades aclararon que dicho impacto se reflejará en junio.

Por el contrario, el **IVA** se redujo en mayo -18,2% real i.a., profundizando la caída de los meses previos (en abril había caído -8,1% real i.a). En la misma sintonía, las **Contribuciones a la Seguridad Social** hilaron su novena caída real consecutiva (-11,6% i.a), aunque moderaron levemente su reducción en comparación con los meses previos.

Como resultado de un recorte transversal sobre las principales partidas, el **Gasto Primario registró un rojo real del 28,6% i.a**, revirtiendo la moderación observada en abril e hilando ya 10 meses consecutivos con caídas reales interanuales.

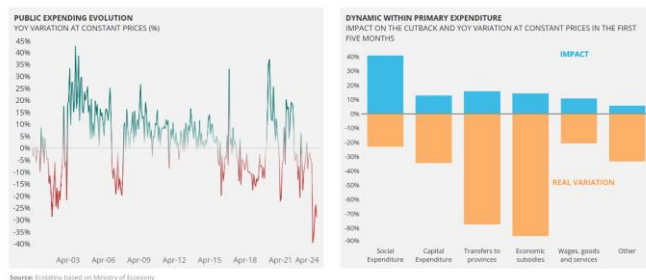
En números, las **Prestaciones Sociales** cayeron un -17,6% i.a real (similar a la caída de abril), mostrando una dinámica heterogénea a su interior. Por un lado, las Jubilaciones y Pensiones (incluyendo PNC) experimentaron una caída real del 21% i.a, mientras que las Asignaciones Familiares cayeron un 39%. Al mismo tiempo, la AUH hiló su tercer mes consecutivo al alza (+19% i.a. real) y las prestaciones del PAMI empataron con la inflación en la comparación interanual.

Por su parte, si bien los **Subsidios Económicos** subieron un 12% mensual en términos reales, dicho aumento se explica por cuestiones estacionales (mayor consumo frente a un clima más frío). De hecho, los Subsidios cayeron un 32% i.a. en términos reales durante mayo, profundizando el recorte evidenciado en abril (-14% i.a. real).

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 del 77% (que explicó el 33% de la caída en el gasto primario). En su interior, se destaca que más del 60% del Gasto de Capital en mayo se explicó por lo destinado a Energía por parte de Nación.

Con respecto al resto de las partidas, las **Transferencias a Universidades** continuaron en rojo (-18,6% i.a. real), al igual que los **Gastos en Funcionamiento** (donde se incluyen salarios), que cayeron 20% i.a. real, anotando ambas partidas el quinto mes consecutivo en caída.

SIGNIFICANT REDUCTION IN THE PUBLIC EXPENDING



¿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* de la política económica. En este contexto, el contundente resultado financiero que acumula en lo que va del año le dio un **respiro** al gobierno de cara a los próximos meses.

Sin embargo, las características del ajuste implementado sobre el gasto, la dinámica que podría adoptar la recaudación, la indexación previsional y los proyectos de Ley con impactos fiscales **siembran incertidumbre sobre la sostenibilidad**. Típicamente, la estacionalidad del gasto y los ingresos genera mayores presiones sobre el fisco en los segundos semestres.

En lo inmediato, **en junio podríamos evidenciar el primer déficit fiscal del año**, tal y como fue adelantado por las autoridades en más de una oportunidad. El rojo se explicaría tanto por cuestiones estacionales (pago de aguinaldos) como por una regularización de la deuda con CAMMESA. En la misma línea, la recaudación en junio cayó un 14% i.a. en términos reales pese a los ingresos postergados desde mayo a junio por ITF y las últimas suscripciones de BOPREAL (utilidades y dividendos).

En este contexto, el nuevo **Paquete Fiscal** y la **Ley Bases** dotarán de mayores recursos al fisco producto de la reincorporación del Impuesto a las Ganancias (Ingresos Personales) y el blanqueo en los próximos meses. Del mismo modo, la vuelta de Ganancias no sólo brindaría mayores recursos a Nación, sino también a las Provincias.

Por otro lado, habrá que seguir de cerca las resoluciones ligadas al **Impuesto PAIS**, uno de los pilares de la recaudación durante los primeros meses, aunque en algún momento deberá reducirse si se pretende salir del CEPO. Por un lado, el Gobierno podría verse tentado a lanzar nuevas licitaciones de BOPREAL para seguir aprovechando este recurso. Por otro lado, con una Ley de Bases aprobada habría lugar para reducir la alícuota del tributo como han mencionado las autoridades (desde el 17,5% al 7,5%). Sea cual sea el camino elegido, hacia finales de año esta fuente extraordinaria de ingresos encontrará su fecha de vencimiento.

En cuanto al gasto, será crucial mejorar la calidad del ajuste en los próximos meses. Con respecto al Gasto Social, el **cambio en la fórmula de la movilidad previsional** (actualiza mensualmente las prestaciones por la inflación de dos meses previos) le puso un piso al ajuste

sobre prestaciones, pero también un techo frente a una eventual recuperación de la economía.

Como respuesta, Diputados aprobó un **proyecto impulsado por la UCR** que eleva la recomposición inicial a las jubilaciones y, por ende, el gasto previsional. En números, si el proyecto logra su aprobación en el Senado implicaría un incremento en el gasto de 0,3 puntos porcentuales del PIB en 2024 y 0,5 puntos porcentuales del PIB en 2025.

En este contexto, **el FMI aprobó la octava revisión del programa** vigente con una meta fiscal sobrecumplida para fines del primer trimestre (lo más probable es que también se cumpla en junio). Si bien el organismo redujo la proyección de superávit primario desde 2% del PIB hacia 1,7% del PIB en 2024, dicha modificación se explica por una menor estimación de intereses frente a un equilibrio financiero.

Por su parte, el nuevo mecanismo de administración de liquidez anunciado por las autoridades (reemplazo de Pases por Letras emitidas por el Tesoro, pero con un cupón flotante ligado a la tasa que defina el BCRA) **incrementa las necesidades financieras del Tesoro** dada la mayor carga de intereses, lo cual requerirá un mayor ajuste sobre el gasto o un mayor endeudamiento de corto plazo.

A modo de cierre, será crucial seguir de cerca lo que ocurra en materia legislativa, la estabilidad del mercado de deuda en pesos, el nuevo mecanismo de administración de la liquidez excedente, las actualizaciones de tarifas, la dinámica que adopte el consumo privado por su impacto en recaudación, la posible baja en la alícuota del impuesto país (o extensión de las licitaciones de BOPREAL), las eventuales modificaciones en las restricciones cambiarias y el contexto social.

SECTOR EXTERNO

El superávit comercial más alto del año

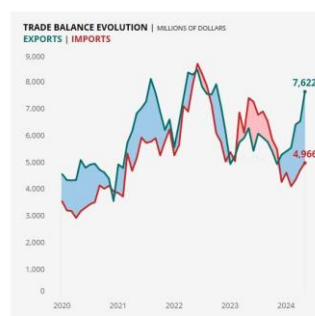
• *El saldo comercial fue de USD 2.656 M en mayo. De esta forma, el acumulado alcanzó USD 8.728 M en los primeros cinco meses del año, representando el valor acumulado más alto para un mismo periodo en las últimas dos décadas.*

Este resultado siguió explicándose tanto por una mejora en las ventas externas como por un deterioro en las compras externas. Las exportaciones fueron de USD 7.622 M (+21,7% i.a.) en mayo. De esta manera, se acumularon ventas externas por USD 31.472 (+12,2% i.a.) en los primeros cinco meses del año. Por su parte, las importaciones fueron de USD 4.966 M (-32,8% i.a.), acumulando compras externas por USD 22.744 M (-26,0% i.a.) en los primeros cinco meses del año.

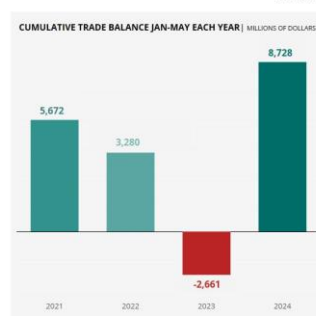
Esperamos que se mantenga el superávit comercial en los próximos meses, aunque desacelerando la mejora en contraste a la primera parte del año. Consecuentemente, el superávit comercial para este año podría superar los USD 17.000 M.

El saldo comercial alcanzó USD 2.656 M en mayo, ubicándose como el superávit más alto desde inicios de mandato y el superávit comercial más elevado para un mayo en (al menos) las últimas dos décadas. De esta manera, el acumulado mostró un saldo de USD 8.728 M en los primeros cinco meses del año.

MAY WITH TRADE SURPLUS



ECOLATINA Economics



Source: Ecolatina based on INDEC

Este resultado siguió explicándose tanto por una mejora en las ventas externas como por un deterioro en las compras externas. **Las exportaciones fueron de USD 7.622 M (+21,7% i.a.) en mayo.** Al interior, las cantidades exportadas jugaron al alza (+30,6%) contrarrestando una caída en los precios (-6,8%). De esta manera, se acumularon ventas externas por USD 31.472 (+12,2% i.a.) en los primeros cinco meses del año.

Por su parte, **las importaciones fueron de USD 4.966 M (-32,8% i.a.)**, donde tanto precios (-4,5% i.a.) como cantidades (-29,6% i.a.) se mantuvieron en rojo. Así, se acumularon compras externas por USD 22.744 M (-26,0% i.a.) en los primeros cinco meses del año.

Desempeño sectorial

Por el lado de las exportaciones, se destaca el crecimiento del rubro de **Productos Primarios (PP)** con una suba de USD 2.029 M (+52,8% i.a.). Al interior, las cantidades treparon considerablemente (+74,1% i.a.) con precios en caída (-12,1% i.a.). Detrás de ello, se destaca el desempeño de ventas de cereales (fueron USD 314 M superiores al mismo mes del año anterior, con un crecimiento de 48,6% i.a.), de semillas y frutos oleaginosos (treparon USD 328 M, un +82,6% i.a. más que el mismo mes del año anterior). Por su parte, las **Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA)** fueron de USD 2.788 M, con una suba de 7,4% i.a., explicada por precios que mostraron una caída (14,6% i.a.), pero con cantidades que se mantuvieron al alza (+25,8% i.a.).

En la misma línea, las **Manufacturas de Origen Industrial (MOI)** se situaron en USD 1.914 M con un crecimiento de 9,4% i.a. En este sentido, tanto los precios (+5,1% i.a.) como las cantidades (+4,0% i.a.) explicaron el desempeño positivo. Al interior, resalta el crecimiento de Piedras y metales preciosos (USD 320 M, +55,8% i.a.) y Productos químicos (USD 400 M, +28,8% i.a.),

Por otro lado, **existió una contracción generalizada en los rubros de importaciones medidas en valores.** En un contexto de caída de la actividad económica, los usos vinculados a la producción mantuvieron la caída de abril: las cantidades importadas de Piezas y Accesorios

de Bienes de Capital cayeron -32,4% i.a., Bienes de Capital -31,7% i.a., Bienes Intermedios -19,9% i.a. y Vehículos automotores de pasajeros un -26,7% i.a. En la misma línea, los Bienes de Consumo retrocedieron -29,1% i.a.

Balanza comercial energética positiva

La balanza comercial energética mostró un saldo de USD 500 M en mayo. Así, se acumuló un superávit energético de USD 2.844 M en los primeros cinco meses del año, ubicándose en máximos históricos. En su composición, **las exportaciones de combustibles y energía (CyE) fueron de USD 892 M** (+51,1% i.a. y USD 4.057 M acumulado), explicado por una suba en las cantidades (+50,5%) en conjunto a precios estables. Por su parte, **las importaciones de combustibles y lubricantes (CyL) fueron de USD 392 M** (USD 1.213 M acumulado), reflejando así una marcada caída del -61,5% i.a. La reducción se explica por una contracción de las cantidades (-56,2% i.a.) y de los precios (-13,6% i.a.).

¿Qué esperamos hacia adelante?

En la segunda parte del año y pasado el efecto de la cosecha gruesa, **las cantidades exportadas se mantendrían al alza, pero desacelerando la mejora**, con un desempeño positivo de rubros principalmente vinculados a manufacturas de origen agropecuario. En la misma línea, las ventas externas energéticas y mineras seguirán mostrando un desempeño positivo.

Por otro lado, las importaciones continuarán en rojo. En este sentido, las compras externas reaccionan en una mayor proporción a los periodos de contracción de la demanda interna y la producción. Además, como venimos mencionando, el esquema cambiario del año anterior implicó un incentivo al **adelantamiento y sobreabastecimiento de importaciones**, lo cual actúa como factor extra a la baja en las importaciones. Sin embargo, cabe destacar que en la medida que la actividad económica comience a mostrar signos de recuperación, **es factible que exista una desaceleración en la caída de las cantidades importadas hacia finales del año.** A ello se le sumará el impacto de las medidas de levantamiento a las restricciones a las importaciones (con una mayor demanda interna, parte de ello se podría trasladar a cierta demanda de bienes de consumo importados).

De esta forma, esperamos que se mantenga el superávit comercial en los próximos meses, aunque desacelerando la mejora en contraste a la primera parte del año. Consecuentemente, **el superávit comercial para este año podría superar los USD 17.000 M.**

En el plano cambiario, el éxito de la estrategia del Gobierno **depende de la acumulación de reservas internacionales provenientes de la cosecha gruesa**, donde existieron en las últimas ruedas señales de fragilidad del esquema vigente. Por tal motivo, en el corto plazo seguirá siendo clave que el Gobierno busque: **(1)** Acotar las expectativas de devaluación (que actuaría como fuerte desincentivo a la liquidación); y **(2)** Volver a reducir la brecha cambiaria.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Crece la incertidumbre cambiaria

Junio finalizo cargado de novedades tanto en el ámbito político como el económico. En materia legislativa, el Poder Legislativo aprobó la Ley Bases y Diputados reintrodujo los capítulos de Ganancias y Bienes Personales (previamente rechazados en el Senado) al Paquete Fiscal. En el plano político-económico, se precipitaron una serie de noticias: el BCRA anunció la renovación del swap con China y el board del FMI concluyó la octava revisión y giró el desembolso por cerca de USD 800 M. Paralelamente, la autoridad monetaria y el Tesoro llevaron adelante un realineamiento de la estrategia monetaria-financiera. Profundizando la rotación de pesos desde Pases al Tesoro, se anunció en una conferencia de prensa al fin de los Pasivos Remunerados, los cuales serán reemplazados por una nueva letra de esterilización que será emitida por el Tesoro, pero tendrá un cupón flotante ligado a la Tasa de Política Monetaria establecida por el BCRA

Dejando a un lado las novedades, la dinámica en el terreno económico profundizó las señales de deterioro del mes previo. En el plano cambiario, el BCRA profundizó la racha negativa y el saldo de junio acumuló un rojo próximo a USD 50 M, siendo el primer mes en terreno negativo desde el cambio de mandato. En este marco, la brecha cambiaria promedió al alza y casi duplicó los valores del mes previo, al tiempo que los futuros de dólar acompañaron la suba y el Riesgo País superó los 1.500 p.b.

Hacia adelante, el panorama en el MULC luce poco alentador y, por consiguiente, se haría más desafiante la acumulación de Reservas. Por un lado, el pago de importaciones seguirá creciendo por el propio diseño del esquema. Por otro lado, una vez superada la temporada alta de la liquidación, se abre el interrogante en torno a qué tan sostenible es el esquema actual sin el agro aportando USD para recomponer reservas y contener la brecha. La reducción sistemática de tasas de interés descartó la opción de acelerar el ritmo del crawling peg del 2% y, a su vez, generó más atractivos para financiarse en pesos y postergar la liquidación. Simultáneamente, el propio dólar blend afecta a la cantidad de divisas que podría adquirir la autoridad monetaria e introducir modificaciones conlleva riesgos que no aseguran un influjo mayor de divisas.

Junio finalizo cargado de novedades tanto en el ámbito político como el económico. En materia legislativa, el Poder Legislativo aprobó la **Ley Bases** y Diputados reintrodujo los capítulos de **Ganancias y Bienes Personales** (previamente rechazados en el Senado) al Paquete Fiscal. Luego de ello, el presidente aclaró que en agosto se llevaría adelante la **reducción del Impuesto PAIS** (del 17,5% al 7,5%). Como aspecto negativo,

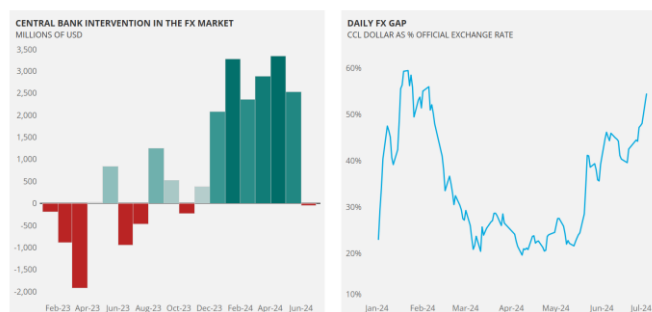
diputados avanzó dando media sanción al cambio de fórmula jubilatoria.

En el plano político-económico, se precipitaron una serie de noticias: el BCRA anunció la **renovación del swap con China**; el *board* del FMI concluyó la octava revisión y giró el desembolso por cerca de USD 800 M; la inflación de mayo se situó en el valor más bajo desde enero de 2022 (4,2% m/m).

Dejando a un lado las novedades, la dinámica en el **terreno económico profundizó las señales de deterioro del mes previo**. En el plano cambiario, el BCRA profundizó la racha negativa y el saldo de junio acumuló un rojo próximo a USD 50 M, siendo el primer mes en terreno negativo desde el cambio de mandato. En este marco, la **brecha cambiaria** promedió al alza y casi duplicó los valores del mes previo, al tiempo que los futuros de dólar acompañaron la suba y el Riesgo País orilló los 1.500 p.b.

THE PURCHASE OF FOREIGN CURRENCY REVERSE AND THE EXCHANGE RATE GAP SURGES

ECOLATINA
Economics



Source: Ecolatina based on BCRA and Arbitro

En este marco, la **autoridad monetaria y el Tesoro** llevaron adelante un realineamiento de la estrategia monetaria-financiera. Profundizando la rotación de pesos desde Pases al Tesoro, el Ministro de Economía y el Presidente del BCRA anunciaron en una conferencia de prensa conjunta el *fin de los Pasivos Remunerados*, los cuales serán reemplazados por una **nueva letra de esterilización que será emitida por el Tesoro**, pero tendrá un cupón flotante ligado a la Tasa de Política Monetaria establecida por el BCRA.

Además, durante junio, el Tesoro realizó dos nuevos llamados a licitaciones, en las cuales primó nuevamente en el menú ofertado la LECAP como instrumento de referencia. **¿Cuál fue la novedad?** En ambas oportunidades, Finanzas concentró la adjudicación en la LECAP con vencimiento hacia Septiembre (dejando desierta las LECAP más cortas), única letra que ofrecía una **TEM mínima de 4,25%**, capturando un total de \$11,4 bn y un remanente por \$2,2 bn para diciembre con un corte de 4,5% TEM.

Detrás de ello, la búsqueda consiste en **estirar la duración** de los vencimientos de la curva de LECAP, al tiempo que se continúa con la estrategia de rotar pesos desde Pases hacia el Tesoro.

Por su parte, la acelerada y sostenida baja de tasas tuvo como efecto un abaratamiento de los préstamos y una **suba de los créditos en pesos**, contracara de un aumento de la demanda de dinero del sector privado.

Detrás de ello, la compresión del **carry en USD** que introdujo la baja de tasas **invierte los incentivos** de los exportadores, que habrían optado por pasar de financiarse en USD a hacerlo en pesos.

Como consecuencia, el menor aporte de créditos en USD **redujo un canal de oferta divisas en el MULC**: los préstamos bancarios en moneda dura alcanzaron niveles no vistos desde 2018 y llegaron a explicar un tercio de las compras del BCRA en marzo y abril. Para cubrir este crecimiento de los créditos, las entidades financieras redujeron marginalmente la posición de encajes en el BCRA (reduce las Reservas Brutas, pero no las Netas).

En este contexto, la **oferta de divisas** en el MULC dio señales de deterioro. A pesar de una mayor liquidación del agro (en línea con las últimas campañas), la **pérdida de competitividad cambiaria** y una **estacionalidad** jugando en contra (menor saldo de divisas energéticas, sector que dotó de divisas a inicios de año) redujeron sensiblemente el volumen de divisas operado.

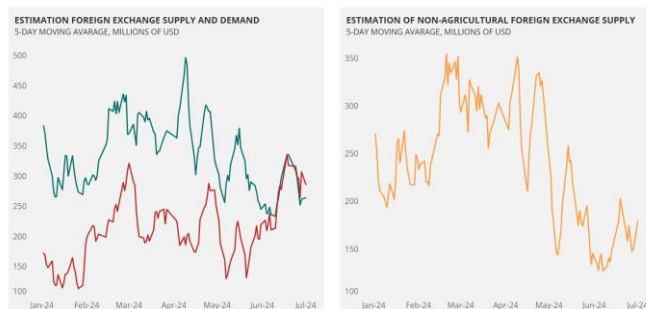
Paralelamente, la demanda de divisas evidenció un crecimiento sostenido desde mediados de mayo producto del mismo **diseño del esquema de acceso escalonado**, que mes a mes tendió a normalizarse: el ratio de importaciones no energéticas devengadas/pagadas pasó de un 13% en diciembre a un 75% en mayo.

Sumado a ello, dado que el pago efectivo de los importadores durante los primeros meses de 2024 se ubicó sistemáticamente por debajo del acceso teórico, actualmente también podrían estar impactando en el MULC **pagos de importadores** que ya contaban con el acceso previamente, pero optaron por postergarlo. La eventual postergación podría explicarse en su momento por: **1)** La oportunidad hasta entonces de hacer *carry trade* bajo la expectativa del sostenimiento de un *crawling peg* del 2% mensual; o **2)** Un dólar CCL cercano al TC efectivo importador podría haber inclinado a los importadores a cancelar sus deudas con el exterior vía mercado financiero, asumiendo el costo de esperar 3 meses para reingresar al MULC.

Justamente, el **menor atractivo** del *carry trade* dada la baja de tasas y una **brecha cambiaria** mayor, trastocaron los incentivos. De esta forma, por primera vez en junio confluyeron una oferta de divisas declinante y una demanda creciente, obligando al BCRA a desprenderse de divisas para satisfacer las necesidades del mercado de cambios.

FOREIGN EXCHANGE SUPPLY FROM AGRICULTURE IS NOT ENOUGH TO OFFSET A HIGHER DEMAND

ECOLATINA
Economics



Source: Ecolatina based on BCRA, MAC, CIBACEX and own estimation

Hacia adelante, el **panorama en el MULC luce poco alentador** y, por consiguiente, se haría más desafiante la acumulación de Reservas (el mismo presidente del BCRA estimó que podrían venderse cerca de USD 3.000 M en el tercer trimestre). Por un lado, el pago de importaciones seguirá creciendo por el propio diseño del esquema. Asimismo, una recuperación de la actividad podría apuntalar mayores compras externas, las cuales incluso podrían ser abaratadas si la eventual baja del Impuesto PAIS no es acompañada con una nivelación del TC mayorista para compensar el efecto sobre transables.

Por otro lado, una vez superada la temporada alta de la liquidación, se abre el interrogante en torno a qué tan **sostenible es el esquema actual sin el agro** aportando USD para recomponer reservas y contener la brecha. Por caso, las obligaciones durante julio trepan a los USD 4.000 M entre vencimientos con el FMI, BOPREAL y acreedores de bonos soberanos. Para peor, la reducción sistemática de tasas de interés descartó la opción de acelerar el ritmo del **crawling peg** y, a su vez, generó más atractivos para financiarse en pesos y postergar la liquidación. Simultáneamente, el propio dólar **blend** afecta a la cantidad de divisas que podría adquirir la autoridad monetaria bajo condiciones normales e **introducir modificaciones** conlleva riesgos que no aseguran un influyo mayor de divisas.

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

EDITOR

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

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS Y PROYECCIONES

	Unit of measure	Monthly or Quarterly Indicators				Annual Indicators		
		Date	Last Data	Date	Next Data	2022	2023	2024p
Activity								
GDP	YoY %	I Q 24	-5,1	IL Q 24	-3,6	5,3	-1,6	-3,5
Total Consumption	YoY %	I Q 24	-6,4	IL Q 24	-6,0	8,3	1,1	-4,6
Total Investment	YoY %	I Q 24	-23,4	IL Q 24	-19,4	11,2	-2,0	-13,7
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	may.-24	4,2	jun.-24	5,5	94,8	211,4	185,0
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	jun.-24	904	jul.-24	922,4	172,9	636,5	1432,7
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	jun.-24	1,32	jul.-24	1,29	1,35	1,8	1,4
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	may.-24	5,2	jun.-24	6,5	18,0	16,7	16,9
Primary Expenditures	% GDP	may.-24	4,2	jun.-24	5,7	20,3	19,6	15,6
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	may.-24	1,0	jun.-24	0,8	-2,4	-2,9	1,3
Foreign Sector								
Exports	USD BN	may.-24	7,6	jun.-24	7,6	88,4	67	79
Imports	USD BN	may.-24	5,0	jun.-24	5,1	81,5	74	62
Trade Balance	USD BN	may.-24	2,7	jun.-24	2,5	6,8	-7	17
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	I Q 24	-3,4	IL Q 24	0,24	-3,8	-22	2.715
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	jun.-24	40,0	jul.-24	40,0	75,0	100,0	40,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	jun.-24	33,4	jul.-24	34,9	69,4	109,9	63,5

(1)Annual Indicators. December Average

(2)Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources



ARGENTINIEN WIRTSCHAFT

—

ARGENTINIEN WIRTSCHAFT

01. Einleitung
02. Überblick
03. Wirtschaftskonjunktur
04. Preise
05. Haushaltsüberblick
06. Außenhandel
07. Geld- und Wechselkurspolitik

07/2024

Erstellt von:



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

EINLEITUNG

Nachfolgend werden die wichtigsten Aspekte des Berichts dargestellt.

ZIELE

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

INHALT

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

IN DEN PROJEKTIONEN BERÜCKSICHTIGTE VARIABLEN

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

ÜBERBLICK

Wirtschaft:

Zweites Halbjahr: Zeit für Neuausrichtungen

In den letzten Wochen erhielt die Regierung mehrere **positive Meldungen** in den Bereichen des Wirtschaftsprogramms: Sie errang ihren ersten Sieg im Kongress, der das **Grundlagengesetz und das Fiskalpaket** verabschiedete; der Währungsswap mit China (etwa US\$ 5 Mrd. wurden fällig) wurde erneuert; der IWF billigte die **achte Überprüfung** und die entsprechende Auszahlung; im Vergleich zwischen April und Mai sank die Inflation praktisch auf die Hälfte (die Kerninflation lag unter 40 % pro Monat); die **vergüteten Passiva** der BCRA sanken auf ein historisches Minimum und im Mai wurde dank des außerordentlichen Beitrags der Einkommensteuer ein **Rekordhaushaltsüberschuss** erzielt (Überschuss in fünf Monaten in Folge) erzielt.

Aber nicht alles ist so positiv. Parallel zu den genannten Meldungen tauchten politische und wirtschaftliche **Risikofaktoren** auf: Das Abgeordnetenhaus billigte eine Gesetzesvorlage zur **Verbesserung der Renten**, dessen Verabschiedung - es fehlt noch die Zustimmung des Senats - das Haushaltsgleichgewicht gefährden könnte; außerdem erwartet man, dass der Inflationsrückgang im Juni (zumindest vorübergehend) unterbrochen werden könnte aufgrund der angekündigten **Anhebung der öffentlichen Dienstleistungstarife**.

In der letzten Juniwoche wurden die Daten des ersten Quartals veröffentlicht. Sie machten die **negativen Nebeneffekte des Wirtschaftsprogramms** für die Realökonomie deutlich: Die Wirtschaftstätigkeit und der private Konsum sanken deutlich; die Krise wirkte sich stärker auf die ärmsten Sektoren aus, was die Ungleichheit verstärkte; Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung nahmen zu.

Im Wechselkurs- und Finanzbereich verstärkten sich die Ende Mai deutlich gewordenen Schwierigkeiten: Eine höhere Nachfrage **bremste** trotz des Verkaufs der Erntedevisen **die Käufe der BCRA** auf dem offiziellen Devisenmarkt (MULC), die Wechselkursdifferenz stieg auf über 50 % und das **Länderrisiko** lag seit mehr als einem Monat auf einem hohen Niveau.

In diesem Zusammenhang konzentriert sich die Diskussion über die Perspektiven des aktuellen Wirtschaftsprogramms auf **drei zentrale Achsen**: 1) den Rhythmus der Inflation im Rahmen der Korrektur der relativen Preise (es ist einfacher, die Inflation vom Höchstwert nach einem nominalen Schock aus zu senken, als wenn

Für Weitere Informationen

wenden Sie sich bitte an:
eyf@ecolatina.com

sie sich ihren „üblichen“ Werten annähert); 2) die Geschwindigkeit und Nachhaltigkeit der Konjunkturerholung mit ihren Folgen für die soziale Situation und den Arbeitsmarkt; 3) die eventuelle Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen zusammen mit ihren Bedingungs-faktoren und Auswirkungen.

Die ersten beiden Achsen sind aufs Engste mit dem dritten Element verbunden. Da es bei der **Inflation** eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich der Tragfähigkeit und Wettbewerbsfähigkeit des effektiven Wechselkurses im Hinblick auf eine Abschaffung der Devisenerwerbsbeschränkungen gibt, wird der Weg zur Inflationssenkung so lange nicht völlig glaubwürdig sein, wie die Wechselkursvereinheitlichung nicht erfolgt ist. Bzgl. der Konjunktur will die Regierung zwar Kredite fördern, um die Auswirkungen der Rezession auf den Konsum abzufedern, aber die Strategie zur Konjunkturerholung dürfte hauptsächlich auf der **Ankunft von Investitionen** beruhen. Dafür ist eine Flexibilisierung der Devisenerwerbsbeschränkungen unabdinglich.

In diesem Kontext machte die Behörde deutlich, **welche Bedingungen für eine Beendigung der Devisenerwerbsbeschränkungen gegeben sein müssen**: a) Haushaltsschuldenbremse (Finanzgleichgewicht oder -überschuss), b) Normalisierung der ererbten Bestände (Geschäftsschulden und zurückbehaltene Erträge und Dividenden), c) Normalisierung der Dollarflüsse (Zugang zu Devisen) und d) vernünftiges Verhältnis von Devisenreserven und vergüteten Passiva (Sanierung der BCRA-Bilanz). Die Regierung erkennt an, dass sie zwar die erste Bedingung (Haushalt) erfüllt und deutliche Fortschritte bei der zweiten (Bestände) und dritten (Flüsse) gemacht hat, aber die vierte Bedingung (BCRA-Bilanz) noch nicht erfüllt hat.

Allerdings haben die Fortschritte in den verschiedenen Bereichen ihre **Bedingungsfaktoren und Kehrseiten**. Beim Haushalt stellt das zweite Halbjahr aus Saisongründen eine größere Herausforderung dar und der Anstieg der Einnahmen aus der Einkommensteuer wird von zentraler Bedeutung sein, um die Rentenindexierung und eine eventuelle Herabsetzung der Steuer PAIS auszugleichen; hinzukommt, dass die höhere Zinslast stärkere Ausgabenkürzungen erforderlich macht, um einen ausgeglichenen Haushalt zu bewahren. Bei den ererbten Beständen halfen zwar die 3 BOPREAL-Serien dabei, die Geschäftsschulden zu verringern, aber das System eines abgestuften Zugangs zu Devisen bewirkte die Anhäufung neuer Schulden aufgrund aufgeschobener Zahlungen für Importe. Bei den Dollarflüssen hängen die Devisenkäufe der BCRA auf dem offiziellen Markt (MULC) fast ausschließlich vom Devisenverkauf der Landwirtschaft ab; dies erzeugt Ungewissheit angesichts einer steigenden Nachfrage nach Abschluss der Ernte.

Hinsichtlich der **Sanierung der BCRA** stagnierte nicht nur die Erholung der Aktiva (die Devisenkäufe auf dem MULC fielen geringer aus) und die Puts (Liquiditätsoptionen), die früher von der Geldbehörde gewährt wurden (verdeckte Passiva) sind weiterhin gültig, sondern die kürzliche Verbesserung der Bilanz war ausschließlich die Folge der Migration von Pesos von Barverkauf/Terminkauf-Geschäften hin zu Schuldverschreibungen der Staatskasse.

In diesem Zusammenhang gab die Regierung den Beginn einer neuen Phase des Wirtschaftsprogramms bekannt (die erste hatte die Eliminierung des Haushaltsdefizits zum Ziel), die die **Beseitigung der vergüteten Passiva der BCRA** betrifft. Der Wirtschaftsminister und der BCRA-Präsident gaben bekannt, dass die Termingeschäfte vollständig durch eine neue Schuldverschreibung zur Sterilisierung ersetzt werden sollen; sie wird von der Staatskasse ausgegeben, wird aber einen gleichenden Coupon haben, der an den von der BCRA festgelegten Zinssatz der Geldpolitik gebunden ist.

Es fehlen zwar noch Details, aber es wird deutlich, dass die Regierung nicht nur die BCRA-Bilanz verbessern, sondern auch das Management der Zinssätze zurückgewinnen will, um Geldpolitik betreiben zu können, ohne in deren Gefolge Vermögensverluste zu erleiden.

Allerdings bewirkt die Eliminierung der Passiva eine kurzfristig **stärkere Verschuldung der Staatskasse**, eine Erhöhung des Finanzbedarfs aufgrund der steigenden Zinslast und eine stärkere Exposition des Finanzsystems ggü. dem Länderrisiko. Infolgedessen hängt die neue Geldstrategie exzessiv von der Haushaltsschuldenbremse ab.

Abgesehen von der Zweckmäßigkeit der Neugestaltung der Geldstrategie scheint sich die Aufmerksamkeit des Marktes vor allem auf den Horizont der Beseitigung der Devisenerwerbsbeschränkungen zu richten. In diesem Kontext schließen wir nicht aus, dass angesichts der stärkeren Ungewissheit im Wechselkurs- und Finanzbereich das Wirtschaftsprogramm **im zweiten Halbjahr gewisse Änderungen** erfahren wird, um an Tragfähigkeit zu gewinnen.

Politik: Ohne Wirtschaftserholung wird der Inflationsrückgang nicht ausreichend sein

1. Milei bringt sein erstes Gesetz in sechs Monaten durch und seine legislativen Probleme bestätigen sich

Die Situation als Minderheitsregierung beeinträchtigt die Geschwindigkeit des Entscheidungsprozesses insbesondere

dere bei den Entscheidungen, die einen Konsens erfordern, da sie nicht im Bereich der Regierungsbefugnisse liegen.

2. *Der Inflationsrückgang half dabei, Unterstützung zu haben, die Wirtschaftserholung wird dazu beitragen, sie zu behalten.*

Im Dezember war die Hauptforderung der Bürger, die Inflation zu senken, und der Erfolg in diesem Bereich erklärt die anhaltende Unterstützung für Milei. Um diese zu bewahren, wird jedoch eine Wirtschaftserholung erforderlich sein.

3. *Milei wetteifert mit seiner eigenen Prognose und die Erbschaft wird kein Entschuldigungsgrund mehr sein.*

Milei warnte, dass die Schocktherapie eine Verschlechterung der Wirtschaftslage mit sich bringen würde, sagte aber, der schlimmste Teil werde zwischen März und April erfolgen. Deshalb wetteifert er seit Mai mit dieser Prognose.

Die bereits erwähnte Beschränkung der Entscheidungsfähigkeit der Regierung wurde an der **Zeit deutlich, die die Verabschiedung des ersten Gesetzes von Präsident Milei in Anspruch nahm.** Diese Verzögerung ist nicht überraschend, zeigt aber die Geschwindigkeit des aktuellen Entscheidungsprozesses des politischen Systems Argentiniens im Gefolge der Präsidentschaftswahlen im vergangenen Jahr.

Natürlich hat der Präsident Entscheidungsautonomie im Bereich der Regierungsbefugnisse. Aber um die bevorstehenden wirtschaftlichen Herausforderungen anzugehen, sind nicht nur Entscheidungen dieser Art nötig, sondern es ist auch erforderlich, **mit anderen politischen Akteuren zu Übereinkünften zu kommen, Konsens herzustellen und Verhandlungen zu führen,** um bestimmte Entscheidungen in die Praxis umzusetzen. Dieser Aspekt der Natur des politischen Prozesses veranlasst uns, nicht nur zu fragen, was Milei will, sondern auch, wie er seine Entscheidungen in der Position als Minderheitsregierung durchzusetzen beabsichtigt.

Das ist verblüffend, weil der Präsident im Rahmen seiner Befugnisse eine **Schocktherapie für den Staatshaushalt** verfügen konnte. Er konnte aus eigenem Willen (wofür er natürlich die politischen Kosten übernehmen musste) Ausgabenkürzungen in solchem Umfang verordnen, um einen ausgeglichenen Haushalt zu erreichen. Aber im Rahmen seiner Möglichkeiten lag auch die Chance, das Wechselkurssystem zu verwalten (wobei die Unabhängigkeit der Zentralbank auf die Zukunft verschoben

bleibt). Mit diesen beiden Instrumenten – Haushaltsgleichgewicht und Verankerung des Wechselkurses – konnte er Antworten bieten für die Hauptforderung der Bürger: Abnahme der Inflation.

Wenn es einen Aspekt gibt, der die anhaltende Unterstützung für einen Präsidenten zu erklären hilft, der derartige Kürzungen vornimmt, dann ist es der **deutliche Inflationsrückgang**, der in den ersten sechs Monaten der Amtszeit Mileis erfolgte. Aber nach dem Inflationswert im Mai, wird diese Abnahme weniger stark ausfallen. Um also die öffentliche Meinung davon zu überzeugen, dass das Wirtschaftsprogramm der Regierung funktioniert, wird es zentral sein, **Anzeichen einer Wirtschaftserholung** vorzuzeigen.

Dies wird deutlich an der Tatsache, dass in unserer nationalen Umfrage vom Juni die **Sorge wegen Arbeitslosigkeit** vor der Sorge um die Inflation rangierte. In diesem Rahmen ist es wahrscheinlich, dass Milei klare Beweise für eine Wirtschaftserholung vorlegen muss, die die Löhne und den Konsum verbessert, um mit seinem Kurs zu überzeugen und die Unterstützung zu behalten.

Dieses Erfordernis ist nicht mehr nur die Folge der Wirtschaftslage als solcher, sondern auch der **Notwendigkeit, dem Diskurs des Präsidenten Glaubwürdigkeit zu verleihen:** Als er warnte, dass seine Schocktherapie eine Verschlechterung der Wirtschaftslage bewirken würde, kündigte er auch an, dass der schlimmste Teil des Leidens unter diesen Bedingungen im März und April liegen würde.

In dem Maße, wie die **Erbschaft immer weniger für die Situation verantwortlich gemacht werden kann,** trägt der Präsident immer mehr Verantwortung für die weitere Entwicklung. Dabei **wetteifert er mit seiner eigenen Prognose,** dass ab Mai eine kräftige Wirtschaftserholung einsetzen werde.

Diese ökonomische Herausforderung im zweiten Halbjahr (die Notwendigkeit, eine kräftige Wirtschaftserholung zu erreichen) muss bestanden werden im Rahmen einer sehr wahrscheinlichen **Verschlechterung der politischen Beziehungen** zwischen Milei und den dialogbereiten Oppositionssektoren, die zu der Entscheidungsfähigkeit der Regierung beitragen. In dem Maße, wie Milei keine positiven wirtschaftlichen Ergebnisse vorweisen kann und damit die öffentliche Meinung immer ungünstiger wird, wird sich die **Bereitschaft der dialogbereiten Opposition zur Unterstützung der Regierungsfähigkeit verringern.**

Wenn keine Erholung erfolgt, wird das soziale Uhrwerk in Erwartung der verlangten ökonomischen Lösungen ticken. **Die Stabilität des politischen Prozesses wird**

also davon abhängen, dass die **wirtschaftlichen Resultate** die Geduld einer Gesellschaft verlängern, die wirtschaftliche Lösungen sehen will. Diese Stabilität ist notwendig, um die Risiken einer Minderheitsregierung für die Regierungsfähigkeit in diesem Zyklus einzudämmen.

Solange die Wirtschaftsentwicklung günstig ist, können die politischen und sozialen Konflikte in Grenzen gehalten werden. Sollte es aber zu ökonomischen Turbulenzen kommen, würden diese Risiken stärker werden und möglicherweise auf den Plan treten. **So schmal ist dieser Pfad im aktuellen Zyklus.**

Wirtschaftskonjunktur

Allgemeine Rezession zum Jahresbeginn 2024

Im ersten Quartal 2024 schrumpfte das BIP ggü. dem Vorjahr um 5,1 % und um 2,6 % im Vergleich zum vorhergehenden Quartal. Die Rezession verschärfte sich im Rahmen der Nachfragekrise: Im Unterschied zu früheren Krisenzeiten handelte es sich nicht um Angebotsprobleme, sondern um geringere Einkommen und eine abnehmende Einkommenskaufkraft.

Der Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit (EMAE) sank im April um 1,7 % p. a. und im ersten Quartal um 4,2 % p. a. Damit wies die Wirtschaft im ersten Halbjahr einen Rückgang ggü. dem Vorjahr auf, der die Konsolidierung der Rezession deutlich machte. Auch saisonbereinigt verzeichnete der Indikator eine Stagnation (-0,1 % pro Monat) und lag damit um 1,5 % unter dem Dezemberwert und um 6,1 % unter dem Niveau vom August 2023.

Die Konjunktorentwicklung der kommenden Monate wird vom Umfang und der Geschwindigkeit der Konjunkturerholung bestimmt sein. Aufgrund der bisher vorliegenden Daten schätzen wir, dass das BIP im Jahresverlauf um durchschnittlich 3,5 % p. a. sinken wird.

Geringere Nachfrage im ersten Quartal 2024

Nach Angaben des INDEC **schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im ersten Quartal 2024 um 5,1 % p. a.**, was ungefähr dem Rückgang im ersten Quartal 2020 (-5,0 % p. a.) entsprach. Saisonbereinigt **nahm das BIP ggü. dem vorhergehenden Quartal um 2,6 % ab** (etwa entsprechend dem Rückgang iHv 2,5 % im vierten Quartal 2023).

Mit Ausnahme der Auslandsverkäufe verzeichneten die restlichen Nachfragekomponenten einen saisonbereinigten und einen Jahresrückgang. Die Exporte stiegen um 26,1 % p. a., während der private Konsum um 6,7 % p. a. und der staatliche Konsum um 5,0 % zurückgingen; die Produktionsinvestitionen brachen um 23,4 % p. a. ein und die Importe um 20,1 % p. a. **Saisonbereinigt** war die Entwicklung ähnlich: Im Vergleich zum vorherigen Quartal erhöhten sich die Exporte um 11,1 %, während der private und der staatliche Konsum, die Produktionsinvestitionen und die Importe um jeweils 2,6 %, 0,8 %, 12,6 % und 12,1 % sanken.

In den ersten drei Monaten des Jahres **verschärfte sich die Rezession im Rahmen einer deutlichen Nachfragekrise:** Im Unterschied zu anderen Krisenzeiten handelte es sich nicht um Angebotsprobleme im Zusammenhang mit Lieferschwierigkeiten bei Produktionselementen, sondern um eine **Verringerung der Haushaltseinkommen und der Kaufkraft.**

Verschiedene Faktoren **führten gemeinsam zu einer allgemeinen Verschlechterung der Binnennachfrage:**

- (i) Die Wechselkurskorrektur Ende 2023 und die Anhebung der Steuer PAIS erhöhten die Monatsinflation auf mehr als 20 % im Dezember und Januar.
- (ii) Der Anstieg bestimmter relativer Preise, in erster Linie von öffentlichen Dienstleistungstarifen – Strom (mehr als +200 % im ersten Quartal) und öffentlicher Personenverkehr (die Bustarife zogen zwischen Dezember und März um 411 % an) – beschleunigte nicht nur die Inflation, sondern verringerte auch das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte.
- (iii) Obwohl bereits 2023 eine Inflationsbeschleunigung zu beobachten war, wurde der Reallohnverlust teilweise durch Zusatzzahlungen für die Schichten mit den geringsten Einkommen ausgeglichen. Im ersten Quartal 2024 erfolgten starke Kürzungen der Primärausgaben (inflationsbereinigt -35 % p. a.) und insbesondere der Sozialleistungen (-26,8 %

p. a.) in Kombination mit einer Aussetzung der Zulagen in festen Summen.

- (iv) Auch die höheren Einkommensdezile registrierten eine Verschlechterung: Die Tarifabschlüsse glichen die starke Inflationsbeschleunigung nicht aus und der Reallohn im formellen Privatsektor sank im ersten Quartal um durchschnittlich 17,7 % p. a. Berücksichtigt man auch die Löhne im informellen Sektor, war der Rückgang noch höher (durchschnittlich -39,6 %).
- (v) Im Kontext sinkender Realeinkommen war im ersten Quartal auch ein Anstieg der Arbeitslosigkeit zu beobachten (+7,7 %, d. h. 0,8 Prozentpunkte weniger als im entsprechenden Vorjahresquartal).
- (vi) Die Verringerung der Kapitalausgaben (um 86,8 % im ersten Quartal) und die höhere Unsicherheit beeinträchtigten das Baugewerbe (-197 % p. a.) und die Produktionsinvestitionen.

Zusammen bewirkten diese Faktoren einen Rückgang der Binnennachfrage (die den Gesamtkonsum und die Produktionsinvestitionen berücksichtigt) **um 9,5 % p. a.**; es handelte sich um die stärkste Abnahme seit der Pandemie.

In historischer Perspektive **stagniert das BIP seit 2011** (im ersten Quartal lag es nur um 1 % über dem Wert des entsprechenden Quartals 2011). **Das BIP pro Kopf sank im ersten Quartal 2024 um 5,7 %** und fiel damit auf einen der niedrigsten Werte für ein erstes Quartal seit 2066 (unter Ausschluss der Pandemie-Jahre 2020 und 2021).

Im April hielt der Konjunkturrückgang an

Der Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit (EMAE) verzeichnete im April eine Abnahme um 1,7 % p. a.; in den ersten vier Monaten belief sie sich auf insgesamt 4,2 % p. a. Damit war das BIP in 6 Monaten rückläufig, was die Konsolidierung der Rezession deutlich macht. **Saisonbereinigt stagnierte der Indikator 8 (-0,1 % pro Monat)** und lag damit um 1,5 % unter dem Dezemberwert.

Im Unterschied zu den ersten drei Monaten des Jahres, in denen bei der Güterproduktion und den Dienstleistungen eine Abnahme registriert wurde, **stieg in diesem Monat die Güterproduktion um 5,3 % p. a., während**

die Dienstleistungen im April eine negative Entwicklung (-4,6 % p. a.) aufwiesen.

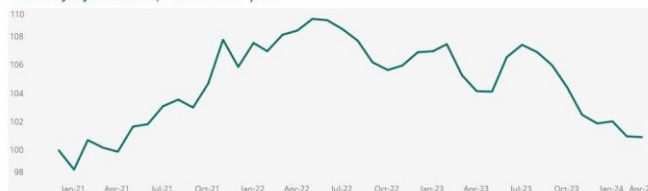
In den Sektoren der Güterproduktion erklärt sich der Anstieg durch die Leistung des Primärsektors (+70,3 % p. a.), der sich durch eine deutliche Erholung auszeichnete aufgrund der Ölfruchternte zu Beginn des zweiten Quartals; gleichzeitig war die Entwicklung bei Erdöl- und -gas positiv (+9,4 % p. a.) im Gefolge der steigenden Produktion in nicht-konventionellen Sektoren. Dagegen schrieben das Baugewerbe (-24,8 % p. a.) und die verarbeitende Industrie (-15,7 % p. a.) weiterhin rote Zahlen. Ohne den Beitrag des Primärsektors wären das BIP im April um 6,7 % p. a. und die Güterproduktion um 11,2 % zurückgegangen.

Wegen des Rückgangs im Einzelhandel (-13,1 % p. a.) verzeichneten die Dienstleistungen eine Abnahme. Sie bezog sich auch auf andere international handelbare Dienstleistungen: *Finanzvermittlung* (-9,7 % p. a.), *Hotels und Restaurants* (-8,6 % p. a.) sowie *Immobilien und Vermietung* (-1,5 % p. a.)

THE ECONOMY REMAINS IN RECESSION

ECOLATINA
Economics

Seasonally adjusted series | Index base 100 = jan-21



Economic activity | Economic activity without agricultural sector | Y.o.Y variation



Source: Ecolatina based on INDEC

Die Entwicklung im Mai

Die bereits vorab veröffentlichten Konjunkturdaten zeigen, dass die **Rezession im Mai anhielt**. Deshalb erwarten wir, dass der Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit im Vergleich zum Vorjahr negativ ausgefallen sein dürfte.

Die verfügbaren Statistiken lassen erwarten, dass die Sektorentwicklung derjenigen im April entsprach. Das **Baugewerbe** verzeichnete danach im Mai den stärksten Einbruch (-30 % p. a.). Der einzige verfügbare Indikator für die **verarbeitende Industrie** lässt einen zweistelligen

Rückgang für den Sektor erwarten. Dagegen zeichnet sich eine bessere Entwicklung im **Einzelhandel** ab, bei dem die Abnahme der vorliegenden Indikatoren nur einstellig ist.

Perspektiven für 2024

Für das laufende Jahr erwarten wir weiterhin **eine heterogene Entwicklung zwischen den Sektoren**. Der **Primärsektor** (Öl, Gas, Land- und Viehwirtschaft, die zusammen 15 % des BIP ausmachen) wird auf positivem Terrain bleiben und (teilweise) den Einbruch der Wirtschaft im laufenden Jahr abfedern. Dagegen werden sich die **von der Binnennachfrage abhängigen Sektoren** (vor allem Industrie, Baugewerbe und Handel, die etwa 40 % des BIP ausmachen) weiterhin rückläufig entwickeln, was die anhaltende Rezession erklärt.

Nun stellt sich allerdings die Frage, **wie schnell und in welcher Form sich diese zweite Gruppe von Sektoren erholen wird**. Hier wird sich die Binnennachfrage verbessern, falls und sobald die Realeinkommen steigen werden, was derzeit nur durch eine Inflationsverringering möglich sein wird (im Mai betrug die Monatsinflation nur 4,4 %). Dabei muss das Risiko beachtet werden, ob sich die Inflation wirklich linear verringert und über längere Zeit tragfähig sein wird, da diese Entwicklung durch eine eventuelle Wechselkurskorrektur oder neue Korrekturen der relativen Preise unterbrochen werden könnte.

Der Umfang und die Geschwindigkeit der Erholung der Binnennachfrage wird also die Konjunkturentwicklung in den kommenden Monaten bestimmen. Aufgrund der derzeit vorliegenden Daten **erwarten wir, dass das BIP im laufenden Jahr um durchschnittlich 3,5 % p. a. sinken wird**.

Preise

Hat die Inflation im Mai ihre Unterschwelle erreicht?

Nach Angaben des Verbraucherpreisindex des INDEC betrug die Monatsinflation im Mai 4,2 % und lag damit um 4,6 Prozentpunkte unter dem Aprilwert. Die Jahresinflation belief sich auf 276,4 % (-13 Prozentpunkte) und betrug in den ersten fünf Monaten 71,9 %. Hervorzuheben ist der Rückgang der Kerninflation (die saisonale und staatlich regulierte Preise ausschließt): Sie sank im Mai auf 3,7 % und lag damit um 2,6 Prozentpunkte unter dem Aprilwert; es handelte sich um die niedrigste monatliche Variation seit Januar 2022.

Im Juni trieb die Anhebung der staatlich regulierten Preise die Inflation zumindest vorübergehend in die Höhe. Das allgemeine Niveau des Verbraucherpreisindex für den Großraum Buenos Aires - IPC GBA Ecolatina verzeichnete im Juni einen Monatsanstieg von 6,5 % (1,9 Prozentpunkte über der Zunahme im Mai). Damit belief sich die Jahresinflation auf 301,4 %. Allerdings schätzen wir, dass der Anstieg der nationalen Jahresinflation in der vom INDEC veröffentlichten Berechnung geringer sein wird (etwa 5,5 %).

Was wäre also für die Inflationsbekämpfung zentral? Die induzierte Rezession, die Handelsöffnung und die Erwartungen einer rückläufigen Inflation müssten stärker sein als die Inflationsträgheit, die eine Wirtschaft mit einem starken Wechselkursanstieg, ausstehenden Korrekturen der relativen Preise und einem bevorstehenden Abbau der Devisenerwerbsbeschränkungen entwickelt, was die Erwartungen ändern könnte. In diesem Rahmen wäre die Tragfähigkeit des Prozesses zur Inflationsbekämpfung nicht ohne Risiken, die sich in dem Maße verstärken würden, in dem Ungleichgewichte angehäuft würden oder anstehende Probleme auf der Strecke blieben.

Nach Angaben des Verbraucherpreisindex des INDEC **betrug die nationale Inflation im Mai 4,2 %**; der Anstieg lag um 4,6 Prozentpunkte unter dem Aprilwert. Damit war der Mai der sechste Monat in Folge, in dem dieser Wert unter den Markterwartungen (REM-BCRA) lag, die eine Monatsinflation von 5,2 % prognostizierten. Die Jahresinflation belief sich auf 276,4 % (-13 Prozentpunkte) und betrug in den ersten fünf Monaten des Jahres 71,9 %.

Der geringere Preisanstieg im Mai verdankte sich weitgehend dem Aufschub der Tarifierhebungen (Busse, Kraftstoffe und öffentliche Dienstleistungen) sowie der Herabsetzung der Beiträge zu privaten Krankenversicherungen, was nach unseren Erhebungen das allgemeine Niveau um 0,3 Prozentpunkte gesenkt haben dürfte.

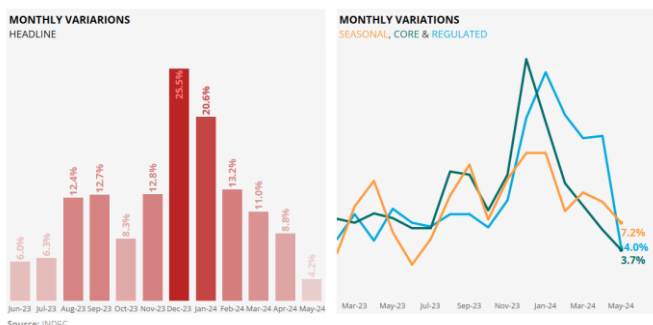
Dass der Inflationsanstieg geringer ausfiel als in den ersten Monaten des Jahres erwartet wurde, hatte **vier Hauptursachen**: 1) die starke Rezession und der deutliche Konsumrückgang; 2) die Beibehaltung des Crawling Peg von 2 % pro Monat für den offiziellen Wechselkurs; 3) die nominale Stabilität der Finanzdollarkurse (sie wirken sich auf dem Weg über die Importeure aus, die außerhalb des MULC operieren); 4) der Aufschub der Tarifierhebungen und der Verteuerung der Kraftstoffe (zwischen März und April).

Weitere Verringerung der Kerninflation

Die wichtigste Nachricht ist die Verringerung der **Kerninflation** (die saisonale und staatlich regulierte Preise ausschließt): Sie zog im Mai um 3,7 % an also um 2,6 Prozentpunkte weniger als im April. Dadurch verzeichnete sie die geringste Monatsvariation seit Januar 2022.

Die **staatlich regulierten Preise** erhöhten sich um 4,0 %; die Anhebungen bei öffentlichem Personenverkehr, Telefonie und Internet sowie schulischer Bildung wurden durch die geringeren Tarife der privaten Krankenversicherungen ausgeglichen. Die **Saisonpreise** stiegen um 7,2 %, also weit über dem allgemeinen Niveau.

NEW SLOWDOWN IN INFLATION IN MAY



Entwicklung nach Kapiteln

Die Kapitel, **die einen geringeren Inflationsanstieg ermöglichten**, umfassten *Gesundheit* (0,7 % im Gefolge geringerer Beiträge zu privaten Krankenversicherungen), *Wohnung und Basisdienstleistungen* (+2,5 %), *Wohnungsausstattung und -wartung* (+3,2 %), *Bekleidung und Schuhe* (+3,5 %) sowie *öffentlicher Personenverkehr* (+4,0 %).

Dagegen stiegen folgende Kapitel stärker als das allgemeine Niveau: *Kommunikation* (+8,2 % aufgrund der Preissteigerungen bei Telefon und Internet), *schulische Bildung* (+7,8 %), *alkoholische Getränke und Tabak* (6,7 % wegen des Preisanstiegs bei Zigaretten).

Perspektiven für Juni

Im Juni werden die **Anhebungen der staatlich regulierten Preise die Inflation zumindest vorübergehend erhöhen**. Das allgemeine Niveau des Verbraucherpreisindex für Groß-Buenos Aires von Ecolatina (IPC GBA Ecolatina) registrierte im Juni einen Monatsanstieg von 6,5 % (1,9 Prozentpunkte mehr als im Mai). Im Vergleich zum Vorjahr betrug der Anstieg 301,4 %. Allerdings

schätzen wir, dass der Anstieg der nationalen Jahresinflation in der vom INDEC veröffentlichten Berechnung geringer sein wird (etwa 5,5 %).

Der Umfang der Beschleunigung erklärt sich durch die Aktualisierung der regulierten Preise (Gas, Strom, private Krankenversicherungen, öffentlicher Personenverkehr, Telefon und Privatschulen). Aus diesem Grund zogen die Güterpreise um 2,3 % an, diejenigen der Dienstleistungen dagegen um 15,9 % (öffentliche Dienstleistungen: 29,9 %, private: 9,4 %). **Die Kerninflation betrug 4,0 %** und lag damit im fünften Monat in Folge unter dem allgemeinen Niveau.

Wurde die Unterschwelle der Inflationsträgheit erreicht?

Im Juli wird wegen ihrer seit kurzem einsetzenden Volatilität auf die **Dynamik der alternativen US\$-Kurse** zu achten sein: Ein Kursanstieg könnte sich in einem gewissen Umfang auf die Preise auswirken. Einerseits steigt der Exportdollar (20 % fließen in die Finanzmärkte), was einen Druck zur Preiserhöhung exportierbarer Produkte erzeugen könnte. Er könnte auch bestimmte Importprodukte beeinflussen, da einige Importeure dafür optiert haben dürften, ihre Geschäfte außerhalb des MULC zu tätigen. Solange der Anstieg aber nicht aus dem Ruder läuft, wird der unmittelbare Effekt für die Preise marginal sein und keinen Inflationsanstieg bewirken, sondern eine stärkere Trägheit, die einem Inflationsrückgang entgegensteht.

In den Folgemonaten wird **die schwierigste Phase der Inflationssenkung** einsetzen. Es ist unwahrscheinlich, dass die Inflation in den kommenden Monaten weiterhin so schnell abnimmt wie bisher: Es ist einfacher, die Inflation vom Höchstwert nach einem nominalen Schock (abrupter Anstieg des Dollarkurses und Korrekturen der relativen Preise) aus zu senken, als wenn sie sich ihren „üblichen“ Werten annähert.

Es wird auch schwieriger sein die Trägheit des Prozesses zu brechen, wenn sich die Indexierung einiger regulierter Preise oder die aufgeschobenen Anhebungen öffentlicher Dienstleistungstarife auszuwirken beginnen. Die kürzlich erfolgte Erhöhung zu niedriger öffentlicher Dienstleistungstarife wird einen **stärkeren Widerstand gegen einen Rückgang der Kerninflation** ausüben: Im Allgemeinen werden Kostensteigerung mit einer gewissen Verzögerung auf die Preise abgewälzt und verlangsamten so den Prozess der Inflationseindämmung.

Auch eine **eventuelle Wirtschaftserholung über eine Verbesserung der Einkommenskraft könnte dem Inflationsrückgang eine Grenze setzen**. Auf Angebotsseite könnten Lohnerhöhungen die Betriebskosten

in die Höhe treiben, was zur Verteuerung der öffentlichen Dienstleistungen hinzukäme. Auf Nachfrageseite könnte eine Kaufkraftverbesserung den Konsum stärken und damit den Unternehmen mehr Spielraum geben, die Kostensteigerungen auf die Preise zu übertragen. Dieser zweite Punkt könnte teilweise kompensiert werden durch eine **stärkere Handelsöffnung für Importprodukte**; dies erklärt die Herabsetzung der Zölle durch die Regierung.

Was wäre also für die Inflationsbekämpfung zentral?

Die induzierte Rezession, die Handelsöffnung und die Erwartungen einer rückläufigen Inflation müssten stärker sein als die Inflationsträgheit, die eine Wirtschaft mit einem starken Wechselkursanstieg, ausstehenden Korrekturen der relativen Preise und einem bevorstehenden Abbau der Devisenerwerbsbeschränkungen entwickelt, was die Erwartungen ändern könnte. In diesem Rahmen wäre die Tragfähigkeit des Prozesses zur Inflationsbekämpfung nicht ohne Risiken, die sich in dem Maße verstärken würden, in dem Ungleichgewichte angehäuft würden oder anstehende Probleme auf der Strecke blieben.

Haushaltsüberblick

Entwicklung nach Kapiteln

Die Kapitel, **die einen geringeren Inflationsanstieg ermöglichten**, umfassten *Gesundheit* (0,7 % im Gefolge geringerer Beiträge zu privaten Krankenversicherungen), *Wohnung und Basisdienstleistungen* (+2,5 %), *Wohnungsausstattung und -wartung* (+3,2 %), *Bekleidung und Schuhe* (+3,5 %) sowie *öffentlicher Personenverkehr* (+4,0 %).

Dagegen stiegen folgende Kapitel stärker als das allgemeine Niveau: *Kommunikation* (+8,2 % aufgrund der Preissteigerungen bei Telefon und Internet), *schulische Bildung* (+7,8 %), *alkoholische Getränke und Tabak* (6,7 % wegen des Preisanstiegs bei Zigaretten).

Perspektiven für Juni

Im Juni werden die **Anhebungen der staatlich regulierten Preise die Inflation zumindest vorübergehend erhöhen**. Das allgemeine Niveau des Verbraucherpreisindex für Groß-Buenos Aires von Ecolatina (IPC GBA Ecolatina) registrierte im Juni einen Monatsanstieg von 6,5 % (1,9 Prozentpunkte mehr als im Mai). Im Vergleich

zum Vorjahr betrug der Anstieg 301,4 %. Allerdings schätzen wir, dass der Anstieg der nationalen Jahresinflation in der vom INDEC veröffentlichten Berechnung geringer sein wird (etwa 5,5 %).

Der Umfang der Beschleunigung erklärt sich durch die Aktualisierung der regulierten Preise (Gas, Strom, private Krankenversicherungen, öffentlicher Personenverkehr, Telefon und Privatschulen). Aus diesem Grund zogen die Güterpreise um 2,3 % an, diejenigen der Dienstleistungen dagegen um 15,9 % (öffentliche Dienstleistungen: 29,9 %, private: 9,4 %). **Die Kerninflation betrug 4,0 %** und lag damit im fünften Monat in Folge unter dem allgemeinen Niveau.

Wurde die Unterschwelle der Inflationsträgheit erreicht?

Im Juli wird wegen ihrer seit kurzem einsetzenden Volatilität auf die **Dynamik der alternativen US\$-Kurse** zu achten sein: Ein Kursanstieg könnte sich in einem gewissen Umfang auf die Preise auswirken. Einerseits steigt der Exportdollar (20 % fließen in die Finanzmärkte), was einen Druck zur Preiserhöhung exportierbarer Produkte erzeugen könnte. Er könnte auch bestimmte Importprodukte beeinflussen, da einige Importeure dafür optiert haben dürften, ihre Geschäfte außerhalb des MULC zu tätigen. Solange der Anstieg aber nicht aus dem Ruder läuft, wird der unmittelbare Effekt für die Preise marginal sein und keinen Inflationsanstieg bewirken, sondern eine stärkere Trägheit, die einem Inflationsrückgang entgegensteht.

In den Folgemonaten wird **die schwierigste Phase der Inflationsenkung** einsetzen. Es ist unwahrscheinlich, dass die Inflation in den kommenden Monaten weiterhin so schnell abnimmt wie bisher: Es ist einfacher, die Inflation vom Höchstwert nach einem nominalen Schock (abrupter Anstieg des Dollarkurses und Korrekturen der relativen Preise) aus zu senken, als wenn sie sich ihren „üblichen“ Werten annähert.

Es wird auch schwieriger sein die Trägheit des Prozesses zu brechen, wenn sich die Indexierung einiger regulierter Preise oder die aufgeschobenen Anhebungen öffentlicher Dienstleistungstarife auszuwirken beginnen. Die kürzlich erfolgte Erhöhung zu niedriger öffentlicher Dienstleistungstarife wird einen **stärkeren Widerstand gegen einen Rückgang der Kerninflation** ausüben: Im Allgemeinen werden Kostensteigerung mit einer gewissen Verzögerung auf die Preise abgewälzt und verlangsamten so den Prozess der Inflationseindämmung.

Auch eine **eventuelle Wirtschaftserholung über eine Verbesserung der Einkommenskraft könnte dem**

Inflationsrückgang eine Grenze setzen. Auf Angebotsseite könnten Lohnerhöhungen die Betriebskosten in die Höhe treiben, was zur Verteuerung der öffentlichen Dienstleistungen hinzukäme. Auf Nachfrageseite könnte eine Kaufkraftverbesserung den Konsum stärken und damit den Unternehmen mehr Spielraum geben, die Kostensteigerungen auf die Preise zu übertragen. Dieser zweite Punkt könnte teilweise kompensiert werden durch eine **stärkere Handelsöffnung für Importprodukte**; dies erklärt die Herabsetzung der Zölle durch die Regierung.

Was wäre also für die Inflationsbekämpfung zentral? Die induzierte Rezession, die Handelsöffnung und die Erwartungen einer rückläufigen Inflation müssten stärker sein als die Inflationsträgheit, die eine Wirtschaft mit einem starken Wechselkursanstieg, ausstehenden Korrekturen der relativen Preise und einem bevorstehenden Abbau der Devisenerwerbsbeschränkungen entwickelt, was die Erwartungen ändern könnte. In diesem Rahmen wäre die Tragfähigkeit des Prozesses zur Inflationsbekämpfung nicht ohne Risiken, die sich in dem Maße verstärken würden, in dem Ungleichgewichte angehäuft würden oder anstehende Probleme auf der Strecke blieben.

Der nicht finanzielle nationale öffentliche Sektor verzeichnete im fünften Monat in Folge einen Überschuss; eine solche Situation war zum letzten Mal 2008 entstanden. Der Primärüberschuss belief sich auf AR\$ 2,33 Billionen. Bei Zinszahlungen iHv AR\$ 1,15 Billionen betrug der Finanzüberschuss AR\$ 1,18 Billionen. Aufgrund dieser Entwicklung entsprachen im bisherigen Jahresverlauf der Primärüberschuss 1 % des BIP und der Finanzüberschuss 0,4 % des BIP.

Was erklärte den Haushaltsüberschuss im Mai? Im Unterschied zu den Resultaten in den ersten vier Monaten war die Verbesserung der Staatsfinanzen nicht nur den ständigen Ausgabenkürzungen (real -28,6 % p. a.) zu verdanken, sondern auch einem realen Einnahmenanstieg (+5,8 % p. a.). Diese Verbesserung im Mai war auf einen außergewöhnlichen Eingang von Mitteln aus der Einkommensteuer zurückzuführen; diese Steuer wurde begünstigt durch die Abführung dieser Steuer durch Gesellschaften für das Geschäftsjahr 2023. Ohne sie wären die Staatseinnahmen im Mai real um 7 % p. a. gesunken.

Für die kommende Zeit wird es wichtig sein, die Ereignisse im Gesetzgebungsbereich, die Stabilität des Pesoschuldenmarkts, den neuen Mechanismus zur Verwaltung der überschüssigen Liquidität, die Tarifikualisierungen, die Dynamik des privaten Konsums wegen ihrer

Auswirkung auf die Staatseinnahmen, die mögliche Herabsetzung der Steuer PAIS (oder eine Fortführung der BOPREAL-Ausschreibungen), die möglichen Änderungen der Devisenkaufrestriktionen und den sozialen Kontext genau zu verfolgen.

Wie erging es dem Fiskus im Mai?

Bei den Einnahmen erfuhr die dreimonatige Negativserie eine Unterbrechung und sie stiegen inflationsbereinigt im Mai. Was erklärte ihre gute Leistung? Der außerordentliche Beitrag der Einkommensteuer, die saisonbedingt höheren Mittel aus Exportzöllen (real +45 % p. a.) und die Steuer PAIS konnten die reale Abnahme der konjunkturabhängigen Einnahmen überkompensieren.

Die **Einkommensteuer** zog nach 15 Monaten in Folge mit negativer Tendenz real um 93 % p. a. an und erreichte den real höchsten Wert seit Mitte 2015. **Worauf war dieser starke Anstieg zurückzuführen?** Die Gesellschaften hatten im Gefolge der Abwertung im Dezember aufgrund des Besitzes von Aktiva in Dollar außerordentliche Gewinne gemacht (saisonbedingt wirkte sich die Abführung für das Geschäftsjahr 2023 aus).

Wie bereits in den Vormonaten konsolidierte die **Steuer PAIS** ihre Position als Tragsäule der Staatseinnahmen, da sie sich real mehr als verdreifachte und ihr Anstieg sich im Vergleich zu April beschleunigte. Zwar wurden eigentlich höhere Einnahmen aufgrund der letzten BOPREAL-Ausschreibungen erwartet, aber die Regierung erklärte, dass diese im Juni zu Buche schlagen würden.

Dagegen sanken im Mai die Mittel aus der **Mehrwertsteuer** um real 18,2 % p. a., wodurch sich der Rückgang der Vormonate verstärkte (im April hatten sie um real 8,1 % p. a. abgenommen). Die **Sozialversicherungsbeiträge** fielen im neunten Monat in Folge (real -11 % p. a.); dieser Rückgang war allerdings etwas geringer als in den Vormonaten.

Als Ergebnis einer allgemeinen Kürzung bei den wichtigsten Posten **verringerten sich die Primärausgaben um real 28,6 % p. a.** und damit stärker als im April und wiesen bereits 10 Monate in Folge mit realen Abnahmen ggü. dem Vorjahr auf.

Die **Sozialleistungen** schrumpften real um 17,6 % p. a. (ähnlich wie im April) und wiesen aufgeschlüsselt eine heterogene Entwicklung auf. Renten und Pensionen (einschl. Zuschüsse für Personen ohne genügend Rentenbeiträge) verringerten sich real um 21 % p. a., während die Familienzulagen um 39 % abnahmen. Das Universelle Kindergeld (AUH) stieg im dritten Monat in

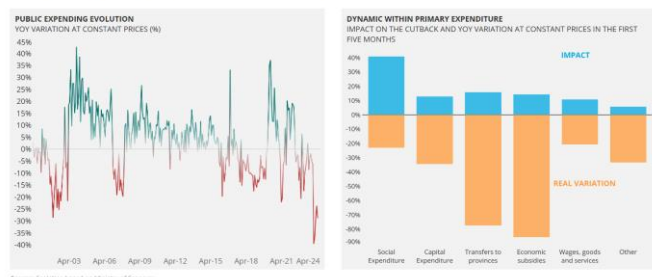
Folge (real +19 % p. a.) und die Leistungen der Rentnerkrankensversicherung PAMI entwickelten sich entsprechend der Inflation.

Die **Wirtschaftssubventionen** erhöhten sich real um 12 % pro Monat, was auf Saisongründe zurückzuführen war (höherer Verbrauch wegen des kälteren Wetters). Im Vergleich zum Vorjahr sanken die Wirtschaftssubventionen real um 32 % p. a. und damit stärker als im April (real -14 % p. a.).

Bzgl. der Verhandlungen mit den Provinzregierungen verzeichneten sowohl die **Übertragungen an Provinzen** (laufende und Kapitalausgaben) wie die **Kapitalausgaben** (öffentliche Aufträge ohne Übertragungen) einen deutlichen Rückgang um 77 % p. a. (der 33 % der Abnahme der Primärausgaben ausmachte). Hervorzuheben ist, dass 60 % der Kapitalausgaben der Nation im Mai auf Energie entfielen.

Bei den restlichen Posten wurden die **Übertragungen an Universitäten** real um 18,6 % p. a. und die **Betriebsausgaben** (einschl. Löhne) um 20 % gekürzt. Beide Posten verzeichneten den fünften Monat in Folge mit einer Abnahme.

SIGNIFICANT REDUCTION IN THE PUBLIC EXPENDING



Was ist für die nächste Zeit zu erwarten?

Seit ihrem Amtsantritt unterstrich die Regierung die Notwendigkeit, die Staatsfinanzen zu ordnen, und machte die **Haushaltsschuldenbremse** zum Driver der Wirtschaftspolitik. Der im Jahresverlauf erzielte Finanzüberschuss verschaffte der Regierung eine **Atempause** in Hinblick auf den Rest des Jahres.

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

Im Juni könnte das erste Haushaltsdefizit des Jahres entstehen, wie die Regierung mehrfach angekündigt hat. Dieses Defizit hat saisonale Gründe (Zahlung

des halben dreizehnten Monatsgehalts), zu denen die Begleichung der Verpflichtungen ggü. CAMMESA hinzukommt. Gleichzeitig sanken die Staatseinnahmen im Juni um real 14 % p. a. trotz der im Mai und Juni aufgeschobenen Einnahmen aus der Steuer auf finanzielle Transaktionen (ITF) und der letzten BOPREAL-Ausschreibungen (Erträge und Dividenden).

In diesem Kontext werden das neue **Fiskalpaket** und das **Grundlagengesetz** dem Fiskus umfangreichere Mittel zuführen aufgrund der Wiedereinsetzung der Einkommensteuer (für Einnahmen von Personen) und der in den kommenden Monaten bevorstehenden Steueramnestie. Die Änderung der Einkommensteuer wird nicht nur den Nationalstaat, sondern auch die Provinzen begünstigen.

Andererseits müssen die Entscheidungen zur **Steuer PAIS** beobachtet werden, die in den ersten Monaten eine Tragsäule der Einnahmen darstellte, aber irgendwann herabgesetzt werden muss, wenn die Devisenwerbsbeschränkungen beendet werden sollen. In diesem Zusammenhang könnte die Regierung einerseits auf weitere BOPREAL-Ausschreibungen zurückgreifen, um diese Mittel zu nutzen. Andererseits könnte sie nach Verabschiedung des Grundlagengesetzes den Steuersatz herabsetzen, wie die Behörden bereits erwähnten (von 17,5 % auf 7,5 %). Unabhängig davon, welcher Weg eingeschlagen wird, wird diese außerordentliche Einnahmenquelle bis Ende des Jahres versiegen.

Bei den Ausgaben wird es erforderlich sein, in den nächsten Monaten die Qualität der Kürzungen zu verbessern. Bei den Sozialausgaben begrenzt die **Änderung der Rentenanpassungsformel** (diese Bezüge werden monatlich entsprechend der Inflation zwei Monate zuvor angehoben) die Senkung der Leistungen, stellt aber auch eine Obergrenze bei einer eventuellen Wirtschaftserholung dar.

Darauf reagierte das Abgeordnetenhaus mit einer **von der UCR initiierten Gesetzesvorlage**, die die ursprüngliche Rentenanhebung und damit die Ausgaben für Renten erhöht. Sollte das Gesetz vom Senat verabschiedet werden, hätte dies einen Ausgabenanstieg um 0,3 Prozentpunkte des BIP im laufenden Jahr und um 0,5 Prozentpunkte 2025 zur Folge.

In diesem Kontext **billigte der IWF die achte Überprüfung des Programms** angesichts der Übererfüllung des Ziels zum Ende des ersten Quartals (es ist wahrscheinlich, dass dieses Ziel auch im zweiten Quartal erreicht wird). Der IWF verringerte zwar seine Prognose des Primärüberschusses 2024 von 2 % auf 1,7 % des BIP, aber diese Änderung erklärt sich durch eine geringere Schätzung der im Rahmen eines Finanzgleichgewichts anfallenden Zinsen.

Der von der Regierung bekannt gegebene neue Mechanismus für das Liquiditätsmanagement (Ersetzung der Termingeschäfte der BCRA durch Schuldverschreibungen, die aber einen gleitenden Coupon haben, der an den von der BCRA festgelegten Zinssatz der Geldpolitik gebunden ist) **erhöht** wegen der höheren Zinslast **den Finanzbedarf der Staatskasse**, weshalb stärkere Ausgabenkürzungen oder eine kurzfristig höhere Verschuldung erforderlich sein werden.

Es wird also wichtig sein, die Ereignisse im Gesetzgebungsbereich, die Stabilität des Pesoschuldenmarkts, den neuen Mechanismus zur Verwaltung der überschüssigen Liquidität, die Tarifaktualisierungen, die Dynamik des privaten Konsums wegen ihrer Auswirkung auf die Staatseinnahmen, die mögliche Herabsetzung der Steuer PAIS (oder eine Fortführung der BOPREAL-Ausschreibungen), die möglichen Änderungen der Devisenkaufrestriktionen und den sozialen Kontext genau zu verfolgen.

Außenhandel

Höchster Handelsbilanzüberschuss des Jahres

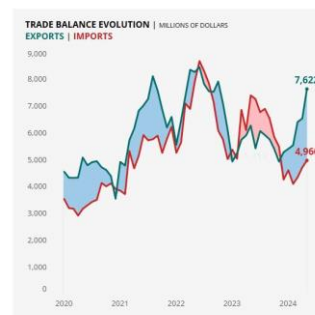
Der Handelsbilanzsaldo betrug im Mai US\$ 2,656 Mrd. und in den ersten fünf Monaten 2024 US\$ 8,728 Mrd. Dies war der höchste Überschuss für diesen Zeitraum in den beiden letzten Jahrzehnten

Dieses Ergebnis erklärte sich auch weiterhin durch höhere Auslandsverkäufe und geringere Importe. Im Mai beliefen sich die Exporte auf US\$ 7,622 Mrd. (+21,7 % p. a.) und erreichten in den ersten fünf Monaten einen Gesamtwert von US\$ 31,472 Mrd. (+12,2 % p. a.). Die Einfuhr sank um 32,8 % p. a. auf US\$ 4,966 Mrd. und nahm in den ersten fünf Monaten um 26,0 % p. a. auf US\$ 22,744 Mrd. ab.

Wir erwarten, dass auch in den kommenden Monaten ein Überschuss entstehen wird, allerdings dürfte der Anstieg geringer ausfallen als bisher. Deshalb wird der Handelsbilanzüberschuss 2024 wahrscheinlich mehr als US\$ 17 Mrd. betragen.

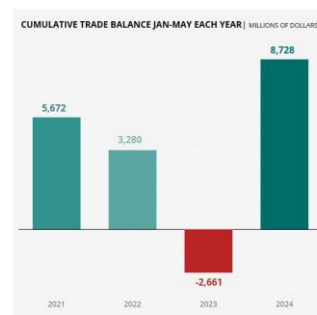
Der Handelsbilanzsaldo betrug im Mai US\$ 2,656 Mrd. und war damit der höchste seit Amtsantritt Mileis und der höchste Überschuss für einen Mai in (mindestens) zwei Jahrzehnten. In den ersten fünf Monaten entstand ein Positivsaldo iHv US\$ 8,728 Mrd.

MAY WITH TRADE SURPLUS



Source: Ecolatina based on INDEC.

ECOLATINA Economics



Dieses Ergebnis erklärte sich sowohl durch eine Dieses Ergebnis erklärte sich auch weiterhin durch höhere Auslandsverkäufe und geringere Importe. Im Mai beliefen sich die Exporte auf US\$ 7,622 Mrd. (+21,7 % p. a.) und erreichten in den ersten fünf Monaten einen Gesamtwert von US\$ 31,472 Mrd. (+12,2 % p. a.). **Die Einfuhr sank im Mai um 32,8 % p. a. auf US\$ 4,966 Mrd.** und nahm in den ersten fünf Monaten um 26,0 % p. a. auf US\$ 22,744 Mrd. ab. Die Exportmengen stiegen um 30,6 % p. a., während die Preise um 6,8 % p. a. zurückgingen. In den ersten fünf Monaten des Jahres betrug die Ausfuhr insgesamt US\$ 31,472 (+12,2 % p. a.).

Die **Importe schrumpften auf US\$ 4,966 Mrd.** (-32,8 % p. a.), wobei sowohl die Preise (-4,5 % p. a.) wie die Mengen (-29,6 % p. a.) rückläufig waren. In den ersten fünf Monaten des Jahres betrug die Einfuhr insgesamt US\$ 22,744 Mrd. (- 26,0 % p. a.).

Entwicklung der Sektoren

Bei den Exporten sticht die Zunahme bei den **Rohstoffen** um US\$ 2,029 Mrd. (+52,8 % p. a.) heraus. Dabei zogen die Mengen deutlich um 74,1 % p. a. an, während die Preise um 12,1 % p. a. zurückgingen. Hervorzuheben ist der Anstieg der Getreideverkäufe (sie lagen um US\$ 314 Mio. über denen im Mai 2023 und zogen um 48,1 % p. a. an), von Ölsaaten und -früchten (sie erhöhten sich um US\$ 328 Mio., das entsprach 82,6 % p. a.). Die Ausfuhr von **verarbeiteten Produkten landwirtschaftlichen Ursprungs** betrug US\$ 2,788 Mrd. (+7,4 % p. a.), wobei die Preise um 14,6 % p. a. sanken und die Mengen um 25,8 % p. a. stiegen.

Die Exporte von **verarbeiteten Produkten industriellen Ursprungs** beliefen sich auf US\$ 1,914 Mrd. (+9,4 % p. a.); sowohl die Preise (+5,1 % p. a.) wie die Mengen (+4,0 % p. a.) trugen zu diesem positiven Ergebnis bei. Hervorzuheben ist der Anstieg bei Steinen und Edelmetallen (US\$ 320 Mio., +55,8 % p. a.) sowie chemischen Erzeugnissen (US\$ 400 Mio., +28,8 % p. a.).

Andererseits **schrumpften wertmäßig die meisten Importposten**. Im Kontext des Konjunkturrückgangs setzte sich die Abnahme bei Gütern für die Produktion fort: Die Importmengen von Teilen und Zubehör von Kapitalgütern verringerten sich um 32,4 % p. a., bei Kapitalgütern betrug die Abnahme 31,7 % p. a., bei Zwischengütern 19,9 % p. a. und bei PKW 26,7 % p. a. Die Konsumgütereinfuhr sank um 29,1 % p. a.

Positive Energiehandelsbilanz

Die Energiehandelsbilanz wies im Mai einen Überschuss von US\$ 500 Mio. auf. Der Überschuss in den ersten fünf Monaten stellte mit US\$ 2,844 Mrd. einen historischen Höchstwert dar. **Die Ausfuhr von Kraftstoffen und Energie betrug US\$ 892 Mio.** (+ 51,1 % p. a. und US\$ 4,057 Mrd. in den ersten fünf Monaten) aufgrund höherer Mengen (+50,5 %) bei stabilen Preisen. Der **Import von Kraftstoffen und Energie** belief sich auf US\$ 392 Mio. (US\$ 1,123 Mrd. im Jahresverlauf) und sank damit deutlich um 61,5 % p. a. Dieser Rückgang ist auf geringere Mengen (-56,2 % p. a.) und Preise (-13,6 % p. a.) zurückzuführen.

Was ist für die Zukunft zu erwarten?

In der zweiten Jahreshälfte und nach Auslaufen des Effekts der Ölfrüchternte **werden die Exportmengen weiter steigen, allerdings weniger stark**; insbesondere die verarbeiteten Produkte landwirtschaftlichen Ursprungs werden eine positive Entwicklung aufweisen. Auch die Auslandsverkäufe von Energie und Bergbauzeugnissen werden sich günstig entwickeln.

Dagegen werden die Importe weiter abnehmen. Sie reagieren stärker auf Zeiten abnehmender Binnennachfrage und Produktion. Hinzu kommt (wie bereits erwähnt), dass das Wechselkurssystem im letzten Jahr einen starken Anreiz bildete, **Importe vorzuziehen und Vorräte anzulegen**, was jetzt ein zusätzlicher Faktor ist, der zum Importrückgang beiträgt. Allerdings ist hervorzuheben, dass in dem Maße, wie die Konjunktur sich zu erholen beginnt, **der Importrückgang gegen Jahresende geringer ausfallen könnte**. Hinzu kommt dann auch die Auswirkung der Maßnahmen zur Beendigung der Importrestriktionen (bei einer höheren Binnennachfrage könnte sich dies teilweise auf eine gewisse Nachfrage nach importierten Importgütern übertragen).

Deshalb erwarten wir, dass auch in den kommenden Monaten ein Handelsbilanzüberschuss entstehen wird, dessen Verbesserung allerdings langsamer sein wird als im ersten Halbjahr. **Der Handelsbilanzüberschuss 2024 dürfte mehr als US\$ 17 Mrd. betragen.**

Im Wechselkursbereich **hängt der Erfolg der Regierungsstrategie von der Aufstockung der Devisenreserven mithilfe der Devisen aus der Ölfrüchternte ab**. Hier zeigten sich in den letzten Geschäftsrunden Signale, die auf eine Fragilität des derzeitigen Systems hinweisen. Deshalb ist es in nächster Zeit wichtig, dass die Regierung Folgendes anstrebt: 1) Begrenzung der Abwertungserwartungen (die als starke Entmutigung des Devisenverkaufs wirken würden) und 2) erneute Reduzierung der Wechselkursdifferenz.

Geld- und Wechselkurspolitik

Steigende Ungewissheit über den Wechselkurs

Der Juni endete mit diversen Nachrichten auf politischem und wirtschaftlichem Gebiet. Das Parlament verabschiedete das Grundlagengesetz und das Abgeordnetenhaus führte die Kapitel über die Einkommens- und die Besitzsteuer wieder in das Fiskalpaket ein, die der Senat zuvor abgelehnt hatte. Auf wirtschaftspolitischem Gebiet jagten sich die Nachrichten: Die BCRA gab die Erneuerung des Swaps mit China bekannt und der IWF-Vorstand beendete die achte Überprüfung und überwies etwa US\$ 800 Mio. Parallel dazu nahmen die Zentralbank und die Staatskasse eine Neuausrichtung der Geld- und Finanzpolitik vor. Zur Verstärkung der Umleitung der Termingeschäfte der BCRA an die Staatskasse gaben sie in einer Pressekonferenz das Ende der vergüteten Passiva bekannt, die durch eine neue Schuldverschreibung zur Sterilisierung ersetzt werden. Diese wird von der Staatskasse ausgegeben, hat aber einen gleitenden Coupon, der an den von der BCRA festgelegten Zinssatz der Geldpolitik gebunden ist.

Bei der Wirtschaftsentwicklung verstärkten sich die schon im Vormonat registrierten Signale einer Verschlechterung. Im Devisenbereich setzte sich die Negativserie der BCRA fort; im Juni verzeichnete sie einen Negativsaldo von fast US\$ 50 Mrd.; es war der erste Monat mit einem Minus seit dem Regierungswechsel. In diesem Rahmen tendierte die Wechselkursdifferenz im Durchschnitt nach oben und betrug fast das Doppelte des Werts im Vormonat; die Dollarterminkontrakte begleiteten diesen Anstieg und das Länderrisiko überstieg 1.500 Basispunkte.

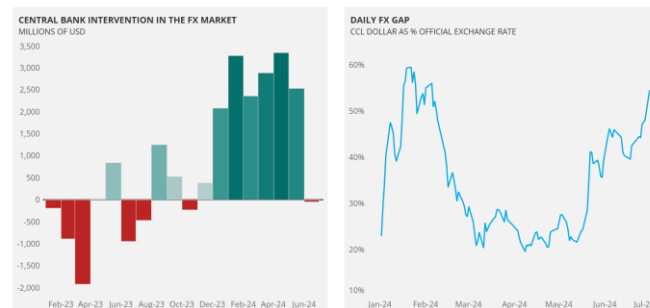
Für die nächste Zeit ist das Panorama auf dem MULC wenig ermutigend, was die Aufstockung der Devisenreserven schwieriger macht. Einerseits steigen die Importzahlungen aufgrund der Merkmale des Systems. Andererseits stellt sich nach Ende der Hochsaison für den Devisenverkauf die Frage, wie tragfähig das aktuelle System ohne den Beitrag der Landwirtschaft zur Aufstockung der Reserven und Begrenzung der Wechselkursdifferenz ist. Die systematische Herabsetzung der Zinssätze eliminierte die Option einer Beschleunigung des Crawling Peg von 2 % und machte es attraktiver, Pesokredite aufzunehmen und den Devisenverkauf aufzuschieben. Gleichzeitig beeinträchtigt der Dollar Blend die Devisenmenge, die die BCRA erwerben kann; Änderungen einzuführen birgt Risiken, die aber keinen höheren Devisenzufluss garantieren.

Der Juni endete mit diversen Nachrichten auf politischem und wirtschaftlichem Gebiet. Das Parlament verabschiedete das **Grundlagengesetz** und das Abgeordnetenhaus führte die Kapitel über die **Einkommens- und die Besitzsteuer** wieder in das Fiskalpaket ein, die der Senat zuvor abgelehnt hatte. Anschließend gab der Präsident bekannt, im August solle die **Steuer PAIS herabgesetzt** werden (von 17,5 % auf 7,5 %). Als negativer Aspekt ist die Billigung der Änderung der Rentenanpassungsformel durch das Abgeordnetenhaus zu erwähnen.

Auf wirtschaftspolitischem Gebiet jagten sich die Nachrichten: Die BCRA gab die **Erneuerung des Swaps mit China** bekannt und der IWF-Vorstand beendete die achte Überprüfung und überwies etwa US\$ 800 Mio.; die Inflation erreichte im Mai den niedrigsten Stand seit Januar 2022 (+4,2 % ggü. dem Vormonat).

Bei der Wirtschaftsentwicklung verstärkten sich die schon im Vormonat registrierten Signale einer **Ver schlechterung**. Im Devisenbereich setzte sich die Negativserie der BCRA fort; im Juni verzeichnete sie einen Negativsaldo von fast US\$ 50 Mrd.; es war der erste Monat mit einem Minus seit dem Regierungswechsel. In diesem Rahmen tendierte die **Wechselkursdifferenz** im Durchschnitt nach oben und betrug fast das doppelte des Werts im Vormonat; die Dollarterminkontrakte begleiteten diesen Anstieg und das Länderrisiko überstieg 1.500 Basispunkte.

THE PURCHASE OF FOREIGN CURRENCY REVERSE AND THE EXCHANGE RATE GAP SURGES

E.C. COLATINA
Economics

Source: Ecolatina based on BCRA and Ambro

In diesem Rahmen nahmen die Zentralbank und die Staatskasse eine Neuausrichtung der Geld- und Finanzpolitik vor. Zur Verstärkung der Umleitung der Termingeschäfte der BCRA an die Staatskasse gaben sie in einer Pressekonferenz das **Ende der vergüteten Passiva** bekannt, die durch eine **neue Schuldverschreibung zur Sterilisierung ersetzt** werden. Diese wird **von der Staatskasse ausgegeben**, hat aber einen gleitenden Coupon, der an den von der BCRA festgelegten Zinssatz der Geldpolitik gebunden ist.

Im Juni veranlasste die Staatskasse zwei neue Ausschreibungen, bei denen im Angebotsmenü die LECAP als Leitinstrument dominierten. **Was war neu?** In beiden Fällen konzentrierte das Finanzstaatssekretariat den Zuschlag von LECAP mit einer Fälligkeit bis September (und schlug keine LECAP mit kürzerer Laufzeit zu). Es handelte sich um die einzige Schuldverschreibung mit einem **effektiven Monatszins von mindestens 4,15 %**; auf sie entfielen insgesamt AR\$ 11,4 Billionen und ein Rest mit Laufzeit bis Dezember und einem effektiven Monatszins von 4,5 % erbrachte AR\$ 2,2 Billionen.

Dahinter steht der Versuch, die **Laufzeit** der Fälligkeiten der LECAP-Kurve zu **verlängern**, während gleichzeitig weiterhin Pesos von Termingeschäften der BCRA an die Staatskasse umdirigiert werden.

Die schnelle und anhaltende Herabsetzung der Zinssätze hatte eine Verbilligung der Darlehen und einen **Anstieg der Pesokredite** zur Folge, die Kehrseite der Geldnachfrage des Privatsektors. Dahinter steht, dass die **Verringerung des Carry Trade in US\$** im Gefolge der Zinsverringerung **die Anreize für die Exporteure umkehrte**, die dafür optiert haben dürften, Peso- statt Dollarkredite aufzunehmen.

Infolgedessen **reduzierte** der geringere Beitrag von Krediten in US\$ **einen Devisenangebotskanal auf dem MULC**: Die Bankdarlehen in harter Währung erreichten ein seit 2018 nicht dagewesenes Niveau und erklärten

ein Drittel der BCRA-Käufe im März und April. Um diesen Kreditanstieg zu decken, verringerten die Finanzinstitute marginal die Position ihrer Einlagen bei der BCRA (das reduziert die Brutto-, nicht aber die Nettoreserven).

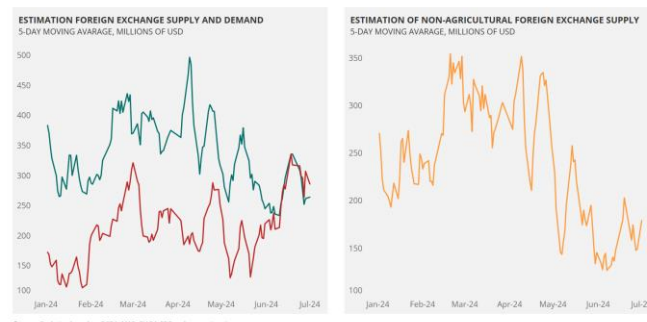
In diesem Kontext wies das **Devisenangebot** auf dem MULC Anzeichen einer Verschlechterung auf. Trotz eines höheren Devisenverkaufs der Landwirtschaft (etwa entsprechend den letzten Erntekampagnen), verringerten der **Verlust der Wechselkurswettbewerbsfähigkeit** und die **saisonal begründete ungünstige Situation** (geringerer Saldo bei Energiedevisen; dieser Sektor hatte am Jahresanfang Devisen beigetragen) deutlich das Geschäftsvolumen auf dem Devisenmarkt.

Parallel dazu verzeichnete die Devisennachfrage seit Mitte Mai einen Anstieg aufgrund des **abgestuften Zugangs zum offiziellen Devisenmarkt**, die sich von Monat zu Monat immer mehr normalisierte: Das Verhältnis von fälligen/bezahlten Nicht-Energie-Importen stieg von 13 % im Dezember auf 75 % im Mai.

Hinzu kam Folgendes: Da die tatsächlichen Zahlungen der Importeure in den ersten Monaten 2024 systematisch unter ihrem theoretischen Zugang lagen, könnten sich derzeit **Zahlungen von Importeuren** auf dem MULC auswirken, die bereits zuvor zugangsberechtigt waren, aber für einen Aufschub optiert hatten. Dieser mögliche Aufschub könnte sich im jeweiligen Moment durch folgende Faktoren erklären: 1) die damals bestehende Chance, Carry Trade mit der Erwartung einer Beibehaltung des Crawling Peg von 2 % pro Monat zu betreiben; oder 2) ein CCL-Kurs nahe am effektiven Importwechselkurs könnte sie dazu veranlasst haben, ihre Schulden im Ausland über den Finanzmarkt zu tilgen und die Kosten einer dreimonatigen Wartezeit bis zum nächstmöglichen MULC-Zugang in Kauf zu nehmen.

Gerade die **geringere Attraktivität** des Carry Trade angesichts der niedrigeren Zinsen und eine höhere **Wechselkursdifferenz** änderten die Anreize. Deshalb kamen im Juni erstmals eine steigende Nachfrage und eine abnehmendes Devisenangebot zusammen und zwangen die BCRA, Devisen zu verkaufen, um den Bedarf auf dem Devisenmarkt zu decken.

FOREIGN EXCHANGE SUPPLY FROM AGRICULTURE IS NOT ENOUGH TO OFFSET A HIGHER DEMAND ECOLATINA Economics



Source: Ecolatina based on BCRA, MAL, CIBACEX and own estimation

Für die nächste Zeit ist das **Panorama auf dem MULC wenig ermutigend**, was die Aufstockung der Devisenreserven schwieriger macht. (Der Zentralbankpräsident schätzte, dass im dritten Quartal etwa US\$ 3 Mrd. verkauft werden könnten). Einerseits steigen die Importzahlungen aufgrund der Merkmale des Systems. Ebenso könnte eine Konjunkturerholung zu höheren Auslandskäufen führen, die sogar billiger werden könnten, falls eine eventuelle Herabsetzung der Steuer PAIS nicht begleitet wird von einer Nivellierung des Wechselkurses für große Geschäfte, um den Effekt auf international handelbare Güter zu kompensieren.

Andererseits stellt sich nach Ende der Hochsaison für den Devisenverkauf die Frage, wie **tragfähig das aktuelle System ohne den Beitrag der Landwirtschaft** zur Aufstockung der Reserven und Begrenzung der Wechselkursdifferenz ist. Beispielsweise stiegen die Verpflichtungen im Juli auf US\$ 4 Mrd. (Fälligkeiten ggü. dem IWF, BOPREAL und Inhaber von staatlichen Schuldverschreibungen). Außerdem eliminierte die systematische Herabsetzung der Zinssätze die Option einer Beschleunigung des **Crawling Peg** von 2 % und machte es attraktiver, Pesokredite aufzunehmen und den Devisenverkauf aufzuschieben. Gleichzeitig beeinträchtigt der Dollar Blend die Devisenmenge, die die BCRA erwerben kann; Änderungen einzuführen birgt Risiken, die aber keinen höheren Devisenzufluss garantieren.

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

HERAUSGEBER**Deutsch-Argentinische Industrie- und Handelskam-
mer****Av. Corrientes 327 –C1043AAD Buenos Aires****Tel.: (+54 11) 5219-4000 Fax: (+54 11) 5219-4001****E-Mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar****Internet: www.ahkargentina.com.ar****Originaltext und Statistiken: Ecolatina****Koordination: Julieta Barra****Edition: Christina Keim**

WICHTIGE WIRTSCHAFTSINDIKATOREN UND PROGNOSEN

	Unit of measure	Monthly or Quarterly Indicators				Annual Indicators		
		Date	Last Data	Date	Next Data	2022	2023	2024p
Activity								
GDP	YoY %	I Q 24	-5,1	II Q 24	-3,6	5,3	-1,6	-3,5
Total Consumption	YoY %	I Q 24	-6,4	II Q 24	-6,0	8,3	1,1	-4,6
Total Investment	YoY %	I Q 24	-23,4	II Q 24	-19,4	11,2	-2,0	-13,7
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	may.-24	4,2	jun.-24	5,5	94,8	211,4	185,0
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	jun.-24	904	jul.-24	922,4	172,9	636,5	1432,7
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	jun.-24	1,32	jul.-24	1,29	1,35	1,8	1,4
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	may.-24	5,2	jun.-24	6,5	18,0	16,7	16,9
Primary Expenditures	% GDP	may.-24	4,2	jun.-24	5,7	20,3	19,6	15,6
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	may.-24	1,0	jun.-24	0,8	-2,4	-2,9	1,3
Foreign Sector								
Exports	USD BN	may.-24	7,6	jun.-24	7,6	88,4	67	79
Imports	USD BN	may.-24	5,0	jun.-24	5,1	81,5	74	62
Trade Balance	USD BN	may.-24	2,7	jun.-24	2,5	6,8	-7	17
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	I Q 24	-3,4	II Q 24	0,24	-3,8	-22	2.715
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	jun.-24	40,0	jul.-24	40,0	75,0	100,0	40,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	jun.-24	33,4	jul.-24	34,9	69,4	109,9	63,5

(1)Annual Indicators. December Average

(2)Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources