

Argentina Económica

1	Novedades	
2	Panorama	
3	Actividad	
4	Precios	
5	Política Fiscal	
6	Sector externo	
7	Política Monetaria y Cambiaria	01/2018

NOVEDADES

Ecolatina informa que ya está disponible su informe semestral de perspectivas de mediano plazo. A continuación se presentan los principales aspectos del informe.

Objetivo

El estudio presenta un claro diagnóstico de la situación económica actual y de las perspectivas para el 2017. 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.

Por más información, no dude en comunicarse telefónicamente al 4312-3200 o vía mail a eyf@ecolatina.com.

PANORAMA

“Cambio en metas de inflación: reducción de tasas de interés y menor atraso”

Tras convertir en ley las principales iniciativas económicas que el oficialismo envió al Congreso (sólo resta aprobar la reforma laboral), las novedades del 2017 parecían agotadas. Sin embargo, al filo del cierre del año el equipo económico (el Ministro de Hacienda, el de Finanzas y el Presidente del BCRA) coordinado por el Jefe de Gabinete, anunciaron un relajamiento en las metas de inflación para los próximos años.

La primera novedad fue que quién anunció el cambio de la pauta de inflación no fue el Presidente del BCRA sino el Ministro de Hacienda, lo que implica que la potestad de fijar el objetivo de inflación queda explícitamente en manos del Ejecutivo. Más aún, la presencia de los principales responsables de la política económica buscó mostrar consenso en torno a la nueva meta. Además, se anunció que ya no habrá una banda sino un objetivo puntual de inflación, el cual se fijó en 15% para 2018, 10% para 2019 y 5% para los siguientes años.

El relajamiento del objetivo de inflación no es muy significativo: aumentó sólo tres puntos porcentuales para 2018 respecto del techo de la pauta fijada anteriormente por el BCRA (8-12%) y pospuso un año (de 2019 a 2020) la meta de una suba de precios del 5% anual. Sin embargo, el anuncio es positivo, porque el Ejecutivo tomó conciencia de que bajar la inflación será un proceso gradual (producto de la elevada inercia y el atraso de precios relativos existentes) y que sostener una tasa de interés tan elevada implicaba más costos que beneficios. De hecho, tras el anuncio las tasas de la LEBAC en el mercado secundario bajaron entre 2 y 3 puntos porcentuales, y el dólar se consolidó un escalón arriba.

De todas formas, la nueva meta sigue siendo de difícil cumplimiento por lo que el relajamiento de la política monetaria sería acotado. La inflación cierra 2017 en torno del 25% (la velocidad crucero de suba de precios registrada durante los últimos diez años) y, producto del ajuste de tarifas y la suba del dólar a fin de año, el verano del 2018 mostrará un recalentamiento de la inflación lo cual impactará en los reclamos paritarios, ralentizando el ritmo de desinflación de la economía argentina. Probablemente, una meta de reducción anual de la inflación de 5 p.p. durante los próximos cuatro años (del 20% en 2018 hasta llegar al 5% en 2021) hubiese sido más acorde con los restantes dos objetivos de política económica: crecer

sostenidamente 3,5% y bajar gradualmente el déficit primario Nacional.

Por último, durante la conferencia de prensa tanto el Ministro de Hacienda como el de Finanzas destacaron que el sendero planteado de reducción del déficit fiscal y su consecuente endeudamiento son sostenibles. El problema es que los números mostrados parten de un supuesto fuerte: el pago de intereses de la deuda queda estable en torno de 2,1% del PBI durante los próximos. Esto permite mostrar que la meta de reducción de 1 p.p. del déficit primario nacional equivale a la reducción de 1 p.p. del rojo financiero (que incluye intereses). Sin embargo, el incremento del stock de deuda pública y la tasa a la que se está colocando deuda llevan a pensar en un aumento de la carga del pago de intereses. De hecho, el proyecto de Presupuesto 2018 enviado por el oficialismo estipuló que el pago de los intereses de la deuda pública ascenderá a 2,3% del PBI el año que viene.

En síntesis, tras las elecciones legislativas el BCRA ratificó la meta de inflación de 10% +/-2% para 2018 y subió fuerte la tasa de interés de referencia (superó el 10% anual descontando las expectativas de inflación y/o devaluación) para tratar de cumplir dicho objetivo. Sin embargo, la creciente oposición dentro del gobierno junto con la profundización del atraso (el dólar mayorista amenazó perforar 17 \$/U\$S) y el déficit externo (la Cuenta Corriente cierra 2017 en torno de 5% del PBI) terminó de inclinar la balanza en contra del giro emprendido por la autoridad monetaria.

Los cambios introducidos no modifican el esquema económico vigente de endeudamiento externo con atraso cambiario, pero buscan hacerlo más sostenible (o no exacerbarlo).

ACTIVIDAD



● **El PBI Bienes continúa avanzando. En noviembre, el crecimiento respecto al mismo período del año pasado fue de 4,2%. La construcción, la industria y el sector agropecuario se mantienen como los principales impulsores de la recuperación.**

● **Durante el tercer trimestre, tanto el PBI (+4,2% i.a.) como el empleo (1,9% i.a.) crecieron, demostrando de este modo que la consolidación del crecimiento de la actividad está traccionando la creación de puestos de trabajo**

● **El alza se observó tanto en el empleo formal como en el informal. Por su parte, la tasa de actividad también creció y la desocupación sólo se redujo 0,2 p.p. Además, la subocupación creció de forma significativa.**

La producción de bienes continúa en alza

Según nuestras estimaciones, el PBI Bienes mostró una señal positiva durante el mes de noviembre al crecer 4,2% i.a., acumulando en el año un incremento de 2,9% respecto al mismo período de 2016. En este sentido, si bien la producción de bienes acumula nueve meses consecutivos de crecimiento, aún no logra recuperar la caída de los primeros once meses de 2016. Continúan siendo la producción manufacturera y la construcción los impulsores de esta recuperación.

Economic Activity Indicators					
	Date	YoY % Change		YTD	Monthly s.a. % change
		2016/2015	Last Data Available		
Goods Production	Nov-17	-4.7%	4.2%	2.9%	0.7%
Industry	Nov-17	-10.2%	-3.7%	1.4%	-4.0%
Automotive Production*	Nov-17	-17.9%	18.1%	10.5%	2.9%
Steel Production	Nov-17	-10.8%	16.7%	12.4%	3.4%
Construction	Nov-17	-15.1%	31.6%	13.9%	5.7%
Cement Sales	Nov-17	-6.6%	0.4%	0.4%	0.0%
Build Index	Nov-17	-17.2%	16.4%	-3.0%	1.5%
Consumption	Nov-17	-6.6%	0.4%	0.4%	0.0%
Retail Sales (CAME)	Nov-17	-6.6%	0.4%	0.4%	0.0%
National Consumer's Confidence**	Dec-17	-17.2%	16.4%	-3.0%	1.5%

Source: Ecotrina based on private indicators

* Categoría A

** Total Country (UTDT)

La construcción fue el motor de la producción durante todo el año. En primer lugar la elevada inversión en obras por parte del Estado dio un importante impulso al sector. Reflejo de esto es el fuerte alza en el consumo de asfalto (insumo principalmente utilizado por el Estado) el cual creció en lo que va del año 79,8% i.a. La obra privada, por su parte también está mostrando señales positivas. El índice Construya, que refleja la demanda de las once empresas líderes proveedoras de materiales para la construcción, mostró el mayor alza en lo que va del año y alcanza en el acumulado de los primeros once meses un incremento de 13,9% i.a. Otros indicadores de la demanda privada como los despachos de cemento treparon 16,7% i.a. Esta dinámica se refleja en la variación que mostró durante noviembre el Índice Sintético de Actividad de la Construcción publicado por el INDEC (+21,6% i.a.).

Respecto a la producción industrial, el Estimador Mensual Industrial (EMI) publicado por el INDEC mostró que en noviembre (+3,5% i.a.) la recuperación de la producción manufacturera volvió a adoptar una tendencia heterogénea al interior de sus ramas. De hecho, de las doce ramas que componen al indicador, cinco presentaron caídas. Entre las más destacadas se encuentra la producción de alimentos y bebidas (-1,6% i.a.), la de sustancias y productos químicos (-3,5% i.a.) y la automotriz (-3,3% i.a.). Por el contrario el nivel de actividad del resto de los sectores continuó en alza. De hecho, la producción de industrias metálicas básicas lideró el crecimiento (+15,7% i.a.), seguido por minerales no metálicos (+11,4%) y metalmecánica (+10,2% i.a.) los cuales traccionaron la actividad industrial. Tal como mencionamos, la novedad fue el dato de producción automotriz de noviembre, el cual está

en línea con lo informado por ADEFA (-3,7% i.a.). Esta baja responde a la contracción en la producción de automóviles (marcada tendencia registrada durante casi todo el año), que solía compensarse por el crecimiento de la producción de utilitarios lo cual este mes no ocurrió debido a una elevada base de comparación.

PRECIOS



- **En noviembre, el IPC Ecolatina registró un alza de 1,6%, lo que implica una leve desaceleración respecto al mes previo (+1,7%). A su vez, durante diciembre se registrará una marcada aceleración debido a aumentos en los bienes y servicios regulados.**
- **Durante la última semana de diciembre se anunció un relajamiento de la meta de inflación futura. El nuevo objetivo es lograr que la inflación se mantenga por debajo de 15% en 2018, 10% en 2019 y de 5% en adelante.**
- **A diferencia de lo ocurrido durante el periodo previo, durante el tercer trimestre de 2017 la clase baja fue quien registró la mayor variación en su ingreso real (+9,8% i.a.), seguidos por los sectores medios (+8,3 i.a.) y, por último, los altos (2,8% i.a.).**

Fuerte recuperación de los ingresos reales durante el tercer trimestre

En base a la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) publicó en diciembre los datos referidos a la distribución del ingreso para el tercer trimestre de 2017. Esta información es importante debido a que permite observar la evolución de los ingresos nominales de los distintos estratos de la población.

Con el objetivo de comparar la trayectoria de los ingresos por clase social, ordenamos a la población en deciles de acuerdo a su nivel de ingreso per cápita familiar (siendo que cada decil representa el 10% de los hogares). La clase baja agrupa al 40% de menores ingresos (decil 1 al 4), la clase alta está formada por el 20% más rico de la población (decil 9 y 10) y la clase media reúne a los restantes hogares (decil 5 al 8).

De esta manera, se observa que los sectores más postergados tuvieron un aumento de sus ingresos del orden de 37,9% entre el tercer trimestre de 2017 y el mismo periodo del año anterior. Algo menor fue el incremento de la clase media, el cual se ubicó en 34,7%, mientras que la clase alta experimentó una mejora en sus ingresos nominales de 26,1%. El diferente ritmo al que

crecieron los ingresos nominales implicó una mejora en la distribución del ingreso, la cual se vio reflejada también en el Coeficiente de Gini, el cual mide el grado de desigualdad (cuando marca 0 se registra una distribución perfectamente equitativa mientras que cuando alcanza la unidad todo el ingreso está en manos de una persona). El mismo pasó de 0,451 a 0,427 entre el tercer trimestre de 2017 y mismo periodo de 2016.

Para completar el análisis, se puede calcular la evolución del poder adquisitivo de los ingresos de cada uno de los sectores. Para ello, se debe calcular el aumento de los precios en dicho periodo considerando las distintas canastas de consumo de cada sector, ya que, por ejemplo, los deciles de menores ingresos destinan mayor proporción de sus gastos al consumo de alimentos, mientras que los de mayores ingresos asignan un mayor gasto relativo a bienes y servicios ligados al esparcimiento.

Contrariamente a lo ocurrido durante el segundo trimestre de 2017, cuando el ingreso real per cápita familiar había crecido en mayor medida en los sectores de mayores ingresos, se observa que, a pesar de enfrentarse a una inflación levemente superior al promedio, en el tercer trimestre de 2017 los sectores más postergados fueron quienes registraron una mejora en el ingreso real (+9,8% i.a.), seguidos por los sectores medios (+8,3 i.a.) y, por último la clase alta (+2,8% i.a.). Debemos tener en cuenta que estas variaciones se explican parcialmente por la base de comparación heredada. Es que durante el primer año de gestión del actual gobierno fueron los sectores más vulnerables los que mostraron la mayor contracción de su ingreso real.

Además, se debe considerar que el periodo analizado coincide con la previa electoral, momento en el cual el gobierno se esforzó para apuntalar el poder adquisitivo de la población. En parte, este resultado explica el aumento del consumo masivo de las familias de menores ingresos, ya que durante el tercer trimestre de 2017 aumentaron 8% i.a. sus gastos reales en este rubro, según la información de Kantar WorldPanel.

POLITICA FISCAL



- **En noviembre, el déficit primario del SPNF aumentó nominalmente 123% i.a. mientras que el rojo financiero creció un 132% i.a., debido a un crecimiento del 149% i.a. en los intereses de deuda pública netos de vencimientos intra sector público.**
- **No hay dudas de que se cumplirá con la meta anual del 4,2% del PBI, lo que resta averiguar es si el gobierno está evaluando**

adelantarle plata al sector energético (así como hizo en 2016) para facilitar el cumplimiento de la meta fiscal en 2018.

• Las distintas reformas fiscales llevadas a cabo estas últimas semanas, marcan que el gobierno nacional es el gran perdedor por 0,35% del PBI mientras que la provincia de Buenos Aires sería la gran ganadora con un aumento de sus ingresos por 0,31%

Meta fiscal sobre ruedas

En noviembre el déficit primario del Sector Público Nacional No Financiero (SPNF), según base caja, alcanzó los \$29.662 millones. De esta forma, el rojo aumentó nominalmente 123% i.a. Sin embargo, este importante incremento se debe a la alta base de comparación producto de los recursos obtenidos por el blanqueo de capitales registrado en el mismo mes de 2016 (\$12.208 millones). Si corregimos el efecto mencionado, el crecimiento del déficit primario hubiera sido del 16% i.a.

Los ingresos totales crecieron un 18% i.a. mientras que, si quitamos el efecto del blanqueo, el aumento rondaría el 29% i.a., en línea con lo observado en el promedio de los últimos cuatro meses (+29% i.a.). A su vez, el incremento en la variación interanual la explican en un 27% los impuestos relacionados con la seguridad social, un 25% el IVA neto de reintegros, y un 11% el impuesto a las ganancias, es decir que del 100% del aumento en la recaudación, un 63% lo explican estos tres impuestos.

En relación con el gasto primario, se observó un incremento interanual del 27%, explicado, por el gasto social (+34% i.a.) y en personal (+25% i.a.). Sin embargo, se destacó que la caída registrada en los subsidios económicos (-2% i.a.) fue inferior al promedio de los últimos seis meses (-31% i.a.). Asimismo, el gasto de capital (+10% var. i.a.) mostró una nueva desaceleración (4ta consecutiva): en julio las erogaciones rondaban los \$20.700 millones mientras que en noviembre se gastaron \$12.100 millones producto de, principalmente, menores gastos en los sectores de vivienda y transporte. Esto marca el habitual comportamiento de los gobiernos a la hora de reducir el gasto primario: frenar el gasto de capital debido a la flexibilidad que presenta.

Finalmente, en noviembre, el déficit financiero (que incluye el pago de intereses de la deuda pública netos de vencimientos intra-sector público) alcanzó \$46.021 millones, es decir un 132% mayor respecto del mismo mes del año 2016. Si no tenemos en cuenta el ingreso por parte del blanqueo, el aumento sería del 44% i.a., lo cual se explica por un incremento del 149% i.a. por parte de los intereses.

En términos acumulados, el déficit primario alcanzó \$284.535 millones, (-4% var. i.a.). Dicha cifra equivale a 2,8% del PBI, casi 0,7 p.p. por debajo del observado en el mismo período de 2016 (-3,5% PBI) y 0,3 p.p. respecto de noviembre de 2015 (3,1%). A su vez, en relación con el déficit financiero, se acumuló en estos últimos 11 meses un valor por \$478.942 millones (23% var i.a.), producto de un aumento interanual del 88% en los intereses. Se destaca que, en términos del PBI, el déficit (4,7%) si bien resulta un 0,2 p.p. menor que a noviembre de 2016 (4,9%), es un 0,5 p.p. mayor al mismo mes en 2015 (4,2%).

Esta situación refleja la dinámica que el cambio en la forma de financiar el déficit fiscal (deuda en vez de emisión) tiene como contrapartida un aumento sostenido en la carga de intereses que termina licuando el ahorro generado por la reducción del déficit primario. Dicho de otra forma, las medidas graduales por parte del gobierno simplemente están generando un cambio en la composición del déficit financiero: baja el rojo primario, pero sube el pago de intereses.

En este marco, se estima que el gobierno sobrecumplirá la pauta del rojo primario del 4,2% del PBI para 2017. Sin embargo, dado lo exigente de la meta para 2018 (3,2% del PBI), se estima que les adelantará recursos a las empresas subsidiadas, en valores similares a los observados en 2016 (\$30.000 millones).

SECTOR EXTERNO



• En octubre, la balanza comercial arrojó un rojo de US\$ 955 M, el segundo déficit más importante del año. Este deterioro se explica por el elevado salto de las importaciones (+29,5% i.a.), parcialmente compensado por el alza de las exportaciones (+10,8% i.a.).

• Durante la imposición del cepo cambiario, las exportaciones de servicios cayeron todos los años. Por el contrario, este año volvieron a crecer (+12,8% i.a.) y alcanzaron a representar su máximo valor en término de ventas de bienes de los últimos veinte años.

• Pese a la mejora de las exportaciones, el gasto de servicios en el exterior creció a un mayor ritmo (+15,8% i.a.). De este modo, el déficit de servicios se profundizó en lo que va del año (+20% i.a.), incrementándose el rojo estructural de la cuenta.

Se profundiza la brecha comercial

Desde 1998 no se registraban once meses consecutivos de déficit comercial. El rojo de noviembre (US\$ -1.541 M) incrementó el saldo negativo del año, llevando el déficit a más de US\$ 7.600 M. El deterioro del mes de noviembre

contrastó con el superávit observado en mismo mes de 2016 (US\$ 125 M) y respondió al fuerte incremento de las importaciones (+30,2 i.a., el mayor incremento interanual desde 2011), pero también a la caída de las exportaciones (-4,9% i.a.).

La merma de las exportaciones obedeció al desplome de las ventas de Manufacturas de Origen Agropecuarias, con una contracción de 16,8% i.a. explicada por las menores cantidades vendidas (-15,4% i.a.) y por una leve reducción en los precios (-1,7% i.a.). Las ventas de Productos Primarios (PP) al exterior se redujeron apenas 1% i.a. debido a una reducción de los precios (-6,3% i.a.) compensado parcialmente por el incremento de las cantidades vendidas (+5,7% i.a.). Por el contrario, las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y Combustibles y Energía se incrementaron (+4,4% i.a. y +20,6% i.a. respectivamente). En ambos casos el aumento respondió a un aumento de precios (+5,8% i.a. y 38,9% i.a. respectivamente), pero fue reducido por bajas en las cantidades (-1,3% i.a. y -13,1% i.a. respectivamente).

Respecto a las importaciones, el incremento de las cantidades fue generalizado: a nivel agregado se incrementaron 26,6% i.a. y los precios acompañaron con un aumento de 2,8% i.a. De esta manera, el resultado fue un alza de +30,2% i.a. Las compras al exterior de combustibles y lubricantes fueron las que más aumentaron (+45% i.a. en valores) explicado por un aumento de las cantidades (+14,3% i.a.) y de los precios (+26,7% i.a.). A ello le siguieron las compras de piezas y accesorios para bienes de capital y las de vehículos, las cuales lideran las compras en lo que va del año. En noviembre crecieron 35,5% i.a. y 34,3% i.a. respectivamente. En el caso de las piezas y accesorios esto se debió al aumento en cantidades (+54,7% i.a.) el cual se vio levemente contrarrestado por una baja de precios (-12,4% i.a.). En el caso de los automóviles el alza se explica principalmente por el aumento de las cantidades (+36,2% i.a.) y una leve reducción de precios (-1,6% i.a.). Por último, en el caso de los bienes de capital, intermedios y de consumo las compras se incrementaron 27,4% i.a., 25,7% i.a. y 26,8% i.a. respectivamente. En los tres casos aumentaron tanto las cantidades como los precios. Se registraron incrementos de cantidades importadas de 19,9% i.a. en caso de los bienes de capital y de consumo y 14% i.a. para los bienes intermedios. La evolución de precios sufrió un aumento de 6,2% i.a. para el caso de los bienes de capital, 5,9% i.a. para los bienes de consumo y 10,3% i.a. en el caso de los intermedios.

Trade Balance						
User Database	Nov-16	Nov-17	YoY	YTD 2016	YTD 2017	YoY
Exports (US\$ FOB billion)	4.8	4.6	-4.9%	53.3	49.3	-7.5%
Selected Products	2.1	1.7	-16.3%	24.0	22.9	-4.6%
Soybean Complex	1.3	1.0	-23.3%	16.1	14.7	-8.9%
Corn	0.3	0.3	-4.5%	4.0	3.6	-9.1%
Cars	0.5	0.5	-6.3%	3.8	4.5	18.8%
Others	2.8	2.9	3.6%	29	26	-9.9%
Imports (US\$ CIF billion)	4.7	6.2	30.2%	46.6	55.4	18.9%
Energy	0.3	0.4	45.0%	4.8	5.3	9.7%
Parts and Accesories	1.0	1.3	35.5%	10.3	12.0	16.0%
Cars	0.4	0.6	34.3%	3.9	5.7	44.6%
Others	3.0	3.9	14.6%	28	32	10.1%
Trade Balance (FOB - CIF)	0.1	-1.54		6.7	-6.1	

Source: INDEC's Argentina's Trade Report

De continuar con esta tendencia el déficit comercial de 2017 llegaría a US\$ 8.800 M., lo cual representa 1,4% del PBI, el mayor rojo desde 1998.

POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA



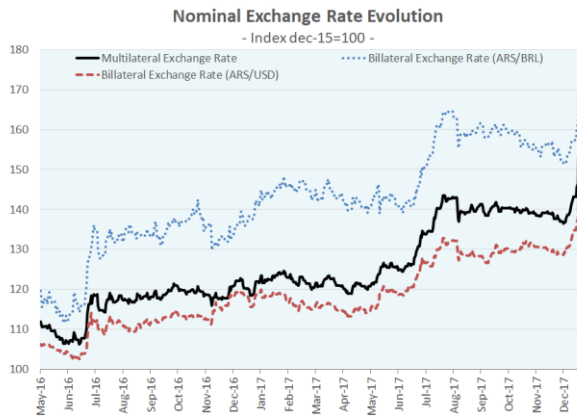
- **Diciembre fue un mes cargado de volatilidad en el mercado cambiario. El Peso se depreció 8,0% entre puntas y 1,2% respecto al promedio de noviembre como resultado de shocks políticos (votación de reforma previsional y cambio de metas de inflación).**
- **Las reservas internacionales del BCRA ascendieron hasta los USD 56 mil millones, record nominal que representa el 9% del PBI, el máximo nivel desde el 2011. Si bien el ratio es elevado, se encuentra por debajo del objetivo de la autoridad monetaria (15%).**
- **Incrementar las reservas internacionales tiene costos. Cada vez que el BCRA compra divisas aumenta el circulante, lo cual lo obliga a reabsorber este sobrante aumentando el stock de LEBACs en el proceso.**

El clima político dinamizó el tipo de cambio

La primera quincena del mes mostró un mercado cambiario caracterizado por cierta tranquilidad. La importante demanda de pesos y oferta de divisas (las empresas liquidaron posiciones en dólares para hacer frente al pago de aguinaldos, al mismo tiempo que el Tesoro vendió divisas al BCRA) mantuvo prácticamente inalterada la paridad cambiaria. De esta manera, al 14 de diciembre el peso se mantenía algo más apreciado que al 30 de noviembre (\$/USD 17,38 vs. \$/USD 17,35).

Sin embargo, la segunda mitad del mes mostró una dinámica totalmente distinta. El jueves 14 de diciembre el oficialismo intentó discutir la reforma previsional en el Congreso. Los disturbios y el

clima de violencia que se vivió ese día no hicieron posible que la sesión se efectúe con normalidad, lo cual implicó que al día siguiente el dólar avanzara casi 20 centavos (+1,1%). El 19, la votación se llevó adelante en un clima igualmente enrarecido e incluso más violento que el de la sesión previa. En ese contexto, el precio de la divisa creció otros 21 centavos (+1,2%). Si bien la ley fue aprobada, el oficialismo salió golpeado políticamente y con un impacto no menor en la opinión pública.



Durante la semana siguiente, el BCRA llevó adelante la licitación mensual de LEBACs la cual culminó con una expansión monetaria cercana a los \$120 mil millones, explicada, en parte, por la prohibición de las aseguradoras a ser parte de nuevas licitaciones. Al mismo tiempo, la oferta de divisas del agro mostró una merma importante, 64% menos que la semana anterior y cerca de 11% por debajo de la misma semana de 2016. La estacionalidad típica del mes fue también un factor determinante. El aguinaldo se transformó en una herramienta para hacerse de dólares, al mismo tiempo que la demanda de divisas por turismo le

puso un piso elevado a la cotización. Todos estos efectos impulsaron el precio de la divisa. Para el 27 de diciembre el dólar había trepado 6% respecto al último día de noviembre, acumulando 10 rondas seguidas con variaciones positivas.

El cambio en las metas de inflación comunicado en conjunto por Sturzenegger, Dujovne, Caputo y Peña no hizo más que echar leña al fuego. La decisión de relajar las metas de 2018 y la confirmación de que esto traería aparejado un relajamiento de la política monetaria incentivaron la dolarización de portafolios de los inversores. La expectativa de menor retorno de LEBACs y de mayor nominalidad (inflación y salarios) le pusieron un piso elevado a la cotización. La disminución de la tasa de interés en el mercado secundario no se hizo esperar, la misma llegó a casi 4 p.p. para los plazos más largos. Como resultado, el salto fue cercano a los 40 centavos (+2,1%), el mayor incremento diario desde el 24 de junio de 2016, lo que llevó a la depreciación del mes al 8% (punta a punta), solo superior a la observada en febrero de 2016. Al día siguiente, el último del año, el BCRA perdió más de US\$ 1.000 M y si bien todavía no se conoce el motivo, se especula con que tuvo como destino frenar la paridad.

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
www.ahkargentina.com.ar

Texto original y estadísticas: Ecolatina

Coordinación: Teresa Behm

Layout: Christina Keim

Argentinien Wirtschaft

1	Überblick	
2	Wirtschaftskonjunktur	
3	Preise	
4	Haushaltsüberblick	
5	Außenhandel	
6	Geld- und Wechselkurspolitik	01/2018

ÜBERBLICK



“Änderung der Inflationsleitlinien: Geringere Zinssätze und Pesoüberbewertung”

Nachdem die wichtigsten wirtschaftlichen Gesetzesvorlagen der Regierung im Parlament verabschiedet wurden (es fehlt nur noch die Arbeitsrechtsreform), waren keine neue Ankündigungen mehr zu erwarten. Aber kurz vor Jahresende gab das Wirtschaftsteam (die Minister für Haushalt und Finanzen und der Zentralbankpräsident) unter Leitung von Kabinettschef Marcos Peña eine Änderung der Inflationsleitlinien für die kommenden Jahre bekannt.

Bemerkenswert war zunächst, dass nicht der BCRA-Präsident die Änderung der angestrebten Inflationsleitlinien bekannt gab, sondern der Haushaltsminister. Das bedeutet, dass die Festlegung des Inflationsziels jetzt bei der Regierung liegt. Zudem versuchte man durch die Anwesenheit der wichtigsten Verantwortlichen für die Wirtschaftspolitik Konsens bezüglich des neuen Ziels zu demonstrieren. Weiterhin wurde angekündigt, dass es in Zukunft keine Inflationsbandbreite mehr geben wird, sondern einen festen Wert, der für 2018 auf 15 %, für 2019 auf 10 % und für die folgenden Jahre auf 5 % festgelegt wurde.

Die Anhebung der Inflationsleitlinien ist nicht sehr signifikant: Für 2018 beträgt sie nur 3 Prozentpunkte mehr im Vergleich zu dem zuvor von der BCRA definierten Wert (8-12 %) und das Erreichen des Ziels einer Inflation von 5 % wird nur um ein Jahr aufgeschoben (von 2019 auf 2020). Trotzdem ist diese Ankündigung positiv, denn sie macht deutlich, dass die Regierung erkannte, dass der Prozess der Inflationsverringerung graduell verläuft (infolge der hohen Trägheit und den zu niedrigen relativen Preise) und dass ein so hoher Zinssatz wie bisher mehr Kosten als Vorteile mit sich bringen würde. Infolge dieser Nachricht sanken die Zinssätze der LEBAC auf dem Sekundärmarkt um 2 bis 3 Prozentpunkte und der Dollarkurs verzeichnete einen Anstieg.

Allerdings wird es trotzdem schwierig sein, diese neue Leitlinie einzuhalten, weshalb sich nur wenig an der restriktiven Geldpolitik ändern wird. Die Inflationsrate dürfte Ende 2017 bei 25 % liegen (und damit dem Durchschnittswert der letzten zehn Jahre entsprechen); aufgrund der Tarifierhebung bei öffentlichen Dienst- und Versorgungsleistungen und der Erhöhung des

Dollarkurses am Jahresende wird es im Sommer 2018 zu einem Inflationsanstieg kommen, der sich wiederum auf die Lohnforderungen in den Tarifverhandlungen auswirken und den Prozess der Inflationsbekämpfung verlangsamen wird. Wahrscheinlich wäre ein Ziel der Inflationsenkung um 5 Prozentpunkte im Lauf der nächsten vier Jahre (von 20 % 2018 auf 5 % 2021) den beiden anderen wirtschaftspolitischen Zielen angemessener gewesen, ein anhaltendes Wachstum von 3,5 % und eine graduelle Verringerung des nationalen Primärdefizits zu erreichen.

Schließlich erklärten die Minister für Haushalt und Finanzen in ihrer Pressekonferenz, dass der Weg zur Reduzierung des Haushaltsdefizits und die damit einhergehende Verschuldung durchaus gangbar sei. Das Problem besteht jedoch darin, dass die vorgelegten Zahlen von einer Annahme ausgehen: Die Zinszahlungen sollen in den kommenden Jahren stabil 2,1 % des BIP entsprechen. Damit lässt sich zeigen, dass das Ziel der Verringerung des nationalen Primärdefizits um 1 Prozentpunkt einer Verminderung des Finanzdefizits (das auch die Zinsen beinhaltet) entspricht. Aber die steigenden Staatsschulden und die Zinssätze, zu denen Schuldverschreibungen platziert werden, lassen eine Erhöhung der Belastung durch den Schuldendienst erwarten. So wird im Haushaltsentwurf 2018 geschätzt, dass die Zinszahlungen für die Staatsschulden 2,3 % des BIP entsprechen werden.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die BCRA nach den Parlamentswahlen die angestrebte Inflationsleitlinie von 10 % +/- 2 % bestätigte und den Leitzinssatz stark an hob (er lag bei über 10 % pro Jahr nach Abzug der Inflations- bzw. Abwertungserwartungen), um dieses Ziel zu erreichen. Aber die wachsende Opposition innerhalb der Regierung in Kombination mit der steigenden Pesoüberbewertung (der Dollarkurs für Geschäfte von Banken und Unternehmen drohte unter 17 AR\$/US\$ zu fallen) und dem zunehmenden externen Defizit (das Minus der Leistungsbilanz entsprach Ende 2017 etwa 5 % des BIP) führten zu einer Änderung der Zentralbankpolitik.

Diese Änderungen modifizieren nicht das aktuelle Wirtschaftsprogramm der Auslandsverschuldung bei gleichzeitiger Pesoüberbewertung, zielen aber darauf ab, es durchführbarer zu machen (bzw. die Situation nicht zu verschlimmern).

WIRTSCHAFTSKONJUNKTUR



- **Das BIP/Güter wuchs auch weiterhin. Im November betrug der Anstieg ggü. dem Vorjahr 4,2 %. Baugewerbe, Industrie und Landwirtschaft waren die wichtigsten Antriebskräfte der Konjunkturerholung.**
- **Im dritten Quartal stiegen das BIP (+4,2 % p.a.) und die Beschäftigung (+1,9 % p.a.), was deutlich macht, dass die Konsolidierung des Wachstums zur Schaffung von Arbeitsplätzen führt.**
- **Dieser Anstieg war sowohl im formellen wie im informellen Sektor zu beobachten. Auch die Beschäftigungsrate erhöhte sich und die Arbeitslosigkeit sank um 0,2 Prozentpunkte. Gleichzeitig nahm die Unterbeschäftigung deutlich zu.**

Weiterer Anstieg der Güterproduktion

Unseren Schätzungen zufolge stieg das BIP/Güter im November 2017 um 4,2 % p.a. und in den ersten elf Monaten um insgesamt 2,9 % p.a. Trotz des Wachstums während neun Monaten in Folge konnte die Wirtschaft den Rückgang in den ersten elf Monaten 2016 nicht ausgleichen. Auch weiterhin bilden die verarbeitende Industrie und das Baugewerbe die Antriebskräfte der Konjunkturerholung.

Economic Activity Indicators					
	Date	YoY % Change		YTD	Monthly s.a. % change
		2016/2015	Last Data Available		
Goods Production	Nov-17	-4.7%	4.2%	2.9%	0.7%
Industry					
Automotive Production*	Nov-17	-10.2%	-3.7%	1.4%	-4.0%
Steel Production	Nov-17	-17.9%	18.1%	10.5%	2.9%
Construction					
Cement Sales	Nov-17	-10.8%	16.7%	12.4%	3.4%
Build Index		-15.1%	31.6%	13.9%	5.7%
Consumption					
Retail Sales (CAME)	Nov-17	-6.6%	0.4%	0.4%	0.0%
National Consumer's Confidence**	Dec-17	-17.2%	16.4%	-3.0%	1.5%

Source: Ecolatina based on private indicators

* Categoría A
** Total Country (UTDT)

Während des gesamten Jahres war das Baugewerbe der Wachstumsmotor. Vor allem die hohen Bauinvestitionen des Staates gaben dem Sektor einen wichtigen Impuls. Das zeigte sich deutlich am Asphaltverbrauch (Asphalt wird vorwiegend bei Staatsaufträgen verwendet), der im Jahresverlauf um 79,8 % p.a. anstieg. Auch die private Bautätigkeit wies positive Signale auf. Der Index Construya, der die Nachfrage der führenden elf Lieferanten von Baumaterialien erfasst, verzeichnete den höchsten Anstieg des Jahres, der akkumulierte Anstieg der ersten elf Monate betrug 13,9 % p.a. Ein anderer Indikator für die private Nachfrage, die Zementlieferungen, zog um 16,7 % p.a. an. Diese Dynamik schlug sich auch in der Novembervariation des vom INDEC veröffentlichten Synthetischen Indexes der Bautätigkeit nieder (+21,6 % p.a.).

Der Monatliche Industrieschätzwert (EMI) des INDEC zeigte, dass die Erholung der

Industrieproduktion im November (+3,5 % p.a.) heterogen ausfiel: Von den zwölf Branchen, die den Sektor bilden, verzeichneten fünf einen Rückgang. Besonders stark war er bei der Herstellung von Nahrungsmitteln und Getränken (-1,6 % p.a.), chemischen Substanzen und Produkten (-3,5 % p.a.) und Automobilen (-3,3 % p.a.). Dagegen stieg die Produktion in den restlichen Sektoren, insbesondere bei Basismetallen (+15,7 % p.a.), nichtmetallischen Mineralien (+11,9 % p.a.) und Metallverarbeitung (+10,2 % p.a.), die die Industriekonjunktur antrieben. Neu war der Rückgang der Automobilproduktion im November; der von Ecolatina erhobene Wert stimmt dabei weitgehend mit den Angaben des Verbands der Autohersteller ADEFA überein (-3,7 % p.a.). Die Abnahme ist die Folge einer geringeren PKW-Produktion (eine deutliche Tendenz im gesamten Jahresverlauf), die in anderen Monaten durch eine höhere Herstellung von Nutzfahrzeugen ausgeglichen wurde, was im November aufgrund der hohen Vergleichsbasis nicht der Fall war.

PREISE



- **Der Index der Einzelhandelspreise IPC Ecolatina verzeichnete im November einen etwas geringeren Anstieg (+1,6 % p.a.) als im Oktober (+1,7 % p.a.). Dagegen wird er im Dezember im Gefolge der Preiserhöhungen bei staatlich regulierten Gütern und Dienstleistungen deutlich höher ausfallen.**
- **In der letzten Dezemberwoche wurde eine Anhebung der Leitlinie für die künftige Inflation bekannt gegeben. Das neue Ziel sieht vor, dass die Inflation 2018 unter 15 %, 2019 unter 10 % und in den Folgejahren unter 5 % bleibt.**
- **Im Unterschied zum vorherigen Zeitraum verzeichnete die Unterschicht im dritten Quartal 2017 den stärksten Zuwachs ihrer Realeinkommen (+9,8 % p.a.), gefolgt von der Mittelschicht (+8,3 % p.a.) und schließlich der Oberschicht (+2,8 % p.a.).**

Deutliche Erholung der Realeinkommen im dritten Quartal

Auf der Grundlage der Ständigen Haushaltsumfrage (EPH) veröffentlichte das Statistische Amt INDEC im Dezember die Daten zur Einkommensverteilung im dritten Quartal 2017. Diese Informationen sind wichtig, weil sie es ermöglichen, die Entwicklung der Nominaleinkommen der verschiedenen Bevölkerungsschichten zu verfolgen.

Um die Einkommensentwicklung der sozialen Schichten zu vergleichen, ordnen wir die Bevölkerung entsprechend ihrem Einkommensniveau in Dezile, wobei jedes Dezil 10 % der Bevölkerung entspricht. Die Unterschicht umfasst die 40 % mit den niedrigsten Einkommen (Dezil 1 bis 4), die Oberschicht die reichsten 20 % (Dezil 9 und 10) und die Mittelschicht entspricht den Dezilen 5 bis 8.

Dadurch ist festzustellen, dass die ärmsten Sektoren zwischen dem dritten Quartal 2017 und dem entsprechenden Vorjahreszeitraum einen Einkommensanstieg von 37,9 % verzeichnen konnten. Bei der Mittelschicht lag dieser bei 34,7 % p.a. und bei der Oberschicht betrug er 26,1 % p.a. Die Differenzen bei der Entwicklung der Nominaleinkommen bewirkte eine Verbesserung der Einkommensverteilung, die sich auch im Gini-Index niederschlug, der den Grad der Ungleichheit misst (wenn er 0 ist, besteht eine völlige Gleichheit, während beim Wert 1 das gesamte Einkommen in der Hand einer Person liegt). Der Index sank zwischen dem dritten Quartal 2016 und 2017 von 0,451 auf 0,427.

Zur Vervollständigung der Analyse kann man die Entwicklung der Einkommenskaufkraft für jeden einzelnen Sektor berechnen. Dazu ist es erforderlich, den Preisanstieg in diesem Zeitraum für den jeweiligen Warenkorb des Sektors zu kalkulieren, da beispielsweise die Dezile mit den geringsten Einkommen einen höheren Teil ihrer Ausgaben für Nahrungsmittel aufwenden, während diejenigen mit den höchsten Einkommen mehr für Güter und Dienstleistungen im Bereich Freizeitaktivitäten ausgeben.

Im Gegensatz zu der Entwicklung im zweiten Quartal 2017, als das Realeinkommen pro Haushaltsmitglied in den oberen Schichten stärker gestiegen war, verzeichneten im dritten Quartal die ärmsten Sektoren die stärkste Verbesserung ihrer Realeinkommen (+9,8 % p.a.), obwohl die für sie spezifische Inflation etwas über dem Durchschnitt lag. Bei der Mittelschicht betrug der reale Anstieg 8,3 % p.a. und bei der Oberschicht 2,8 % p.a. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Variationen teilweise auf die Vergleichsbasis zurückzuführen sind, denn im ersten Jahr der Amtszeit der derzeitigen Regierung erlitten die ärmsten Sektoren den stärksten Einkommensrückgang.

Man muss auch berücksichtigen, dass der Analysezeitraum mit der Zeit vor den Wahlen zusammenfällt, in der die Regierung Anstrengungen unternahm, die Kaufkraft der Bevölkerung zu verbessern. Das Ergebnis erklärt zum Teil den Anstieg des Massenkonsums der Haushalte mit den geringsten Einkommen, denn im dritten Quartal 2017 stiegen nach Angaben von

Kantar WorldPanel ihre realen Ausgaben in diesem Bereich um 8 % p.a.

HAUSHALTSÜBERBLICK

- **Im November erhöhte sich das Primärdefizit des SPNF nominal um 123 % p.a., dagegen nahm das Finanzdefizit um 132 % p.a. zu aufgrund eines Anstiegs der Zinszahlungen für die Staatsschulden um 149 % (ohne Zahlungen zwischen Institutionen des öffentlichen Sektors).**
- **Es bestehen keine Zweifel, dass die Jahresleitlinie von 4,2 % des BIP eingehalten wird; offen ist noch, ob die Regierung dem Energiesektor einen Vorschuss leisten wird (wie 2016), um das Erreichen des Haushaltsziels 2018 zu erleichtern.**
- **Bei den Fiskalreformen der letzten Wochen war die Nationalregierung der große Verlierer: Sie verzichtete auf Einnahmen iHv 0,35 % des BIP, während die Provinz Buenos Aires einen Einnahmenanstieg entsprechend 0,31 % des BIP verzeichnen konnte.**

Einhaltung der Haushaltsleitlinie

Im November betrug das Primärdefizit des nationalen, nicht finanziellen öffentlichen Sektors (SPNF) auf Kassenbasis AR\$ 29,662 Mrd. Damit erhöhte sich das Minus nominal um 123 % p.a. Allerdings ist dieser deutliche Anstieg die Folge der hohen Vergleichsbasis aufgrund der Einnahmen aus der Steueramnestie im selben Monat 2016 (AR\$ 12,208 Mrd.). Korrigiert man diesen Effekt, so erhöhte sich das Primärdefizit um 16 % p.a.

Die Gesamteinnahmen zogen um 18 % p.a. an; korrigiert man den Amnestieeffekt, so lag der Anstieg bei 29 % p.a. und entsprach damit der Entwicklung in den letzten vier Monaten (+29 % p.a.). Für den Zuwachs sind zu 27 % die Einnahmen aus Sozialversicherungsabgaben, zu 25 % die Mehrwertsteuer und zu 11 % die Einkommensteuer verantwortlich, die zusammen also 63 % des Einnahmenanstiegs ausmachen.

Die Primärausgaben expandierten aufgrund der Sozial- und Personalausgaben (+34 % p.a. bzw. +25 % p.a.) um 27 % p.a. Der Rückgang bei den Wirtschaftssubventionen (-2 % p.a.) war geringer als der Durchschnitt der letzten sechs Monate (-31 % p.a.). Auch der Anstieg der Kapitalausgaben (+10 % p.a.) fiel erneut geringer aus als im Vormonat (vierte Abnahme in Folge): Im Juli hatten die Ausgaben AR\$ 20,7 Mio. betragen, während sie sich im November auf AR\$ 12,1 Mrd. beliefen, was vor allem auf geringere Ausgaben im Bereich Wohnungsbau und Verkehr

zurückzuführen war. Das entspricht dem üblichen Verhalten der Regierungen bei der Reduzierung des Primärdefizits: Die Kapitalausgaben werden aufgrund ihrer Flexibilität gebremst.

Das Finanzdefizit (das auch die Zinsen für Staatsschulden ohne Zahlungen zwischen Einrichtungen des öffentlichen Sektors umfasst), betrug AR\$ 46,021 Mrd. und lag damit um 132 % über dem Vorjahreswert. Ohne Berücksichtigung der Einnahmen aus der Steueramnestie würde der Anstieg bei 44 % p.a. liegen; er erklärt sich durch eine Erhöhung der Zinszahlungen um 149 % p.a.

Im Zeitraum Januar bis November belief sich das Primärdefizit insgesamt auf AR\$ 284,535 Mrd. (-4 % p.a.) und entsprach 2,8 % des BIP; das sind fast 0,7 Prozentpunkte weniger als 2016 (-3,5 % des BIP) und 0,3 Prozentpunkte weniger als im November 2015. Das Finanzdefizit stieg auf AR\$ 478,942 Mio. (23% p.a.) da die Zinszahlungen ggü. dem Vorjahr um 88 % anzogen. Bezogen auf das BIP lag das Defizit (4,7 % p.a.) zwar um 0,2 Prozentpunkte unter dem vom November 2016, aber um 0,5 Prozentpunkte über dem Wert des gleichen Monats 2015 (4,2 % p.a.).

Das macht deutlich, dass die Änderung in der Form der Defizitfinanzierung - Verschuldung statt Erhöhung der Geldmenge - zu einem anhaltenden Anstieg der Belastung durch die Zinszahlungen geführt hat, der die Einsparung durch die Reduzierung des Primärdefizits zunichtemacht. Anders gesagt, bewirken die graduellen Maßnahmen der Regierung lediglich eine Veränderung in der Zusammensetzung des Finanzdefizits: Während das Primärdefizit sinkt, steigen die Zinszahlungen.

In diesem Kontext ist davon auszugehen, dass die Leitlinie für das Primärdefizit 2017 (4,2 % des BIP) mehr als eingehalten wird. Angesichts des ehrgeizigen Ziels für 2018 (3,2 % des BIP) nimmt man jedoch an, dass die subventionierten Unternehmen einen Vorschuss erhalten werden, der etwa dem Wert von 2016 entsprechen dürfte (AR\$ 30 Mrd.).

AUßENHANDEL



- **Im Oktober ergab die Handelsbilanz ein Minus iHv US\$ 1,541 Mrd. und war damit erstmals seit 1998 in elf Monaten in Folge defizitär. Dieses Ergebnis war auf höhere Importe und geringere Exporte zurückzuführen.**
- **Das INDEC veröffentlichte die Daten der Zahlungsbilanz für das dritte Quartal 2017. Die Leistungsbilanz verzeichnete ein Defizit von nahezu US\$ 8,700 Mrd., das entspricht**

einer Verdreifachung ggü. dem Vergleichszeitraum 2016 (US\$ -2,895 Mrd.).
 • **Das Minus der Leistungsbilanz war das höchste seit 1998 und entsprach 4,5 % des BIP. Es ist zu erwarten, dass sich diese Tendenz verstärkt und das Gesamtdefizit 2017 bei etwa 5 % des BIP liegen wird.**

Anstieg des Handelsbilanzdefizits

Seit 1998 war die Handelsbilanz nicht mehr in elf Monaten in Folge defizitär. Das Minus im November (US\$ -1,541 Mrd.) erhöhte den Negativsaldo des Jahres auf mehr als US\$ 7,6 Mrd. Die Verschlechterung im November steht im Gegensatz zum Vergleichsmonat 2016 (US\$ 125 Mio.) und ist die Folge des höchsten Importanstiegs seit 2011 (+30,2 % p.a.), aber auch des Exportrückgangs um 4,9 % p.a.

Die Verringerung der Ausfuhr war die Folge eines Einbruchs bei den verarbeiteten Produkten landwirtschaftlichen Ursprungs (-18,8 % p.a.) aufgrund geringerer Mengen (-15,4 % p.a.) und Preise (-1,7 % p.a.). Der Auslandsabsatz von Rohstoffen sank infolge eines Preisverfalls (-6,3 % p.a.), der teilweise durch höhere Mengen (+5,7 % p.a.) ausgeglichen wurde, um 1 %. Dagegen stiegen die Exporte von verarbeiteten Produkten industriellen Ursprungs sowie von Kraftstoffen und Energie (+4,4 % p.a. bzw. +20,6 % p.a.). In beiden Fällen erklärt sich dies durch höhere Preise (+5,8 % p.a. bzw. +38,9 % p.a.), das Ergebnis wurde aber durch eine mengenmäßige Abnahme geschmälert (-1,3 % p.a. bzw. -13,1 % p.a.).

Bei den Importen war ein allgemeiner Anstieg der Mengen um 26,6 % p.a. und der Preise um 2,8 % p.a. zu verzeichnen, was ein Gesamtergebnis von +30,2 % p.a. ergab. Am stärksten zogen die Auslandskäufe von Kraft- und Schmierstoffen an (+45 % p.a.) aufgrund höherer Mengen (+14,3 % p.a.) und Preise (+26,7 % p.a.), gefolgt von Teilen und Zubehör für Kapitalgüter und Kraftfahrzeugen, die im gesamten Jahresverlauf bei den Importen führend waren. Hier betrug der Zuwachs im November 35,5 % p.a. bzw. 34,3 % p.a. Bei Teilen und Zubehör für Kapitalgüter wurde der mengenmäßige Anstieg um 54,7 % p.a. teilweise durch niedrigere Preise (-12,4 % p.a.) ausgeglichen. Die Zunahme bei Automobilen war die Folge höherer Mengen (+36,2 % p.a.) und etwas geringerer Preise (-1,6 % p.a.). Die Einfuhr von Kapital-, Zwischen- und Konsumgütern nahm um 27,4 % p.a., 25,7 % p.a. bzw. 26,8 % p.a. zu. In allen Fällen war ein Anstieg von Mengen und Preise zu beobachten. Der mengenmäßige Zuwachs betrug bei Kapital- und Konsumgütern 19,9 % p.a., bei Zwischengütern 14 % p.a. Die Preisentwicklung verzeichnete bei Kapitalgütern eine Erhöhung um 5,9 % p.a., bei Konsumgütern

um 10,3 % p.a. und bei Zwischengütern um 10,3 % p.a.

Trade Balance						
User Database	Nov-16	Nov-17	YoY	YTD 2016	YTD 2017	YoY
Exports (US\$ FOB billion)	4.8	4.6	-4.9%	53.3	49.3	-7.5%
Selected Products	2.1	1.7	-16.3%	24.0	22.9	-4.6%
Soybean Complex	1.3	1.0	-23.3%	16.1	14.7	-8.9%
Corn	0.3	0.3	-4.5%	4.0	3.6	-9.1%
Cars	0.5	0.5	-6.3%	3.8	4.5	18.8%
Others	2.8	2.9	3.6%	29	26	-9.9%
Imports (US\$ CIF billion)	4.7	6.2	30.2%	46.6	55.4	18.9%
Energy	0.3	0.4	45.0%	4.8	5.3	9.7%
Parts and Accessories	1.0	1.3	35.5%	10.3	12.0	16.0%
Cars	0.4	0.6	34.3%	3.9	5.7	44.6%
Others	3.0	3.9	14.6%	28	32	10.1%
Trade Balance (FOB - CIF)	0.1	-1.54		6.7	-6.1	

Source: INDEC's Argentina's Trade Report

Wenn sich diese Tendenz fortsetzt, wird das Handelsbilanzdefizit 2017 bei US\$ 8,8 Mrd. liegen, das entspricht 1,4 % des BIP und wäre das höchste Minus seit 1998.

GELD- UND WECHSELKURSPOLITIK

- **Der Dezember zeichnete sich durch eine hohe Volatilität auf dem Devisenmarkt aus. Im Folge politischer Schocks (Debatte der Rentenreform und Änderung der Inflationsleitlinien) verlor der Peso zwischen Monatsanfang und -ende 8 % an Wert, im Vergleich zum Novemberdurchschnitt betrug die Abwertung 1,2 %.**

- **Die Devisenreserven der BCRA stiegen aus US\$ 56 Mrd. - ein nominaler Rekord - und entsprachen 9 % des BIP, das ist das höchste Niveau seit 2011. Trotz dieses hohen Prozentsatzes wurde das Ziel der Geldbehörde (15 %) nicht erreicht.**

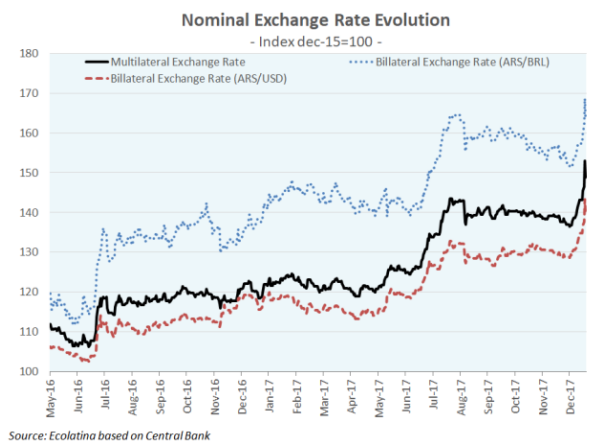
- **Die Erhöhung der Devisenreserven hat Kosten. Jedes Mal, wenn die Zentralbank Devisen kauft, erhöht sie die Geldmenge, was sie dazu zwingt, die überschüssige Liquidität durch Ausgabe von LEBAC zu absorbieren.**

Das politische Klima führte zu einer Dollaraufwertung

Die erste Monatshälfte war durch eine gewisse Ruhe auf dem Devisenmarkt gekennzeichnet. Die starke Pesonachfrage und das Devisenangebot (die Unternehmen verkauften Dollarbestände, um das im Dezember fällig halbe dreizehnte Monatsgehalt zu zahlen, und die Staatskasse verkaufte der BCRA Devisen) sorgten für einen stabilen Wechselkurs. So lag der Dollarkurs am

14. Dezember nur wenig über dem Wert vom 30. November (AR\$/US\$ 17,38 ggü. AR\$/US\$ 17,35).

Die Dynamik in der zweiten Monatshälfte war dagegen völlig anders. Am 14. Dezember versuchte die Regierung, die Rentenreform im Kongress zu debattieren. Die Auseinandersetzungen auf der Straße und das an diesem Tag herrschende Gewaltklima machten jedoch eine normal verlaufende Parlamentssitzung unmöglich. Daraufhin stieg am nächsten Tag der Dollarkurs um fast 20 Centavos (+1,1 %). Am 19. Dezember wurde die Sitzung in einem Klima noch stärkerer Ausschreitungen abgehalten und der Dollar gewann weitere 21 Centavos an Wert (+1,2 %). Obwohl das Gesetz verabschiedet wurde, erlitt die Regierung einen politischen Schlag mit starken Auswirkungen in der öffentlichen Meinung.



In der folgenden Woche führte die BCRA die monatliche Ausschreibung von LEBAC durch, die eine Erhöhung der Geldmenge um fast AR\$ 120 Mrd. zur Folge hatte, was teilweise die Folge der Entscheidung war, den Versicherungsunternehmen die Teilnahme an neuen Ausschreibungen zu untersagen. Gleichzeitig sank das Devisenangebot der Landwirtschaft: Es lag um 64 % unter dem Niveau der Vorwoche und um etwa 11 % unter dem der gleichen Woche 2016. Auch die für den Monat typischen saisonalen Faktoren spielten eine wichtige Rolle. Das dreizehnte Monatsgehalt wurde zu einem Mittel, sich Dollars zu beschaffen, und die Devisennachfrage für den Tourismus sorgte für eine hohe Unterschwellen des Dollarkurses. Alle diese Faktoren trieben den Kurs in die Höhe, der am 27. Dezember um 6 % über dem Wert am letzten Novembertag lag und insgesamt 10 Runden in Folge mit Aufwertungstendenz verzeichnete.

Die Änderung der Inflationsleitlinien, die vom Zentralbankpräsidenten Sturzenegger, den Ministern Dujovne und Caputo sowie Kabinettschef Peña gemeinsam bekannt gegeben

wurde, schüttete Öl ins Feuer. Die Entscheidung, die Leitlinie für 2018 zu lockern und die Bestätigung, dass dies eine weniger restriktive Geldpolitik mit sich bringen werde, begünstigten die Dollarisierung der Anlagen. Die Erwartung eines geringeren Ertrags der LEBAC und eines höheren Anstiegs von Inflation und Löhnen führten zu einer hohen Unterschwellen des Devisenkurses. Die Verringerung der Zinssätze auf dem Sekundärmarkt ließ nicht auf sich warten, sie sanken um fast 4 Prozentpunkte für Anlagen mit der längsten Laufzeit. Das Resultat war eine Erhöhung des Dollarkurses um nahezu 40 Centavos (+2,1 %), das ist der stärkste Tagesanstieg seit dem 24. Juni 2016; im Ergebnis belief sich die Abwertung des Peso zwischen Anfang und Ende Dezember auf 8 %, die nur von der Abwertung im Februar 2016 übertroffen wurde. Am nächsten Tag, dem letzten Werktag

des Jahres, verlor die BCRA mehr als US\$ 1 Mrd.; obwohl der Grund dafür noch nicht bekannt ist, spekuliert man, dass dadurch der Kursanstieg des Dollars gebremst werden sollte.

Herausgeber

Deutsch-Argentinische Industrie- und
Handelskammer
Av. Corrientes 327 –C1043AAD Buenos Aires
Tel.: (+54 11) 5219-4000 Fax: (+54 11) 5219-4001
E-mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar
www.ahkargentina.com.ar

Originaltext: Ecolatina
Koordination: Teresa Behm
Layout: Christina Keim

Main Economic Indicators

	Unit	Last Figure		% Variations		
		Month	Level	Monthly	Annual	YTD
Activity Level						
Quarterly GDP (INDEC)	2004 ARS Billion	III-Q-2017	719.8	0.9%	4.2%	2.5%
Goods GDP (Ecolatina's estimate)	2004=100	Nov-17	124.4	0.7% ⁽¹⁾	4.2%	2.9%
Monthly Industrial Estimator (INDEC)	2004=100	Nov-17	141.4	0.1% ⁽¹⁾	3.5%	2.0%
Indicator of Construction Activity (INDEC)	2004=100	Nov-17	210.0	3.6% ⁽¹⁾	21.6%	12.5%
Unemployment Rate (INDEC)	% Labor force	III-Q-2017	8.3	-	-0.2 p.p.	-
Prices						
CPI of GBA (INDEC)	2008=100	Nov-17		1.2%	22.3%	20.9% ⁽²⁾
Ecolatina CPI of GBA	1999=100	Dec-17		3.1%	25.6%	25.6% ⁽²⁾
Formal Private Salaries Index (INDEC)	Oct. '16=100	Oct-17	128.2	1.7%	28.2%	24.6% ⁽²⁾
Inflation expected for the next 12 months (UTDT)	Medium	Nov-17	17.5	0.4 p.p.	-0.1 p.p.	-0.2 p.p.
Exchange rate						
Nominal	ARS/USD	Dec-17	17.70	1.2%	11.8%	11.8% ⁽²⁾
Real \$/US\$ (deflated by Ecolatina CPI)	Dec. '01=100	Nov-17	98.3	-1.0%	-5.1%	-6.5% ⁽²⁾
Real Multilateral (deflated by Ecolatina CPI)	Dec. '01=100	Nov-17	125.1	-2.0%	-2.6%	-3.2% ⁽²⁾
Fiscal Situation						
Tax Collection	ARS Billion	Nov-17	224.5	-	23.1%	30.6%
Primary Expenditure	ARS Billion	Nov-17	202.3	-	27.2%	24.5%
National Primary Surplus ⁽³⁾	ARS Billion	Nov-17	-29.7	-	16.3%	-4.2%
Foreign Sector						
Exports	USD Billion	Nov-17	4.6	-	-4.9%	1.2%
Imports	USD Billion	Nov-17	6.2	-	30.2%	19.9%
Trade Balance	USD Billion	Nov-17	-1.5	-	-	-
Current Account	USD Billion	III-Q-2017	-8.7	-	199.9%	113.3%
Money						
Monetary Base ⁽⁴⁾	ARS Billion	Nov-17	906.6	3.9%	26.1%	15.1% ⁽²⁾
Private Deposits ⁽⁴⁾	ARS Billion	Nov-17	1.735.2	2.7%	29.4%	21.0% ⁽²⁾
Loans to the Private Sector ⁽⁴⁾	ARS Billion	Nov-17	1.469.5	3.1%	49.2%	42.5% ⁽²⁾
International Reserves	USD Billion	Dec-17	55.1	1.6	14.4	4.9 ⁽²⁾
Rates						
Time deposits rate in pesos ⁽⁴⁾	%	Nov-17	22.5%	232.0%	2.8 p.p.	3.7 p.p. ⁽²⁾
BADLAR rate in pesos ⁽⁴⁾	%	Nov-17	20.8%	-0.9 p.p.	-0.3 p.p.	0.8 p.p. ⁽²⁾
Confidence						
Consumer (UTDT)	Index (0-100)	Dec-17	43.2	-13.3% ⁽¹⁾	-3.0%	0.8%
Government (UTDT)	Index (0-5)	Dec-17	2.36	-20.5%	-5.2%	-6.3%

⁽¹⁾ Seasonally adjusted. ⁽²⁾ Variation vs. december. ⁽³⁾ Excludes Central Bank's profits transfers and ANSES' incomes. ⁽⁴⁾ Monthly Average.

Source: Ecolatina