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

ECOLATINA
CONSULTORA EN ECONOMIA Y EMPRESAS

Argentina Económica

1	Novedades	
2	Panorama	
3	Actividad	
4	Precios	
5	Política Fiscal	
6	Sector externo	
7	Politica Monetaria y Cambiaria	11/2015

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 2015 y 2016. El informe pone en relieve las restricciones que enfrenta la política económica, los posibles escenarios post electorales 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

PANORAMA "Fin de año al ritmo del ballotage y las crecientes presiones cambiarias"

Las elecciones del 25 de octubre estiraron la indefinición sobre quién será el próximo presidente de la Argentina. Mientras tanto, la economía padece crecientes presiones cambiarias. Producto de una fallida colocación tras el pago del Boden 2015, las reservas internacionales cayeron US$ 6.000 M perforando los US$ 27.000 M. La única reacción del gobierno fue reforzar el cepo para conseguir el tiempo necesario para dejarle a Scioli o a Macri la solución del problema cambiario.

Las elecciones del 25 de octubre estiraron la indefinición sobre quién será el próximo presidente de la Argentina. Daniel Scioli fue el candidato más votado, pero no logró evitar un *ballotage* y cosechó un menor porcentaje de votos que en las PASO. En cambio, el espacio Cambiemos liderado por Mauricio Macri no solo mejoró la *performance* respecto de las primarias sino que logró la gobernación de la estratégica Provincia de Buenos Aires.

Vale destacar que en las PASO el Frente para la Victoria había conseguido casi 39% de los votos sacándole más de 8 p.p. de distancia al espacio Cambiemos (30% de los votos). Sin embargo, la brecha en la primera vuelta se redujo sustancialmente: Scioli no alcanzó el 37% de los votos mientras que Macri superó 34%, achicando la brecha a menos de 3 p.p.

Pese a que Scioli cosechó más votos que Macri (9 Millones vs. 8,3 Millones, respectivamente) hay dudas sobre si puede ganar el *batollage* el 22 de noviembre porque muestra dificultades para captar votos independientes (en octubre cosechó un menor porcentaje de votos respecto de las PASO). Además, enfrenta diversos escollos: la pérdida de la gobernación y varias intendencias de la provincia de Buenos Aires, y los conflictos internos dentro de su espacio.

Las expectativas favorecen a Cambiemos ya que de no saber a ciencia cierta si lograba forzar una segunda vuelta, Macri redujo significativamente la brecha con Scioli, y Vidal le ganó la provincia de Buenos Aires al peronismo. De todas formas, deberá capitalizar el impulso que le da una mejor elección que lo previsto aumentando su caudal de votos para ganar el *ballotage*.

La clave en una segunda vuelta pasa por no perder adeptos y conseguir el apoyo de los votantes que no eligieron a ninguno de los dos candidatos (menos del 30%). Más aún, será clave hacia donde se inclinen los 5 millones de votantes que en primera vuelta optaron por Sergio Massa (21% de los votos).

Mientras tanto, la economía padece crecientes presiones cambiarias. La fallida colocación de deuda pública que implementó el Tesoro Nacional tras el pago del BODEN 2015 no amortiguó la caída de las reservas internacionales. Estas se desplomaron a menos de US$ 27.000 M, retrocediendo más de US$ 6.000 M en el mes de octubre.

Vale destacar que la sangría del BCRA no responde únicamente al pago de vencimientos de pagos de deuda pública externa. En el tercer trimestre el Central vendió divisas en el mercado cambiario a razón de US$ 80 M por día, cifra que habría superado 100 M diarios en octubre.

Si bien es cierto que la elección de Cambiemos generó un repunte de los activos financieros argentinos (los mercados tampoco preveían los resultados del 25 de octubre) y una baja del dólar *blue*, también recrudecieron las expectativas de devaluación del tipo de cambio oficial. La lógica detrás de estos movimientos responde a que Macri avanzaría más rápido que Scioli en la remoción del cepo cambiario y en la salida a los mercados de capitales internacionales.

Para colmo, la posible ampliación del *swap* chino requiere una negociación con las nuevas autoridades electas, para lo cual primero hay que esperar al *ballotage*. Por ende, en el mejor de los casos posible, la llegada de financiamiento alternativo se concretaría a fin de año.

La compleja situación forzó al BCRA a implementar varias medidas para reforzar el cepo. Entre ellas destacan: un drástico recorte en el monto automático de pago de importaciones; la suba de 3 p.p. de las tasas de interés en pesos para hacer más atractivo el ahorro en moneda local; y una masiva venta de contratos de dólar futuro a precios bajos en el ROFEX.

Pese a los esfuerzos del Central la presión cambiaria no cede. La especulación sobre el ajuste cambiario que tendrá que aplicar el próximo presidente electo (por el bajo stock de reservas disponibles) y/o la posible la quita de retenciones a la producción agrícola, han frenado el ingreso de divisas. El menor influjo de exportaciones, las mayores trabas para importar, y la suba de tasa de interés, no sólo profundizan el enfriamiento de la actividad sino que generan riesgos de que la inflación se recaliente. Esta estrategia defensiva sólo buscar comprar tiempo para evitar una corrida cambiaria acumulando a presión a cuenta del próximo presidente electo.

ACTIVIDAD

En septiembre, el PBI bienes creció 3,2% i.a., acumulando una expansión de 2,6% i.a. en lo que va de 2015. En términos desestacionalizados la producción arrojó una expansión de 0,8% respecto de agosto.

En septiembre, el PBI bienes creció 3,2% i.a., acumulando una expansión de 2,6% i.a. en lo que va de 2015. Por su parte, en términos desestacionalizados la producción de bienes arrojó un incremento de 0,8% respecto de agosto, revirtiendo dos contracciones consecutivas (-3,6% y -1,2% en julio y agosto, respectivamente).

En líneas generales, si bien en septiembre todos los sectores mostraron expansiones, se destacan las de suministro de electricidad, gas y agua (+6,4% i.a.) y construcción (+7,8% i.a.) a la hora de explicar la expansión del PBI bienes. Por su parte, cabe destacar que pese a verificar una variación interanual positiva (+1,5% i.a.), la industria mostró cierta desaceleración respecto de la dinámica de agosto (+3,5% i.a.).

Economic Activity Indicators

		Date	YoY % Change 2014/2013	YoY % Change Last Data Available	YoY % Change YTD	Monthly s.a. % change
	Goods Production	Sep-15	-1.8%	3.2%	2.6%	0.8%
Industry	Automotive Production	Sep-15	-22.0%	-8.3%	-9.5%	3.0%
	Steel Production	Aug-15	5.8%	1.3%	-8.3%	7.1%
Construction	Cement Sales	Sep-15	-3.5%	7.5%	9.2%	12.2%
	Build Index		-5.5%	15.7%	6.4%	3.4%
Consumption	Retail Sales (CAME)	Sep-15	-6.5%	2.4%	2.0%	0.4%
	National Consumer's Confidence	Oct-15	-13.4%	29.6%	34.3%	3.2%

Source: Ecolatina based on private indicators — ** Country's Total (UTDT)*

En lo que respecta al sector de la construcción, en septiembre (+7,8% i.a.) se evidenció una mejora respecto al mes anterior (+5,2% i.a.). Más allá de los vaivenes mensuales, la construcción es uno de los principales motores de la producción de bienes en 2015. Esto puede obedecer a que, con vistas a un recambio de administración en 2016, se incrementan las expectativas del levantamiento del cepo cambiario y la normalización del mercado inmobiliario, de modo que muchas inversiones están siendo canalizadas para anticipar esa medida. Asimismo, por ser año electoral, la obra pública suele traccionar en mayor medida a la construcción.

En detalle, en septiembre la construcción verificó una dinámica favorable gracias a la suba del Índice Construya (+15,7% i.a.) y a mayores

despachos de cemento (+8,2% i.a.) que logró recuperarse tras la caída del mes anterior (-1,6% i.a.). En términos desestacionalizados, ambos indicadores mostraron expansiones significativas (3,4% y 12,2% respecto de agosto, respectivamente).

Por su parte, a contramano de estos indicadores, en septiembre las escrituras de compraventa de inmuebles en Provincia de Buenos Aires arrojaron una contracción de 3,8% i.a. Si bien esto implica una desaceleración en la caída (-15,3% i.a. en agosto), la incertidumbre y las presiones cambiarias conforme se define quién será el próximo presidente electo traen cierta volatilidad al sector. De todas maneras, la variación acumulada del año sigue siendo positiva (+7,6% i.a.).

En lo que respecta a la industria manufacturera, su magra *performance* responde a la contracción que sufrió la producción de automóviles en septiembre (-8,3% i.a.). En buena medida, esto responde a que las exportaciones de automóviles se desplomaron 27,3% i.a., producto de la caída en las ventas con destino a Brasil (-31% i.a. en los primeros nueve meses de 2015). Esta tendencia se explica por la fuerte recesión que el país vecino está atravesando sumado al encarecimiento de nuestros productos con motivo de la devaluación del Real. Por el contrario, las ventas a concesionarios crecieron por quinto mes consecutivo (+1,9% i.a.).

Por el lado del consumo, en septiembre la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME) dio cuenta de una expansión del volumen comercializado en canales tradicionales (+2,4% i.a.), siendo electrodomésticos el de mayor expansión (+4,8% i.a.).

Además, tras el estancamiento de agosto, el consumo masivo volvió a crecer en septiembre (+2,1% i.a.), acumulando una baja de sólo 0,4% i.a. Más allá de esta caída en el año, es importante destacar que en el tercer trimestre el consumo masivo creció 1% i.a. luego de que en el acumulado enero-junio cayera 1% i.a. Esto da cuenta de que al menos en lo que respecta al consumo masivo y fundamentalmente en los canales tradicionales (+1,3% i.a.), el *push* fiscal con motivo de las elecciones sumado al impacto de las paritarias mostraron cierta efectividad.

Finalmente, el Índice de Confianza del Consumidor de la Universidad Torcuato Di Tella trepó 4,3% en octubre respecto de septiembre (en términos desestacionalizados creció 3%). La expansión responde a los incrementos en todos los subíndices, pero fundamentalmente al alza en bienes durables e inmuebles (+6,1% mensual). Por su parte, cabe destacar que la situación macroeconómica verificó una expansión de 4,6% con motivo de la mejora en las perspectivas de los consumidores a un año vista (+5,6% mensual) luego de la fuerte contracción de septiembre (-10,2% mensual).

PRECIOS

Algunos analistas entienden que el nivel de precios actual responde a la evolución del dólar paralelo y, por lo tanto una devaluación del dólar oficial no se trasladaría a precios. Lamentablemente, esta afirmación no tiene evidencia empírica que la respalde.

La devaluación suele ser percibida, en el mejor de los casos, como un mal necesario. Los que la ejecutan entienden que, en ese contexto, es la menos perjudicial dentro de una lista acotada de opciones (entre las que se encuentran, por ejemplo, la colocación de deuda o el desdoblamiento cambiario) y saben que tiene costo político en el corto plazo.

La mala prensa de la devaluación está justificada, sólo se necesita analizar las vastas experiencias históricas con las que cuenta el país para dar cuenta de sus efectos nocivos inmediatos. Normalmente, ante un salto en el tipo de cambio el salario real cae, contrayendo el consumo y el producto. El impulsor de esta conocida dinámica es la inflación, ya que el incremento en el precio oficial de la divisa aumenta los costos de producción de las empresas y genera incertidumbre sobre el costo de reposición de los bienes, lo cual se traslada a precios.

Es claro que si la devaluación no tuviera efectos sobre la inflación perdería parte de su sesgo contractivo. De hecho, si en el mediano plazo se logra mejorar el tipo de cambio real, este funcionaría como un incentivo a las exportaciones (generando espacios de rentabilidad para los productores) y desincentivaría las importaciones. Incluso, podría generarse cierta sustitución de bienes externos por locales, incentivando la producción en el proceso.

En las últimas semanas se debatió la posibilidad de que actualmente el nivel de precios de la economía responda al tipo de cambio paralelo y no al oficial. De ser esto cierto, una posible devaluación de la moneda no implicaría una aceleración de la inflación significativa ya que esta habría sido descontada por los empresarios. De esta manera, se perdería parte del sesgo recesivo inicial de un ajuste cambiario.

Lamentablemente, no hay evidencia que confirme esta hipótesis. En primer lugar, los datos que surgen del IPC Ecolatina no dan cuenta de esta dinámica. La formación del precio de los bienes es la más sensible al tipo de cambio y, si es verdad que reflejan la cotización del dólar paralelo, debería haber subido de forma considerable en los últimos meses.

Entre julio y septiembre tanto el tipo de cambio informal como el contado con liqui crecieron significativamente (+22% y 15% en el periodo), mientras que el precio de los bienes se incrementó 7%, en línea con el aumento en el Nivel General de precios. De hecho, tampoco se ve correlación alguna entre la evolución del tipo de cambio paralelo y estos precios en ningún otro periodo. Por el contrario, su variación interanual parece ser un mix entre el alza en el costo salarial (cercano a 29% en los últimos doce meses) y el del precio de la divisa oficial (+11% i.a.).

Además, incluso si el nivel de precios de la economía se viese afectado por la evolución del tipo de cambio paralelo, esto no implica que una devaluación no acelere la inflación. En un contexto de incertidumbre sobre la evolución de precios, un salto cambiario tendría un impacto relevante sobre las expectativas de los agentes. El temor a que este incremento no sea el último podría incrementar el costo de reposición presunto de las empresas o trasladarse a paritarias, presionando sobre sus costos.

Desde que la restricción a la compra de divisas comenzó a afectar a aquellos que las necesitaban para importar, existen empresas que compran productos del exterior haciéndose de divisas a través de la bolsa. Cuando a una empresa se le prohíbe el acceso al Mercado Único y Libre de Cambios y se la empuja a comprar divisas vía "contado con liqui" el costo de su producción aumenta considerablemente. Para esas empresas, este mecanismo funciona como una depreciación de la moneda ya que presiona sobre sus costos y las obliga a trasladar a precios ese salto.

Es factible que la cantidad de empresas que sólo logran importar de esta forma haya aumentado a medida que lo hicieron las dificultades de hacerse de divisas al tipo de cambio oficial (más aún cuando la Corte Suprema legitimó este accionar). De todas maneras, no es posible que sea una cantidad lo suficientemente grande como para que los precios de la economía se alineen en relación al "contado con liqui", mucho menos al paralelo.

Si bien el camino a la normalización de precios relativos sería mucho más sencilla si no existiera traspaso a precios de una posible devaluación, este no parece ser el caso. El próximo gobierno heredará una inflación reprimida por el atraso cambiario y tarifario. De liberar el tipo de cambio y permitir, digamos, un salto de 40%, según nuestros cálculos estaría agregando 20 p.p. de inflación, con lo cual el alza interanual de precios se ubicaría en valores superiores al 40%.

POLITICA FISCAL

Si bien en agosto la Administración Pública Nacional mostró un deterioro primario respecto de igual mes de 2014, en relación a julio de este año el rojo disminuyó producto de los menores subsidios girados a ENARSA.

En septiembre, la recaudación trepó 31% i.a., 2 p.p. por debajo de la expansión de agosto (+33% i.a.). Asimismo, en septiembre ésta creció 3,6 p.p. por sobre la inflación, verificándose la tercera desaceleración real consecutiva, indicando que la recaudación está perdiendo fuerza.

El factor que traccionó mayormente a la recaudación de septiembre fue Seguridad Social (+38% i.a.), seguido de Impuestos (+34% i.a.). Por el contrario, Comercio Exterior volvió a caer (-9% i.a.) luego de tres expansiones consecutivas.

En el caso de los recursos previsionales en septiembre crecieron 9 p.p. por sobre la inflación mostrando la segunda mayor expansión real (en julio trepó 11% i.a.). En lo que va del año, esto ubica a los ingresos de la Seguridad Social casi 6 p.p. por sobre la inflación.

En cuanto a Impuestos, su evolución se explica en mayor medida por la fuerte expansión de Ganancias DGI (+40% i.a.,) e IVA DGI (+38% i.a.). Cabe destacar que la expansión del IVA (+9% en términos reales) sigue mostrando dinamismo por el lado del consumo, dando evidencia que el *push* fiscal (trasferencia de recursos a los sectores con mayor propensión a consumir alimentos) continúa estimulando el gasto de las familias.

Finalmente, los recursos del Comercio Exterior se contrajeron en septiembre producto del desplome que verificaron los derechos de exportación en moneda local (-20% i.a.), caída aún más pronunciada si se los mide en dólares (-28% i.a.). En cambio, derechos de importación, continúan creciendo tanto en pesos como en dólares (+13% i.a. y +2% i.a., respectivamente),

mostrando que la flexibilización de las compras en el exterior perdura aunque con menor fuerza.

Por otra parte, aún no se conocen los datos de agosto del Sector Público no Financiero (SPNF). No obstante, en base devengado la Administración Pública Nacional (un universo más chico que el SPNF ya que no incluye al PAMI, Fondos Fiduciarios, empresas públicas ni otros entes) mostró en agosto un déficit primario de $ 241 M, lo cual revela un deterioro significativo respecto a igual período de 2014 (en dicho mes se incurrió en un superávit de $ 6.200 M).

De todas maneras, es preciso aclarar que si bien en agosto la Administración Pública Nacional mostró un deterioro primario respecto de igual mes de 2014, en relación a julio de este año ($ 4.975 M de déficit primario) el rojo disminuyó. Esto obedeció a que en agosto se observó una fuerte desaceleraron de las transferencias corrientes del sector público, dinámica que se explica por la importante caída interanual de los giros a ENARSA (en el acumulado a agosto éstos cayeron 34% i.a vs. -27% i.a. en el acumulado a julio) producto de la suba de tarifas al consumo residencial en 2014 y la caída en el costo de las importaciones energéticas.

Finalmente, en lo que respecta a las fuentes de financiamiento del sector público, cabe destacar que en los primeros nueve meses del año, entre Adelantos Transitorios y Utilidades del BCRA el Tesoro ya utilizó $ 92.400 M (vs. $ 104.900 M en igual período de 2014). Sin embargo, a diferencia de 2014, este año hubo una fuerte colocación de deuda en pesos.

En relación a este punto, en octubre hubo tres colocaciones por parte del sector público. En primer lugar, el Tesoro colocó un bono en dólares (BONAR 2020) mediante el cual se obtuvieron US$ 637 M. En segundo lugar, en una nueva licitación se colocó un bono *dollar linked* (BONAD 2017) por $ 4.230 M y un nuevo instrumento llamado BONAR B+300 (que vincula su rendimiento con la evolución de la tasa Badlar más 300 pbs.) con el que se obtuvieron $ 8.270 M. De esta manera, entre los instrumentos mencionados, solamente en octubre el Tesoro logró conseguir aproximadamente $ 18.500 M en los mercados locales.

SECTOR EXTERNO

La base usuaria del INDEC volvió a arrojar un déficit comercial en el mes de septiembre. El mismo ya acumula US$ 1.715 M en lo que va del año y terminaría 2015 mostrando un rojo de US$ 2.500 M, primer déficit en 16 años.

De acuerdo a la información que surge del análisis de la Base Usuaria del INDEC, el saldo comercial de septiembre mostró un rojo de US$ 466 M, frente al superávit de US$ 180 M de septiembre de 2014. El claro deterioro respondió tanto al crecimiento de las importaciones como a la contracción de las exportaciones.

El alza interanual de 0,8% en las importaciones de septiembre se dio a pesar de que los precios cayeron 11%, ya que las cantidades aumentaron cerca de 14% en mismo periodo.

A la hora de desagregar su aumento interanual se observa una evolución poco homogénea entre rubros. Las importaciones de Bienes intermedios (principales insumos para el proceso productivo), que consumen uno de cada cuatro dólares que el país destina al pago de importaciones, cayeron 9% i.a. lo que se explica completamente por la caída en sus precios.

Otro insumo clave en el proceso productivo son las Piezas y accesorios (22% de las importaciones del país). Aquí la contracción de 1,5% se observa solo en precios (-9% i.a.) ya que las cantidades presentan un aumento levemente inferior.

Similar situación se observó en Bienes de capital. También aquí hubo una clara contracción en precios (9% i.a.), aunque fue más que compensada por el incremento en cantidades (20% i.a.). De esta manera se explica un incremento de 10% en el valor total de las importaciones de estos bienes.

De todas maneras, la leve expansión de las compras del exterior en el noveno mes del año no compensó la caída observada en los meses previos: hasta septiembre, el valor total de las mismas cayó 9,6% i.a. hasta los US$ 45.711 M, el menor nivel para el periodo desde 2010.

Por su parte, las exportaciones informadas por la Base Usuaria del INDEC totalizaron US$ 5.080 M en septiembre, valor 10,6% inferior al observado en mismo mes de 2014 (y 35% por debajo de lo exportado hace cuatro años), lo cual implica una pérdida de US$ 600 M. En un contexto de clara escases de dólares, esta *performance* es preocupante.

Los productos primarios alcanzaron US$ 1.261 M (uno de cada cuatro dólares comerciales que ingresan al país lo hacen por esta vía), trepando casi 30% por encima de lo observado en mismo mes de 2014. Por su parte, las manufacturas de origen agropecuario (MOA) también mostraron un

incremento (+1,4% i.a.), hasta llegar a US$ 2.272 M.

Como marcamos, la diferencia entre lo exportado en septiembre de 2014 y mismo mes de 2015 alcanza los US$ 600 M, más de la totalidad de este resultado se explica por la mala evolución de manufacturas de origen industrial (MOI) y combustibles y energía. Las primeras acumularon US$ 1.420 M en septiembre de 2015, lo que implica una caída de 31% i.a. Si bien poco relevante en las exportaciones totales del mes, la contracción en la venta de combustibles y energía también fue significativa (-67% i.a.) e implicó una pérdida de US$ 257 M.

Las exportaciones acumuladas en los primeros nueve meses del año alcanzaron US$ 43.996 M según la información presentada por la Base usuaria del INDEC, 16% por debajo de lo observado en 2014 para mismo periodo (una contracción de 45% si comparamos contra 2011).

Trade Balance						
User Database	Sep-14	Sep-15	YoY	YTD 2014	YTD 2015	YoY
Exports (US$ FOB billion)	5.68	5.08	-10.6%	52.3	44.0	-16.0%
Selected Products	2.35	2.58	9.9%	23.7	21.1	-11.3%
Soybean Complex	*1.47*	*1.95*	*32.8%*	*15.9*	*14.3*	*-9.7%*
Corn	*0.27*	*0.24*	*-9.0%*	*2.8*	*2.8*	*-1.8%*
Cars	*0.61*	*0.38*	*-37.1%*	*5.1*	*4.0*	*-21.4%*
Others	3.33	2.50	-24.9%	28.6	22.9	-19.8%
Imports (US$ CIF billion)	5.50	5.55	0.8%	50.5	45.7	-9.6%
Energy	*0.63*	*0.67*	*6.2%*	*9.4*	*5.7*	*-39.2%*
Parts and Accesories	*1.24*	*1.22*	*-1.5%*	*10.1*	*9.4*	*-6.9%*
Cars	*0.24*	*0.29*	*20.1%*	*2.8*	*2.5*	*-11.5%*
Others	3.40	3.37	-0.7%	28.1	28.0	-0.4%
Trade Balance (FOB - CIF)	0.2	-0.5		1.8	-1.7	

Source: INDEC's User Database

La diferencia entre las exportaciones y las importaciones alcanzó en septiembre un rojo de US$ 466 M, que se suman al déficit de US$ 1.250 M acumulados hasta agosto. De mantenerse esta tendencia, el actual déficit de US$ 1.715 M alcanzaría US$ 2.500 M a fin de año convirtiendo a 2015 en el primer año con déficit comercial desde 1999.

El tratamiento de las importaciones que surge del ICA es similar al observado en la Base Usuaria, pero no sucede lo mismo a la hora de analizar la evolución de las exportaciones. Según ICA, las ventas al exterior US$ 5.611 M en septiembre 2015 (-6,7% i.a.). Además, habrían acumulado US$ 47.263 M en los primeros nueve meses del año (-15,8% respecto al mismo periodo de 2014). Nuevamente, según este informe, las exportaciones crecieron lo necesario para que el resultado comercial del mes continúe en terreno positivo, alcanzando US$ 65 M en septiembre.

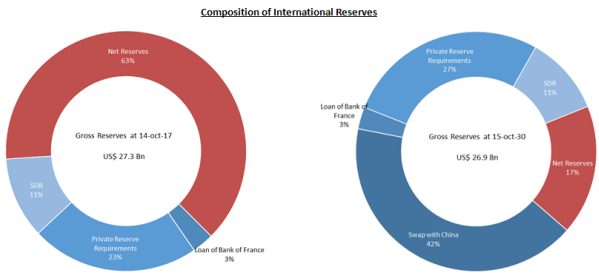
POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Las reservas brutas cayeron al mismo nivel de un año atrás (US$ 26.960 M) por la cancelación de deuda y la sostenida venta de divisas en el mercado de cambios formal. Sin embargo, las reservas líquidas cayeron aún más respecto del 2014.

El inicio del último trimestre del año mostró un mayor deterioro en el frente cambiario. El mes de octubre comenzó con el pago de los vencimientos de deuda del bono de la Provincia de Buenos Aires (US$ 675 M) y el Boden 2015 (US$ 4.700 M neto del Sector Público), que el gobierno apenas consiguió compensar vía colocación del Boden 2020 (US$ 637 M, a una tasa de 9,2% anual en dólares, de los cuales la mitad habría sido de organismos públicos).

A la cancelación de la deuda se sumó la pérdida de divisas a través del mercado de cambios formal: las ventas del BCRA ascendieron a US$ 1.850 M en el mes de octubre (US$ -5.300 M acumulado en los últimos cuatro meses). La merma habría estado amortiguada parcialmente por préstamos de corto plazo del Banco de Francia (US$ 400 M) y, aunque el efecto neto fue nulo, el gobierno consiguió renovar el monto del tramo del *swap* de moneda con China que había pactado un año atrás y que debía cancelar este mes (US$ 814 M).

Como resultado las reservas brutas cayeron US$ 6.300 M en el mes, retrocediendo a US$ 26.960 M, nivel semejante al de un año atrás. De cualquier manera, cuando analizamos la composición del *stock* del BCRA se observa un mayor deterioro respecto del 2014. Hace un año las reservas líquidas (descontadas de los encajes bancarios privado, los DEGs, *swap* de China y otros préstamos de corto plazo) representaban más de 60% del total (US$ 17.350 M), mientras que el último mes sólo equivalen al 17,5% (US$ 4.730 M para octubre).



Por otra parte, mientras que el BCRA continuó interviniendo sobre el mercado local de futuros (ROFEX) para contener las expectativas de

devaluación (el volumen negociado aumentó 45,5% en el mes), los contratos del exterior (Nueva York) muestran subas esperadas de 6,5% del tipo de cambio oficial para el próximo mes y de hasta 60% para los próximos tres meses.

Frente a este escenario, luego de los comicios presidenciales el gobierno anunció nuevas políticas para reducir la presión sobre el frente cambiario. Como primera medida el BCRA elevó 300 puntos básicos las tasas de interés de las Letras que licita semanalmente (a 28,9% anual en el caso de Lebac a 90 días) con la intención de elevar el rendimiento de los depósitos en moneda local (los rendimientos de los plazos fijos minoristas están atados a las tasas de colocación de deuda del BCRA) para alentar la demanda de pesos.

Por otra parte, se redujo a la mitad el límite máximo que tienen las empresas para comprar dólares sin la autorización previa del Banco Central, pasando de US$ 150.000 a sólo US$ 75.000. Por último, a partir de noviembre las aseguradoras de riesgo sólo podrán tener en sus carteras activos en dólares por el equivalente a sus compromisos nominados en dicha moneda. El objetivo de la medida sería, al igual que sucedió hacia un año atrás con la llegada de Vanoli al BCRA, que el excedente de las tenencias se vuelque al mercado de capitales y se reduzca la cotización del contado con liquidación.

Estas medidas señalan que, a dos meses del cierre del año y en el último tramo de la campaña electoral, el gobierno aumentará los esfuerzos por contener las presiones en el frente cambiario recurriendo una vez más a mayores controles y restricciones sobre el mercado.

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

Main Economic Indicators

	Unit	Last Figure		% Variations		
		Month	Level	Monthly	Annual	YTD
Activity Level						
Qurterly GDP (Ecolatina's estimate)	1993 AR$ Billion	II-Q-2015	455.0	-	2.1%	0.6%
Goods GDP (Ecolatina's estimate)	1993=100	Sep-15	167.2	0.8% [1]	3.2%	2.6%
Industrial Production (UIA)	2004=100	Aug-15	151.6	0.0% [1]	4.7%	-0.8%
Construction (Índice Construya)	Jun. '02=100	Sep-15	428.1	3.4% [1]	15.7%	6.4%
Unemployment Rate (Ecolatina's estimate)	% Labor force	II-Q-2015	10.4	- [1]	-0.3 p.p.	-1.4 p.p.
Prices						
CPI (INDEC)	2008=100	Sep-15		1.2%	14.4%	10.7% [3]
Ecolatina CPI	1999=100	Sep-15		1.9%	26.6%	19.1% [3]
Salaries Index	IV Q 2001=100	Aug-15	1,345.9	3.2%	29.0%	22.2% [3]
Inflation expected for the next 12 months (UTDT)	Medium	Oct-15	25.0	-5.0 p.p.	-10.0 p.p.	-5.0 p.p.
Exchange rate						
Nominal	AR$/US$	Oct-15	9.49	1.3%	11.9%	11.0% [3]
Informal	AR$/US$	Oct-15	15.87	0.7%	7.4%	21.0% [3]
Real $/U$S (deflated by Ecolatina CPI)	Dec. '01=100	Sep-15	93.2	-0.8%	-12.1%	-6.8%
Real Multilateral (deflated by Ecolatina CPI)	Dec. '01=100	Aug-15	114.3	-4.7%	-26.9%	-16.6% [3]
Fiscal Situation						
Tax Collection	AR$ Billion	Sep-15	129.4	-	31.1%	32.1%
Primary Expenditure	AR$ Billion	Jul-15	129.1	-	38.0%	39.1%
National Primary Surplus [5]	AR$ Billion	Jul-15	-8.6	-	19.0%	138.8%
Foreign Sector						
Exports*	US$ Billion	Sep-15	5.1	-	-10.6%	-16.0%
Imports*	US$ Billion	Sep-15	5.5	-	-10.9%	-10.6%
Trade Balance*	US$ Billion	Sep-15	-0.47	-	-	-
Current Account*	US$ Billion	II-Q-2015	-2.6	-	-276.5%	27.6%
Money						
Monetary Base [4]	AR$ Billion	Sep-15	533.4	1.2%	34.8%	20.4% [3]
Private Deposits [4]	AR$ Billion	Sep-15	881.4	2.2%	38.9%	28.4% [3]
Loans to the Private Sector [4]	AR$ Billion	Sep-15	707.4	2.6%	31.0%	22.3% [3]
International Reserves	US$ Billion	Sep-15	33.3	-0.3	5.4	1.8 [3]
Rates						
Time deposits rate in pesos [4]	%	Sep-15	21.2%	46.0%	199.0%	119.0% [3]
BADLAR rate in pesos [4]	%	Sep-15	21.2%	0.2 p.p.	0.9 p.p.	1.2 p.p. [3]
Confidence						
Consumer (UTDT)	Index (0-100)	Oct-15	57.0	3.2% [1]	29.6%	34.3%
Government (UTDT)	Index (0-5)	Sep-15	1.78	-7.3%	4.1%	18.3%

[1] Seasonally adjusted. [2] constant prices. [3] Variation vs. december. [4] Monthly Average. [5] Excludes Central Bank's profits transfers
**Corrected with INDEC´s User Database*
Source: Ecolatina

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

ECOLATINA
CONSULTORA EN ECONOMIA Y EMPRESAS

Argentinien Wirtschaft

1	Überblick	
2	Wirtschaftskonjunktur	
3	Preise	
4	Haushaltsüberblick	
5	Außenhandel	
6	Geld- und Wechselkurspolitik	11/2015

ÜBERBLICK

„Jahresende mit Stichwahl und wachsendem Druck auf den Wechselkurs"

Der Wahlausgang vom 25. Oktober verlängert die Ungewissheit darüber, wer der nächste Präsident Argentiniens sein wird. In der Zwischenzeit leidet die Wirtschaft unter steigendem Druck auf den Wechselkurs. Aufgrund einer fehlgeschlagenen Platzierung von Bonds nach Bezahlung des BODEN 2015 sanken die Devisenreserven um US$ 6 Mrd. auf unter US$ 27 Mrd. Die einzige Reaktion der Regierung bestand darin, die Devisenkaufbeschränkungen zu verschärfen und so Zeit zu gewinnen, um Daniel Scioli oder Mauricio Macri die Lösung des Wechselkursproblems zu überlassen.

Der Wahlausgang vom 25. Oktober verlängert die Ungewissheit darüber, wer der nächste Präsident Argentiniens sein wird. Daniel Scioli, der Kandidat des Wahlbündnisses "Frente para la Victoria" erhielt zwar die meisten Stimmen, konnte aber die Stichwahl nicht vermeiden und sein Stimmenanteil lag unter dem, den er in den Vorwahlen erreicht hatte. Dagegen verbesserte das Wahlbündnis "Cambiemos" unter Führung von Mauricio Macri nicht nur sein Ergebnis im Vergleich zu den Vorwahlen, sondern gewann auch bei der Wahl des Gouverneurs der strategischen Provinz Buenos Aires.

Hervorzuheben ist, dass in den Vorwahlen das Bündnis "Frente para la Victoria" fast 39 % der Stimmen erlangte und damit um 8 Prozentpunkte vor "Cambiemos" (30 % der Stimmen) lag. Im ersten Wahlgang der Präsidentschaftswahlen verringerte sich diese Differenz deutlich: Scioli erreichte nicht einmal 37 %, während Macri mehr als 34 % erhielt; damit betrug der Abstand weniger als 3 Prozentpunkte.

Obwohl Scioli mehr Stimmen erzielte als Macri (9 Mio. ggü. 8,3 Mio.) ist es zweifelhaft, ob er die Stichwahl am 22. November gewinnen kann, denn er hat Schwierigkeiten, unabhängige Wähler für sich einzunehmen (im Oktober erhielt er weniger Stimmen als bei den Vorwahlen). Zudem hat er mit mehreren Problemen zu kämpfen: Verlust der Provinzregierung und mehrerer Bürgermeister von Städten der Provinz Buenos Aires sowie interne Konflikte in seinem Wahlbündnis.

Die Erwartungen begünstigen "Cambiemos", denn ohne zu wissen, ob es zu überhaupt zu einer Stichwahl kommen würde, reduzierte Macri deutlich den Abstand zu Scioli und Eugenia Vidal konnte dem Peronismus in der Provinz Buenos Aires eine Niederlage zufügen. Allerdings muss Macri den Vorteil ausnutzen, dem ihm ein besseres Wahlergebnis als das erwartete gibt, und seinen Stimmanteil wesentlich erhöhen, um im zweiten Wahlgang zu gewinnen.

Der Schlüssel bei der Stichwahl ist, keine Anhänger zu verlieren und die Unterstützung von Wählern zu erringen, die für keinen der beiden Kandidaten gestimmt haben (weniger als 30 %). Außerdem wird es ausschlaggebend sein, wohin die 5 Mio. Wähler, die im ersten Wahlgang für Sergio Massa gestimmt haben (21 % der Stimmen) tendieren werden.

In der Zwischenzeit leidet die Wirtschaft unter steigendem Druck auf die Devisenreserven. Die fehlgeschlagene Platzierung von Bonds, die die Staatskasse nach Zahlung des BODEN 2015 vornahm, konnte den Rückgang der Devisenreserven nicht aufhalten. Sie sanken im Oktober um mehr als US$ 6 Mrd. auf unter 27 Mrd.

Allerdings ist der Rückgang des Devisenbestands der BCRA nicht nur die Folge des staatlichen Schuldendienstes. Im dritten Quartal verkaufte die Zentralbank Auslandswährung auf dem Devisenmarkt iHv US$ 80 Mio. pro Tag; im Oktober dürfte dieser Wert bei mehr als 100 Mio. pro Tag gelegen haben.

Das Wahlergebnis von "Cambiemos" bewirkte zwar eine Verbesserung der argentinischen finanziellen Aktiva (auch die Märkte hatten nicht mit dem Ergebnis des 25. Oktober gerechnet) und einen Kursrückgang des Dollar "blue", aber es verstärkte auch die Abwertungserwartungen bezüglich des offiziellen Pesokurses. Dahinter steht die Annahme, dass Macri schneller als Scioli die Devisenkaufbeschränkungen aufgeben und eine Lösung auf den internationalen Finanzmärkten suchen wird.

Hinzu kommt, dass eine mögliche Aufstockung des Swaps mit China Verhandlungen mit der neuen Regierung erfordert, wofür zunächst die Stichwahl abgewartet werden muss. Im besten Fall könnte damit eine alternative Finanzierung erst zum Jahresende konkretisiert werden.

Die schwierige Situation zwang die BCRA dazu, mehrere Maßnahmen zur Verschärfung der Devisenkaufbeschränkungen zu ergreifen. Zu ihnen gehören vor allem eine drastische Beschneidung der für die Zahlung von Importen automatisch gewährten Devisensumme, die Anhebung der Zinssätze für Anlagen in Peso um 3 Prozentpunkte, um das Sparen in nationaler Währung attraktiver zu machen sowie ein

massiver Verkauf von Verträgen mit Dollar-Futures zu geringen Preisen auf dem Derivat- und Future-Markt ROFEX.

Trotz der Bemühungen der Zentralbank lässt der Druck auf den Wechselkurs nicht nach. Die Spekulationen über die Abwertung, die der künftige Präsident vornehmen müsste (wegen des geringen Bestands disponibler Devisenreserven) und/oder eine mögliche Herabsetzung der Exportabgaben auf Landwirtschaftsprodukte haben den Devisenzufluss gebremst. Die geringeren Deviseneinnahmen aus Exporten, die stärkeren Importhemmnisse und die höheren Zinssätze haben nicht nur die Konjunkturabkühlung verstärkt, sondern lassen auch das Risiko entstehen, dass die Inflation angeheizt wird. Diese Strategie versucht nur, Zeit zu gewinnen, um einen Run auf den Dollar zu vermeiden, während sie gleichzeitig den Druck auf den künftigen Präsidenten verstärkt.

WIRTSCHAFTSKONJUNKTUR

Im September wuchs das BIP/Güter um 3,2 % p. a., der Anstieg im bisherigen Jahresverlauf betrug damit 2,6 % p. a. Saisonbereinigt nahm die Produktion ggü. August um 0,8 % zu.

Im September wuchs das BIP/Güter um 3,2 % p. a., der Anstieg im bisherigen Jahresverlauf betrug damit 2,6 % p. a. Saisonbereinigt nahm die Produktion ggü. August um 0,8 % zu, nachdem sie zwei Monate in Folge geschrumpft war (-3,6 % im Juli, -1,2 % im August).

Im September konnten zwar alle Sektoren einen Zuwachs verzeichnen, aber für das BIP-Wachstum waren insbesondere Strom, Gas und Wasser (+6,4 % p. a.) und das Baugewerbe (+7,8 % p. a.) von Bedeutung. Andererseits wies die Industrie zwar eine positive Veränderung ggü. dem Vorjahr auf (+1,5 % p. a.), verlor aber gleichzeitig im Vergleich zu August an Dynamik.

Economic Activity Indicators

		Date	YoY % Change 2014/2013	YoY % Change Last Data Available	YoY % Change YTD	Monthly % chang
	Goods Production	Sep-15	-1.8%	3.2%	2.6%	0.8%
Industry	Automotive Production	Sep-15	-22.0%	-8.3%	-9.5%	3.0%
	Steel Production	Aug-15	5.8%	1.3%	-8.3%	7.1%
Construction	Cement Sales	Sep-15	-3.5%	7.5%	9.2%	12.2%
	Build Index		-5.5%	15.7%	6.4%	3.4%
Consumption	Retail Sales (CAME)	Sep-15	-6.5%	2.4%	2.0%	0.4%
	National Consumer's Confidence	Oct-15	-13.4%	29.6%	34.3%	3.2%

Source: Ecolatina based on private indicators — ** Country's Total (U*

Das Baugewerbe verzeichnete im September einen höheren Zuwachs als im Vormonat: +7,8 % p. a. ggü. +5,2 % p. a. Jenseits der monatlichen Schwankungen ist das Baugewerbe einer der wichtigsten Motoren der Güterproduktion im Jahr 2015. Das ist möglicherweise darauf zurückzuführen, dass sich angesichts eines Regierungswechsels die Erwartungen auf eine Aufhebung der Devisenkaufbeschränkungen und die Normalisierung des Immobilienmarkts verstärken, sodass viele Investitionen im Hinblick auf diese Maßnahme erfolgen. Hinzu kommt, dass in einem Wahljahr die Bautätigkeit der öffentlichen Hand das Baugewerbe fördert.

Die günstige Dynamik des Baugewerbes zeigte sich im September in einem Anstieg des Indexes Construya (+15,7 % p. a.) und höheren Zementlieferungen (+8,2 % p. a.), die sich vom Rückgang des letzten Monats (-1,6 % p. a.) erholten. Saisonbereinigt wiesen beide Indikatoren deutliche Steigerungen im Vergleich zu August auf (3,4 % bzw. 12,2 %).

Im Gegensatz zu diesen Indikatoren sank die Beurkundung von Immobilienverkäufen in der Provinz Buenos Aires im September um 3,8 % p. a. Dieser Rückgang ist zwar geringer als im August (-15,3 % p. a.), aber die Ungewissheit und der Druck auf den Wechselkurs in Erwartung des Wahlergebnisses sorgen in diesem Sektor für eine gewisse Volatilität. Allerdings ist die Veränderung im bisherigen Jahresverlauf positiv (+7,6 % p. a.).

Das magere Ergebnis der verarbeitenden Industrie ist eine Folge des Rückgangs der Automobilproduktion im September (-8,3 % p. a.). Er ist im Wesentlichen auf die um 27,3 % p. a. geringere Ausfuhr aufgrund des Exportrückgangs nach Brasilien (-31 % p. a. in den ersten neun Monaten 2015) zurückzuführen. Diese Tendenz erklärt sich durch die starke Rezession in Brasilien und die Verteuerung der argentinischen Produkte infolge der Abwertung des Real. Dagegen stieg der Absatz an Vertragshändler zum fünften Mal in Folge (+1,9 % p. a.).

Beim Konsum stelle der Argentinische Verband mittlerer Unternehmen (CAME) im September eine Ausweitung des Handelsvolumens in den traditionellen Kanälen fest (+2,4 % p. a.); den stärksten Anstieg verzeichneten Elektrohaushaltsgeräte (+4,8 % p. a.).

Nach der Stagnation im August stieg der Massenkonsum im September um 2,1 % p. a. und verzeichnete damit im Jahresverlauf einen Rückgang um 0,4 % p. a.; allerdings ist zu betonen, dass er im dritten Quartal um 1 % p. a. gestiegen ist, nachdem er im ersten Halbjahr um 1 % p. a. geschrumpft war. Das macht deutlich, dass zumindest beim Massenkonsum und insbesondere in den traditionellen

Verkaufskanälen (+1.3 % p. a.) die staatlichen Förderungsmaßnahmen anlässlich der Wahlen in Kombination mit den Ergebnissen der Tarifverhandlungen eine gewisse Wirkung zeigen.

Der Index des Verbrauchervertrauens der Universität Torcuato Di Tella zog im Oktober ggü. September um 4,3 % an (saisonbereinigt stieg er um 3 %). Der Anstieg betrifft alle Unterindizes, insbesondere aber dauerhafte Güter und Immobilien (+6,1 % pro Monat). Die Einschätzung der makroökonomischen Situation verbesserte sich um 4,6 % aufgrund der Verbesserung der Verbrauchererwartungen hinsichtlich der Lage in einem Jahr (+5,6 % pro Monat), nachdem sich diese im September stark verschlechtert hatten (-10,2 % pro Monat).

PREISE

Einige Ökonomen vertreten die Auffassung, dass das derzeitige Preisniveau der Entwicklung des Dollarschwarzmarktkurses folgt und deshalb eine Abwertung des offiziellen Pesokurses nicht auf die Preise durchschlagen würde. Leider gibt es keine empirischen Befunde, die diese Aussage stützen.

Eine Abwertung wird bestenfalls als notwendiges Übel empfunden. In diesem Kontext sind diejenigen, die sie vornehmen, der Meinung, dass es sich um die am wenigsten schädliche der wenigen verfügbaren Optionen handelt (zu denen u.a. die Platzierung von Schuldverschreibungen oder die Spaltung des Wechselkurses gehören), wissen aber, dass sie kurzfristige politische Kosten mit sich bringt.

Abwertungen haben zurecht einen schlechten Ruf; man braucht nur die einschneidenden historischen Erfahrungen Argentiniens zu analysieren, um ihre unmittelbaren schädlichen Auswirkungen zu erkennen. Bei einem Sprung des Wechselkurses sinkt im Allgemeinen der Reallohn, Konsum und BIP schrumpfen. Verantwortlich für diese bekannte Dynamik ist die Inflation, denn der Anstieg des offiziellen Devisenpreises treibt die Produktionskosten der Unternehmen in die Höhe und erzeugt Ungewissheit über die Kosten der Güterwiederbeschaffung, die wiederum auf die Preise übertragen werden.

Hätte eine Abwertung keine Auswirkungen auf die Inflation, entfiele ein Teil der kontraktiven Wirkung. Falls es gelingt, mittelfristig den realen Wechselkurs zu verbessern, würde dieser als Anreiz für Exporte funktionieren (und damit für die Landwirtschaftsproduzenten Rentabilitätschancen erzeugen) und Importe entmutigen. Es könnte sogar zu einer gewissen Substituierung externer durch lokale Produkte kommen, was wiederum ein für die Produktion wäre.

In den letzten Wochen wurde die Möglichkeit diskutiert, dass derzeit das Preisniveau der Wirtschaft der Entwicklung des Schwarzmarkt- und nicht des offiziellen Wechselkurses folgt. Wenn dies richtig ist, würde eine Pesoabwertung keine nennenswerte Beschleunigung der Inflation bewirken, da diese von den Unternehmen bereits vorweggenommen worden sei. Damit entfiele ein Teil der anfänglichen rezessiven Wirkung einer Abwertung.

Leider wird diese Hypothese nicht von empirischen Befunden gestützt. Die Daten des IPC Ecolatina belegen eine solche Dynamik nicht. Die Preisbildung bei Gütern ist besonders sensibel für den Wechselkurs; sollte die Preisentwicklung tatsächlich vom Schwarzmarktkurs des Dollars abhängen, dann müssten die Preise in den letzten Monaten beträchtlich gestiegen sein.

Zwischen Juli und September zogen sowohl der Schwarzmarktkurs wie der Wechselkurs beim Devisenerwerb über Wertpapiere ("contado con liqui") deutlich an (um 22 % bzw. 15 % im genannten Zeitraum), während die Güterpreise um 7 % stiegen und damit der allgemeinen Preissteigerung entsprachen. Es ist überhaupt in keinem Zeitraum eine Korrelation zwischen dem Schwarzmarktkurs und diesen Preisen zu beobachten. Im Gegenteil scheint sich ihre Veränderung ggü. dem Vorjahr durch einen Mix von Lohnkosten (etwa 29 % in den letzten 12 Monaten) und dem offiziellen Wechselkurs (+11 % p. a.) zu erklären.

Und selbst wenn das Preisniveau der Wirtschaft von der Entwicklung des Schwarzmarktkurses beeinflusst wird, bedeutet das nicht, dass eine Abwertung die Inflation nicht beschleunigt. In einem Kontext von Ungewissheit über die Preisentwicklung hätte eine starke Wechselkursänderung relevante Auswirkungen auf die Erwartungen der Akteure. Die Befürchtung, bei der Abwertung handle es sich nicht um die letzte, könnte die von den Unternehmen angenommenen Wiederbeschaffungskosten in die Höhe treiben oder auf Tarifverhandlungen durchschlagen und damit Druck auf die Preise ausüben.

Seit die Einführung der Devisenkaufbeschränkungen begann, die Unternehmen zu beeinträchtigen, die Devisen für den Import benötigen, gibt es Firmen, die Produkte im Ausland kaufen und sich die Devisen über die Börse besorgen. Wenn man einem Unternehmen den Zugang zum offiziellen Devisenmarkt verbietet und es dazu zwingt, Devisen mithilfe von Wertpapieren zu erwerben, steigen die Produktionskosten erheblich. Für diese Firmen wirkt sich dieser Mechanismus wie eine Abwertung aus, da er Druck auf ihre Kosten ausübt und sie dazu zwingt, die höheren Kosten auf die Preise zu übertragen.

Es ist möglich, dass die Zahl der Unternehmen, die nur mithilfe dieses Mechanismus importieren können, in dem Maße zugenommen hat, wie sie Schwierigkeiten bekamen, Devisen zum offiziellen Wechselkurs zu kaufen (und insbesondere seit der Oberste Gerichtshof diese Handlungsweise für legitim erklärt hat). Trotzdem ist es nicht möglich, dass es sich dabei um eine so große Anzahl handelt, dass die Preise der Entwicklung des Wechselkurses beim Devisenerwerb mithilfe von Wertpapieren und schon gar nicht dem Schwarzmarktkurs folgen.

Auch wenn der Weg zu einer Normalisierung der relativen Preise ohne Übertragung einer möglichen Abwertung auf die Preise wesentlich einfacher wäre, scheint dies nicht der Fall zu sein. Die künftige Regierung erbt eine durch die Pesoüberbewertung und die zu niedrigen Tarife öffentlicher Dienstleistungen unterdrückte Inflation. Sollte der Wechselkurs freigegeben und eine Abwertung von, sagen wir, 40 % zugelassen werden, würde dies nach unseren Berechnungen eine um 20 Prozentpunkte höhere Inflation bedeuten, womit die Jahresinflation auf über 40 % steigen würde.

HAUSHALTSÜBERBLICK

Obwohl die Nationale Öffentliche Verwaltung im Vergleich zum Vorjahresmonat eine Verschlechterung des Primärergebnisses auswies, sank das Defizit im Vergleich zum Juli 2015 aufgrund geringerer Subventionen an ENARSA.

Im September stiegen die Staatseinnahmen um 31 % p. a. und damit weniger als im August (+33 % p. a.). Die Zunahme lag um 3,6 Prozentpunkte über der Inflationsrate; zum dritten Mal in Folge war der Anstieg geringer als der vorherige, was auf eine Abschwächung des Anstiegs der Staatseinnahmen hindeutet.

Am stärksten nahmen im September die Mittel der Sozialversicherung zu (+28 % p. a.), gefolgt vom Steueraufkommen (+34 % p. a.) zu. Dagegen verzeichneten die Einnahmen aus dem Außenhandel nach drei positiven Monaten in Folge einen Rückgang (-9 % p. a.).

Der Einnahmenanstieg der Rentenversicherung lag im September um 9 Prozentpunkte über der Inflationsrate und war damit der höchste im laufenden Jahr (im Juli betrug zu Zunahme 11 % p. a.). Das bedeutet, dass der Einnahmenzuwachs der Sozialversicherung im bisherigen Jahresverlauf um 6 Prozentpunkte über der Inflationsrate lag.

Die Entwicklung des Steueraufkommens ist im Wesentlichen die Folge des starken Anstiegs bei der Einkommensteuer (+40 % p. a.) und der Mehrwertsteuer auf Binnengeschäfte (+38 % p. a.). Hervorzuheben ist, dass die Zunahme bei der Mehrwertsteuer (inflationsbereinigt +9 %) eine Konsumdynamik deutlich macht, die zeigt, dass die Finanzspritze (Ressourcenübertragung an Sektoren mit starker Konsumneigung bei Nahrungsmitteln) die Ausgabenbereitschaft der privaten Haushalte fördert.

Die Einnahmen aus dem Außenhandel sanken im September infolge des Einbruchs bei den in lokaler Währung ausgewiesenen Exportabgaben (-20 % p. a.), der auf Dollarbasis sogar noch stärker ausfiel (-28 % p. a.). Dagegen stiegen die Einnahmen aus Importzöllen sowohl auf Peso- wie auf Dollarbasis (+13 % p. a. bzw. +2 % p. a.). Dies macht deutlich, dass die Importflexibilisierung anhielt, wenn auch mit geringerer Dynamik.

Bisher sind die Augustdaten des nicht finanziellen öffentlichen Sektors (SPNF) noch nicht bekannt. Aber auf Fälligkeitsbasis ergab das Ergebnis der Nationalen Öffentlichen Verwaltung (eine kleinere Basis als der SPNF, die PAMI, Treuhandfonds, Staatsunternehmen und andere Institutionen nicht einschließt) ein Primärdefizit iHv AR$ 241 Mio., das eine deutliche Verschlechterung ggü. 2014 deutlich macht (im August 2014 entstand ein Überschuss von AR$ 6,2 Mrd.).

Es ist jedoch zu präzisieren, dass die Nationale Öffentliche Verwaltung zwar eine Verschlechterung des Primärergebnisses im Vergleich zum Vorjahresmonat auswies, aber im Vergleich zum Juli 2015 (AR$ 4,975 Mrd.) verringerte sich der Fehlbetrag. Dies erklärt sich dadurch, dass im August die laufenden Übertragungen an den öffentlichen Sektor deutlich geringer stiegen und zwar aufgrund des Rückgangs der Übertragungen an ENARSA (im Gesamtergebnis per August sanken sie um

34 % p. a., im Gesamtergebnis per Juli dagegen nur um 27 % p. a.); dies ist die Folge der Anhebung der Tarife für private Haushalte 2014 und der geringeren Kosten der Energieimporte.

Bezüglich der Finanzquellen des öffentlichen Sektors ist festzuhalten, dass in den ersten neun Monaten 2015 vorübergehende Vorschüsse und BCRA-Erträge iHv AR$ 92,4 Mrd. (ggü. AR$ 104,9 Mrd. im Vergleichszeitraum 2014) verwendet wurden. Im Unterschied zu 2014 gab es jedoch im laufenden Jahr eine starke Platzierung von in Peso ausgewiesenen Schuldtiteln.

Im Oktober erfolgten drei Platzierungen seitens des öffentlichen Sektors. Die Staatskasse platzierte einen in Dollar ausgewiesenen Bonds (BONAR 2020), wodurch sie US$ 637 Mio. einnahm. In einer weiteren Ausschreibung wurde ein an den Dollar gebundener Bonds (BONAD 2017) über AR$ 4,23 Mrd. platziert sowie ein neues Instrument namens BONAR B+300 (dessen Rendite an die Entwicklung des Badlar-Satzes plus 300 Prozentpunkte gebunden ist), durch das AR$ 8,27 Mrd. eingenommen wurden. Damit erzielte die Staatskasse allein im Oktober insgesamt Darlehen von etwa AR$ 18,5 Mrd. auf den lokalen Märkten.

AUßENHANDEL

Die Daten der Benutzerdatenbank des INDEC wiesen auch im September ein Handelsbilanzdefizit aus. Im bisherigen Jahresverlauf beträgt es insgesamt US$ 1,715 Mrd.; für das Gesamtjahr ist ein Defizit von US$ 2,5 Mrd. zu erwarten, das erste in 16 Jahren.

Auf Grundlage der Informationen der Benutzerdatenbank des INDEC ergibt sich für September ein Handelsbilanzdefizit iHv US$ 466 Mio.; im Vergleich dazu wurde im entsprechenden Vorjahresmonat ein Überschuss von US$ 180 Mio. erwirtschaftet. Diese Verschlechterung der Handelsbilanz ist die Folge steigender Importe und sinkender Exporte.

Der Anstieg um 0,8 % p. a. bei der Einfuhr entstand trotz eines elfprozentigen Preisrückgangs, da die Mengen um etwa 14 % zunahmen.

Bei der deaggregierten Analyse ist eine wenig homogene Entwicklung bei den verschiedenen Gütergruppen zu beobachten. Die Importe von Zwischengütern (die wichtigsten Produkte für den Produktionsprozess, auf die 1 von 4 Dollars entfällt, die Argentinien für die Bezahlung von Importen aufwendet) gingen ausschließlich aufgrund niedrigerer Preise um 9 % p. a. zurück.

Weitere für den Produktionsprozess zentrale Güter sind Teile und Zubehör (22 % der Einfuhr Argentiniens). Der Rückgang ist die Folge eines Preisrückgangs um 9 % p. a., während mengenmäßig ein etwas geringerer Anstieg zu verzeichnen war.

Eine ähnliche Situation ergab sich bei den Kapitalgütern. Auch hier sanken die Preise um 9 % p. a., aber dieser Rückgang wurde durch den mengenmäßigen Anstieg um 20 % p. a. mehr als kompensiert. Das erklärt den um 10 % höheren Importwert dieser Produkte.

Allerdings konnte der leichte Importanstieg im September die Abnahme in den Vormonaten nicht kompensieren: Bis September sank ihr Wert um insgesamt 9,6 % p. a. auf US$ 45,711 Mrd. und damit auf den niedrigsten Stand in diesem Zeitraum seit 2010.

Die Auslandsverkäufe beliefen sich im September nach Informationen der Benutzerdatenbank des INDEC auf US$ 5,08 Mrd., 10,6 % weniger als im entsprechenden Monat 2014 (und 35 % weniger als im September 2011); das bedeutet einen Verlust von US$ 600 Mio. Angesichts der Dollarknappheit ist diese Entwicklung besorgniserregend.

Die Ausfuhr von Rohstoffen betrug US$ 1,261 Mrd. (das entspricht 1 von 4 Handelsdollars, die Argentinien einnimmt) und lag um 30 % über dem Wert von 2014. Auch die verarbeiteten Produkte landwirtschaftlichen Ursprungs (MOA) verzeichneten einen Anstieg (+1,4 % p. a.) auf US$ 2,272 Mrd.

Wie bereits angemerkt, betrug die Exportdifferenz zwischen September 2014 und 2015 US$ 600 Mio., von denen mehr als die Hälfte die Folge der schlechten Entwicklung bei verarbeiteten Produkten industriellen Ursprungs (MOI) sowie bei Kraftstoffen und Energie ist. Der Exportwert der MOI im September 2015 betrug US$ 1,42 Mrd., das bedeutet einen Rückgang um 31 % p. a. Obwohl der Anteil von Kraftstoffen und Energie am Gesamtexport im September nicht relevant war, bedeutet der Rückgang um 67 % p. a. einen Verlust von US$ 257 Mio.

Der Gesamtexport in den ersten neun Monaten 2015 belief sich auf US$ 43,996 Mio. (nach Informationen der Benutzerdatenbank des INDEC) und lag damit um 16 % unter dem Wert des Vergleichszeitraums 2014 (und um 45 % unter dem Wert im Jahr 2011).

Trade Balance						
User Database	Sep-14	Sep-15	YoY	YTD 2014	YTD 2015	YoY
Exports (US$ FOB billion)	5.68	5.08	-10.6%	52.3	44.0	-16.0%
Selected Products	2.35	2.58	9.9%	23.7	21.1	-11.3%
Soybean Complex	*1.47*	*1.95*	*32.8%*	*15.9*	*14.3*	*-9.7%*
Corn	*0.27*	*0.24*	*-9.0%*	*2.8*	*2.8*	*-1.8%*
Cars	*0.61*	*0.38*	*-37.1%*	*5.1*	*4.0*	*-21.4%*
Others	3.33	2.50	-24.9%	28.6	22.9	-19.8%
Imports (US$ CIF billion)	5.50	5.55	0.8%	50.5	45.7	-9.6%
Energy	*0.63*	*0.67*	*6.2%*	*9.4*	*5.7*	*-39.2%*
Parts and Accesories	*1.24*	*1.22*	*-1.5%*	*10.1*	*9.4*	*-6.9%*
Cars	*0.24*	*0.29*	*20.1%*	*2.8*	*2.5*	*-11.5%*
Others	3.40	3.37	-0.7%	28.1	28.0	-0.4%
Trade Balance (FOB - CIF)	0.2	-0.5		1.8	-1.7	

Source: INDEC's User Database

Die Differenz zwischen Ein- und Ausfuhr ergab im September ein Defizit iHv US$ 466 Mio., das zu dem bis August akkumulierten Fehlbetrag von US$ 1,25 Mrd. hinzukommt. Sollte sich diese Tendenz fortsetzen, würde das aktuelle Minus von US$ 1,715 bis Jahresende auf US$ 2,5 Mrd. steigen. Damit wäre 2015 das erste Jahr mit Handelsbilanzdefizit seit 1999.

Die im Argentinischen Außenhandelsbericht veröffentlichten Importdaten entsprechen den Informationen der Benutzerdatenbank; bei den Exporten ist dies jedoch nicht der Fall. Dem ICA zufolge betrugen die Auslandsverkäufe im September 2015 US$ 5,611 Mrd. (-6,7 % p. a.). Der Gesamtexport in den ersten neun Monaten belief sich dieser Publikation zufolge auf US$ 47,263 Mrd. (-15,8 % ggü. dem Vergleichszeitraum 2014). Wiederum wuchsen die Exporte nach Angaben des ICA ausreichend, um einen positiven Handelsbilanzsaldo (US$ 65 Mio.) zu gewährleisten.

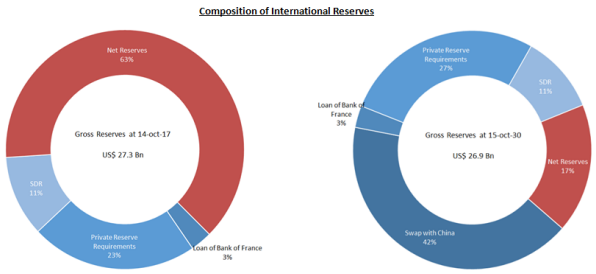
GELD- UND WECHSELKURSPOLITIK

Die Bruttodevisenreserven sanken aufgrund der Schuldentilgung und des anhaltenden Devisenverkaufs auf dem offiziellen Markt auf das Niveau des Vorjahres (US$ 26,96 Mrd.). Die flüssigen Reserven dagegen fielen im Vergleich zu 2014 noch stärker.

Der Beginn des letzten Quartals war von einer Verschlechterung der Devisenlage gekennzeichnet. Der Oktober begann mit dem Schuldendienst des Bonds der Provinz Buenos Aires (US$ 675 Mio.) und des BODEN 2015 (netto US$ 4,7 Mrd. des öffentlichen Sektors), die die Regierung mit der Platzierung des BODEN 2020 (US$ 637 Mio. zu einem Jahreszinssatz von 9,2 % in Dollar, von denen die Hälfte von öffentlichen Institutionen stammen soll) nicht kompensieren konnte.

Zu der Schudentilgung kam der Devisenverlust auf dem offiziellen Devisenmarkt hinzu: Im Oktober beliefen sich die Verkäufe der BCRA auf US$ 1,85 Mrd. (US$ -5,3 Mrd. in den letzten vier Monaten). Der Rückgang des Devisenbestands sollte durch ein kurzfristiges Darlehen der Banque de France (US$ 400 Mio.) abgefangen werden, aber der Nettoeffekt war gleich Null; der Regierung gelang es außerdem, die Summe der Tranche des Währungs-Swaps mit China (der vor einem Jahr vereinbart wurde) und die in Oktober zur Tilgung anstand (US$ 814 Mio.) zu erneuern.

Im Ergebnis sanken die Bruttoreserven im Oktober um US$ 6,3 Mrd. auf US$ 26,96 Mrd., also den Bestand des Vorjahres. Bei der Analyse der Zusammensetzung des Devisenbestands der BCRA wird jedoch eine Verschlechterung im Vergleich zu 2014 deutlich. Vor einem Jahr machten die flüssigen Reserven (nach Abzug der Mindestreserven der Privatbanken, der Sonderziehungsrechte, des Swaps mit China und anderer kurzfristiger Darlehen) mehr als 60 % der Gesamtsumme aus (US$ 17,35 Mrd.), während im Oktober 2015 nur 17,5 % (US$ 4,73 Mrd.) auf sie entfielen.



Während die BCRA weiterhin auf dem lokalen Futures-Markt ROFEX intervenierte, um die Abwertungserwartungen einzudämmen (das gehandelte Volumen stieg um 45,5 %), enthielten die Verträge im Ausland (New York) einen erwarteten Anstieg des Dollarkurses um 6,5 % auf dem offiziellen Markt für den kommenden Monat und bis zu 60 % für die nächsten drei Monate.

Angesichts dieser Situation gab die Regierung nach dem ersten Wahlgang neue Maßnahmen bekannt, um den Druck auf den Wechselkurs zu vermindern. Als erstes hob die Zentralbank den Zinssatz auf Schuldbriefe, die sie wöchentlich ausschreibt, um 300 Prozentpunkte an (auf 28,9 % p. a. im Fall der Lebac mit einer Laufzeit von 90 Tagen), um die Rendite von Anlagen in lokaler Währung zu erhöhen (die Zinssätze für Festgelder von Sparern hängen von den Zinssätzen für Schuldverschreibungen der BCRA ab) und so die Nachfrage nach Pesos zu fördern.

Andererseits wurde die Obergrenze für den Devisenkauf durch Unternehmen ohne vorherige Genehmigung durch die Zentralbank von US$ 150.000 auf nur US$ 75.000 heruntergesetzt. Und schließlich dürfen ab

November die Risikoversicherungen in ihren Portfolios in Dollar nur die Summe halten, die ihren Verpflichtungen in dieser Währung entspricht. Ziel dieser Maßnahme ist es (so, wie es vor einem Jahr bei Amtsübernahme von Vanoli in der BCRA geschah), den Überschuss dieser Aktiva auf den Kapitalmarkt zu kanalisieren und damit den Kurs für den Devisenerwerb mithilfe von Wertpapieren zu senken.

Diese Maßnahmen machen deutlich, dass die Regierung zwei Monate vor Jahresende und in der letzten Wahlkampfphase die Anstrengung verstärken wird, den Druck auf den Wechselkurs zu vermindern, indem sie wieder einmal zu stärkeren Kontrollen und Restriktionen greift.

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						
Qurterly GDP (Ecolatina's estimate)	1993 AR$ Billion	II-Q-2015	455.0	-	2.1%	0.6%
Goods GDP (Ecolatina's estimate)	1993=100	Sep-15	167.2	0.8% [1]	3.2%	2.6%
Industrial Production (UIA)	2004=100	Aug-15	151.6	0.0% [1]	4.7%	-0.8%
Construction (Índice Construya)	Jun. '02=100	Sep-15	428.1	3.4% [1]	15.7%	6.4%
Unemployment Rate (Ecolatina's estimate)	% Labor force	II-Q-2015	10.4	- [1]	-0.3 p.p.	-1.4 p.p.
Prices						
CPI (INDEC)	2008=100	Sep-15		1.2%	14.4%	10.7% [3]
Ecolatina CPI	1999=100	Sep-15		1.9%	26.6%	19.1% [3]
Salaries Index	IV Q 2001=100	Aug-15	1,345.9	3.2%	29.0%	22.2% [3]
Inflation expected for the next 12 months (UTDT)	Medium	Oct-15	25.0	-5.0 p.p.	-10.0 p.p.	-5.0 p.p.
Exchange rate						
Nominal	AR$/US$	Oct-15	9.49	1.3%	11.9%	11.0% [3]
Informal	AR$/US$	Oct-15	15.87	0.7%	7.4%	21.0% [3]
Real $/U$S (deflated by Ecolatina CPI)	Dec. '01=100	Sep-15	93.2	-0.8%	-12.1%	-6.8%
Real Multilateral (deflated by Ecolatina CPI)	Dec. '01=100	Aug-15	114.3	-4.7%	-26.9%	-16.6% [3]
Fiscal Situation						
Tax Collection	AR$ Billion	Sep-15	129.4	-	31.1%	32.1%
Primary Expenditure	AR$ Billion	Jul-15	129.1	-	38.0%	39.1%
National Primary Surplus [5]	AR$ Billion	Jul-15	-8.6	-	19.0%	138.8%
Foreign Sector						
Exports*	US$ Billion	Sep-15	5.1	-	-10.6%	-16.0%
Imports*	US$ Billion	Sep-15	5.5	-	-10.9%	-10.6%
Trade Balance*	US$ Billion	Sep-15	-0.47	-	-	-
Current Account*	US$ Billion	II-Q-2015	-2.6	-	-276.5%	27.6%
Money						
Monetary Base [4]	AR$ Billion	Sep-15	533.4	1.2%	34.8%	20.4% [3]
Private Deposits [4]	AR$ Billion	Sep-15	881.4	2.2%	38.9%	28.4% [3]
Loans to the Private Sector [4]	AR$ Billion	Sep-15	707.4	2.6%	31.0%	22.3% [3]
International Reserves	US$ Billion	Sep-15	33.3	-0.3	5.4	1.8 [3]
Rates						
Time deposits rate in pesos [4]	%	Sep-15	21.2%	46.0%	199.0%	119.0% [3]
BADLAR rate in pesos [4]	%	Sep-15	21.2%	0.2 p.p.	0.9 p.p.	1.2 p.p. [3]
Confidence						
Consumer (UTDT)	Index (0-100)	Oct-15	57.0	3.2% [1]	29.6%	34.3%
Government (UTDT)	Index (0-5)	Sep-15	1.78	-7.3%	4.1%	18.3%

[1] Seasonally adjusted. [2] constant prices. [3] Variation vs. december. [4] Monthly Average. [5] Excludes Central Bank's profits transfers
**Corrected with INDEC´s User Database*
Source: Ecolatina