ARGENTINA ECONÓMICA

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

Lo hacemos posible.

ARGENTINA ECONÓMICA

—

01. Novedades

02. Panorama

03. Actividad

04. Precios

05. Política Fiscal

06. Sector Externo

07. Política Monetaria y Cambiaría

08/2018

ECOLATINA
CONSULTORA EN ECONOMIA Y EMPRESAS

08
2018

ARGENTINA ECONÓMICA

CÁMARA DE INDUSTRIA Y COMERCIO ARGENTINO – ALEMANA

NOVEDADES

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

OBJETIVOS

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

CONTENIDO

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

VARIABLES CONSIDERADAS EN LAS PROYECCIONES

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

PARA MÁS INFORMACIÓN:

No dude en comunicarse telefónicamente al: 4312-3200 ó vía mail a eyf@ecolatina.com.

PANORAMA

Económico: "Pese a la calma cambiaria-financiera, empeora lo real-social"

A fuerza de endurecimiento de la política monetaria (suba de tasas y encajes) y canje de LEBACs por títulos públicos en moneda extranjera y/o atados al dólar, la nueva conducción del BCRA logró estabilizar el mercado cambiario en julio. De hecho, el tipo de cambio de referencia cerró por debajo de 27,5 ARS/USD, retrocediendo más de 5% en el mes.

El Ejecutivo logró la ansiada calma cambiara, requisito básico para dejar atrás la crisis, pero a un costo elevado: las tasas de interés alcanzaron niveles incompatibles con el funcionamiento del aparato productivo (el costo del financiamiento superó 50% anual). El apretón monetario no puede sostenerse mucho tiempo: la cadena de pagos está resentida y a punto de romperse en el eslabón más débil (PyMEs). Es por ello que el BCRA tendrá que probar la fortaleza de la tregua alcanzada, reduciendo la tasa de interés de referencia.

La clave para que el proceso de normalización del costo del financiamiento sea exitoso (sin sobresaltos cambiarios) pasa por reducir las expectativas de depreciación. Estas dependen en buena medida de la capacidad del gobierno de reabrir el acceso al mercado de capitales externo. En la actualidad, el tipo de cambio real de nuestra economía no está atrasado ni es muy competitivo: alcanza para promover la producción transable y para reducir sensiblemente el déficit externo, pero no es suficiente para cubrir los vencimientos de la deuda pública en moneda extranjera sólo con los desembolsos del FMI.

El problema es que la calma cambiaria no se extendió aún al precio de los bonos soberanos: el Riesgo País se ubica en los 550 puntos básicos (p.b.). Durante julio se notó una leve mejoría (a principios de mes alcanzó 600 p.b.), pero está lejos de los valores de principios de año (350 p.b.) en un contexto de suba de la tasa internacional de referencia. Ya sea porque los inversores: tienen que digerir la masiva colocación de deuda argentina de 2016-17; dudan acerca del cumplimiento del acuerdo con el FMI; o consideran jaqueada la permanencia de Cambiemos en el poder, la batalla por reabrir el acceso a los mercados no está ganada. Por ende, la tregua cambiaria aún luce precaria.

Pese a que el Ejecutivo parece encaminarse a alcanzar un equilibrio tipo de cambio y tasas de interés más sostenible, el deterioro de la economía real-social se

profundiza. Los primeros datos de actividad y empleo de junio confirman que la recesión se extendió a las demás ramas productivas (ya no sólo a la agroindustria) afectando al mercado laboral.

Para peor, la inflación no da tregua: rozó 3% en julio y ya se anunciaron importantes incrementos de precios regulados para agosto (prepagas, combustibles, transporte público, y posible suba de electricidad) que llevan el alza de precios a 2,5% el próximo mes. De esta manera, incluso el decreto que permitía a los gremios privados aplicar aumentos salariales de 5% entre julio y agosto se quedará corto frente a la inflación del bimestre. Además, la suba del IPC nacional alcanzó 29% i.a. (banda interior del límite superior acordada con el Fondo), y estaría superando 32% i.a. a fin de año (banda exterior-límite Superior del acuerdo), lo que implica una reunión con el Directorio del FMI para explicar los desvíos.

Pero no todo es negativo ya que hay indicios de mejora en los déficits gemelos. Por el lado fiscal, se observa un posible sobrecumplimiento de la meta ajustada de 2018 (-2,7% PBI): el rojo primario Nacional acumuló menos de 1% del PBI en el primer semestre del año. De hecho, frente a la suba de costos de la provisión de servicios públicos (en buena medida dolarizados), el Ejecutivo priorizó subir tarifas para contener al gasto en subsidios, a riesgo de incumplir la meta de inflación. Es que tanto al FMI como a los acreedores externos les importa la evolución de las cuentas públicas, clave para el repago de su deuda. Por el otro, el déficit externo (intercambio de bienes y servicios) se redujo considerablemente en junio.

Político: "Timing de la recuperación económica, oposición dividida y kirchnerismo competitivo, claves para la reelección de Cambiemos"

Si efectivamente lo que sucedió en la Argentina es que sobrevino una tormenta, lo que sigue ahora es calcular el daño producido. Y el daño que dejó la tormenta fue importante: 1) imagen de Gobierno por el piso (28,8% de valoración positiva); 2) las expectativas hundidas en el pesimismo (solo el 25,9% cree que el país va a mejorar en un año y solo el 20,0% cree que su situación económica personal mejorará en 12 meses); y 3) una opinión pública preocupada por la economía (el 58,7% cree que la inflación y la desocupación son los principales problemas que afectan al país y no la corrupción o la inseguridad).

Si uno deja de lado la indagación cuantitativa (encuestas) que nos permite describir la situación, y complementa el análisis a través de la indagación cualitativa (focus group) que nos permite entender la situación descripta, se va a encontrar con que la tormenta dejó daños importantes sobre dos activos fundamentales del Gobierno: su capacidad y su credibilidad. De los estudios cualitativos surge que el enojo de la gente se focaliza en 1) cierto convencimiento, a partir de la crisis cambiaria, de la incapacidad del Gobierno para resolver los problemas económicos; 2) cierto malestar porque el Gobierno no cumplió sus promesas (en el mejor de los casos) o mintió (en el peor de los casos).

Tanto la indagación cuantitativa, como la cualitativa, confirman la necesidad de que el Gobierno construya un nuevo relato (explicación) de lo que pasó, porque la explicación dominante en la cabeza de la gente (y en muchos votantes de Cambiemos) es que el Gobierno fracasó y mintió.

Cualquier explicación que el Gobierno pretenda dar de lo que pasó (la sequía, las tasas de la FED, el déficit fiscal) necesitará de la recuperación para convalidarse. Y el Gobierno necesita que esa recuperación tenga el timing necesario para mejorar su competitividad electoral. Todo el crecimiento, la recuperación del salario real y la baja de la inflación que se registre antes de la elección, deberá suceder lo antes posible a la votación para ser lo más competitivo posible.

Pero, crisis de por medio, todo ello no será suficiente sin las dos condiciones que ya hemos marcado como necesarias para que el Gobierno pueda sortear el desafío electoral 2019:

1. OPOSICIÓN DIVIDIDA: con una mayoría del electorado con tendencia al voto opositor (48,3% según Synopsis en julio), es necesario que la oferta electoral opositora esté dividida. Lo bueno para el Gobierno es que, no solo la oposición está dividida, sino que también su electorado lo está. Algunos votantes opositores están dispuestos a optar por ofertas opositoras moderadas (Massa, Urtubey), pero no más radicales (CFK, Rodríguez Saá); al tiempo que otros sí quieren votar opositores duros, pero no opositores blandos. Esto dificultaría la posibilidad de que la oferta electoral opositora esté unificada, ya que ante la disyuntiva Macri-CFK podría volverse oficialista.

2. QUE LA OFERTA ELECTORAL OPOSITORA MÁS COMPETITIVA SEA KIRCHNERISTA: las dificultades que empieza a encontrar el Peronismo Federal para conformar una oferta opositora alternativa al kirchnerismo (sin candidato dominante y sin candidaturas atractivas en distritos como CABA o Provincia de Buenos Aires), convalida la idea de que hoy, lo más probable, es que quien termine siendo más competitivo para enfrentar a Macri en 2019 sea

la oferta electoral kirchnerista (CFK u otro), y este es el escenario deseado por el oficialismo.

De cuándo se produzca la recuperación, de que la oposición sigua dividida y de que el kirchnerismo sea la oferta electoral más competitiva, dependerá en gran medida el triunfo de Cambiemos.

ACTIVIDAD

• En mayo, la economía profundizó las dinámicas negativas de abril: la mayor incidencia del sector agropecuario y la corrida cambiaria provocaron una caída de 5,8% i.a. En base a los indicadores preliminares, junio agravaría esta tendencia.

La sequía pasará, pero la recesión quedará: secuelas de la corrida cambiaria

En mayo, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) cayó por segundo mes consecutivo, tanto en términos interanuales como desestacionalizados (-5,8% i.a. y -1,4% en relación a abril, respectivamente). Al igual que el mes pasado, el retroceso obedeció principalmente a un shock exógeno: el impacto de la sequía en la producción agropecuaria, que se contrajo más de 35% i.a.

Sin embargo, y a contramano del mes pasado, cuando el resto de los sectores continuaban en terreno positivo (+3,8% i.a. para el PBI sin agro), en mayo se verificó un estancamiento del resto de la economía: aislando el efecto climático, el EMAE arrojó un magro +0,6% i.a. En consecuencia, ya se empezaban a sentir los primeros impactos de la corrida cambiaria.

Producto de la abrupta depreciación del peso, los motores que apuntalaron a la actividad en la última parte de 2017 y la primera de 2018 se enfriaron drásticamente. Por caso, la industria se contrajo 1,3% i.a. en mayo luego de crecer 3,7% i.a. en el promedio del primer cuatrimestre y el comercio hizo lo propio al pasar de 6,1% i.a. en el período enero-abril a 0,6% i.a. en mayo. De este modo, se anticipan momentos turbulentos.

Economic Activity Indicators

		Date	YoY % Change 2017/2016	YoY % Change Last Data Available	YoY % Change YTD	Monthly s.a. % change
	Goods Production	Jun-18	2.6%	-4.6%	0.2%	0.7%
Industry	Automotive Production*	Jun-18	0.1%	3.5%	16.0%	-2.7%
	Steel Production	Jun-18	11.3%	11.2%	22.0%	-5.2%
Construction	Cement Sales	Jun-18	11.8%	-3.9%	8.7%	-11.7%
	Build Index		13.7%	7.4%	7.4%	-5.0%
Consumption	Retail Sales (CAME)	Jun-18	-1.0%	-4.8%	-1.8%	-0.3%
	National Consumer's Confidence**	Jun-18	-17.2%	-21.2%	-4.2%	-8.7%

Source: Ecolatina based on private indicators

** A Category*

*** Total Country (UTDT)*

Como se desprende de estos números, aunque se supere la sequía, la recesión no pasará. En este sentido, el panorama registrado en junio agudizó estas percepciones. Por caso, la producción automotriz, que creció a una tasa de dos dígitos en el primer cuatrimestre de 2018, se desplomó 13,4% i.a. en dicho mes. Por su parte, si bien la producción de acero creció poco más de 10% i.a. en junio, redujo su tasa de crecimiento a la mitad respecto al primer cuatrimestre; más allá de eso, producto de la importante inserción exportadora de la industria siderúrgica, la depreciación del peso no le afectaría tanto como a otros sectores.

Por último, la construcción –que a través del dólar barato y los préstamos UVA había sido uno de los principales motores económicos el año pasado- comenzó a exhibir señales adversas: el índice Construya (que comprende la venta de insumos del sector) marcó una caída de 5% i.a. en junio pasado y, si bien aún no hay información agregada del INDEC, todo indica que sus estadísticas irán en la misma dirección. A contramano del acero, este sector no puede exportarse, de modo que la menor demanda doméstica lo golpeará de lleno.

Como corolario, sobresale que luego del "punto de no retorno" que representó la corrida cambiaria, los números negativos fueron moneda corriente en el segundo trimestre. Tiene sentido entonces analizar qué pasará en lo que resta del año con la dinámica de la actividad y la pregunta por la recuperación, que nos llevará directamente a 2019.

PRECIOS

• La devaluación también impactó sobre la estructura de costos de los Regulados. Debido a la ambiciosa meta fiscal para este año y 2019, es inevitable un ajuste de los Servicios Públicos, lo que llevará a la inflación de 2018 por encima del 32%.

La inflación superará el 30% en 2018

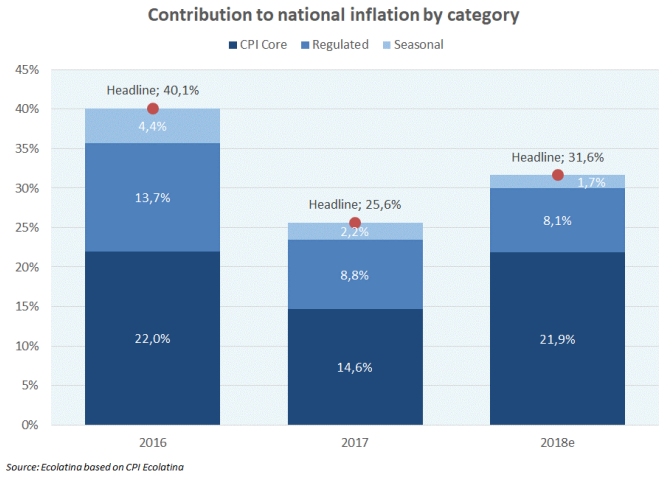
Por la elevada inflación de la primera mitad de 2018, y fundamentalmente por su motor-dólar, las tensiones en torno a los precios serán una constante en lo que resta del año. En primera instancia, esto responderá a todavía queda un rezago del traslado del ajuste cambiario en los precios; dicho de otro modo, el proceso de *pass through* aún no se completó. En este sentido, la importante suba de la primera mitad de julio marca una clara señal.

En segundo lugar, tras la corrida cambiaria tendrá lugar un nuevo *set* de precios relativos. ¿Qué implica esto? Que el salto del dólar no sólo impactará en los productos en los que forma parte directa en su estructura de costos, sino que también pujará al alza a otros bienes y servicios, en pos de no ceder margen de ganancia. En este sentido, las reaperturas de paritarias y los reclamos de las empresas energéticas por actualizar las tarifas conforme

a sus nuevos costos, funcionan como anticipos de un semestre arduo.

En la misma línea, resalta la situación del mercado de combustibles. A comienzos de año, motivado en parte por la estabilidad que había mostrado el dólar en 2017, el Ministerio de Energía liberó el mercado para que sus precios reflejasen el valor internacional del petróleo al tipo de cambio oficial. Pese al salto del dólar, los combustibles treparon solo 16% en la primera mitad del año; por lo tanto, sus reclamos por una recomposición son crecientes y ya están haciéndose sentir.

Cabe destacar que el incremento de los combustibles posee un significativo impacto de segunda ronda. Al ser un insumo que se utiliza en casi toda la cadena productiva, los empresarios tratarán de trasladarlos a precios –hasta donde la caída de la demanda lo permita- para no reducir sus márgenes. Asimismo, su encarecimiento impacta directamente en los subsidios al Transporte Público ya que los ajustes realizados en los primeros seis meses resultan insuficientes para absorber los mayores costos. Al respecto, recientemente se anunciaron subas de casi 40% para el boleto del tren y del colectivo en el GBA (a ser implementados en tres etapas), que adicionarán 0,5 p.p. en la inflación nacional.



Por otra parte, según nuestras estimaciones, las tarifas de gas y electricidad deberían actualizarse entre 25%-30% en pos de recomponer el alza de costos que les provocó la depreciación del peso a sus prestadoras. De esta manera, se comprende cómo colisiona la ambiciosa meta de déficit fiscal primario acordado con el FMI con la de inflación.

Producto de esta dinámica, en tanto no se repitan nuevas turbulencias cambiarias –lo que al momento luce como poco probable, pero no exento de riesgos-, la inflación promediará 2,2% mensual en el segundo semestre y trepará a casi 14% en el período. En consecuencia, acumulará una suba levemente superior al 32% hacia fin de año.

Dado que la cota máxima de inflación en el acuerdo con el FMI es justamente 32% para 2018, esto implica que sería necesario "discutir" con la Junta Ejecutiva del organismo por este tema. Como proyectamos que la diferencia será mínima, posiblemente no haya implicancias relevantes en términos de política, pero vale remarcar que otro salto abrupto del dólar, una agudización del conflicto social (nuevos reclamos de reapertura generalizada de paritarias), o un ajuste mayor al estimado en los subsidios económicos, llevarían el alza de precios por encima de un umbral "tolerable".

POLÍTICA FISCAL

• En el primer semestre de 2018, el déficit primario se redujo 27% i.a. en términos nominales. La baja respondió a un mayor incremento de los ingresos (+26% i.a.) por sobre los gastos (+19% i.a.). Como resultado, el déficit se contrajo en 0,7 p.p. del PBI.

El déficit primario se achica, pero los el pago de intereses continúa en avance

En junio de 2018, el déficit primario del Sector Público Nacional No Financiero (SPNF), totalizó $ 7.800 M medido en base Caja. De este modo, cayó 1% i.a. en comparación a igual mes de 2017 y acumula tres meses consecutivos de contracción nominal. Asimismo, en el acumulado de la primera mitad del año, el rojo primario rozó $106.000 M, equivalente a -0,8% del PBI. De esta manera, se redujo 27% i.a. en valores corrientes en comparación a la primera mitad de 2017, cuando había alcanzado $144.000 M (-1,5% del PBI).

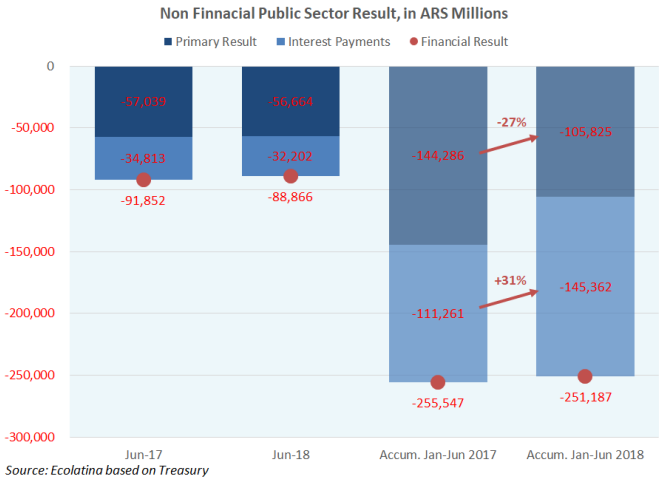
En lo que viene siendo una constante de los últimos meses, en la primera parte del año, la reducción del déficit primario obedeció al mayor ritmo de crecimiento de los ingresos por sobre los gastos (+26% i.a. y +19 i.a., respectivamente). Considerando la inflación registrada en el período, los ingresos se mantuvieron constantes en términos reales (+0,0% i.a) a la par que las erogaciones primarias se redujeron sensiblemente (-5,5% i.a.). La dinámica positiva que viene garantizando la paulatina reducción del déficit primario se atenuaría en los próximos meses, producto del menor movimiento que mostrará la actividad.

Durante el primer semestre, la mejora en el déficit primario respondió mayormente a la contracción nominal de los gastos de capital (-20% i.a.) Sin embargo, este resultado estuvo sesgado por un cambio de registros: a partir de enero de 2018, dejaron de contabilizarse los

ingresos y gastos del Fondo Federal Solidario de la Soja –que no impactaban en el neto agregado, pero sí en esta línea del gasto-. Aislando este efecto, la caída se reduce a la mitad.

Por otro lado, los subsidios económicos, que en los primeros cuatro meses del año habían marcado una importante contracción nominal (-19% i.a.), revirtieron esta tendencia durante los meses de mayo y junio. Debido al peso del dólar en la estructura de costos de los Servicios Públicos, el salto cambiario provocó un incremento de casi 50% i.a. nominal en la línea "subsidios económicos", en pos de mantener constantes las tarifas para los usuarios –y evitar nuevos conflictos sociales-. Como resultado, en los primeros seis meses del año, los subsidios económicos acumularon un alza de 8% i.a. La reciente suba del boleto de transporte, da cuenta de que esta nueva dinámica se atenuará en los próximos meses.

Por último, el déficit financiero (que incluye el pago de intereses) se mantuvo prácticamente inalterado entre la primera mitad del 2017 e igual período de este año, al pasar de ARS 255.600 M en 2017 a ARS 251.200 M en 2018 (-2% i.a.). Producto del esquema de endeudamiento encarado por el Poder Ejecutivo, el pago de intereses en el primer semestre de 2018 escaló 31% i.a., rozando ARS 145.500 millones. Como resultado, su participación en el Producto se mantuvo estable, en la zona de 1,1% del PBI, y comprendió al 13,3% de los ingresos tributarios, poco más de 1 p.p. más que en la primera mitad del año pasado. De este modo, se observa cómo esta línea del gasto está ganando peso constantemente.



Source: Ecolatina based on Treasury

SECTOR EXTERNO

• En junio, las importaciones cayeron por primera vez en el año (-7,5% i.a.) y las exportaciones moderaron su contracción (-1,4% i.a.). De esta manera, el déficit comercial alcanzó USD -380 M, casi la mitad del observado en junio 2017 (USD 750 M).

Por la crisis cambiaria, el rojo comercial también se redujo en junio

En junio de 2018, el déficit comercial rondó USD 380 M, reduciéndose casi a la mitad frente al rojo registrado el mismo mes del año pasado (USD -750 M). La contracción del déficit obedeció al desplome de las importaciones (-7,5% i.a., rozando USD 5.500 M), frente a una leve caída de las exportaciones (-1,4% i.a., ubicándose en la zona de USD 5.100 M).

Los datos ya reflejan el impacto de la crisis cambiaria: las compras al exterior cayeron -en valores- por primera vez desde diciembre de 2016 (-2,8% i.a.); asimismo, resalta el descenso abrupto de las cantidades importadas (-11,7% i.a.), mostrando su sensibilidad al freno de la actividad actual y esperado y al salto del dólar, que encareció relativamente a los productos extranjeros por sobre la producción local.

Respecto a las exportaciones, la sequía volvió a hacerse sentir: las cantidades exportadas de Productos Primarios (PP) cayeron 31,1% i.a. y, en el caso de las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), la contracción superó el 10% i.a. Como resultado, la producción agroindustrial cerró un segundo trimestre para el olvido, con una merma de 29% i.a. en las cantidades enviadas al exterior de PP y de 10,3% i.a. en las de MOA. Una dinámica opuesta siguieron las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) que, impulsadas por las mayores ventas a Brasil, la menor demanda local (las ventas externas aparecen como una salida contra-cíclica) y la mejora del tipo de cambio real, crecieron 10,4% i.a. en valores y 6,6% i.a. en cantidades.

El único punto de similitud con los meses anteriores de 2018 fue que el efecto "términos de intercambio" jugó a favor de nuestro país: los precios de los productos exportados treparon más pronunciadamente que los de los importados. Por lo tanto, si se hubieran mantenido los precios de junio 2017, el rojo habría rondado USD 600 M. En la primera mitad de 2018, el déficit comercial superó USD 5.100 M, casi duplicándose respecto al rojo del primer semestre del año pasado (USD -2.600 M). Al igual que durante todo 2017, esta dinámica obedeció al mayor incremento de las importaciones (+13% i.a.) en relación a las exportaciones (+5,5% i.a.). En este punto, vale remarcar que hubieron dos dinámicas temporales

diferenciadas: mientras que en el primer cuatrimestre, producto de una demanda pujante y un dólar barato, las compras externas escalaron 20% i.a, luego de la corrida cambiaria, en mayo y junio, cayeron levemente (-0,5% i.a.).

Para la segunda mitad del año, estimamos que la reciente caída de las importaciones se repetirá, especialmente mientras la actividad continúe deprimida y el peso no recupere el terreno cedido. Por el lado exportador, la menor incidencia del sector agropecuario y una mayor competitividad cambiaria estimularán a las ventas externas. Sin embargo, la constante revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento brasileñas impactará negativamente en este punto. En síntesis, proyectamos que durante la segunda mitad del año el rojo comercial se reducirá significativamente respecto a igual período de 2017 y el intercambio comercial de bienes cerraría 2018 en torno a USD -7.500 M.

Trade Balance						
User Database	Jun-17	Jun-18	YoY	Jan- Apr 2017	Jan- Apr 2018	YoY
Exports (USD FOB billion)	5.2	5.1	-1.4%	28.3	29.8	5.5%
Selected Products	2.4	2.1	-13.0%	12.1	11.5	-5.2%
Soybean Complex	*1.6*	*1.3*	*-20.4%*	*8.2*	*6.7*	*-17.9%*
Corn	*0.3*	*0.3*	*-1.4%*	*1.7*	*2.2*	*27.9%*
Cars	*0.5*	*0.5*	*3.9%*	*2.2*	*2.6*	*16.3%*
Others	2.7	3.0	8.7%	16.1	18.3	13.5%
Imports (USD CIF billion)	5.9	5.5	-7.5%	30.9	34.9	13.0%
Energy	*0.8*	*0.7*	*-6.2%*	*2.8*	*3.2*	*16.4%*
Parts and Accesories	*1.2*	*1.0*	*-10.2%*	*6.0*	*6.8*	*13.1%*
Cars	*0.5*	*0.5*	*-15.0%*	*3.0*	*3.3*	*12.0%*
Others	3.4	3.2	-5.7%	19.1	21.6	12.7%
Trade Balance (FOB - CIF)	-0.8	-0.4		-2.6	-5.1	

Source: INDEC's Argentina´s Trade Report

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

• Luego de un trimestre disruptivo, el dólar se calmó en julio y retrocedió 5,3% en el mes, finalizando en torno a 27,35 ARS/USD. Si bien la tregua cambiaria luce más sólida, no es posible afirmar la estabilidad: la baja de la tasa de interés será una prueba de fuego.
• A modo de salida de la corrida, el gobierno subordinó a todas las variables económicas a controlar al dólar. Esta situación marca una antítesis con los años anteriores, en donde el tipo de cambio era una herramienta para objetivos de actividad e inflación.

¿El invierno económico trajo una primavera al mercado cambiario?

Luego de un trimestre disruptivo, en donde el dólar saltó 40% -con nuevas autoridades en el Banco Central de por medio-, en julio las presiones se atenuaron y el tipo de cambio cayó 5,3%, finalizando en la zona de 27,35 ARS/USD. Si bien la demanda de divisas pareciera haber encontrado un techo –el peso se depreció 32,2% en el segundo trimestre-, el mismo no sólo es transitorio, sino también frágil.

El primero de estos puntos refiere a que, producto del acuerdo con el FMI, se redujeron los grados de libertad del Banco Central para intervenir en el mercado cambiario. En consecuencia, en cuanto reaparezcan las primeras tensiones, impactarán en la divisa.

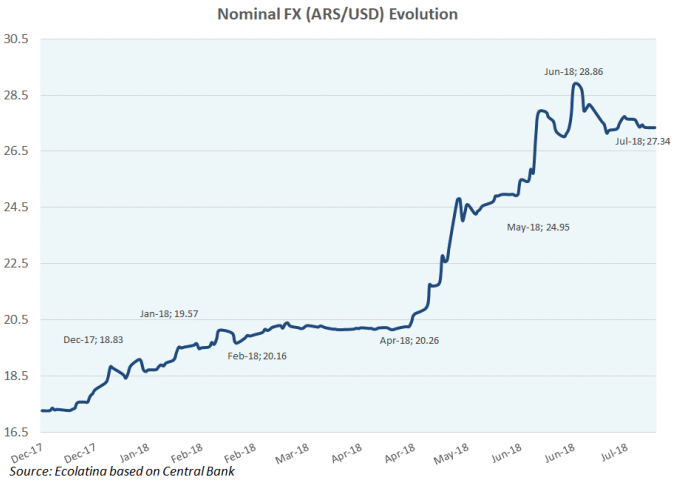
Por otro lado, las licitaciones diarias de USD 100 M que está realizando la autoridad monetaria tendrán lugar hasta finales de septiembre -chocan con la meta de acumulación de Reservas explicitada en el crédito *stand by* (USD 5.500 M trimestrales)- de modo que en el último trimestre desaparecerá este factor estabilizador que actúa de manera diaria.

Por último, porque la tasa de interés de referencia –impacta sobre los bancos- permaneció en 40% anual y la de LEBACs –impacta sobre el resto del sector financiero- por encima del 45% en la licitación primaria. Si bien este atractivo de las colocaciones en pesos disuade potenciales presiones en el frente cambiario (el tipo de cambio debería finalizar agosto en 28,10 ARS/USD para superar la ganancia de una LEBAC) posee un fuerte impacto negativo en el entramado productivo. Por ende, este rendimiento deberá ser recortado en el corto plazo en pos de estimular la recuperación de la actividad y atenuar su impacto sobre el normal cumplimiento de la cadena de pagos.

La fragilidad de la *pax* cambaria obedece a factores domésticos y externos. En el plano local, las sucesivas licitaciones de LETEs que realizó el Tesoro Nacional captaron una demanda de dólares sin presionar, inmediatamente, sobre el tipo de cambio. No obstante, además de los problemas que conlleva la acumulación de deuda en moneda extranjera de corto plazo y a una tasa de interés creciente (los pasivos a tres meses pagaron 5,5% de tasa de interés, lo mismo que rendían los bonos a diez años a fines de 2017), estas letras equivalen a una dolarización postergada. Por lo tanto, al momento de su repago –a excepción de que se renueve todo el *stock*- se materializarán las demandas pospuestas sobre el mercado cambiario, presionando al dólar al alza.

Por el lado externo, más allá de las declaraciones cruzadas entre los Presidentes de Rusia y Estados Unidos y entre éste y su par chino, no se generaron nuevos problemas, ni las escaladas discursivas tuvieron como correlato medidas proteccionistas. Sin embargo, en este marco convulsionado, en donde lentamente las agresiones dejaron de ser hechos aislados para convertirse en parte de la coyuntura, la cautela es

fundamental, de modo que no es atinado descartar nuevas turbulencias en el corto plazo. Por último, el recorte de estímulos y liquidez por parte del Banco Central Europeo y su equivalente japonés también podrían presionar a los mercados emergentes en los meses venideros.



El cambio de autoridades al frente del Banco Central no fue una mera cuestión de nombres. Desde que Luis Caputo tomó el mando, el set de políticas aplicado revistió un carácter más pragmático, sin estar atado a una sola escuela económica. Además, el mismo se enfocó en estabilizar el tipo de cambio en el corto plazo, sin importar sus efectos secundarios sobre otras variables o de mediano plazo.

Por lo tanto, en función de qué capacidad posea la autoridad monetaria para desarmar a estos “respiradores artificiales” y de cuánto el mercado perciba como permanente a la pax cambiaria, el dólar no se disparará nuevamente.

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

08
2018

ARGENTINA ECONÓMICA

CÁMARA DE INDUSTRIA Y COMERCIO ARGENTINO – ALEMANA

MAIN ECONOMIC INDICATORS

	Unit	Last Figure		% Variations		
		Month	Level	Monthly	Annual	YTD
Activity Level						
Qurterly GDP (INDEC)	2004 ARS Billion	1-Q-2018	708.5	1.1%	3.6%	3.6%
Goods GDP (Ecolatina's estimate)	2004=100	Jun-18	133.6	-20.7%[1]	-12.6%	-5.5%
Monthly Industrial Estimator (INDEC)	2004=100	May-18	135.8	-0.9%[1]	-1.2%	2.1%
Indicator of Construction Activity (INDEC)	2004=100	May-18	194.6	-[1]	5.8%	12.4%
Unemployment Rate (INDEC)	% Labor force	1-Q-2018	9.1	-	-1.1 p.p.	-1.1 p.p.
Prices						
CPI of GBA (INDEC)		Jun-18		3.7%	29.5%	16.0%[2]
Ecolatina CPI of GBA		Jun-18		3.5%	29.9%	16.0%[2]
Formal Private Salaries Index (INDEC)	Oct. '16=100	May-18	144.5	2.5%	25.5%	40.4%[2]
Inflation expected for the next 12 months (UTDT)	Medium	Jun-18	24.2	2.0 p.p.	7.2 p.p.	1.6 p.p.
Exchange rate						
Nominal	ARS/USD	Jul-18	27.62	4.1%	60.9%	56.1%[2]
Multilateral Real FX	Dec. '01=100	Jul-18	157.6	0.5%	19.7%	13.3%[2]
Fiscal Situation						
Tax Collection	ARS Billion	Jun-18	297.7	-	14.4%	21.5%[2]
Primary Expenditure	ARS Billion	Jun-18	277.2	-	26.6%	18.7%
National Primary Surplus[3]	ARS Billion	Jun-18	-80.6	-	41.3%	0.9%
Foreign Sector						
Exports	USD Billion	Jun-18	5.1	-	-1.4%	5.5%
Imports	USD Billion	Jun-18	5.5	-	-7.5%	13.0%
Trade Balance	USD Billion	Jun-18	-0.4	-	-	-
Current Account	USD Billion	1-Q-2018	-9.6	-	34.4%	34.4%
Money						
Monetary Base[4]	ARS Billion	Jun-18	1,038.8	1.5%	28.2%	31.8%[2]
Private Deposits[4]	ARS Billion	Jun-18	2,212.8	5.2%	42.1%	54.4%[2]
Loans to the Private Sector[4]	ARS Billion	Jun-18	1,951.4	4.4%	61.6%	89.2%[2]
International Reserves	USD Billion	Jun-18	61.9	0.0%	0.0%	0.0%[2]
Rates						
Time deposits rate in pesos[4]	%	Jun-18	27.5%	2.3 p.p.	9.3 p.p.	8.7 p.p.[2]
BADLAR rate in pesos[4]	%	Jun-18	30.6%	2.3 p.p.	10.8 p.p.	10.5 p.p.[2]
Confidence						
Consumer (UTDT)	Index (0-100)	Jul-18	36.3	-5.3%[1]	-14.7%	-7.1%
Government (UTDT)	Index (0-5)	Jul-18	2.01	-1.5%	-10.3%	-10.7%

[1] Seasonally adjusted. [2] Variation vs. december. [3] Excludes Central Bank's profits transfers and ANSES' incomes. [4] Monthly Average.
Source: Ecolatina

ARGENTINIEN WIRTSCHAFT

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

Lo hacemos posible.

ARGENTINIEN WIRTSCHAFT

—

01. Überblick

02. Wirtschaftskonjunktur

03. Preise

04. Haushaltsüberblick

05. Außenhandel

06. Geld- und Wechselkurspolitik

08/2018

ECOLATINA
CONSULTORA EN ECONOMIA Y EMPRESAS

08
2018

ARGENTINIEN WIRTSCHAFT

DEUTSCH-ARGENTINISCHE INDUSTRIE- UND HANDELSKAMMER

ÜBERBLICK

Wirtschaft: " Trotz der Ruhe auf den Devisen- und Finanzmärkten verschlechtert sich die reale wirtschaftliche und soziale Lage "

Mit der restriktiveren Geldpolitik (Anhebung der Zinssätze und Bardepots) und dem Tausch von LEBAC gegen öffentliche Schuldverschreibungen in Auslandswährung und/oder mit Bindung an den Dollarkurs gelang es der neuen BCRA-Leitung den Devisenmarkt im Juli zu stabilisieren. Der Referenzwechselkurs lag zum Monatsende unter 27,5 AR$/US$ und damit um mehr als 5 % unter dem Vormonatswert.

Damit erreichte die Regierung die angestrebte Ruhe auf dem Devisenmarkt, eine fundamentale Voraussetzung für die Überwindung der Krise, allerdings mit hohen Kosten: Die Zinssätze stiegen auf ein Niveau, das unvereinbar ist mit dem Funktionieren des Produktionsapparats (die Kreditkosten überstiegen 50 % pro Jahr). Diese restriktive Geldpolitik ist nicht lange durchzuhalten; die Zahlungskette ist problematisch und könnte am schwächsten Glied (KMU) unterbrochen werden. Deshalb muss die BCRA die Stabilität der erreichten Ruhe testen, indem sie den Leitzinskurs herabsetzt.

Der Schlüssel für eine erfolgreiche Normalisierung der Kreditkosten (vorausgesetzt es entstehen keine neuen Wechselkursprobleme) liegt darin, die Abwertungserwartungen zu verringern. Diese hängen weitgehend davon ab, dass die Regierung wieder Zugang zu den externen Kapitalmärkten erlangt. Derzeit ist der reale Pesokurs der argentinischen Wirtschaft nicht unterbewertet, aber auch nicht sehr konkurrenzfähig: Er ist geeignet, die Produktion international gehandelter Güter zu fördern und das Handelsbilanzdefizit deutlich zu senken, reicht aber nicht aus, um die fälligen Zahlungen von Staatsschulden in Auslandswährung ausschließlich mit dem angewiesenen IWF-Kredit zu decken.

Das Problem besteht darin, dass sich die Stabilität auf dem Devisenmarkt noch nicht auf die staatlichen Schuldverschreibungen ausgewirkt hat: Das Länderrisiko liegt bei 550 Basispunkten. Im Juli war zwar eine leichte Verbesserung zu verzeichnen (am Monatsanfang lag es bei 600 Basispunkten), aber im Kontext des Anstiegs des internationalen Leitzinssatzes war es immer noch weit vom Wert zu Jahresbeginn (350 Basispunkte) entfernt. Sei es, weil die Anleger immer noch die massive Platzierung argentinischer Schuldverschreibungen im Zeitraum 2016/2017 verarbeiten müssen oder Zweifel an der Einhaltung der Bedingungen des Abkommens mit dem IWF haben oder einen Wahlsieg der Regierungskoalition Cambiemos für unsicher halten, auf jeden Fall ist der neuerliche Zugang zu den Märkten nicht gesichert. Deshalb ist die Ruhe auf dem Devisenmarkt noch prekär.

Obwohl die Regierung auf gutem Weg zu sein scheint, ein Gleichgewicht zwischen Wechselkurs und Zinssätzen zu erreichen, verschlechtert sich die reale und soziale Wirtschaftslage weiter. Die ersten Daten zu Konjunktur und Beschäftigung im Juni bestätigen, dass die Rezession auch andere Branchen als die Agroindustrie betrifft und den Arbeitsmarkt beeinträchtigt.

Zudem steigt die Inflation weiter: Im Juli betrug sie fast 3 % und es wurden bereits Anhebungen der staatlich regulierten Preise für August bekannt gegeben (private Krankenversicherung, Kraftstoffe, öffentlicher Personenverkehr und eine mögliche Erhöhung des Stromtarifs), durch die die Preissteigerung im kommenden Monat 2,5 % betragen dürfte. Damit liegen auch die Lohnerhöhungen von 5 %, die durch ein Dekret den Gewerkschaften des Privatsektors für den Zeitraum Juli/August zugestanden wurden, noch unter der Inflationsrate dieser Monate. Der Anstieg der nationalen Verbraucherpreise erreichte 29 % p. a. (innere Bandbreite der mit dem IWF vereinbarten Obergrenze) und dürfte zum Jahresende 32 % p. a. betragen (äußere Bandbreite der vereinbarten Obergrenze), was ein Treffen mit dem IWF-Vorstand erfordern wird, um die Abweichungen zu erklären.

Aber es gibt auch Signale einer Verbesserung des Zwillingsdefizits. Beim Haushaltsdefizit ist zu erwarten, dass das neue Ziel für 2018 (-2,7 % des BIP) übertroffen wird: Im ersten Halbjahr entsprach das akkumulierte nationale Primärdefizit weniger als 1 % des BIP. Angesichts der steigenden Kosten bei der Erbringung öffentlicher Dienstleistungen (die weitgehend an den Dollar gebunden sind), hob die Regierung die Tarife an, um die Subventionsausgaben zu begrenzen, was ein Risiko für die Inflationsleitlinie darstellt. Der IWF und die ausländischen Gläubiger achten insbesondere auf die Entwicklung der öffentlichen Finanzen, die für die Schuldentilgung zentral sind. Andererseits sank das externe Defizit (Waren- und Dienstleistungsaustausch) im Juni deutlich.

Politisches Panorama: „Das Timing einer Konjunkturerholung, eine gespaltene Opposition und eine starke Position der Kirchneranhänger sind ausschlaggebend für die Wiederwahl von Cambiemos"

Wenn es tatsächlich in Argentinien ein politisches Unwetter gegeben hat, dann muss jetzt der entstandene

Schaden kalkuliert werden. Und der war beträchtlich: 1) Das Image der Regierung befindet sich auf einem Tiefstand (nur 28,8 % der Befragten bewerten die Regierung positiv); 2) die Erwartungen sind pessimistisch (nur 25,9 % der Befragten glauben, dass es dem Land in einem Jahre besser gehen wird und nur 20,0 % gehen davon aus, dass sich ihre persönliche Situation in den nächsten 12 Monaten bessern wird); 3) die öffentliche Meinung ist über die Wirtschaftslage besorgt (58,7 % vertreten die Auffassung, dass Inflation und Arbeitslosigkeit - und nicht Korruption und Kriminalität - die wichtigsten Probleme Argentiniens darstellen).

Neben der quantitativen Analyse (Umfragen) zur Beschreibung der Situation ermöglicht eine qualitative Analyse (Focus Groups) das Verständnis dieser Lage; sie ergibt, dass das Unwetter große Schäden an zwei fundamentalen Aktiva der Regierung angerichtet hat: ihrer Fähigkeit zur Problemlösung und ihrer Glaubwürdigkeit. Aus den qualitativen Studien geht hervor, dass sich der Ärger der Bevölkerung auf zwei Punkte konzentriert: 1) die Überzeugung, dass die Regierung seit der Wechselkurskrise unfähig ist, die Wirtschaftsprobleme zu lösen, und 2) Unbehagen, weil die Regierung (im besten Fall) ihre Versprechen nicht eingehalten oder (im schlimmsten Fall) gelogen hat.

Sowohl die quantitative wie die qualitative Analyse machen deutlich, dass die Regierung eine neue Erklärung für das Geschehene anbieten muss, denn die vorherrschende Meinung in der Bevölkerung (und bei vielen Wählern von Cambiemos) ist, dass die Regierung gescheitert ist und gelogen hat.

Jede mögliche Erklärung, die die Regierung über die Geschehnisse abgeben kann (Dürre, Zinssätze der FED, Haushaltsdefizit) erfordern eine wirtschaftliche Erholung, um sich zu beweisen. Und für die Regierung ist es wichtig, dass diese Erholung zum richtigen Zeitpunkt einsetzt, um ihre Chancen auf einen Wahlsieg zu verbessern. Das Wachstum, die Verbesserung der Reallöhne und der Inflationsrückgang müssen so lange wie möglich vor den Wahlen einsetzen, damit die Regierungskoalition so wettbewerbsfähig wie möglich ist. Aber nach der Krise ist all das für einen Wahlsieg 2019 nicht ausreichend, wenn nicht zwei weitere Bedingungen gegeben sind:

1. **SPALTUNG DER OPPOSITION:** Angesichts dessen, dass die Mehrheit der Wähler zur Opposition tendiert (48,3 % nach Umfragen von Synopsis im Juli), ist es erforderlich, dass die Opposition gespalten ist. Ein Vorteil der Regierung ist, dass nicht nur die Opposition, sondern auch ihre Wählerschaft gespalten ist. Einige oppositionelle Wähler optieren für gemäßigte Oppositionspolitiker (Massa, Urtubey), nicht aber für radikalere Politiker (Cristina Fernández de Kirchner, Rodríguez Saá); andere dagegen bevorzugen eine harte Linie und würden nicht für konziliantere Oppositionspolitiker stimmen. Das erschwert eine Vereinheitlichung des oppositionellen Wahlangebots, da bei einer Alternative Macri - Cristina Kirchner ein Teil dieser oppositionellen Wählerschaft wieder die Regierungsparteien unterstützen könnte.

2. **DASS DAS KIRCHNERLAGER DIE STÄRKSTE OPPOSITION STELLT:** Die Probleme, die der Peronismo Federal hat, ein alternatives Wahlangebot zu den Kirchneranhängern zu organisieren (es gibt keinen dominanten Präsidentschaftskandidaten in Bezirken wie der Stadt und der Provinz Buenos Aires) macht es wahrscheinlich, dass das Wahlangebot der Kirchneranhänger (Cristine Kirchner oder ein anderer Kandidat) am wettbewerbsfähigsten sein wird, was dem von der Regierung gewünschten Szenario entspricht.

Der Wahlsieg von Cambiemos hängt also weitgehend davon ab, wann die Konjunkturerholung einsetzt, dass die Opposition gespalten bleibt und dass die Koalition der Kirchneranhänger am besten positioniert ist.

WIRTSCHAFTSKONJUNKTUR

- **Im Mai verstärkte sich die Negativdynamik von April: Das stärkere Gewicht des Landwirtschaftssektors und der Run auf den Dollar führten zu einem Rückgang der Wirtschaftstätigkeit um 5,8 % p. a. Vorläufige Indikatoren lassen erwarten, dass sich diese Tendenz im Juni verstärken wird.**

Die Dürre wird vorbeigehen, aber die Rezession bleibt: Folgen des Runs auf den Dollar

Im Mai wies der Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit (EMAE) im zweiten Monat in Folge einen Rückgang gegenüber dem Vorjahr und dem Vormonat aus (-5,8 % p. a. bzw. saisonbereinigt 1,4 %). Wie bereits im April war dies in erster Linie die Folge eines exogenen Schocks: Aufgrund der Dürre sank die Landwirtschaftsproduktion um mehr als 35 % p. a.

Im Unterschied zum April, als die anderen Sektoren noch eine positive Entwicklung aufwiesen (+3,8 % p. a. für das BIP ohne Landwirtschaft), stagnierten diese im Mai: Unter Ausschluss der Auswirkungen der Dürre erhöhte sich der EMAE nur um magere 0,6 % p. a. Damit machten sich die ersten Folgen des Runs auf den Dollar bemerkbar.

Infolge der abrupten Pesoabwertung, war die Entwicklung bei den Wachstumsmotoren, die Ende 2017 und Anfang 2018 die Konjunktur angetrieben hatten, negativ. Beispielsweise sank die Industrieproduktion im Mai um 1,3 % p. a., nachdem sie in den ersten vier Monaten um 3,7 % p. a. zugenommen hatte; während der Handel im Zeitraum Januar - April einen Zuwachs um 6,1 % p. a. verzeichnete, waren es im Mai nur noch 0,6 % p. a. Es sind also turbulente Zeiten abzusehen.

Economic Activity Indicators

		Date	YoY % Change 2017/2016	YoY % Change Last Data Available	YoY % Change YTD	Monthly s.a. % change
	Goods Production	Jun-18	2.6%	-4.6%	0.2%	0.7%
Industry	Automotive Production*	Jun-18	0.1%	3.5%	16.0%	-2.7%
	Steel Production	Jun-18	11.3%	11.2%	22.0%	-5.2%
Construction	Cement Sales	Jun-18	11.8%	-3.9%	8.7%	-11.7%
	Build Index		13.7%	7.4%	7.4%	-5.0%
Consumption	Retail Sales (CAME)	Jun-18	-1.0%	-4.8%	-1.8%	-0.3%
	National Consumer's Confidence**	Jun-18	-17.2%	-21.2%	-4.2%	-8.7%

Source: Ecolatina based on private indicators

** A Category*

*** Total Country (UTDT)*

Wie aus diesen Zahlen hervorgeht, wird zwar die Dürre vorbeigehen, aber die Rezession wird anhalten. Dies wird von dem Panorama im Juni bestätigt: Die Automobilproduktion, die in den ersten vier Monaten zweistellige Wachstumsraten aufwies, brach im Juni um 13,4 % p. a. ein. Die Stahlproduktion nahm zwar um 10 % p. a. zu, dies entspricht aber nur der Hälfte des Werts im Zeitraum Januar bis April; aufgrund der starken Exportfähigkeit der Stahlindustrie ist diese von der Pesoabwertung weniger betroffen als andere Branchen.

Das Baugewerbe, das im letzten Jahr aufgrund des niedrigen Dollarkurses und der günstigen Hypothekenkredite (UVA) einer der wichtigsten Wachstumsmotoren gewesen war, zeigte negative Signale: Der Index Construya (der die Lieferungen von Baumaterialien misst) sank um 5 %; es liegen zwar noch keine aggregierten Daten des INDEC vor, aber alles deutet darauf hin, dass diese Statistiken ein ähnliches Ergebnis haben werden. Da das Baugewerbe im Unterschied zur Stahlindustrie keine Exportbranche ist, wird die geringere interne Nachfrage den Sektor voll treffen.

Festzuhalten ist, dass nach dem Point of no Return des Runs auf den Dollar, das zweite Quartal von negativen Zahlen gekennzeichnet war.

PREISE

- **Die Abwertung wirkte sich auch auf die Kostenstruktur der Güter und Dienstleistungen mit staatlich regulierten Preisen aus. Angesichts des ehrgeizigen Haushaltsziels für das laufende Jahr und für 2019 sind Tarifanhebungen bei den staatlichen Dienst- und Versorgungsleitungen unumgänglich, durch die die Inflation 2018 auf mehr als 32 % steigen wird.**

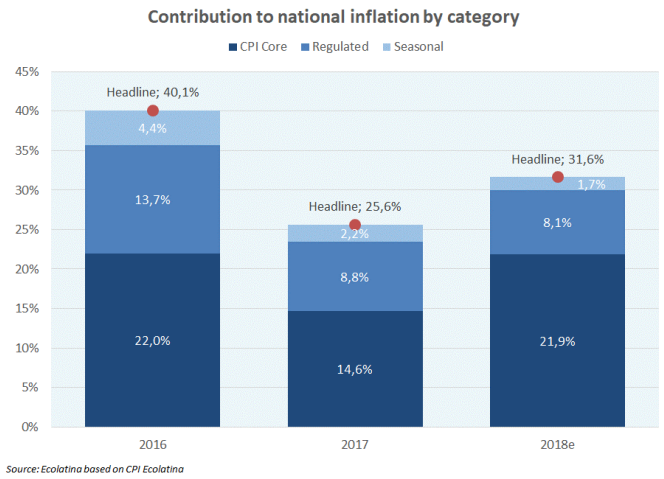
2018 wird die Inflation mehr als 30 % betragen

Aufgrund der hohen Inflation im ersten Halbjahr 2018 und vor allem wegen des Inflationsmotors Dollar werden die Spannungen bzgl. der Preise im restlichen Jahr nicht nachlassen. Das liegt in erster Linie daran, dass noch ein Teil der Abwälzung der Wechselkursänderung auf die Preise aussteht; anders gesagt, der Prozess des pass through ist noch nicht abgeschlossen. Dafür sind die starken Preiserhöhungen in der ersten Julihälfte ein deutliches Signal.

Zweitens wird im Gefolge des Runs auf den Dollar ein neues Gefüge relativer Preise entstehen. Was bedeutet das? Der Dollaranstieg wird sich nicht nur auf die Produkte auswirken, an deren Kostenstruktur er direkt beteiligt ist, sondern es werden auch die Preise anderer Güter und Dienstleistungen angehoben werden, um Gewinneinbußen zu vermeiden. In diesem Zusammenhang ist die Wiederaufnahme von Tarifverhandlungen und die Forderung der Energieunternehmen zur Anpassung der Tarife an die neuen Kosten nur ein Vorgeschmack auf ein schwieriges Halbjahr.

Ähnlich ist die Situation auf dem Kraftstoffmarkt. Zu Beginn des Jahres gab die Regierung - teilweise aufgrund der Dollarstabilität 2017 - die Preise frei, sodass sie den internationalen Ölpreis zum offiziellen Wechselkurs spiegeln würden. Trotz des Dollaranstiegs zogen die Kraftstoffpreise im ersten Halbjahr nur um 16 % an; deshalb werden die Forderungen der Industrie nach Preiserhöhungen immer stärker.

Hervorzuheben ist, dass die Kraftstoffpreise eine starke indirekte Auswirkung haben. Da sie in fast der gesamten Produktionskette verwendet werden, werden die Unternehmer versuchen, Erhöhungen auf die Preise abzuwälzen - so weit der Nachfragerückgang dies zulässt - um ihre Gewinnspannen nicht zu verkleinern. Eine Verteuerung der Kraftstoffe wirkt sich auch direkt auf die Transportsubventionen aus, da die Anhebungen der öffentlichen Fahrpreise in den ersten sechs Monaten nicht ausreichen, um höhere Kosten zu absorbieren. In diesem Zusammenhang wurden kürzlich Preiserhöhungen um fast 40 % für Bahn- und Busfahrten im Großraum Buenos Aires angekündigt (sie sollen in drei Etappen erfolgen); dies wird die nationale Inflation um 0,5 Prozentpunkte erhöhen.



Nach unseren Schätzungen müssten die Gas- und Stromtarife zwischen 25 % und 30 % angehoben werden, um die höheren Kosten, die die Pesoabwertung für die Betreiberunternehmen verursacht hat, auszugleichen. So wird verständlich, wie die mit dem IWF vereinbarte ehrgeizige Haushaltsleitlinie für das Primärdefizit mit der Inflationsbekämpfung kollidiert.

Infolge dieser Dynamik und vorausgesetzt, dass keine neuen Wechselkursturbulenzen auftreten - was derzeit nicht wahrscheinlich, aber auch nicht völlig auszuschließen ist - wird die Monatsinflation im zweiten Halbjahr durchschnittlich 2,2 % und insgesamt in diesem Zeitraum 14 % betragen.

Da die mit dem IWF für 2018 vereinbarte Inflationsobergrenze 32 % beträgt, wird es notwendig sein, dieses Thema mit dem IWF-Vorstand zu "diskutieren". Da unsere Projektion vorsieht, dass die Differenz minimal sein wird, dürfte dies keine relevanten Folgen für die Regierungspolitik haben; aber ein neuer abrupter Dollaranstieg, eine Verschärfung der sozialen Konflikte (Forderungen nach einer Wiederaufnahme aller Tarifverhandlungen) oder eine Anhebung der Wirtschaftssubventionen in stärkerem Ausmaß als erwartet würden die Preissteigerungen über die "tolerierbare" Grenze hinaus in die Höhe treiben.

HAUSHALTSÜBERBLICK

• Im ersten Halbjahr 2018 sank das Primärdefizit nominal um 27 % p. a. Dieser Rückgang ist darauf zurückzuführen, dass die Einnahmen (+ 26 % p. a.) stärker stiegen als die Ausgaben (+19 % p. a.). Im Ergebnis sank das Defizit gemessen am BIP um 0,7 Prozentpunkte.

Geringeres Primärdefizit, aber weiterer Anstieg der Zinszahlungen

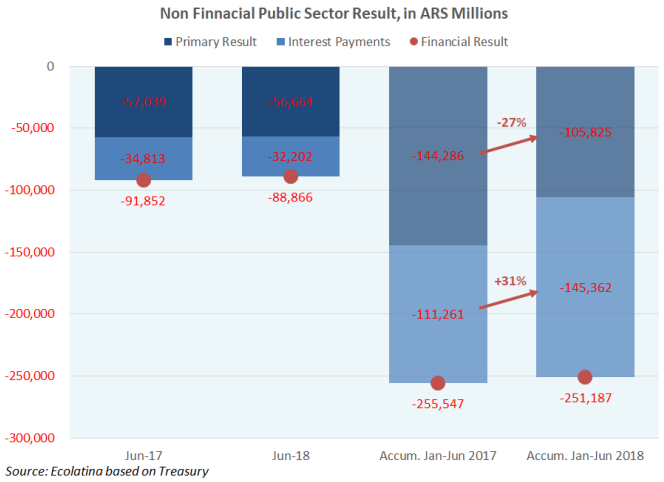
Im Juni belief sich das Primärdefizit auf Kassenbasis des nicht finanziellen nationalen öffentlichen Sektors (SPNF) auf AR$ 7,8 Mrd. und lag damit um 1 % unter dem Wert des Vorjahres. Es handelte sich um den dritten Rückgang in Folge. Im ersten Halbjahr betrug das PrimärdefizitAR$ 106 Mrd. und entsprach -0,8 % des BIP. Gegenüber dem Vergleichszeitraum 2017, als es AR$ 144 (-1,5 % des BIP) betrug, verringerte es sich in laufenden Preisen um 27 %.

Wie bereits in den letzten Monaten war die Verringerung des Primärdefizits die Folge der Tatsache, dass die Einnahmen stärker stiegen als die Ausgaben (+26 % p. a. bzw. +19 % p. a.). Inflationsbereinigt blieben die Einnahmen konstant (+0,0 % p. a.), während die Primärausgaben deutlich sanken (-5,5 % p. a.). Die positive Dynamik, die die allmähliche Verringerung des Defizits garantiert, wird sich in den kommenden Monaten infolge der geringeren Wirtschaftstätigkeit abschwächen. Im ersten Halbjahr war der Rückgang des Primärdefizits in erster Linie die Folge der nominalen Abnahme der Kapitalkosten (-20 % p. a.). Dieses Ergebnis ist allerdings durch eine Änderung der Buchung verzerrt: Seit Januar 2018 werden die Einnahmen und Ausgaben der Soja-Bundessolidarfonds nicht mehr verbucht, was zwar keinen Einfluss auf das aggregierte Nettoergebnis, wohl aber auf diese Kostenstelle hat. Schließt man diesen Effekt aus, so reduziert sich der Rückgang auf die Hälfte.

Die Wirtschaftssubventionen, die in den ersten vier Monaten nominal deutlich gesunken waren (-19 % p. a.), verzeichneten im Mai und im Juni einen Anstieg. Infolge der Bedeutung des Dollarkurses für die Kostenstruktur der öffentlichen Dienst- und Versorgungsleistungen bewirkte sein Anstieg, dass der Posten Wirtschaftssubventionen nominal um 50 % p. a. nach oben schnellte; dahinter stand die Entscheidung, die Tarife für die Verbraucher konstant zu halten und so neue soziale Konflikte zu vermeiden. Im Ergebnis stiegen die Wirtschaftssubventionen im ersten Halbjahr um 8 % p. a. Die kürzlich angekündigte Fahrpreiserhöhung deutet darauf hin, dass sich diese Dynamik in den kommenden Monaten abschwächen wird.

Das Finanzdefizit (das auch die Zinszahlungen umfasst) blieb zwischen dem ersten Halbjahr 2017 und 2018 praktisch unverändert: Es sank von AR$ 255,6 Mrd. auf AR$ 251,2 Mrd. (-2 % p. a.). Infolge der Verschuldungsstrategie der Regierung zogen die Zinszahlen um 31 % p. auf knapp AR$ 145,5 Mrd. an. Im Ergebnis blieb der Anteil am BIP bei etwa 1,1 % stabil und umfasste 13,3 % der Steuereinnahmen, etwa 1 Prozentpunkt mehr als im ersten Halbjahr 2017. So wird

deutlich, dass dieser Ausgabenposten ständig an Gewicht gewinnt.



Source: Ecolatina based on Treasury

AUßENHANDEL

• Im Juni sanken die Importe erstmals in diesem Jahr (-7,5 % p. a.), während bei den Exporten der Rückgang geringer ausfiel (-1,4 % p. a.). Das Handelsbilanzdefizit betrug US$ 380 Mio., knapp die Hälfte des Werts vom Juni 2017.

Infolge der Wechselkurskrise sank das Handelsbilanzdefizit auch im Juni

Im Juni 2018 belief sich das Handelsbilanzdefizit auf rund US$ 380 Mio. und war damit um fast die Hälfte niedriger als im Vorjahr (US$ 750 Mio.). Dieser Rückgang war die Folge eines Importeinbruchs (um -7,5 % p. a. auf ca. US$ 5,5 Mrd.), während die Exporte nur leicht sanken (um -1,4 % p. a. auf rund US$ 5,1 Mrd.).

Diese Daten spiegeln bereits die Auswirkungen der Wechselkurskrise: Die Auslandskäufe fielen wertmäßig erstmals seit Dezember 2016 (-2,8 % p. a.); auffällig ist die abrupte Abnahme der Importmengen (-11,7 % p. a.), die ihre Anfälligkeit für den erwarteten aktuellen Konjunkturrückgang und den Dollaranstieg deutlich macht, der die ausländischen Produkte im Vergleich zur lokalen Produktion relativ verteuerte.

Bei den Exporten war die Dürre erneut spürbar: Die Ausfuhrmengen von Rohstoffen sanken um 31,1 % p. a., bei den verarbeiteten Produkten landwirtschaftlichen Ursprungs (MOA) betrug der Rückgang mehr als 10 % p. a. Damit fiel das zweite Quartal für die agroindustrielle Produktion sehr negativ aus: Der Export von Rohstoffen ging mengenmäßig um 29 % p. a. zurück, bei den MOA lag die Abnahme bei 10,3 % p. a. Die verarbeiteten Produkte industriellen Ursprungs verzeichneten eine entgegengesetzte Dynamik: Infolge höherer Verkäufe an Brasilien, einer geringeren lokalen Nachfrage (die Exporte wirken als antizyklischer Ausweg) und der Verbesserung des realen Wechselkurses stiegen sie wertmäßig um 10,4 % p. a. und mengenmäßig um 6,6 % p. a.

Die einzige Ähnlichkeit mit den Vormonaten war, dass sich die Terms of Trade zugunsten Argentiniens auswirkten: Die Preise der Exportprodukte stiegen stärker als die der Importgüter. Wären die Preise seit Juni 2017 gleichgeblieben, würde sich das Handelsbilanzdefizit auf US$ 600 Mio. belaufen.

Im ersten Halbjahr 2018 betrug das Handelsbilanzdefizit mehr als US$ 5,1 Mrd., das ist nahezu das Doppelte des Vorjahreswerts (US$ 2,6 Mrd.). Wie bereits 2017 ist dies die Folge eines höheren Anstiegs der Importe (+13 % p. a.) als der Exporte (+5,5 % p. a.). Hier ist anzumerken, dass es zwei zeitlich differenzierte Dynamiken gab: Während sich die Auslandskäufe in den ersten vier Monaten infolge einer kräftigen Nachfrage und eines niedrigen Dollarkurses um 20 % p. a. erhöhten, sanken sie nach dem Run auf den Dollar im Mai und Juni um 0,5 % p. a.

Für das zweite Halbjahr erwarten wir, dass sich der Importrückgang fortsetzt, insbesondere wenn die Wirtschaftstätigkeit weiterhin rückläufig ist und der Peso das verlorene Terrain nicht wieder gut macht. Auf Exportseite werden ein geringeres Gewicht der Landwirtschaft und eine bessere Wettbewerbsfähigkeit des Wechselkurses die Ausfuhr fördern. Allerdings wird sich die ständige Revision der Wachstumsprognosen für die brasilianische Wirtschaft mit immer niedrigeren Werten negativ auswirken. Zusammenfassend besteht unsere Projektion für das zweite Halbjahr darin, dass sich das Handelsbilanzdefizit im Vergleich zu 2017 deutlich verringern und insgesamt etwa US$ 7,5 Mrd. betragen wird.

Trade Balance

User Database	Jun-17	Jun-18	YoY	Jan- Apr 2017	Jan- Apr 2018	YoY
Exports (USD FOB billion)	5.2	5.1	-1.4%	28.3	29.8	5.5%
Selected Products	2.4	2.1	-13.0%	12.1	11.5	-5.2%
Soybean Complex	*1.6*	*1.3*	*-20.4%*	*8.2*	*6.7*	*-17.9%*
Corn	*0.3*	*0.3*	*-1.4%*	*1.7*	*2.2*	*27.9%*
Cars	*0.5*	*0.5*	*3.9%*	*2.2*	*2.6*	*16.3%*
Others	2.7	3.0	8.7%	16.1	18.3	13.5%
Imports (USD CIF billion)	5.9	5.5	-7.5%	30.9	34.9	13.0%
Energy	*0.8*	*0.7*	*-6.2%*	*2.8*	*3.2*	*16.4%*
Parts and Accesories	*1.2*	*1.0*	*-10.2%*	*6.0*	*6.8*	*13.1%*
Cars	*0.5*	*0.5*	*-15.0%*	*3.0*	*3.3*	*12.0%*
Others	3.4	3.2	-5.7%	19.1	21.6	12.7%
Trade Balance (FOB - CIF)	-0.8	-0.4		-2.6	-5.1	

Source: INDEC's Argentina´s Trade Report

08
2018

ARGENTINIEN WIRTSCHAFT

DEUTSCH-ARGENTINISCHE INDUSTRIE- UND HANDELSKAMMER

GELD- UND WECHSELKURSPOLITIK

• Nach einem sehr bewegten Quartal beruhigte sich der Dollarkurs im Juli und sank im Monatsverlauf um 5,3 % auf 27,35AR$/US$. Diese Ruhe auf dem Devisenmarkt wirkt zwar solide, aber es wäre vorschnell zu behaupten, dass eine Stabilität erreicht wurde; eine Senkung der Zinssätze wird die Feuerprobe darstellen.
• Um einen Ausweg aus der Wechselkurskrise zu finden, ordnete die Regierung alle ökonomischen Variablen der Kontrolle des Dollars unter. Diese Situation bildet einen Gegensatz zu den Vorjahren, als der Wechselkurs ein Instrument der Konjunktur- und Inflationspolitik war.

Brachte der Winter einen Frühling auf dem Devisenmarkt?

Nach einem sehr bewegten Quartal, in dem der Dollarkurs um 40 % in die Höhe schnellte und die Zentralbank eine neue Leitung erhielt, ließ im Juli der Druck nach und der Kurs fiel um 5,3 % auf etwa 27,35AR$/US$. Zwar scheint die Devisennachfrage an ihre Grenzen gestoßen zu sein (der Pesokurs sank im zweiten Quartal um 32,2 % p. a.), aber dies ist nicht nur vorübergehend, sondern auch fragil.

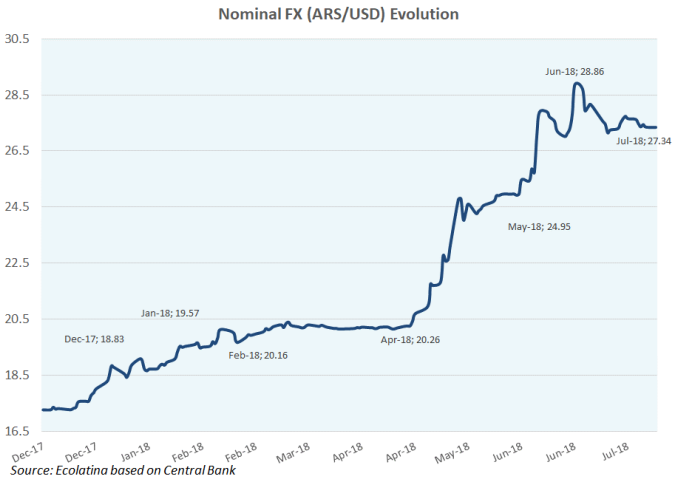
Der erste dieser Punkte bezieht sich darauf, dass die Freiheit der BCRA zur Intervention auf dem Devisenmarkt durch das Abkommen mit dem IWF eingeschränkt wurde. Wenn also die ersten Spannungen auftauchen, wird sich dies direkt auf den Wechselkurs auswirken.

Andererseits werden die täglichen Ausschreibungen der Zentralbank iHv US$ 100 Mio. nur bis September laufen, denn sie widersprechen dem Ziel der Erhöhung der Devisenreserven, das im Abkommen über den Standby-Kredit (US$ 5,5 Mrd. pro Quartal) festgelegt ist; dadurch verschwindet im letzten Quartal dieser Stabilisierungsfaktor, der derzeit täglich wirkt.

Der Leitzinssatz (er wirkt sich auf die Banken aus) blieb bei über 40 % pro Jahr und der Zinssatz für LEBAC (er wirkt sich auf den Rest des Finanzsektors aus) lag in der ersten Ausschreibung bei über 45 %. Diese Attraktivität von Anlagen in Peso verhindert zwar einen möglichen Druck auf den Wechselkurs (der Dollarkurs müsste Ende August 28,10AR$/US$ betragen, um den Gewinn von LEBAC-Anlagen zu übertreffen), wirkt sich aber negativ auf das Produktionsgefüge aus. Deshalb muss diese Ertragsspanne kurzfristig reduziert werden, um eine Konjunkturerholung zu stimulieren und die Auswirkungen auf die normale Einhaltung der Zahlungskette abzufedern.

Die Fragilität der Ruhe auf dem Devisenmarkt ist internen und externen Faktoren zuzuschreiben. Auf lokaler Ebene senkten die verschiedenen Ausschreibungen von LETE durch die Staatskasse die Dollarnachfrage, ohne sofort Druck auf den Wechselkurs auszuüben. Aber abgesehen von den Problemen einer zunehmenden Verschuldung in Auslandswährung mit kurzen Laufzeiten und einem steigenden Zinssatz (die Schuldverschreibungen auf drei Monate hatten einen Zinssatz von 5,5 %, das ist genau so viel wie der Ertrag der Bonds mit einer Laufzeit von zehn Jahren Ende 2017), kommen diese Schuldtitel einer aufgeschobenen Dollarisierung gleich. Im Moment der Rückzahlung - es sei denn, der gesamte Bestand wird erneuert - wird die aufgeschobene Nachfrage auf dem Devisenmarkt spürbar werden und zu einem Dollaranstieg beitragen.

Jenseits der wechselseitigen Erklärungen des russischen und des US-Präsidenten und zwischen diesem und seinem chinesischen Amtskollegen hatten auf internationaler Ebene diese verbalen Eskalationen keine protektionistischen Maßnahmen zur Folge. Aber in diesem erregten Kontext, in dem Aggressionen nicht mehr die Ausnahme, sondern Teil der Konjunktur bilden, ist Vorsicht angebracht, weshalb neue Turbulenzen auf kurze Sicht nicht ausgeschlossen werden können. Schließlich könnten auch die Senkung von Anreizen und Liquidität durch die europäische und die japanische Zentralbank in den kommenden Monaten Druck auf die Schwellenländer ausüben.



Beim Wechsel der Zentralbankleitung ging es nicht um Personen. Seit der Amtsübernahme von Luis Caputo sind die Maßnahmen pragmatischer und nicht nur einer einzigen ökonomischen Doktrin verpflichtet. Sie konzentrierten sich auf die schnelle Stabilisierung des Wechselkurses ohne Berücksichtigung der

Sekundäreffekte auf andere Variablen oder auf mittlere Frist.

In dem Maße, wie die Handlungsfähigkeit der Geldbehörde bei der Abschaffung der "Beatmungsgeräte" stark ist und der Markt die Ruhe auf dem Devisenmarkt als permanent wahrnimmt, wird der Dollarkurs nicht erneut nach oben schnellen.

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 und Statistiken: Ecolatina
Koordination: Teresa Behm
Layout: Christina Keim