



ARGENTINA ECONÓMICA



ARGENTINA ECONÓMICA

01. Novedades

02. Panorama

03. Actividad

04. Precios

05. Política Fiscal

06. Sector Externo

07. Política Monetaria y Cambiaría

01/2019

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.

PANORAMA

Económico: “Triángulo de las bermudas: dólar, riesgo país y elecciones”

Pese a que 2018 culminó con pax cambiaria y social, fue un año muy negativo para la economía argentina. La actividad cayó más de 2%, la inflación acumuló casi 50%, el tipo de cambio y el riesgo país más que se duplicaron y la tasa de interés de referencia cerró en 60% (30 p.p. por encima de comienzos de año). Lo peor fue el descalce entre las expectativas y la realidad: a fines de 2017 se esperaba un año con crecimiento y reducción de las variables nominales. Además, no sirve echarle la culpa al mundo: no fue un buen año para la región, pero igualmente Sudamérica logró crecer.

Las perspectivas para el año que comienza muestran dos posibles escenarios. Si persiste la calma cambiaria, la inflación comenzaría a ceder y la actividad empezaría a recuperarse. Esto permitiría al Ejecutivo transitar los meses pre-electorales en un contexto económico que la mayoría de los votantes percibirá como menos adverso, aumentando las chances de continuidad de Cambiemos. Esto podría tranquilizar a los inversores internacionales, aunque difícilmente les devuelva el apetito.

Asimismo, si por diversos factores (shock externo, debilidad política, etc.) la dolarización de activos se reanuda y se genera inestabilidad cambiaria, el proceso de desaceleración de la inflación y reactivación quedará abortado. En este escenario, aumentan las chances de un triunfo opositor, lo que podría retroalimentar la fuga de capitales y la desconfianza de los inversores internacionales.

El plan de estabilización lanzado a fines de septiembre ha sido exitoso en calmar al mercado cambiario (moderando la inflación), pero no logró despejar las dudas de financiamiento: 2018 terminó con un riesgo país superior a los 800 puntos básicos, lo que ratifica que Argentina tiene cerrado el acceso a los mercados de capitales foráneos. En el corto plazo, los desembolsos del FMI permitirán honrar los servicios de la deuda pública en moneda extranjera, pero hacia mediados de 2020 el próximo presidente electo deberá colocar títulos para cancelar vencimientos (roll-over).

Haciendo un ejercicio de extrema simplificación, se puede decir que este año el devenir de la economía argentina estará sujeto a la evolución de tres variables clave: tipo de cambio, riesgo país y proceso electoral. En la actualidad, el elevado riesgo país refleja la delicada situación financiera de la Argentina: el pago de la deuda

PARA MÁS INFORMACIÓN:

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

pública sólo puede garantizarse si el FMI concreta los desembolsos sujetos a la aprobación de un estricto plan de estabilización. Asimismo, las crecientes dudas sobre el repago de la deuda pública (el riesgo país trepó más de 100 puntos en diciembre) jaquean la calma cambiaria alcanzada. Prueba de ello es que, en el último mes del año, el BCRA frenó el proceso de recorte de la tasa de interés de referencia (la LELIQ cerró en torno al 60% anual).

El proceso electoral, entendido como las elecciones provinciales desdobladas, el cierre de listas, las encuestas, las primarias de agosto, las presidenciales de octubre y el probable ballottage de noviembre, puede terminar de inclinar la cancha hacia uno de los dos posibles equilibrios: el virtuoso (calma cambiaria con reducción de la inflación y recuperación) o el vicioso (inestabilidad cambiaria, inflación elevada y recesión). Asimismo, las chances del oficialismo en la carrera presidencial van a depender del mercado cambiario: si hay nuevos sobresaltos, la percepción de crisis (que ya refleja el elevado riesgo país) alcanzará a la mayoría de la población afectando sus chances de re-elección.

Las últimas decisiones en materia económica revelan que el gobierno incorporó el lema autóctono que dice “controla al dólar y reinarás”. En primer lugar, anunció a fin de año un fuerte tarifazo (que generará inflación y golpeará al consumo) con el objetivo de reducir los subsidios para cumplir la ambiciosa meta fiscal de equilibrio primario, variable clava para destrabar nuevos desembolsos del FMI. Asimismo, el BCRA reforzó las Reservas Internacionales (mediante un swap con China por casi USD 9.000 M), sobre-cumplió la estricta meta de agregados monetarios (lo que se tradujo en una tasa de referencia más elevada que la demandada por el mercado) e hizo más porosa el piso de la banda cambiaria (se comprometió a comprar sólo USD 50 M diarios y hasta el 2% de expansión de la base monetaria del mes, si el dólar perfora el límite inferior de Zona de No Intervención cambiaria).

En síntesis, la performance económica del año que comienza dependerá del devenir de la tríada tipo de cambio, riesgo país y proceso electoral. Ojalá que la moneda caiga del lado del “equilibrio virtuoso”, porque nuestra sociedad (además del gobierno de turno) no resistiría una nueva crisis económica: un tercio de la población ya es pobre y este flagelo afecta a más del 50% de los jóvenes.

Político: “El Gobierno anticipó los últimos aumentos para empezar a trabajar en la recuperación económica”

Si hay una semana donde la opinión pública está distraída, esa es la semana entre fiestas al final de cada

año. Y fue precisamente esa semana la que el Gobierno eligió para anunciar una serie de aumentos que en algún momento tenía que anunciar para cumplir con los compromisos de ajuste del gasto público asumidos con el FMI. Y no solo por el momento de distracción se decidió anunciar aumentos de luz, gas y transporte en la última semana del 2018, sino para evitar tener que dar este tipo de anuncios en el 2019.

Todo ello porque si bien el oficialismo tiene una estrategia dominante desde el punto de vista electoral, que es confrontar con Cristina Kirchner y el Kirchnerismo, esa estrategia es dominante pero no suficiente para garantizar la reelección de Cambiemos, ya que su éxito está condicionado por la evolución de la situación económica. Una vez despejado el panorama de anuncios impopulares, el Gobierno empezará a trabajar en hacer todo lo que esté su alcance -no es mucho-, para lograr que la recuperación económica llegue a tiempo y se sienta lo más posible, más allá de las metas de déficit cero que deberá cumplir.

Habrá que ver si estos anuncios provocan una reversión en algunos indicadores de opinión pública (imagen y expectativas) frente a la incipiente recuperación del Gobierno, que habíamos observado en los meses de noviembre y diciembre:

- **Imagen de Gobierno.** En diciembre, la valoración del desempeño del Gobierno de Mauricio Macri logró, por segundo mes consecutivo, una leve recuperación en la valoración positiva (+0,6%), y una caída de -3,3 p.p. de la imagen negativa del Gobierno, reduciendo el diferencial negativo de imagen en casi 4 puntos (-3,9%) respecto del observado en noviembre.
- **Expectativas sobre el Futuro del País.** En materia de expectativas sobre el futuro del país, en diciembre, se observó una caída del pesimismo de casi 5 p.p., mientras que se observó una leve recuperación de los que ven con optimismo el futuro del país (+0,8).
- **Expectativas sobre el Futuro de la Situación Personal.** En materia de expectativas sobre el futuro personal, en diciembre, se observó una caída del pesimismo también de casi 5 puntos, al tiempo que se registró un rebote del optimismo de más de 4 p.p. (+4,1%).

La estrategia de confrontar con CFK (Polarización) es dominante

Pero, ¿es contradictoria la estrategia de confrontar con CFK y el kirchnerismo para maximizar sus chances de reelección, cuando la candidatura de la ex Presidenta es la que más incertidumbre económica genera, pudiendo afectar la recuperación económica? Si bien son condiciones contradictorias (candidatura de CFK y

recuperación económica), la necesidad de confrontar con CFK es hoy excluyente para Macri, porque en cualquier otro escenario el Gobierno perdería la elección. Los costos económicos que trae aparejada la confrontación con CFK, deben ser incorporados como externalidad negativa para una estrategia que sigue siendo dominante para el Gobierno, ya que no tiene posibilidad de elegir otra estrategia por su propio instinto de supervivencia.

En todo caso, no hay estrategias óptimas para el oficialismo, y entre las opciones, siempre se privilegiarán no solo las que maximizan las posibilidades de triunfo de Cambiemos, sino que se buscará evitar aquellas que minimizan esas chances. Por lo cual, la clave para el Gobierno será encontrar la mejor manera de neutralizar los problemas que podría traer aparejada la eventual candidatura de CFK en la economía, porque decididamente ese será el escenario buscado.

ACTIVIDAD

- En octubre, la actividad económica cayó 4% i.a., pero motivada por el desplome de septiembre, creció 0,9% en términos desestacionalizados. Como resultado, la actividad acumuló en los primeros diez meses del año un deterioro de 1,7% i.a.
- El INDEC informó que el PBI cayó 3,5% i.a. en el tercer trimestre de 2018 y se contrajo 0,7% desestacionalizado frente al segundo trimestre. La baja fue generalizada entre los sectores, debido a la elevada incertidumbre que provocaron las tensiones cambiarias.

La actividad rebotó levemente en octubre

En octubre, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) retrocedió 4% i.a. No obstante, tras el desplome de septiembre, mostró un incremento mensual de 0,9% en términos desestacionalizados. Como resultado, la actividad acumuló en los primeros diez meses del año un deterioro de 1,7% i.a.

El plan de estabilización oficial (ajuste fiscal y monetario junto a las zonas de no intervención cambiaria) atenuó las presiones sobre la divisa y, de este modo, redujo la incertidumbre. Esta mejora fue fundamental para que la actividad se recuperase en octubre, frente a un septiembre negro; no obstante, la mejora no alcanzó para revertir las caídas en términos interanuales. Por caso, el sector de Comercio marcó una contracción de 11% i.a., la Industria de 5% i.a., al igual que la Construcción. Además de los sectores líderes, el resto de las ramas de actividad también marcó retrocesos, lo que redundó en una caída de 3,2% i.a. en la producción de bienes y de 3,7% i.a. en la de servicios –considerando la caída de 6%

i.a. de impuestos, se llega al 4% i.a. de merma del nivel general-.

Conjuntamente, esto demuestra el derrumbe del consumo y de la inversión resultante del nuevo contexto macroeconómico tras la corrida cambiaria, con salarios en pesos (y en dólares) muy deteriorados y un elevado costo de financiamiento. Este último factor, a su vez, limita la capacidad de las exportaciones de responder rápidamente a un tipo de cambio real más competitivo, impidiéndoles hacer frente a una potencial demanda desde el exterior.

Economic Activity Indicators					
	Date	YoY Change		Monthlys. a.	
		2017/2016	Last Data Available	YTD	% change
Goods Production	Nov-18	2.6%	-5.0%	-5.2%	0.7%
Industrv					
Automotive Production*	Nov-18	0.1%	-18.6%	1.4%	-6.7%
Steel Production	Nov-18	11.3%	7.5%	14.1%	5.2%
Construction					
Cement Sales	Nov-18	11.7%	-19.0%	-2.6%	-0.3%
Build Index	Dec-18	13.7%	-30.4%	-4.7%	-7.3%
Consumption					
Retail Sales (CAME)	Nov-18	-1.0%	-9.9%	-6.9%	-1.8%
National Consumer's Confidence**	Dec-18	-17.2%	-16.7%	-17.3%	14.7%

Source: Ecobatina based on private indicators

*A Category
** Total Country (UTDT)

Tal como se preveía, el INDEC informó que el PBI cayó 3,5% i.a. en el tercer trimestre de 2018 y se contrajo 0,7% respecto al segundo trimestre de 2018. A diferencia de lo que ocurrió en el período abril-junio, cuando el desplome de la actividad se debió principalmente al efecto de la sequía sobre el sector agropecuario, la contracción fue generalizada entre julio y septiembre. Esto se debe a que el tercer trimestre estuvo caracterizado por una elevada incertidumbre tras el salto del tipo de cambio y un segundo acuerdo con el FMI que tardó en llegar, el desplome del poder adquisitivo de los salarios, la abrupta suba de la tasa de interés y la caída del gasto público, agudizada por una meta fiscal primaria más dura.

En este contexto, tanto la demanda interna (consumo e inversión) como las exportaciones sufrieron una retracción del 5,9% i.a. en el trimestre. Por su parte, las cantidades importadas se derrumbaron más de 10% i.a., como consecuencia de una devaluación del Peso mayor al 40% en el período. En esta línea, la producción de bienes cayó 4,5% i.a. y la de servicios se contrajo 2,4% i.a., rompiendo esta última una racha de siete trimestres consecutivos sin caer.

En el último tramo de 2018 la recesión se profundizó. La aceleración de la inflación devenida por el salto cambiario dejará a los salarios reales en su peor momento durante el año (-13% i.a. promedio en el cuarto trimestre), deprimiendo aún más al consumo interno. Asimismo, el salto de la tasa de interés –que superó 70% durante gran parte de octubre- y la menor inversión en infraestructura por parte del Estado, con un esquema de PPP prácticamente descartado con la suba del riesgo país, contribuyeron a que la inversión experimentase una profunda caída.

Un aliciente vendrá por el mercado externo, dado que las cantidades exportadas de bienes y servicios comenzarán a reactivarse frente a la mejora cambiaria y a la salida de la cosecha fina. No obstante, esto no será suficiente y el PBI caería alrededor de 4 % i.a. en el último trimestre, lo que se traduce en una leve contracción en términos desestacionalizados respecto al tercer trimestre y cerrará el 2018 con una baja de 2% i.a. en promedio.

PRECIOS

• **En 2019 la carrera nominal mostrará una ventaja para los salarios respecto a los precios y el dólar. Sin embargo, la misma será mínima y dependerá del éxito de la política cambiaria, dependiente de la “ciertamente incierta” dinámica del proceso electoral.**

La carrera nominal de 2019

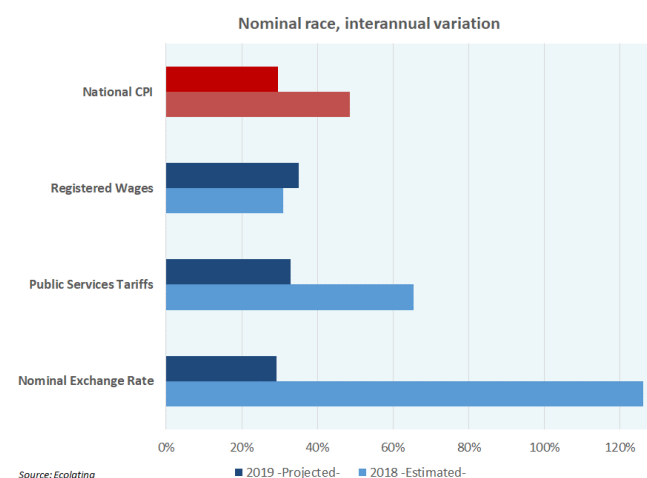
En las economías con elevada tasa de inflación cobra relevancia una “carrera nominal” que se disputa cada año. En ella, distintos precios compiten entre sí para ver quién avanza más “rápido” y, de esta forma, logra ganar terreno frente al resto. En nuestro país, tres variables determinan esta carrera: el dólar, los salarios y las tarifas de Servicios Públicos.

En 2018, la disruptiva trayectoria del tipo de cambio que obedeció a factores exógenos e imprevisibles, además de ciertos errores en el manejo de la política económica, implicó que el dólar ganase “cómodo” la carrera nominal de este año, con un alza mayor al 100%. En segundo lugar, y como consecuencia de la estructura de costos dolarizada de las prestadoras de Servicios Públicos, las tarifas de Servicios Públicos acumularán un alza cercana al 65% i.a. Esto se debe a que el ajuste tarifario debió intensificar su marcha en pos de no perder terreno frente al tipo de cambio y evitar incrementar el gasto en subsidios económicos, fundamental para alcanzar las metas pautadas con el FMI. Por último, faltando pocos días para cerrar el año –y con estadísticas rezagadas-, el alza de salarios registrados rozaría el 31% i.a. en 2018 ubicando al poder adquisitivo como el gran perdedor.

Para 2019, estimamos que la carrera nominal será más pareja. Por un lado, el tipo de cambio real no se encuentra atrasado, de modo que sus presiones alcistas estarían más acotadas, a la vez que el esquema de Zona de No intervención cambiaria reduciría la probabilidad que aparezcan dinámicas disruptivas. Sin embargo, vale remarcar que las mismas no son despreciables, teniendo presentes las turbulencias cambiarias que traerá consigo la incertidumbre del proceso electoral. Por lo tanto, en el escenario más probable proyectamos un dólar que seguirá en alza pero sin “desbandarse”, cerrando 2019

en torno a 51,5 ARS/USD. De este modo, el dólar acumularía una suba cercana al 30% entre puntas.

En lo que refiere a las tarifas de los Servicios Públicos, por el momento prevemos aumentos de agua, electricidad y gas en el primer cuatrimestre del 2019 y, si bien todavía no hay información disponible para el resto del año, deberían suscitarse ajustes en agosto (electricidad) y octubre (gas). No obstante, estos podrían postergarse hasta finalizar la contienda electoral, especialmente si el traspaso de los subsidios a la órbita provincial permite cumplir el equilibrio primario del Sector Público Nacional el próximo año. En definitiva, proyectamos un crecimiento entre 32-33% en 2019 en las tarifas -levemente por encima de la inflación-, ya que más allá de las intenciones políticas del oficialismo, se deberán realizar correcciones en pos de alcanzar la ambiciosa meta fiscal pautada con el FMI.



Por su parte, en 2019 los salarios formales comenzarán el año con significativos aumentos nominales producto de la cláusula de revisión impuesta en muchas negociaciones paritarias de 2018. Además, a estos se sumarán los ajustes propios del 2019, cuya “temporada alta” será en el segundo trimestre –al igual que todos los años-. Sin embargo, resultado de la caída de la demanda y el deterioro de las condiciones de empleo, solo una porción de los reclamos será satisfecha. Proyectamos que los salarios formales exhibirán un alza de 35% el año que viene, registrando mayores subas que el dólar y las tarifas de servicios públicos a lo largo de 2019.

Cabe destacar que el hecho de que a diciembre del año próximo los salarios formales le “ganen” a la inflación (que rondaría el 30%), no implicará necesariamente que el poder adquisitivo se recuperará en el año electoral. Por el contrario, para evaluar la dinámica de esta variable es más preciso considerar la media anual: en este caso, los ingresos laborales reales volverían a caer en 2019, registrando una merma de 2% i.a. en promedio.

Este magro desempeño obedecerá a que recién en la segunda parte del año, especialmente a partir de agosto, los salarios comenzarían a “aventajar” a la inflación. A contramano, los mismos permanecerían por debajo de la suba de precios durante el primer semestre de 2019. El elevado arrastre negativo de 2018 no será fácil de romper, provocando el segundo año en rojo para el poder adquisitivo de los trabajadores registrados.

En conclusión, en 2019 la carrera será más “peleada”. Como es característico de los años electorales en nuestro país, los salarios tendrán una ventaja respecto a los precios y el dólar. Sin embargo, la misma será mínima y dependerá del éxito de la política cambiaria, muy ligada a la ciertamente incierta dinámica electoral.

POLÍTICA FISCAL

- **El resultado fiscal primario sufrió un traspie en noviembre, producto de que los ingresos del Sector Público Nacional cayeron 9% i.a. en términos reales. A pesar de esto, el déficit acumulado en los primeros once meses es de sólo 1,7% del PBI y se alcanzará la meta.**
- **En cuanto al déficit financiero, se incrementó producto de un salto de 139% i.a. del pago de intereses. De esta forma, roza 4% del PBI en el acumulado a noviembre y marca una mejora sensible frente al 4,5% registrado en igual período de 2017.**

El resultado primario se deterioró, pero aun así se cumplirá la meta

En noviembre, el déficit fiscal primario del Sector Público Nacional alcanzó ARS 34.000 M, incrementándose 14% i.a. frente a igual mes de 2017 (-23% i.a. en términos reales). De esta forma, se registró la primera vez en 2018 que el resultado primario empeora, incluso en términos nominales, respecto al mismo mes del año pasado.

De esta manera, a falta de un mes para el cierre estadístico de 2018, el déficit primario acumulado es de ARS 204.000 M. Esto implica un rojo de -1,5% del PBI, mejorando 1,2 p.p. respecto al -2,7% del PBI observado en el mismo período de 2017. Incluyendo los gastos del Programa de Inversiones Prioritarias (PIP) —es decir, como establece la metodología del FMI—, el déficit primario se eleva a 1,7% del PBI. En consecuencia, el objetivo primario para este año, endurecido en abril (-2,7%), luce encaminado y posiblemente se sobrecumplirá.

La suba del déficit respondió a que los ingresos redujeron su ritmo de expansión (+35% i.a.), descendiendo 9% i.a. en términos reales, tras haber empardado a la inflación

en octubre (+0% i.a. deflactado). Mientras tanto, el gasto primario creció 32% i.a. en noviembre, retrocediendo en términos reales a un ritmo similar al de los meses previos (-11% i.a.).

La mayoría de los ingresos se contrajeron tras descontar por la suba de precios. Las excepciones fueron i) los derechos de exportación (+131% i.a.) por el nuevo esquema de retenciones y el salto cambiario; ii) rentas de la propiedad (+68% i.a.) por la prefinanciación del programa financiero; y iii) el impuesto a los créditos y débitos (+20% i.a.). Como novedad, se observa que la recaudación del IVA revirtió su signo: por la reducción de alícuotas a las importaciones y la caída del consumo interno, este tributo se redujo 13% i.a. en términos reales. Por su parte, los aportes y contribuciones a la seguridad social continúan en rojo (-16% i.a.) por la reforma impositiva y la contracción real de la masa salarial. Por último, los impuestos a los Bienes Personales y a las Ganancias también siguen cayendo (-68% i.a. y -27% i.a. en términos reales). Por el lado del gasto, al deflactar por la variación de precios, se observa que los subsidios treparon 36% i.a. (impulsados por los energéticos que se duplicaron), los gastos de capital crecieron 13% i.a. (por segunda vez consecutiva, tras 14 meses de caída) y las prestaciones sociales cayeron 18% i.a.

En simultáneo, el rojo financiero rozó los ARS 73.000 M, trepando 58% i.a. (+7% i.a. en términos reales) producto del salto en el pago de intereses (+139% i.a.). En el acumulado anual, el resultado financiero marca un déficit de ARS 535.000 M, equivalente a -3,9% del PBI (-4,1% considerando PIP), una mejora de 0,6 p.p. frente al 4,5% de igual período de 2017.

De cara al año entrante, proyectamos que los impuestos a las exportaciones dinamizarán los ingresos tributarios, de la mano de una mayor competitividad cambiaria y la ampliación de las retenciones a los bienes que no pertenecen al complejo sojero y a los servicios. Al mismo tiempo, la transferencia de parte de los subsidios económicos a las provincias alivianará las cuentas del Tesoro Nacional y el recorte en obra pública reducirá el peso del gasto primario en la economía —aunque por su elevado costo financiero, no serán sustituidas por Programas de Participación Público Privada (PPP) tal como se proyectaba a comienzos de este año—.

Sin embargo, producto de un nivel de actividad por debajo de lo presupuestado y un posible aumento de la informalidad a lo largo de la economía, será difícil alcanzar el equilibrio primario en 2019. Además, el pago de intereses seguirá en ascenso el año próximo: se ubicará en torno a 3,5% del PBI y tendrá un peso creciente sobre el presupuesto, pudiendo implicar casi 15% de la Recaudación Nacional.

SECTOR EXTERNO

• En noviembre se acentuó de manera notable el superávit comercial de bienes, rozando USD 1.000 M. Si bien las importaciones marcaron una fuerte contracción (-29,2% i.a.), la noticia fue el importante avance de las exportaciones (+14,5% i.a.)

En noviembre se acentuó el superávit comercial

Noviembre trajo consigo el tercer superávit comercial consecutivo en el intercambio de bienes. Más aún, este rozó los USD 1.000 M, cifra no observada desde junio de 2014. La novedad es que este abultado superávit no fue producto solo de una significativa caída en las importaciones (-29,2% i.a.) sino también de un fuerte avance de las exportaciones (+14,5% i.a.).

Las ventas al exterior, beneficiadas por la mayor competitividad externa (el tipo de cambio real multilateral mostró una mejora de casi +37% i.a. en el mes, sin contar las nuevas retenciones), treparon 13% i.a. en cantidades. De hecho, es el primer mes en que todos los rubros de exportaciones muestran crecimientos en volúmenes, habiendo dejado atrás el efecto de la sequía que golpeó a los envíos de productos primarios y manufacturas agropecuarias. A esto se sumó un mínimo avance de los precios de exportación (+1,2% i.a.).

En cuanto a las importaciones, estas profundizaron su dinámica contractiva en un entorno de fuerte recesión y depreciación cambiaria. Los volúmenes se desplomaron un notable 34% i.a. (cifra que no se observaba desde el año 2009) constituyéndose en el tercer mes consecutivo de caída en los volúmenes importados de todos los rubros. Los aumentos de precios de las importaciones (casi 8% i.a.) evitaron una mayor caída de las compras externas, atenuando la recuperación del saldo comercial que hubiera sido aún mayor.

Trade Balance						
User Database	Nov-17	Nov-18	YoY	Jan-Nov 2017	Jan-Nov 2018	YoY
Exports (USD FOB billion)	4.7	5.3	14.5%	54.0	56.3	4.2%
Selected Products	1.7	2.1	19.3%	22.9	21.3	-6.9%
Soybean Complex	1.0	1.3	34.7%	14.7	12.4	-15.4%
Corn	0.3	0.2	-28.5%	3.6	4.0	10.0%
Cars	0.5	0.5	19.3%	4.5	4.9	7.3%
Others	2.9	3.3	11.7%	31.2	35.0	12.4%
Imports (USD CIF billion)	6.2	4.4	-29.2%	61.6	61.5	-0.1%
Energy	0.4	0.3	-21.7%	5.3	6.2	18.1%
Parts and Accesories	1.3	0.8	-40.2%	12.0	11.5	-4.5%
Cars	0.6	0.3	-52.2%	5.7	5.0	-11.1%
Others	3.9	3.0	-22.8%	38.6	38.8	0.5%
Trade Balance (FOB - CIF)	-1.5	1.0		-7.5	-5.2	

Source: INDEC's Argentina's Trade Report

Por último, para diciembre esperamos que persista el superávit, explicado por un nuevo avance de las exportaciones y una caída en las importaciones. Si bien esta última podría verse acrecentada por el reciente desplome del precio del petróleo, una base de comparación no tan alta en diciembre de 2017 moderaría la caída. De esta forma, el 2018 cerraría con un déficit por debajo de USD 5.000 M.

Para 2019, proyectamos una nueva caída de las importaciones (el PBI promediará otra baja y el tipo de cambio se mantendrá competitivo) y un nuevo avance de las exportaciones gracias a la recuperación del agro, el mayor dinamismo de Brasil y el incremento en la producción de hidrocarburos. Esta dinámica redundará en un superávit comercial en torno a USD 6.000 M, el valor más alto desde 2012.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

• En diciembre, el dólar estiró la calma de octubre y noviembre y cerró el año apenas por debajo de 38 ARS/USD. Sin embargo, producto de una aceleración en la base monetaria, la tasa de interés debió atenuar su proceso de recorte y finalizó 2018 en 59,5%.

En un año atípico, diciembre no fue la excepción

En diciembre, el dólar estiró la calma de octubre y noviembre: si bien marcó un alza en el promedio mensual (+3,9%), registró una leve baja en la variación entre puntas (-0,6%). De este modo, cerró este año frenético apenas por debajo de 38 ARS/USD, ubicándose a 2,2% de la banda baja de la zona de no intervención cambiaria (37 ARS/USD) y a más de 20% de la banda superior (48 ARS/USD). En consecuencia, hasta el momento el nuevo régimen cambiario está siendo exitoso para contener a la divisa, pese a sus efectos negativos sobre la economía real –y en parte gracias a ellos, ya que se reducen los “pesos disponibles”-.

Aunque la divisa registró una suba mayor al 100% en 2018, al concluir septiembre las perspectivas eran aún más pesimistas. Al finalizar ese mes, el tipo de cambio se ubicaba apenas por debajo de 41 ARS/USD –aumento de casi 120% frente al cierre de 2017- y las expectativas parecían no tener techo: por caso, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central proyectaba un dólar a 42 ARS/USD para diciembre.

Sin embargo, luego de la puesta en marcha del esquema de zonas de no intervención cambiarias y, principalmente, de la ambiciosa meta de crecimiento nulo

01
2019

ARGENTINA ECONÓMICA

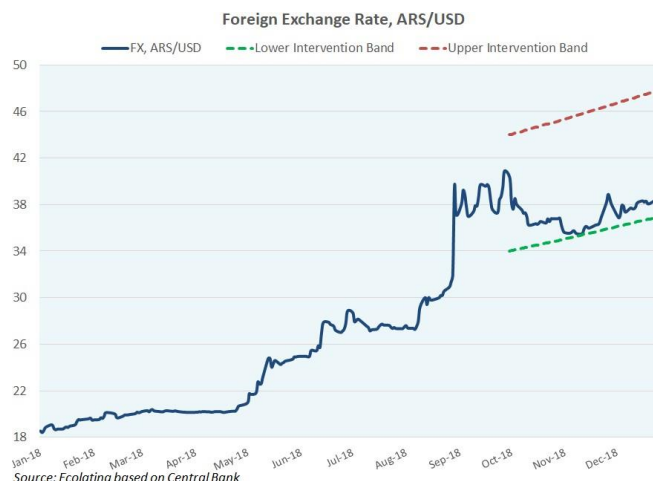
CÁMARA DE INDUSTRIA Y COMERCIO ARGENTINO – ALEMANA

de la base monetaria hasta junio de 2019 (salvo ajustes estacionales) que disparó a la tasa de interés de referencia las tensiones se atenuaron de manera sensible.

Producto de la estabilización cambiaria, las perspectivas inflacionarias del REM registraron su segunda baja consecutiva en noviembre, lo que permitió a la autoridad monetaria a perforar el piso del 60% de la tasa de interés nominal a comienzos del mes. No obstante, el proceso de recorte no pudo continuar: el rendimiento de las LELIQs a siete días bajó solo 1,4 p.p. en diciembre –y subió 0,3 p.p. frente al 5/12-, cerrando el año en 59,4%. Al momento, el Banco Central viene sobrecumpliendo su meta de crecimiento nulo de la base monetaria hasta junio de 2019. Por caso, mientras que en octubre y noviembre el objetivo era de ARS 1.271 miles de M, la media fue de ARS 1.256 miles de M (1,2% de margen). Asimismo, en diciembre, a un valor máximo de ARS 1.351 miles de M, le correspondió una media de 1.318 miles de ARS M (1,3% de margen).

Pese a este margen, vale destacar que en diciembre coexistieron dos momentos. El primero, que abarca a la primera semana del mes, donde la base monetaria promedió ARS 1.220 miles de M (margen de 10%) y otro segundo, que va del 10/12 al cierre del año, cuando la media fue de ARS 1.363 miles de M (exceso de 1%). De esta forma, se explica el freno de la relajación de la política monetaria. Considerando las necesidades estacionales del cierre del mes –pago de aguinaldo, compras de las fiestas, turismo- corresponde aguardar a la evolución de los primeros días de enero antes de afirmar un cambio de tendencia.

Si bien la dinámica de crisis pareciera haberse frenado, no es posible descartar nuevos episodios de *stress*: aunque la primera parte de 2019 luce controlada en materia cambiaria, dado que entrarán más de USD 11.000 M de fondos frescos del FMI y el poder de compra local medido en divisas permanece deprimido, el margen de acción del Banco Central entre las bandas (separadas por un margen de 30%) es nulo. En consecuencia, cualquier avance de las presiones podría redundar en una suba abrupta de la divisa.



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

EDITOR

Cámara de Industria y Comercio Argentino-Alemana

Av. Corrientes 327 – C1043AAD Buenos Aires

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

E-mail: ahkargentina@ahkargentina.com.arwww.ahkargentina.com.ar

Texto original y estadísticas: Ecolatina

Coordinación: Teresa Behm

Layout: Christina Keim



ARGENTINIEN WIRTSCHAFT



ARGENTINIEN

WIRTSCHAFT

01. Überblick

02. Wirtschaftskonjunktur

03. Preise

04. Haushaltsüberblick

05. Außenhandel

06. Geld- und Wechselkurspolitik

01/2019

ÜBERBLICK

Wirtschaft: "Das Bermudadreieck von Dollar, Länderrisiko und Wahlen"

Obwohl 2018 mit Ruhe auf dem Wechselmarkt und sozialem Gebiet zu Ende ging, war es ein sehr schlechtes Jahr für die argentinische Wirtschaft. Die Wirtschaftstätigkeit schrumpfte um mehr als 2 %, die Inflation lag bei 50 %, der Dollarkurs und das Länderrisiko stiegen auf mehr als das Doppelte und der Leitzinssatz betrug am Jahresende 60 % (30 Prozentpunkte über dem Wert am Jahresbeginn). Das Schlimmste war der Unterschied zwischen den Erwartungen und der Realität: Ende 2017 erwartete man ein Jahr mit Wachstum und sinkenden nominalen Variablen. Es hat keinen Sinn, die Schuld auf die Weltwirtschaft zu schieben: 2018 war kein gutes Jahr für die Region, aber trotzdem wuchsen die Volkswirtschaften anderer südamerikanischer Länder.

Die Perspektiven für 2019 zeigen zwei mögliche Szenarien. Wenn der Wechselkurs stabil bleibt, könnte die Inflation sinken und eine Konjunkturerholung einsetzen. Das würde es der Regierung erlauben, die Monate vor den Wahlen in einem Wirtschaftskontext zu überstehen, den die Mehrheit der Bevölkerung als weniger negativ empfindet, was die Chancen einer weiteren Regierungszeit der Koalition Cambiemos verbessern würde. Das könnte die internationalen Investoren beruhigen, ihnen aber nur schwerlich Appetit auf neue Anlagen machen.

Wenn dagegen aufgrund verschiedener Faktoren (externer Schock, politische Schwäche der Regierung usw.) die Dollarisierung von Anlagen wieder steigt und Wechselkursprobleme auftreten, würde der Prozess der Inflationsverringern und der Konjunkturerholung unterbrochen. In diesem Szenario steigen die Chancen der Opposition, die Wahlen zu gewinnen, was wiederum die Kapitalflucht und das Misstrauen der internationalen Anleger anheizen würde.

Der Ende September lancierte Stabilisierungsplan konnte zwar den Anstieg des Dollarkurses eindämmen (und dadurch die Inflation verringern), nicht aber die Zweifel an der Kreditwürdigkeit beseitigen: 2018 schloss mit einem Länderrisiko von mehr 800 Basispunkten, das bedeutet, dass Argentinien der Zugang zu den ausländischen Kapitalmärkten versperrt ist. Kurzfristig ermöglichen die Auszahlungen des IWF den Schuldendienst des Staates, aber gegen Mitte 2020 wird der nächste Präsident Schuldverschreibungen platzieren müssen, um die fälligen Schulden zu tilgen (Roll-over).

Stark vereinfacht könnte man sagen, dass im laufenden Jahr die Zukunft der argentinischen Wirtschaft von drei Schlüsselvariablen abhängt: Wechselkurs, Länderrisiko und Wahlen. Derzeit spiegelt das hohe Länderrisiko die schwierige Finanzsituation Argentiniens: Die Zahlung der Staatsschulden ist nur dann garantiert, wenn der IWF die Auszahlungen tätigt, die von der Billigung eines strikten Stabilisierungsplans abhängen. Die wachsenden Zweifel an der Fähigkeit Argentiniens, die Staatsschulden zurückzuzahlen (das Länderrisiko stieg im Dezember um mehr als 100 Punkte), gefährden die Stabilität auf dem Devisenmarkt. Das zeigt sich daran, dass im Dezember die BCRA die Reduzierung des Leitzinssatzes aussetzte (der Zinssatz für LELIQ lag am Jahresende bei 60 %).

Der Wahlprozess — der die Wahlen in den Provinzen zu anderen Zeitpunkten als die nationalen Wahlen, die Festlegung der Kandidatenlisten, die Vorwahlen im August, die Präsidentschaftswahlen im Oktober und die wahrscheinliche Stichwahl im November umfasst — kann zwei mögliche Szenarien zur Folge haben: ein positives (stabiler Wechselkurs, Inflationsverringern und Konjunkturerholung) oder ein negatives (Instabilität des Wechselkurses, hohe Inflation und Rezession). Die Chancen der Regierungsparteien auf einen Wahlsieg hängen auch vom Wechselkurs ab: Wenn es zu neuen Kursprüngen kommt, wird die Mehrheit der Bevölkerung dies als Krise wahrnehmen (die sich bereits im hohen Länderrisiko niederschlägt), was die Chancen einer Wiederwahl beeinträchtigt.

Die letzten Wirtschaftsentscheidungen der Regierung machen deutlich, dass sie sich die argentinische Parole zu eigen gemacht hat: "Kontrolliere den Wechselkurs und du wirst herrschen". Erstens gab sie zum Jahres starke Tarifanhebungen bekannt (die zu einer höheren Inflation führen und den Konsum beeinträchtigen werden), um die Subventionen zu verringern und so die ehrgeizige Haushaltsleitlinie eines ausgeglichenen Primärergebnisses zu erreichen; das ist zentral, um weitere Auszahlungen des IWF-Kredits zu garantieren. Zweitens erhöhte die BCRA den Devisenbestand (mithilfe eines Swaps mit China über fast US\$ 9 Mrd.), übererfüllte die strikte Leitlinie für die Geldmengen (was zu einem höheren Leitzinssatz führte, als der Markt verlangte) und machte die Unterschwellen der Wechselkursbandbreite durchlässiger (sie verpflichtete sich, nur US\$ 50 Mio. pro Tag zu kaufen und die Geldbasis des Monats um bis zu 2 % zu erhöhen, falls der Dollar die Untergrenze der Nichtinterventionszone unterschreitet).

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Wirtschaftsentwicklung von drei Variablen abhängt: Wechselkurs, Länderrisiko und Wahlprozess. Es bleibt zu hoffen, dass das "positive Szenario" eintritt, denn die argentinische Gesellschaft (und die jeweilige Regierung) würden keine neue Wirtschaftskrise verkraften. Bereits

jetzt sind ein Drittel der Bevölkerung und mehr als 50 % der Kinder und Jugendlichen arm.

Politisches Panorama: „Die Regierung zog die Ankündigung von Tarifierhebungen vor, um sich auf die Konjunkturerholung zu konzentrieren“

Wenn es eine Woche gibt, in der die öffentliche Meinung abgelenkt ist, dann sind es die Tage zwischen Weihnachten und Neujahr. Und genau in dieser Woche gab die Regierung Tarifierhebungen bekannt, die erforderlich sind, um die mit dem IWF vereinbarten Kürzungen der Staatsausgaben einzuhalten. Diese Ankündigung höherer Strom- und Gaspreise sowie der Preise des öffentlichen Personenverkehrs sollte auch vermeiden, sie erst 2019 bekanntzugeben.

Der Grund dafür ist die Wahlstrategie der Regierung — Konfrontation mit Cristina Kirchner und dem *Kirchnerismo* -, die jedoch nicht ausreicht, um eine Wiederwahl von *Cambiamos* zu gewährleisten, denn ihr Erfolg hängt von der Wirtschaftsentwicklung ab. Sobald die unpopulären Ankündigungen vom Tisch sind, wird die Regierung alles daran setzen (und sie hat nicht viele Möglichkeiten), dass die Konjunkturerholung rechtzeitig einsetzt und von der Bevölkerung wahrgenommen wird unabhängig von dem Ziel eines Nulldefizits des Haushalts, das sie erreichen muss.

Es bleibt abzuwarten, ob diese Ankündigungen eine Änderung in einigen Indikatoren der öffentlichen Meinung bewirken (Image und Erwartungen) hinsichtlich der beginnenden Verbesserung des Regierungsbildes, das im November und Dezember zu verzeichnen war.

- **Regierungsbild:** Im Dezember verzeichnete die Bewertung der Leistung der Regierung von Mauricio Macri im zweiten Monat in Folge eine leichte Verbesserung (+0,6 %); das Negativeimage der Regierung verringerte sich um 3,3 Prozentpunkte. Dadurch sank die Negativeimage-Differenz des Images um fast 3,9 Punkte.
- **Erwartungen hinsichtlich der Zukunft des Landes:** Im Dezember war ein Rückgang des Pessimismus um fast 5 Prozentpunkte zu verzeichnen, während sich der Wert derjenigen leicht verbesserte, die hinsichtlich der Zukunft des Landes optimistisch sind (+0,8).
- **Erwartungen hinsichtlich der persönlichen Zukunft:** Im Dezember sank der Pessimismus ebenfalls um 5 Prozentpunkte, während die optimistische Einschätzung einen Anstieg um 4,1 Prozentpunkt verzeichnete.

Im Zentrum steht die Strategie einer Konfrontation mit Cristina Kirchner

Ist die Strategie, auf eine Konfrontation mit Cristina Kirchner und dem *Kirchnerismo* zu setzen, um die Wahlchancen zu verbessern, widersprüchlich, weil die Kandidatur der Expräsidentin stärkere wirtschaftliche Ungewissheit bewirkt und die Erholung der Wirtschaft beeinträchtigen könnte? Zwar stehen die beiden Bedingungen im Widerspruch zueinander (Kandidatur von Kirchner ggü. Konjunkturbelebung), aber diese Konfrontation ist für Macri notwendig, denn in jedem anderen Szenario würde die Regierung die Wahlen verlieren. Die wirtschaftlichen Kosten der Konfrontation mit Kirchner müssen als Negativfaktor in die zentrale Strategie der Regierung integriert werden, denn sie hat keine andere Überlebensmöglichkeit.

Es gibt keine optimalen Strategien für die Regierung. Zwischen den verfügbaren Optionen wird sie nicht nur auf diejenigen setzen, die einen Wahlsieg von *Cambiamos* maximieren, sondern sie wird versuchen, diejenigen zu vermeiden, die diese Chancen verringern. Deshalb ist es für die Regierung entscheidend, die negativen Auswirkungen einer möglichen Kandidatur von Cristina Kirchner auf die Wirtschaft zu neutralisieren, denn diese Konfrontation wird das von der Regierung angestrebte Szenario sein.

WIRTSCHAFTSKONJUNKTUR

- **Im Oktober schrumpfte die Wirtschaftstätigkeit um 4 % p. a., stieg aber aufgrund des Einbruchs im September saisonbereinigt um 0,9 %. Damit schrumpfte die Wirtschaft in den ersten zehn Monaten 2018 um 1,7 % p. a.**
- **Nach Angaben des INDEC sank das BIP im dritten Quartal 2018 um 3,5 % p. a. und saisonbereinigt um 0,7 % ggü. dem zweiten Quartal. Wegen der hohen Unsicherheit infolge der Wechselkursprobleme betraf der Rückgang alle Sektoren.**

Im Oktober erholte sich die Konjunktur leicht

Im Oktober sank der Monatliche Schätzwert der Wirtschaftstätigkeit (EMAE) um 4 % p. a. Nach dem Einbruch im September wies er allerdings einen saisonbereinigten Anstieg um 0,9 % ggü. September auf. Damit sank der Wert in den ersten zehn Monaten des Jahres um 1,7 % p. a.

Der Stabilisierungsplan der Regierung (Haushaltskürzungen und Anpassung der Nichtinterventionszone des Wechselkurses) verminderte den Druck auf den Wechselkurs und verringerte so die Ungewissheit. Diese Verbesserung war ausschlaggebend für die Konjunkturverbesserung im Oktober nach dem schwarzen September, konnte aber

die Verschlechterung ggü. dem Vorjahr nicht vermeiden. So verzeichnete der Handel einen Rückgang um 11 % p. a., die Industrie und das Baugewerbe um 5 % p. a. Auch die anderen Branchen wiesen eine rückläufige Tendenz auf (-3,2 % p. a. bei der Güterproduktion und -3,7 % bei den Dienstleistungen); berücksichtigt man die um 6 % p. a. niedrigeren Steuereinnahmen, kommt man auf einen allgemeinen Rückgang um 4 % p. a.

Insgesamt zeigt dies einen Einbruch bei Konsum und Investitionen aufgrund des neuen makroökonomischen Kontextes nach der Dollaraufwertung in Kombination mit deutlich niedrigeren Löhnen (in Peso und Dollar) und hohen Kreditkosten. Letzterer Faktor begrenzt auch die Fähigkeit der Exporte, rasch auf einen real stärker wettbewerbsfähigen Wechselkurs und auf eine potenzielle Nachfrage aus dem Ausland zu reagieren.

Economic Activity Indicators					
	Date	YoY% Change		Monthly s.a.	
		2017/2016	Last Data Available	YTD	% change
Goods Production	Nov-18	2.6%	-5.0%	-5.2%	0.7%
Industry	Nov-18	0.1%	-18.6%	1.4%	-6.7%
Automotive Production*	Nov-18	11.3%	7.5%	14.1%	5.2%
Steel Production					
Construction	Nov-18	11.7%	-19.0%	-2.6%	-0.3%
Cement Sales	Dec-18	13.7%	-30.4%	-4.7%	-7.3%
Build Index					
Consumption	Nov-18	-1.0%	-9.9%	-6.9%	-1.8%
Retail Sales (CAME)	Dec-18	-17.2%	-16.7%	-17.3%	14.7%
National Consumer's Confidence**					

Source: Ecolatina based on private indicators

**Total Country(UTDT)

Wie erwartet gab das INDEC bekannt, dass das BIP im dritten Quartal 2018 um 3,5 % p.a. und im Vergleich zum zweiten Quartal um 0,7 % sank. Im Unterschied zum Zeitraum April bis Juni, in dem die Unsicherheit auf den Einbruch im Gefolge der Auswirkungen der Dürre und die verspätete Billigung des Abkommen mit dem IWF zurückzuführen war, war dies die Folge des Sinkens der Kaufkraft von Löhnen und Gehältern, des abrupten Anstiegs des Zinssatzes und der staatlichen Ausgabenkürzungen, die durch eine striktere Haushaltsleitlinie verstärkt wurden.

In diesem Kontext sanken im genannten Quartal die interne Nachfrage (Konsum und Investitionen) und die Exporte um 5,9 % p. a. Infolge der Pesoabwertung um mehr als 40 % in diesem Zeitraum schrumpften die Importe um mehr als 10 % p. a. Gleichzeitig nahm die Güterproduktion um 4,5 % p. a. ab und die der Dienstleistungen um 2,4 % p. a.; damit wurde die Serie des Anstiegs der Dienstleistungen während sieben Quartalen in Folge unterbrochen.

Gegen Ende 2018 verstärkte sich die Rezession. Die Inflationsbeschleunigung im Gefolge des Dollaranstiegs ließ die Reallöhne auf den niedrigsten Wert des Jahres sinken (durchschnittlich -13 % p. a. im vierten Quartal), was einen weiteren Rückgang des Binnenkonsums zur Folge hatte. Die Anhebung des Zinssatzes — der im Oktober mehr als 70 % betrug — und die geringeren Infrastrukturinvestitionen des Staats (die staatlich-privaten Investitionen kamen durch den Anstieg des

Länderrisikos praktisch zum Erliegen) bewirkten einen starken Investitionsrückgang.

Eine Erleichterung dürfte aus dem Außenhandel kommen, denn die Exportmengen von Gütern und Dienstleistungen werden infolge der Wechselkursverbesserung und der Getreideernte steigen. Das reicht jedoch nicht aus und das BIP wird im letzten Quartal um 4 % p. a. schrumpfen; dies lässt einen leichten saisonbereinigten Rückgang ggü. dem dritten Quartal erwarten. Damit dürfte das Jahr 2018 mit einem durchschnittlichen Rückgang um 2 % p. a. schließen.

PREISE

• **Der Wettlauf zwischen Preisen bzw. dem Dollarkurs und den Löhnen wird 2019 zugunsten der Löhne ausgehen. Dieser Vorteil wird aber geringfügig sein und vom Erfolg der Wechselkurspolitik abhängen, die ihrerseits von der "sicher unsicheren" Dynamik des Wahlprozesses abhängt.**

Der nominale Preis-/Lohnwettlauf 2019

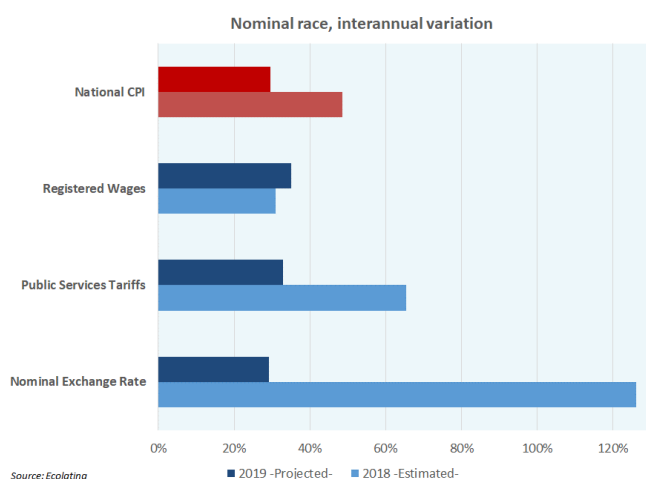
In Volkswirtschaften mit hoher Inflationsrate gewinnt der "nominale Wettlauf" zwischen Preisen und Löhnen, der jährlich ausgetragen wird, an Bedeutung. In diesem konkurrieren verschiedene Preise darum, welche "schneller" steigen und damit im Vergleich zum Rest an Terrain gewinnt. In Argentinien wird er durch drei Variablen bestimmt: Dollarkurs, Lohnentwicklung und Tarife der öffentlichen Dienstleistungen.

Im Verlauf des Jahres 2018 gewann der Dollarkurs mit einem Anstieg von mehr als 100 % im Gefolge exogener, unvorhersehbarer Faktoren und wirtschaftspolitischer Fehlentscheidungen den nominalen Wettlauf. Die öffentlichen Dienstleistungstarife zogen aufgrund der dollarisierten Kostenstruktur der Dienstleistungsunternehmen um etwa 65 % p. a. an. Das war darauf zurückzuführen, dass die Tarifierhebungen nicht hinter der Wechselkursentwicklung zurückbleiben und die Subventionsausgaben nicht steigen durften, was grundlegend war für das Erreichen der vom IWF definierten Ziele. Kurz vor Jahresschluss — und mit veralteten statistischen Daten — ist festzustellen, dass die Löhne im formellen Sektor 2018 um 31 % p. a. stiegen; damit war die Kaufkraft der Einkommen der große Verlierer.

Wir erwarten, dass der nominale Wettlauf 2019 gleichmäßiger ausfallen wird. Der reale Wechselkurs des Pesos ist nicht überbewertet, sodass die Aufwertungstendenzen des Dollars begrenzt sein werden und die Nichtinterventionzone eine sprunghafte Dynamik unwahrscheinlich macht. Allerdings ist hervorzuheben, dass die möglichen

Wechselkursstürbungen im Verlauf des Wahlprozesses nicht unterschätzt werden dürfen. Deshalb erwarten wir ein Szenario mit einem steigenden Dollarkurs, der allerdings nicht die erwartete Bandbreite übersteigen und zum Jahresende 2019 bei 51,5 AR\$/US\$ liegen dürfte. Das bedeutet, dass der Dollarkurs zwischen Jahresanfang und -ende um etwa 30 % steigen wird.

Im Bereich der öffentlichen Dienstleistungstarife sind derzeit Anhebungen bei Wasser, Strom und Gas im erste Quartal 2019 zu erwarten; bisher liegen noch keine Informationen für den Rest des Jahres vor, aber es dürften weitere Steigerungen bei Strom (im August) und Gas (im Oktober) anstehen. Allerdings könnten diese auf die Zeit nach den Wahlen verschoben werden, insbesondere falls es die Übertragung der Subventionen von der nationalen auf die Provinzebene ermöglicht, ein Primärgleichgewicht des nationalen Sektors zu erreichen. Deshalb prognostizieren wir für 2019 eine Tarifierhebung um 32- 33 % (etwas über der Inflationsrate), denn jenseits der politischen Absichten der Regierung werden Anhebungen erforderlich sein, um die vom IWF vorgegebene ehrgeizige Haushaltsleitlinie einzuhalten.



Die Löhne im formellen Sektor werden zu Beginn 2019 nominal deutlich steigen aufgrund der 2018 in vielen Tarifverträgen vereinbarten Revisionsklauseln. Hinzu kommen die üblichen Lohnanhebungen im zweiten Quartal 2019 (wie in jedem Jahr). Aber wegen des Nachfragerückgangs und der schlechteren Arbeitsmarktbedingungen wird nur ein Teil der Forderungen erfüllt werden. Wir erwarten, dass die Löhne im formellen Sektor 2019 um 35 % anziehen und damit den Anstieg des Dollarkurses und der öffentlichen Dienstleistungstarife übertreffen werden.

Die Tatsache, dass zum Jahresende 2019 die Lohnanhebungen über der Inflationsrate (etwa 30 %) liegen werden, bedeutet jedoch nicht unbedingt, dass sich die Kaufkraft in diesem Wahljahr erholt. Um die Entwicklung dieser Variable zu analysieren, muss man

den Jahresdurchschnitt in Betracht ziehen: Die Realeinkommen aus abhängiger Beschäftigung werden 2019 erneut um durchschnittlich 2 % p. a. sinken.

Das ist darauf zurückzuführen, dass die Lohnerhöhungen erst im zweiten Halbjahr 2019 (insbesondere ab August) über dem Inflationsanstieg liegen werden. Dagegen werden sie im ersten Halbjahr 2019 unter dem Preisanstieg liegen. Es wird schwierig sein, den negativen Überhang von 2018 auszugleichen, womit im zweiten Jahr in Folge ein Kaufkraftrückgang der Einkommen von Beschäftigten im formellen Sektor zu verzeichnen sein wird.

2019 wird der Wettlauf also stärker umkämpft sein. Wie in allen Wahljahren in Argentinien werden die Löhne einen gewissen Vorteil ggü. den Preisen und dem Dollarkurs aufweisen. Dieser wird aber sehr gering sein und vom Erfolg der Wechselkurspolitik abhängen, der seinerseits stark von der unsicheren Wahldynamik bestimmt ist.

HAUSHALTSÜBERBLICK

- Infolge des Einnahmerückgangs im nationalen öffentlichen Sektor verzeichnete das Primärergebnis des Haushalts im November eine schlechtere Entwicklung. Trotzdem beträgt das Defizit der ersten elf Monate nur 1,7 % des BIP und das von der Regierung angestrebte Ziel wird erreicht werden.
- Das Finanzdefizit stieg aufgrund einer Erhöhung der Zinszahlungen um 139 % p. a. und erreichte für den Zeitraum Januar bis November 4 % des BIP. Das ist eine deutliche Verbesserung ggü. dem Vergleichszeitraum 2017 (4,5 % des BIP).

Trotz der Verschlechterung des Primärergebnisses wird das Ziel erreicht werden

Im November belief sich das Primärdefizit des nationalen öffentlichen Sektors auf AR\$ 24 Mrd. und lag damit um 14 % p. a. über dem Vorjahreswert (inflationbereinigt - 23 % p. a.). Damit war 2018 erstmals — selbst nominal — eine Verschlechterung des Primärergebnisses im Vergleich zum Vorjahreswert zu verzeichnen.

Einen Monat vor dem statistischen Jahresschluss 2018 belief sich das akkumulierte Primärdefizit auf AR\$ 204 Mrd. Das entspricht 1,5 % des BIP, was eine Verbesserung um 1,2 Prozentpunkte ggü. den -2,7 % der ersten elf Monate 2017 darstellt. Unter Einschluss der Ausgaben des Programms prioritärer Investitionen (PIP) — also entsprechend der IWF - Methodologie — stieg das Primärdefizit auf 1, % des BIP. Deshalb ist es

wahrscheinlich, dass das Jahresziel, das im April verschärft wurde (-2,7 %), erreicht und sogar übertroffen wird.

Der Anstieg des Defizits war die Folge eines langsameren nominalen Wachstums der Einnahmen (+35 % p. a.); inflationsbereinigt sanken sie um 9 % p. a., nachdem der Zuwachs im Oktober genau der Inflation entsprochen hatte (real +0 % p. a.). Die Primärausgaben zogen im November um 32 % an und sanken real etwa im gleichen Maße wie in den Vormonaten (-11 % p. a.).

Die Mehrheit der Einnahmen sank nach Abzug der Preissteigerungen. Ausnahmen waren 1) die Exportabgaben (+131 % p. a.) aufgrund des neuen Abgabensystems und des höheren Dollarkurses; 2) Einnahmen aus Eigentum (+68 % p. a.) wegen der Vorfinanzierung des Finanzprogramms und 3) die Steuer auf Kontobewegungen (+20 % p. a.). Festzustellen war, dass die Mehrwertsteuer erstmals ein negatives Ergebnis aufwies: Wegen der Herabsetzung des Steuersatzes auf Importe und des Rückgangs des Binnenkonsums, sank es real um 13 % p. a. Infolge der Steuerreform und des Rückgangs der realen Lohnmasse verminderten sich die Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträge zur Sozialversicherung um 16 % p. a. Die Steuern auf Besitz und auf Einnahmen gingen real um 68 % p. a. bzw. um 27 % p. a. zurück. Bei den Ausgaben stiegen die Subventionen inflationsbereinigt um 36 % p. a. (in erster Linie wegen der Energiesubventionen, die sich verdoppelten), die Kapitalausgaben nahmen um 13 % p. a. zu (zum zweiten Mal in Folge nach 14 Monaten mit rückläufigem Ergebnis) und die Sozialleistungen sanken um 18 % p. a.

Das Finanzdefizit erreichte fast AR\$ 73 Mrd. und stieg damit um 58 % p. a. (real +7 %) im Gefolge der höheren Zinszahlungen (+139 % p. a.). Das Gesamtdefizit der ersten 11 Monate 2018 betrug AR\$ 535 Mrd., das entspricht -3,9 % des BIP (unter Einschluss des PIP -4,1 %), eine Verbesserung um 0,6 Prozentpunkte ggü den -4,5 % im entsprechenden Zeitraum 2017.

Für 2019 erwarten wir, dass die Exportabgaben im Gefolge der höheren Wettbewerbsfähigkeit des Wechselkurses und der Ausweitung der Abgaben auf Güter, die nicht zum Sojakomplex und zu Dienstleistungen gehören, das Steueraufkommen in die Höhe treiben werden. Die Übertragung eines Teils der Wirtschaftssubventionen an die Provinzen wird die Konten der Staatskasse entlasten und die Kürzung der staatlichen Bauaufträge wird das Gewicht der Primärausgaben in der Wirtschaft verringern, selbst wenn sie wegen der hohen Finanzierungskosten nicht durch Programme öffentlich-privater Zusammenarbeit (Programas de Participación Público Privada, PPP) ersetzt werden, wie dies zu Jahresanfang geplant war.

Aber wegen des geringeren Wirtschaftswachstums als im Haushalt angenommen und wegen eines möglichen Anstiegs der Schwarzarbeit wird es schwierig sein, 2019 ein Primärgleichgewicht zu erzielen. Außerdem werden die Zinszahlungen weiter steigen und etwa 3,5 % des BIP betragen und somit ein immer größeres Gewicht am Haushalt haben; sie könnten fast 15 % der nationalen Staatseinnahmen verschlingen.

AUßENHANDEL

• **Im November war ein bemerkenswerter Anstieg des Handelsbilanzüberschusses auf nahezu US\$ 1 Mio. zu verzeichnen. Zwar sanken die Importe deutlich (-29,2 % p. a.), aber die wichtige Nachricht war der starke Exportzuwachs (+14,5 % p. a.)**

Anstieg des Handelsbilanzüberschusses im November

Im November wurde im dritten Monat in Folge ein Handelsbilanzüberschuss erwirtschaftet. Er betrug fast US\$ 1 Mio., ein Wert, der seit Juni 2014 nicht mehr erreicht wurde. Neu war, dass dieser Überschuss nicht nur die Folge eines deutlichen Rückgangs der Import (-29,2 % p. a.) war, sondern durch einen starken Exportzuwachs (+14,5 % p. a.) vergrößert wurde.

Der Auslandsabsatz, der von der besseren internationalen Wettbewerbsfähigkeit profitierte (der reale multilaterale Wechselkurs verzeichnete einen Anstieg um 37 % p. a., wobei die neuen Abgaben nicht berücksichtigt sind), zog mengenmäßig um 13 % p. a. an. November war der erste Monat, in dem alle Exportgruppen einen mengenmäßigen Zuwachs aufwiesen, nachdem die Auswirkungen der Dürre, die die Ausfuhr von Rohstoffen und verarbeiteten landwirtschaftlichen Gütern beeinträchtigt hatte, abgeklungen waren. Hinzu kam ein geringer Anstieg der Exportpreise (+1,2 % p. a.).

Im Gefolge der starken Rezession und der Pesoabwertung verstärkte sich der Importrückgang. Die Einfuhrmengen schrumpften um 34 % p. a. (ein Wert, der seit 2009 nicht mehr zu registrieren war); damit war der November der dritte Monat in Folge mit einem mengenmäßigen Rückgang in allen Gruppen. Die höheren Preise (nahezu 8 % p. a.) verhinderten ein noch stärkeres Sinken der Auslandskäufe und dämpften die Verbesserung des Handelsbilanzüberschusses, der sonst noch höher ausgefallen wäre.

01
2019

ARGENTINIEN WIRTSCHAFT

DEUTSCH-ARGENTINISCHE INDUSTRIE- UND HANDELSKAMMER

User Database	Trade Balance			Jan - Nov		YoY
	Nov-17	Nov-18	YoY	2017	2018	
Exports (USD FOB billion)	4.7	5.3	14.5%	54.0	56.3	4.2%
Selected Products	1.7	2.1	19.3%	22.9	21.3	-6.9%
Soybean Complex	1.0	1.3	34.7%	14.7	12.4	-15.4%
Corn	0.3	0.2	-28.5%	3.6	4.0	10.0%
Cars	0.5	0.5	19.3%	4.5	4.9	7.3%
Others	2.9	3.3	11.7%	31.2	35.0	12.8%
Imports (USD CIF billion)	6.2	4.4	-29.2%	61.6	61.5	-0.1%
Energy	0.4	0.3	-21.7%	5.3	6.2	18.1%
Parts and Accessories	1.3	0.8	-40.2%	12.0	11.5	-4.5%
Cars	0.6	0.3	-52.2%	5.7	5.0	-11.1%
Others	3.9	3.0	-22.8%	38.6	38.8	0.5%
Trade Balance (FOB-CIF)	-1.5	1.0		-7.5	-5.2	

Source: INDEC's Argentina's Trade Report

Für Dezember erwarten wir einen erneuten Handelsbilanzüberschuss aufgrund einer Zunahme der Exporte und rückläufiger Importe. Letztere könnten wegen des kürzlichen Falls des Ölpreises noch stärker sinken, aber eine relativ geringe Vergleichsbasis 2017 wird diese Tendenz abschwächen. Damit dürfte 2018 insgesamt ein Handelsbilanzdefizit von weniger als US\$ 5 Mrd. entstehen.

Für 2019 prognostizieren wir einen weiteren Rückgang der Importe (das BIP wird sinken und der Wechselkurs wird wettbewerbsfähig bleiben) und steigende Exporte aufgrund der Erholung der Landwirtschaft, einer besseren Wirtschaftslage in Brasilien und der höheren Produktion von Kohlenwasserstoffen. Infolge dieser Entwicklung dürfte ein Handelsbilanzüberschuss iHv US\$ 6 Mrd. entstehen, das wäre der höchste Wert seit 2012.

GELD- UND WECHSELKURSPOLITIK

• Auch im Dezember blieb der Dollarkurs — wie schon im Oktober und November — stabil und lag am Jahresende unter 38 AR\$/US\$. Aber infolge einer stärkeren Ausweitung der Geldbasis, musste der Prozess des schrittweisen Herabsetzens des Zinssatzes verlangsamt werden; Ende 2018 betrug er 59,5 %.

In einem untypischen Jahr war der Dezember keine Ausnahme

Auch im Dezember verhielt sich der Wechselkurs ruhig: Zwar stieg der Dollar im Monatsdurchschnitt (+3,9 %), verzeichnete aber zwischen Monatsanfang und -ende einen leichten Rückgang (-0,6 % p. a.) Damit schloss dieses frenetische Jahr mit einem Wechselkurs unter 38 AR\$/US\$; dieser lag um 2,2 % über der Unterschwellenlinie der Nichtinterventionszone (37 AR\$/US\$) und um mehr als 20 % unter der Obergrenze (48 AR\$/US\$). Deshalb ist bisher das neue Wechselkurssystem erfolgreich bei

der Begrenzung des Dollaranstiegs, obwohl es negative Folgen für die Realwirtschaft hat — und teilweise gerade wegen dieser Auswirkungen, weil sie die Menge der "verfügbaren Pesos" reduzieren.

Obwohl der Dollarkurs 2018 um mehr als 100 % anstieg, waren die Perspektiven Ende September noch pessimistischer. Zu diesem Zeitpunkt lag der Kurs knapp

unter 41 AR\$/US\$ — also 120 % über dem Wert Ende 2017 — und die Erwartungen schienen keine Grenzen zu kennen: Die Erneuerung über die Markterwartungen (REM) der Zentralbank ging von einem Kurs von 42 AR\$/US\$ um Dezember aus.

Trotzdem verschärften sich nach Einführung der Nichtinterventionszonen für den Wechselkurs und vor allem wegen des ehrgeizigen Ziels eines Nullwachstums der Geldbasis bis Juni 2019 (abgesehen von saisonalen Anpassungen), das den Leitzinssatz in die Höhe trieb, die Spannungen.

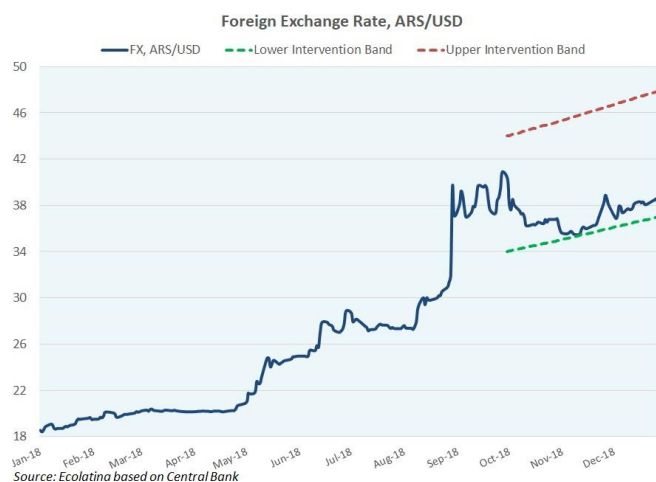
Aufgrund der Beruhigung der Wechselkursentwicklung verzeichneten die Inflationsspektiven der REM im November einen zweiten Rückgang in Folge, was es der Geldbehörde erlaubte, den nominalen Zinssatz zu Monatsbeginn unter 60 % zu senken. Dieser Prozess konnte jedoch nicht weitergeführt werden: Der Ertrag der LELIQ mit einer Laufzeit von sieben Tagen sank im Dezember nur um 1,4 Prozentpunkte (und stieg ggü. dem 5. Dezember um 0,3 Prozentpunkte) und lag am Jahresende bei 59,4 %.

Derzeit übertrifft die Zentralbank ihr Ziel eines Nullwachstums der Geldbasis bis Juni 2019. Beispielsweise war das Ziel im Oktober und November AR\$ 1.271 Mrd., der Mittelwert betrug AR\$ 1.256 Mrd. (Spielraum: 1,2 %). Im Dezember beliefen sich der Höchstwert auf AR\$ 1.352 Mrd. und das Mittel auf AR\$ 1.318 Mrd. (Spielraum: 1,3 %).

Trotz dieser Differenz gab es im Dezember zwei unterschiedliche Momente. In der ersten Woche des Monats betrug der Mittelwert der Geldbasis AR\$ 1.220 Mrd. (Spielraum: 10 %); zwischen dem 10.12 und Jahresende lag das Mittel bei AR\$ 1.363 Mrd. (Überschreitung von 1 %). Das erklärt, weshalb der Prozess hin zu einer weniger restriktiven Geldpolitik gebremst wurde. Angesichts der saisonalen Erfordernisse zum Monatsende — Auszahlung des halben 13. Monatsgehalts, Einkäufe für die Feste, Tourismus — muss die Entwicklung in den ersten Januartagen abgewartet werden, bevor eine Tendenzwende konstatiert werden kann.

Die Krisendynamik konnte augenscheinlich gebremst werden, aber neue Stressepisoden sind nicht auszuschließen: Das erste Halbjahr 2019 scheint zwar unter Kontrolle zu sein, denn es werden frische Mittel des

IWF iHv US\$ 11 Mrd. eingehen und die lokale Kaufkraft gemessen in Devisen bleibt weiterhin begrenzt, aber der Handlungsspielraum der Zentralbank zwischen den Bandbreiten (die eine Differenz von 30 % aufweisen) ist gleich Null. Deshalb könnte ein neuer Druck auf den Wechselkurs zu einem abrupten Dollaranstieg führen.



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

HERAUSGEBER

Deutsch-Argentinische Industrie- und Handelskammer

Av. Corrientes 327 –C1043AAD Buenos Aires

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

E-mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar

www.ahkargentina.com.ar

Originaltext und Statistiken: Ecolatina

Koordination: Teresa Behm

Layout: Christina Keim