

## GAST BLOGGER

# Die Rückkehr Argentiniens

April 21, 2017



Mark Mobius  
Executive Chairman  
Templeton Emerging Markets Group

Vor kurzem bin ich nach Argentinien gereist, wo ich vor allem daran interessiert war, zu sehen, wie sich die Dinge unter der neuen Regierung – in vielen Fällen aufgrund konstruktiver politischer Reformen- geändert haben. Es ist weitere Arbeit erforderlich, um die bestehenden Herausforderungen in den Griff zu bekommen, und der Weg in die Zukunft könnte sich bisweilen als holprig erweisen – die bisher erzielten Fortschritte aber sind durchaus ermutigend. Hier erörtern mein in Argentinien ansässiger Kollege Santiago Petri und ich die Lage aus unserer Sicht.

Präsident Mauricio Macri hat eine ganze Reihe von Änderungen in die Wege geleitet, darunter beispielsweise die Aufhebung von Währungskontrollen für den argentinischen Peso, steuerliche Reformen, Korrekturen an der Berechnungsmethode für Inflationsstatistiken oder auch neue Positionsbesetzungen bei der Zentralbank. Der wichtigste Schritt dürfte allerdings die Beilegung der Streitigkeiten mit ausländischen Kreditgebern über Schuldtitel sein, die seit vor langer Zeit in Verzug geraten waren.

Aus meiner Sicht war das erste Jahr Präsident Macris von maßgeblichen und intelligenten Entscheidungen geprägt. Eine besonders positive Entwicklung war die Einführung des Steueramnestiegesetzes. Zuletzt hat auch die Rating-Agentur Standard & Poor's das langfristige Bonitätsrating des Landes heraufgestuft. Als Grund hierfür führte sie die Korrektur mehrerer makroökonomischer Ungleichgewichte an – ein aus unserer Sicht ermutigendes Zeichen.

## Ein Blick auf die Zahlen

Das Wirtschaftswachstum Argentiniens ist in den letzten Jahren sehr uneinheitlich und volatil ausgefallen. Während der vergangenen zehn Jahre ist die argentinische Wirtschaft in vier Jahren geschrumpft: 2009, 2012, 2014 und 2016. Es hat allerdings auch einige ordentliche Erholungen gegeben: so stieg das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Jahr 2010 beispielsweise um 10 %, während 2015 ein Plus von 2,5 % verbucht wurde. Nachdem 2016 noch ein Rückgang verzeichnet wurde, wird angesichts der neuen wachstumsorientierten Maßnahmen Präsident Macris für dieses Jahr eine Erholung des BIP-Wachstums auf 2,7 % erwartet.[\[1\]](#)

Unterdessen ist die Inflation während des letzten Jahrzehnts einem Aufwärtstrend gefolgt. Von 2007 bis 2009 lag sie noch unter 10 %, 2016 wurde jedoch ein sprunghafter Anstieg auf etwa 40 % verbucht. Der ehemaligen Präsidentin Cristina Fernández de Kirchner und ihrer Regierung wurde vorgeworfen, die Inflationsstatistiken gefälscht zu haben, um die schädlichen Auswirkungen umfangreicher Ausgabenprogramme sowie eines kontinuierlich zunehmenden Haushaltsdefizits, das die Zentralbank durch den Druck frischen Geldes finanziert hatte, zu verschleiern. So hatte die Regierung das Nationale Amt für Statistik, das die Daten zum Verbraucherpreisindex (VPI) veröffentlicht, attackiert und Statistiker gefeuert, die Daten veröffentlicht hatten, die als negativ oder unkooperativ erachtet wurden.

Nach ihrer Amtseinführung nahm die neue Regierung unter Macri beim Statistikaamt umgehend eine Normalisierung vor, so dass Argentinien heute über ein zuverlässigeres Instrument zur Beobachtung der Inflationsentwicklung verfügt. Macri hat der Zentralbank vollständige Autonomie eingeräumt, und die Währungsbehörde scheint in ihrem Kampf gegen die Inflation Fortschritte zu erzielen.

Die Inflation vorübergehend gegenüber ihrem dramatisch hohen Stand zu reduzieren, ist vergleichsweise einfacher, als sie auf einen nachhaltigeren, langfristig einstelligen Bereich zu senken. Darin besteht derzeit die größte Herausforderung für die Zentralbank. Für dieses Jahr wird ein Rückgang der Inflation auf etwa 22 % erwartet – ein Wert, den Regierung allerdings auch noch als zu hoch ansieht.

2016 hatten die schwachen wirtschaftlichen Bedingungen zu einem rapiden Anstieg der Arbeitslosenquote Argentiniens auf über 9 % geführt. Für dieses Jahr wird allerdings ein neuerlicher Rückgang auf etwa 8,5 % erwartet.[\[2\]](#)

Der argentinische Aktienmarkt hat sich während der letzten zehn Jahre allgemein schwächer entwickelt als der MSCI Emerging Markets Index. Unter der neuen Regierung ist es jedoch zu Verbesserungen gekommen. 2016 legte der argentinische Merval Index um mehr als 40 % zu, für das laufende Jahr beträgt das Plus nahezu 30 %.

[\[3\]](#)

Die Bewertungen argentinischer Aktien haben sich allmählich erhöht, von einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von etwa drei im Jahr 2012 auf einen Stand von ungefähr 12 im Jahr 2016.[\[4\]](#) Dies liegt immer noch unter dem 2007 erreichten Höchststand, bei dem der argentinische Markt zu einem durchschnittlichen KGV von 24 gehandelt wurde.

Der argentinische Peso hat – ähnlich wie viele andere Schwellenmarktwährungen auch – gegenüber dem US-Dollar an Wert verloren. 2012 entsprach ein US-Dollar etwa 4,3 argentinischen Pesos; heute liegt der Wechselkurs bei 15,4.[\[5\]](#)

## **Ans Eingemachte**

Während unserer Reise nach Buenos Aires hatten meine Kollegen und ich Gelegenheit, uns mit einem führenden lateinamerikanischen E-Commerce-Unternehmen zu treffen. Dem Unternehmen zufolge erscheint das Potenzial beispielsweise in Mexiko sowie in anderen lateinamerikanischen Ländern aufgrund der zunehmenden Verbreitung des Internets ausgezeichnet. Insbesondere Smartphones werden weltweit immer allgegenwärtiger, was Einzelhandelsunternehmen in die Lage versetzt, immer mehr Kunden zu erreichen.

Mit einer der Banken Argentiniens sprachen wir über die Auswirkungen der hohen Inflationsrate des Landes. Das Kreditwachstum der Bank hatte ungefähr 35 % betragen, bei Abzug der Inflationsrate ergibt sich allerdings ein reales Wachstum von lediglich etwa 15 %. Derzeit ist die Spanne zwischen den Finanzierungskosten und den Krediteinnahmen hoch, was die Rentabilität der Bank stützt. Wie bei anderen argentinischen Großbanken auch ist die Profitabilität zuletzt gut ausgefallen. Die Bank erklärte, im Bereich digitaler Bankangebote aggressiv voranzuschreiten, wobei ein besonderes Augenmerk auf jüngeren Generationen (unter dem Alter von 27) liegt, um so eine Klientel für die Zukunft aufzubauen.

Bei einem argentinischen Hersteller von Ölfeld-Rohrleitungen erfuhren wir, dass sich die Lage allmählich aufhellt und die Nachfrage nach Rohren wieder ansteigt, nachdem die letzten Jahre desaströs ausgefallen waren, da der Einbruch der Ölpreise einen Kollaps der Nachfrage nach Rohren für die Öl- und Gasbohrung nach sich gezogen hatte. Das Unternehmen ist weltweit tätig und beweist die technischen, betriebswirtschaftlichen und unternehmerischen Kompetenzen der Argentinier. Als führender Anbieter hochwertiger Ölfeldrohre betreibt das Unternehmen auch in anderen Teilen der Welt, in denen ihre Kunden im Bereich der Ölförderung tätig sind, eigene Fabriken. Wir bestaunten den glücklichen Zeitpunkt für den Bau eines neuen Werks, das vom Unternehmen errichtet wurde, als die Ölpreise niedrig waren und weiterhin einem Abwärtstrend folgten. Nachdem sich die Ölpreise inzwischen erholt haben, hat sich der Ausblick deutlich verbessert.

Bei einem großen Stahlunternehmen konzentrierten sich unsere Diskussionen auf die enormen Überschusskapazitäten in China und die dortige Schließung einer Reihe von Stahlwerken. Zusätzlich zu seiner Tätigkeit in Argentinien unterhält der Konzern auch Werke in weiteren lateinamerikanischen Ländern. Die Unternehmensvertreter erwähnten, ihre Arbeitskosten seien in Mexiko deutlich niedriger als in Brasilien und Argentinien. Wir sprachen über die neue US-Regierung, die Möglichkeit politischer Maßnahmen zur Beschränkung von Importen und die wahrscheinlichen Auswirkungen einer solchen Entwicklung auf deren Geschäft. Überraschenderweise könnten diese in einigen Szenarien sogar positiv ausfallen.

## **Konstruktive Reformen**

2001 geriet Argentinien mit externen Schulden in Höhe von mehr als 90 Mrd. USD in Verzug und weigerte sich, mit seinen Gläubigern zu verhandeln. Hierdurch verlor das Land bis auf Weiteres seinen Zugang zu den Rentenmärkten. 2016 gelang Argentinien im Nachgang neuerlicher Anstrengungen der Macri-Regierung zur Erreichung einer Einigung die Rückkehr an die Kapitalmärkte, und eine erste Anleihenemission wurde als enormer Erfolg gefeiert. Im Januar 2017 nahm die Regierung über eine ganze Reihe unterschiedlicher Schuldinstrumente weiteres Kapital auf.

Darüber hinaus führte sie ein Steueramnestieprogramm ein, um Argentinern, die ihr Offshore-Vermögen erklärt aber darauf keine Steuern bezahlt hatten, eine Erleichterung zu bieten. Aufgrund der Steueramnestie für diese ausländischen Beteiligungen wurden Vermögenswerte in Höhe von insgesamt 116,8 Mrd. USD erklärt, was in etwa 20 % des argentinischen BIP entspricht. Das erklärte Gesamtvermögen bestand zu 17 % (20,5 Mrd. USD) aus Immobilien, zu 29 % (33,6 Mrd. USD) aus Finanzkonten, zu 29 % (55,9 Mrd. USD) aus Investitionen und zu 6 % (6,8 Mrd. USD) aus sonstigen Anlageformen. 80 % der erklärten Vermögenswerte wurden im Ausland gehalten, die übrigen 20 % im Inland.<sup>[6]</sup> Die im Zuge der Steueramnestie vereinnahmten Steuern beliefen sich auf 1,8 % des BIP.

Wir halten dies für eine äußerst ermutigende Entwicklung, da wir davon ausgehen, dass lokale Anleger nun einen erheblichen Anteil ihres inzwischen als „onshore“ eingestuftes Vermögens in lokale Wertpapiere investieren könnten, was der argentinischen Wirtschaft erheblichen Auftrieb verleihen würde.

## **Santiago Petri**

**Senior Vice President, Senior Executive Director**

**Templeton Emerging Markets Group**

Als die neue argentinische Regierung ihr Amt antrat, erbte sie eine Vielzahl makro- und mikroökonomischer Ungleichgewichte und Verzerrungen sowie ein marodes institutionelles Rahmenkonstrukt.

Aus makroökonomischer Sicht war die Wirtschaft für Wachstum auf ein nicht tragbares Maß an inländischem Konsum angewiesen – und das vor einem Hintergrund steigender Haushaltsdefizite und geringer Spar- und Investitionsniveaus. Aus mikroökonomischer Sicht hatte die vorherige Regierung in ihrem Versuch, eine drohende Zahlungsbilanzkrise zu vermeiden, kafkaeske Handels- und Devisenkontrollen eingeführt.

Als es ihnen an der inländischen Front nicht mehr gelang, die Preise direkt zu kontrollieren, beschlossen die zuständigen Behörden schließlich, beim Offiziellen Institut für Statistik, das Inflations- und andere wesentliche Statistiken erhebt, zu intervenieren. Da es der Regierung an echten Finanzmittelquellen fehlte und sie sich effektiv von den internationalen Kapitalmärkten ausgeschlossen hatte, beschloss sie zudem, die Zentralbank ihrem Finanzierungsbedarf unterzuordnen, wodurch ein Prozess unkontrollierter Inflation und ein Verlust von Fremdwährungsreserven ausgelöst wurde.

Die neue Regierung besetzte die Zentralbank neu – und zwar mit Mitarbeitern, die in der Lage waren, die von ihren Vorgängern hinterlassene, durch eine aggressive monetäre Expansion verursachte tickende Zeitbombe zu entschärfen. Zusätzlich erschwerte die Lage durch die zuvor vorgenommene, völlig unverantwortliche Ausgabe von Devisenterminkontrakten. Die neuen Behörden machten sich gleichzeitig daran, die bestehenden Devisenkontrollen aufzuheben und die verschiedenen Wechselkursnotierungen zu einem einzigen „Dirty Float“-System zusammenzuführen. Heute setzt die Zentralbank ein Reglement zur Bekämpfung der Inflation um, mit dem es ihr bereits gelungen ist, die Inflationsrate deutlich zu senken.

Angesichts der von der aktuellen Regierung geerbten schwierigen Wirtschaftslage (mit einem hohen Armutsniveau) war es ihr nicht möglich, restriktive Sparmaßnahmen zur Bekämpfung des Haushaltsdefizits umzusetzen, da sich hierdurch die wirtschaftliche Kontraktion des Landes weiter verschärft hätte.

Daher verfolgt die Regierung die Strategie, sich auf eine Finanzierung aus dem Ausland zu verlassen. Gleichzeitig hat sie mittelfristige Ziele zur allmählichen Verringerung des Defizits vorgegeben. Im Zuge einer wirtschaftlichen Verbesserung dürfte es für die Regierung weniger schwierig werden, Ausgabenkürzungen vorzunehmen, als wenn die Maßnahmen in einem rezessiven Umfeld ergriffen worden wären.

Aus meiner persönlichen Sicht besteht die gewagteste Änderung dieser Regierung in der von Präsident Macri geforderten klaren Vorgabe einer vollen Transparenz – dies geht weit über die Maßnahmen hinaus, die ergriffen wurden, um die argentinische Wirtschaft wieder an das Vorbild marktorientierter Wirtschaftsräume in anderen Regionen der Welt heranzuführen. Ein Teil der 2016 verzeichneten wirtschaftlichen Kontraktion wurde durch einen strikten Prüfungsprozess bei der Auftragsvergabe und der Zahlung für öffentlicher Bauvorhaben verursacht, da es hier unter der vorherigen Regierung zu massiver Korruption gekommen war. Der Audit-Prozess zwang die neue Regierung, öffentliche Bauvorhaben zu stoppen, da die neuen Behörden nicht bereit waren, Zahlungen für Projekte fortzusetzen, bei denen Korruption vermutet wurde.

Dieser transparentere Prozess hat bereits zu einer erhöhten Effizienz geführt. Der Bau von (u.a.) Straßen fällt in den Aufgabenbereich des Transportministeriums, das inzwischen erklärt, ihm sei es gelungen, die Kosten vorheriger Gebote für laufende Projekte um bis zu 40 % zu senken.

Darüber hinaus wurden einige frühere Straßenprojekte kurz nach Aufnahme der Bautätigkeit abgebrochen, nachdem nur einige wenige Meter Straße fertiggestellt worden waren – obwohl der Auftragnehmer die volle Zahlung für das Projekt erhalten hatte. Die unter der neuen Regierung eingeleiteten Projekte sind hingegen bereits abgeschlossen.

Argentinien leidet seit einem Jahrzehnt unter einem völligen Mangel sinnvoller Investitionen in Infrastruktur, von Energie über Straßen, Eisenbahnen und Häfen bis hin zu Krankenhäusern und Schulen. Die privaten Investitionen sind relativ gering, und wir gehen davon aus, dass ein berechenbarer und transparenter politischer Rahmen den Weg für attraktive neue Projekte ebnen sollte.

Im Technologiesektor sind zahlreiche erfolgreiche Unternehmen inzwischen an die Börse gegangen, und wir rechnen damit, dass in der nahen Zukunft zahlreiche weitere Unternehmen die erforderlichen Qualifikationen für einen solchen Schritt erfüllen dürften.

Unserer Einschätzung nach öffnet die Normalisierung Argentiniens die Tür für zahlreiche weitere bedeutende Investmentchancen innerhalb des Landes. Die vollständige Aufhebung von Kapitalkontrollen, unter denen Investoren zuvor gezwungen waren, in das Land gebrachtes Kapital vor einer Rückführung über einen bestimmten Mindestzeitraum hinweg dort zu halten, stellt für Anleger eine bedeutende Entwicklung dar.

### **Eine Geduldsprobe für das Volk**

Viele erhoffen sich zwar, dass Veränderungen über Nacht herbeigeführt werden, im Großen und Ganzen versteht das argentinische Volk jedoch die Schwierigkeiten, vor denen die aktuelle Regierung bei ihrem Amtsantritt stand – und dass es Zeit erfordern wird, eine Kehrtwende zu erzielen. Die Verzögerung bzw. Schwerfälligkeit der wirtschaftlichen Erholung Argentiniens hat sich negativ auf das Vertrauen ausgewirkt – allgemein sind die Menschen bezüglich der Zukunft jedoch weiterhin optimistisch.

Die Wirtschaft erreichte im zweiten Halbjahr 2016 ihre Talsohle, hat sich seitdem allerdings nur sehr leicht erholt. Da diese Erholung zudem nicht in verbraucherorientierten Sektoren stattgefunden hat, ist wie von der allgemeinen Bevölkerung womöglich schwerlich zu erkennen. Die Tatsache, dass es noch nicht zu einer stärkeren wirtschaftlichen Wiederbelebung gekommen ist, hat einige Zweifel an der Regierung aufkommen lassen.

Die Wirtschaftslage und die Verbraucherstimmung dürften im Vorfeld der für Ende Oktober dieses Jahres angesetzten Kongress-Zwischenwahlen eine zentrale Rolle spielen. Ein Wahlsieg der aktuellen Regierung dürfte dazu beitragen, ihre Akkus wieder aufzuladen, um sich der zweiten Hälfte ihrer Amtszeit in dem Wissen zu stellen, dass sie die für eine Fortsetzung des aktuellen Programms erforderliche Unterstützung genießt. Eine Niederlage könnte den Weg für eine Konsolidierung der Opposition ebnen und für Macri eine schwierige Zeit mit eingeschränkter Handlungsfähigkeit bedeuten.

Erst kürzlich konnten wir im Land eine spontane regierungsfreundliche Kundgebung beobachten, bei der eine beachtliche Anzahl von Menschen zusammenkam, um der Regierung Unterstützung für ihren aktuellen Kurs (wenn auch keine hundertprozentige Rückendeckung) zuzusichern. Beobachter sahen die Veranstaltung als Kundgebung zur Verteidigung der demokratischen Institutionen gegen einige Versuche radikaler Oppositionsfraktionen unter der vorherigen Kirchner-Regierung, die Regierungsarbeit zu behindern und die Saat für ein konfliktreiches soziales Umfeld zu säen.

Wir verstehen, dass es angesichts der kurzfristigen politischen Probleme für die Macri-Regierung schwierig ist, alle Reformen, die sie gerne vornehmen würde, auch umzusetzen. Allerdings rechnen wir damit, dass Reformen, die sich derzeit noch in der Umsetzung befinden, im Nachgang der Zwischenwahlen beschleunigen werden (sofern die Unterstützer Macris an Stärke gewinnen). Wenn es Macri gelingt, auf diesem Pfad zu bleiben (obwohl Verbraucher beispielsweise unter höheren Benzinpreisen oder beschränktem Lohnwachstum leiden könnten), halten wir die Zukunftsperspektiven Argentiniens für recht gut.

*Die Kommentare, Meinungen und Analysen von Mark Mobius und Santiago Petri dienen nur zu Informationszwecken und sind nicht als persönliche Anlageberatung oder Empfehlung für bestimmte Wertpapiere oder Anlagestrategien anzusehen. Da die Märkte und die wirtschaftlichen Bedingungen schnellen Änderungen unterworfen sind, beziehen sich Kommentare, Meinungen und Analysen auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Dieses Dokument ist nicht als vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region, einen Markt, eine Anlage oder eine Strategie gedacht.*

### **Wichtige Hinweise**

Alle Anlagen beinhalten Risiken, auch den möglichen Verlust der Kapitalsumme. Anlagen in ausländischen Wertpapieren sind mit besonderen Risiken behaftet, darunter Währungsschwankungen sowie ungewisse wirtschaftliche und politische Entwicklungen. Anlagen in Schwellenländern, zu denen als Untergruppe auch die Grenzmärkte gehören, sind mit erhöhten Risiken in Bezug auf dieselben Faktoren verbunden. Hinzu kommen die durch ihre kleinere Größe, ihre geringere Liquidität und die nicht so fest gefügten rechtlichen, politischen, wirtschaftlichen und sozialen Rahmenbedingungen zur Stützung der Wertpapiermärkte bedingten Gefahren. Da diese Rahmenbedingungen in Grenzländern in der Regel noch geringer ausgeprägt sind und diverse Faktoren vorliegen, wie gesteigertes Potenzial für extreme Preisschwankungen, Illiquidität und Handelsbarrieren und Wechselkurskontrollen, werden die mit Schwellenländern verbundenen Risiken in Grenzländern verstärkt. Aktienkurse schwanken mitunter rasch und heftig. Das kann an Faktoren liegen, die einzelne Unternehmen, Branchen oder Sektoren betreffen, oder an den allgemeinen Marktbedingungen.

[1] Quelle: Weltwirtschaftsausblick des IWF, Oktober 2016. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich Schätzungen oder Prognosen bewahrheiten.

[2] Ebd.

[3] Quelle: Bloomberg, Angaben zum laufenden Jahr bis zum 5. April 2017. Der MSCI Emerging Markets Index umfasst Unternehmen mit hoher und mittlerer Marktkapitalisierung aus 23 Schwellenländern. Beim Merval handelt es sich um einen kursgewichteten Index, der ausgewählte, an der Buenos Aires Stock Exchange notierte Aktien umfasst. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

[4] Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) einer Aktie stellt den Aktienkurs dem Gewinn je Aktie des Unternehmens gegenüber. Das KGV für einen Index ergibt sich aus dem gewichteten Durchschnitt der Kurs-Gewinn-Verhältnisse der im Index enthaltenen Aktien.

[5] Quelle: Bloomberg, Daten zum 5. April 2017. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

[6] Quelle: Argentinisches Schatzministerium, 4. April 2017.