

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Argentina

Cuarto trimestre 2018

The BBVA logo, consisting of the letters "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, set against a teal square background.

Creando Oportunidades

Índice

1. Resumen	3
2. El crecimiento global se modera ligeramente	4
3. Argentina: Barajar y dar de nuevo	7
4. La actividad crecerá recién en el 1T2019, pero ello no impedirá que el PIB caiga en 2018 y 2019	9
5. El manejo de agregados reemplaza el corto experimento de las metas de inflación	10
6. En busca del equilibrio fiscal en 2019	12
7. Brusco ajuste de la cuenta corriente tras la fuerte depreciación real del peso	13
8. Demasiadas incertidumbres económicas, políticas y externas para 2019	15
9. Tablas	16

Fecha de cierre: **17 de octubre de 2018**

1. Resumen

La economía global sigue mostrando datos positivos, en un entorno de dudas crecientes. El crecimiento global continuó en los últimos meses, pero creció la escalada proteccionista entre EE.UU. y China, y la apreciación del dólar se reflejó en un aumento de las tensiones financieras en las economías emergentes. La Fed y el BCE siguen avanzado en la normalización de la política monetaria, lo que supone un endurecimiento paulatino de las condiciones monetarias que seguirá presionando a estas economías, pero no estamos ante una crisis sistémica. En un escenario global de ligera desaceleración en 2019, el principal riesgo sigue siendo el proteccionismo.

El acuerdo de junio entre Argentina y el FMI no generó la esperada recuperación de la confianza y se desató en el 3T18 una nueva ronda de salida de capitales y depreciación fuerte del peso, que sólo se calmó tras una nueva etapa de ajuste fiscal que buscará el equilibrio fiscal en 2019, una ampliación del acuerdo con el FMI de USD50 mM a 57,1 mM y la duplicación de los fondos disponibles para 2018 y 2019.

Además, tras el cambio de Presidente del BCRA, se abandonó el régimen de metas de inflación y se instauró un nuevo esquema monetario-cambiario que busca mantener la base monetaria constante en términos nominales hasta junio de 2019 e instaura una amplia zona de no intervención cambiaria donde el peso flota, con intervención acotada del BCRA fuera de esa banda. Se busca así controlar la demanda de dólares aspirando toda la liquidez excedente en pesos, pero quedan dudas sobre la capacidad del BCRA de estabilizar el tipo de cambio y bajar la inflación, y la volatilidad de la tasa de interés y los efectos recesivos que tendrá esta estricta meta monetaria.

Estos eventos suponen el fin del plan de los primeros 2 años del Presidente Macri, que en el plano fiscal implicaba gradualismo en la reducción de alto déficit heredado, financiando con endeudamiento la transición, y en el plano monetario, la búsqueda de una inflación de un dígito en 2019 usando el esquema de metas de inflación.

En 2018 el gobierno ha sobre-cumplido sus metas fiscales y podrá alcanzar el equilibrio primario en 2019 con el nuevo impuesto sobre las exportaciones y, en el margen, recortes del gasto. Sin embargo, la carga de intereses sería de 3,3% del PIB por la depreciación del peso. El programa con el FMI garantiza que Argentina podrá afrontar su programa financiero con un *roll-over* de sólo 60% de los vencimientos de Letes en pesos y dólares.

La prolongación de la crisis cambiaria, con su fuerte impacto en las confianzas, y el nuevo apretón monetario y fiscal, nos hacen revisar a la baja la previsión de crecimiento del PIB en 2018 y 2019, dos años en los que caerá el PIB, aunque en términos trimestrales comenzará a recuperarse en el 1T19. También revisamos significativamente al alza las estimaciones de inflación para ambos años, a 46% en diciembre de 2018 y 29% en diciembre de 2019.

El mercado laboral también comienza a mostrar los efectos de la recesión, con una suba de la tasa de desempleo en el 2T18 que seguirá hasta promediar 9,3% en 2019. En el plano externo, nuevo escenario de fuerte depreciación real del peso y recesión generará un brusco cierre del déficit de cuenta corriente a -2,3% del PIB en 2019, con un ajuste de la balanza comercial de bienes y servicios que alimentará los flujos comerciales de divisas.

Para 2019 hay muchas incertidumbres abiertas. En el plano local una pregunta crucial es si el nuevo esquema monetario-cambiario podrá estabilizar el mercado cambiario, bajar la inflación, y cuán recesivo será ello, con implicancias inciertas en términos de conflictos sociales que desate y su efecto electoral en 2019. En el plano externo, las principales dudas son sobre el desempeño económico y político de Brasil post.elecciones, y sobre cómo evolucionarán las tensiones comerciales desatadas en el mundo.

2.El crecimiento global se modera ligeramente

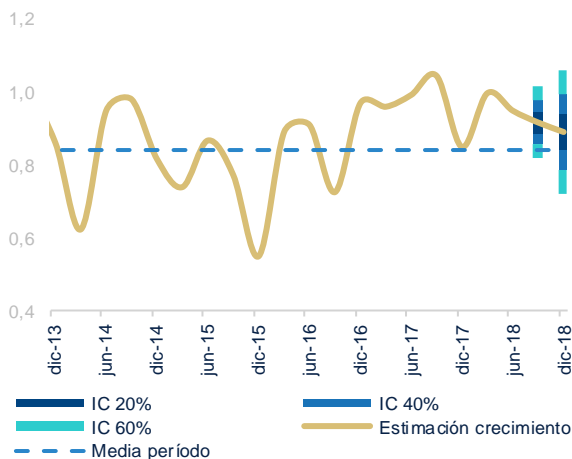
La economía global sigue mostrando datos positivos, en un entorno de dudas crecientes. El crecimiento mundial continuó en los últimos tres meses, por el estímulo fiscal en la economía estadounidense y una cierta estabilidad de las economías china y europea, pero se intensificó la escalada proteccionista entre EE.UU. y China, mientras que la apreciación del dólar incrementó las tensiones financieras en las economías emergentes que, con clara diferenciación entre países, supuso un importante ajuste en las más vulnerables como Turquía y Argentina. La Fed y BCE siguen normalizando su política monetaria, lo que supone un endurecimiento paulatino de las condiciones monetarias que seguirá presionando a los emergentes, pero no estamos ante una crisis sistémica en estos países. En un escenario global de ligera desaceleración, el principal riesgo sigue siendo el proteccionismo.

Ligera moderación del crecimiento global y menor sincronización

El **crecimiento mundial se habría desacelerado en el tercer trimestre del año** (BBVA-GAIN: 0,92% trimestral tras 0,95% en 2T18) (Gráfico 2.1) y se habrían **intensificado las diferencias por regiones**. La fortaleza de la economía de EE.UU. contrasta con la moderación en China y en la Eurozona, y, sobre todo, con los significativos ajustes observados en las economías emergentes más vulnerables al aumento de las tensiones financieras.

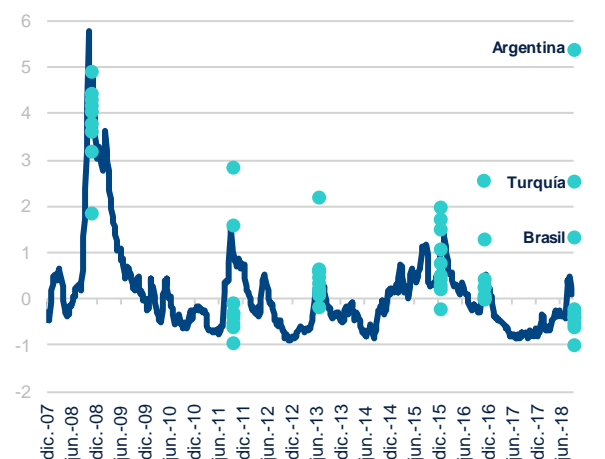
El **crecimiento del sector industrial es muy moderado** y sigue sin recuperarse del mal desempeño de inicios de año. Este comportamiento **refleja más al empeoramiento de las perspectivas sobre la demanda interna en los países emergentes que al sólido avance del comercio global** hasta agosto, destacando los buenos resultados de las exportaciones de los países de Asia Pacífico. No obstante, es pronto para que los datos de comercio reflejen los efectos negativos de la escalada proteccionista de los últimos meses entre EE.UU. y China.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial (t/t, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Índice BBVA de tensiones financieras para economías emergentes



Fuente: BBVA Research

Los indicadores de confianza, si bien continúan en niveles altos, también apuntan a la moderación gradual del crecimiento mundial. El deterioro de la confianza del sector manufacturero se debe al empeoramiento de las expectativas de empleo y de los pedidos del exterior, afectados por la incertidumbre de las relaciones comerciales y por la necesidad de algunas economías emergentes de reducir su déficit externo. Las expectativas del sector

servicios también se han deteriorado, aunque se mantienen muy por encima de la media histórica, apoyadas por la fortaleza de la demanda doméstica en las economías desarrolladas.

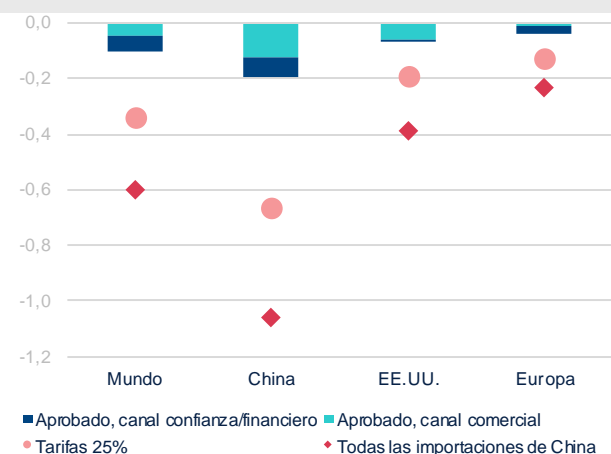
La normalización de la política monetaria seguirá presionando a las economías emergentes

Pese a la moderación reciente **la inercia de la economía global sigue siendo positiva y refuerza el proceso de normalización** de los principales bancos centrales, que seguirá afectando las **condiciones financieras en los países emergentes**. La aversión al riesgo de los inversores se prolongó otro trimestre, **afectando especialmente a los países emergentes** con mayores necesidades de financiación externa y elevado endeudamiento en divisas (Gráfico 2.2). **Argentina y Turquía sufrieron especialmente**, y sus divisas se depreciaron y su prima de riesgo aumentó notablemente, pero **las tensiones se moderaron tras la adopción de medidas monetarias y fiscales**.

Por otro lado, las tensiones comerciales continúan, pero con efectos hasta ahora limitados en los mercados, a lo que ha ayudado que **China haya estabilizado su divisa y frenado la desaceleración del crecimiento** con estímulos de política económica. El otro foco de atención en los mercados ha sido **Europa**. En primer lugar, el **riesgo ligado a Italia** aumentó tras la propuesta fiscal del gobierno que se desvía de la senda marcada por Europa, con la consecuente ampliación de la prima de riesgo italiana hasta los 300 pb. En segundo lugar, el **impasse de las negociaciones del Brexit** aumenta la probabilidad de una salida de la UE sin acuerdo.

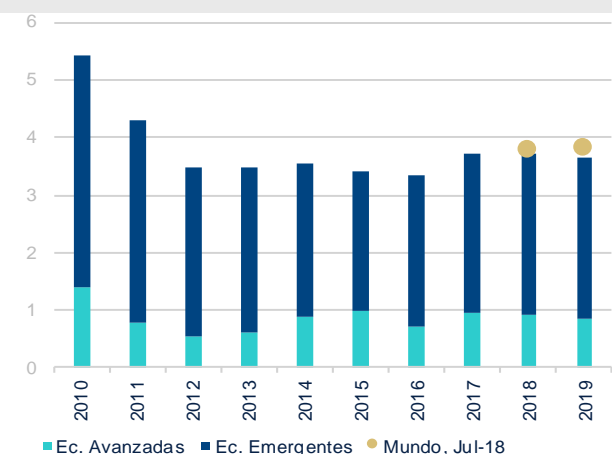
El **tensionamiento de las condiciones globales de financiación continuará ya que la Fed seguirá con la normalización de su política monetaria** con una suba más de 25 pb hasta alcanzar 2,5% al cierre de 2018 y 3,25% a fines de 2019 y **el BCE ha comenzado su estrategia de salida**. Esto ha mantenido **la apreciación del dólar**, impulsado por los flujos de huida hacia la calidad y un diferencial de tasas crecientemente favorable.

Gráfico 2.3 Efecto en crecimiento del PIB por subidas aranceles de EE.UU. y de la respuesta de otros países (2018-19, pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.4 Previsiones crecimiento PIB mundial (% a/a)



Fuente: BBVA Research

La incertidumbre sobre la escalada proteccionista sigue siendo alta. Pese a que las **tensiones comerciales entre EE.UU con algunas áreas se han relajado por el momento**, el acuerdo con México y Canadá todavía tiene que ser ratificado y se reabrirán las negociaciones sobre el sector automotriz con Europa tras las elecciones estadounidenses. Entretanto, **ya se han materializado algunas de las amenazas proteccionistas de EE.UU. a China**. EE.UU. aprobó una suba de aranceles al 10% para importaciones chinas por valor de USD200 mM, que se

suman a los USD50 mM de productos con aranceles del 25%. China reaccionó aumentando aranceles al 10% a importaciones estadounidenses por USD60 mM, adicionales al aumento de aranceles hasta el 25% a productos por USD50 mM. **El impacto por el canal comercial en el PIB de estas medidas**, junto a las de acero y aluminio, **es limitado** (Gráfico 2.3), pero a ello se suman los **efectos indirectos** (menor confianza, repercusión en mercados financieros). Las negociaciones con China se retomarían a finales de año, y si no satisfacen las demandas de EE.UU. (sobre todo respecto a derechos de propiedad intelectual), **el arancel podría aumentar hasta 25% desde enero de 2019**. Si China reacciona con otras subidas **el impacto en el crecimiento sería significativo**.

Moderación del crecimiento global por revisión a la baja de los emergentes

La **previsión del crecimiento global se revisa una décima a la baja en 2018 y 2019 hasta 3,7% y 3,6%** (Gráfico 2.4), respectivamente, ya que se consolidaría la ligera moderación en la segunda mitad del año. Esta desaceleración se explica **por el menor avance de algunas economías emergentes**, sobre todo de las con mayores vulnerabilidades en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global.

En EE.UU. el aumento del consumo y la solidez de la inversión siguen respaldando la previsión de 2,8% de crecimiento en 2018-19. La fortaleza del consumo privado sigue apoyada en el dinamismo del mercado de trabajo y el mayor crecimiento de los salarios, lo que refuerza el optimismo de los hogares. Por su parte, la inversión sigue beneficiándose de condiciones financieras favorables y la suba de los precios del petróleo. No obstante, se espera cierta moderación por la apreciación del dólar.

En China, las autoridades están llevando a cabo políticas acomodaticias para frenar la desaceleración de la demanda doméstica y contrarrestar el aumento del proteccionismo. El buen desempeño de la economía en el primer semestre del año nos lleva a revisar la previsión de crecimiento al alza hasta 6,5% en 2018, si bien los datos recientes muestran que **el avance se está moderando**. En el lado fiscal se están reduciendo impuestos y favoreciendo la inversión en infraestructura. La política monetaria busca que los bancos extiendan el crédito a las PyMes y estabilizar el tipo de cambio. Con todo ello, **mantenemos la previsión de crecimiento de 6% en 2019**.

En la Eurozona, la fortaleza de la demanda y políticas monetaria y fiscal acomodaticias compensarían la mayor incertidumbre y la moderación de la demanda global, y mantenemos la previsión de crecimiento de 2% en 2018 y 1,7% en 2019. La depreciación del euro desde el 2T18 y un comercio mundial aún dinámico, seguirá dando soporte a las exportaciones.

El proteccionismo y la salida de la Fed son los riesgos más relevantes

El riesgo de una guerra comercial sigue sin disiparse y podría agravarse tras las elecciones en EE.UU., sobre todo con China, pero también se reabrirán las negociaciones con la UE y Japón que involucrarían sectores importantes como el automotriz. Si bien el impacto directo sería limitado, el riesgo de una guerra comercial **podría lastrar la confianza, aumentar la aversión al riesgo y frenar flujos de inversión directa**, reduciendo el crecimiento. **La escalada del precio del petróleo** por las sanciones a Irán es también un riesgo a considerar.

A su vez, la combinación de mayor proteccionismo, normalización más rápida de la política monetaria de EE.UU., y desaceleración de la economía mundial, podría disparar el riesgo en los países emergentes y elevar la chance de un freno brusco en los flujos de capital. En este contexto, el riesgo de un ajuste abrupto de China se mantiene.

Por último, **se han intensificado los riesgos políticos en Europa** en Italia, por las dudas sobre la sostenibilidad de sus cuentas públicas, y en el Reino Unido, donde sigue sin poder descartarse una salida sin acuerdo de la UE.

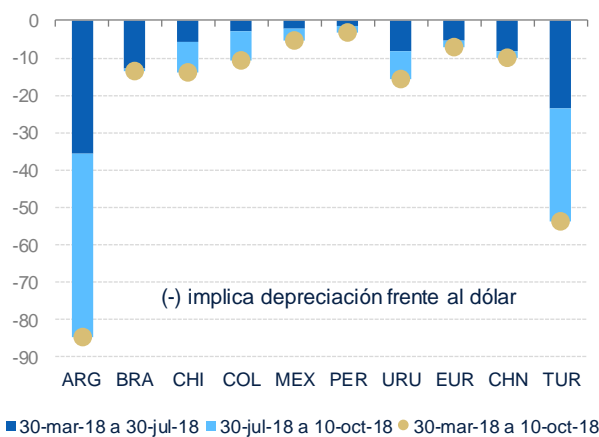
3. Argentina: Barajar y dar de nuevo

Adiós gradualismo fiscal y metas de inflación, hola déficit cero y meta de base monetaria

El acuerdo de junio entre Argentina y el FMI, pese a la contundencia del monto del crédito, su baja condicionalidad y la velocidad con que se obtuvieron los primeros desembolsos de USD15 mM, no generó la esperada recuperación de la confianza y en agosto se desató una nueva ronda de salida de capitales, espoleada primero por la crisis en Turquía pero que alcanzó durante el mes un cariz de crisis local. Así, el mercado de cambios, que se había estabilizado en julio tras el cambio de Presidente del BCRA y la implementación de un nuevo apretón monetario, volvió a mostrar turbulencias debido a dudas crecientes sobre el cumplimiento del programa financiero del gobierno en 2019 (Gráfico 3.1). El tipo de cambio subió 35% en agosto pese a una gran pérdida de reservas del BCRA, de una suba de 2.000 puntos básicos de la Tasa de Política Monetaria y del incremento paulatino y acumulado de 21 puntos porcentuales de los encajes bancarios en el año. Ante el deterioro de la credibilidad, el gobierno anunció una nueva ronda de ajuste fiscal que busca ahora al equilibrio fiscal primario en 2019 y pidió al FMI que anticipe a 2019 los fondos previstos para 2020-21. Además, Luis Caputo renunció a la Presidencia del BCRA tras sólo tres meses en el cargo, siendo reemplazado por Guido Sandleris, hasta entonces –y también sólo por tres meses- Vice Ministro de Economía.

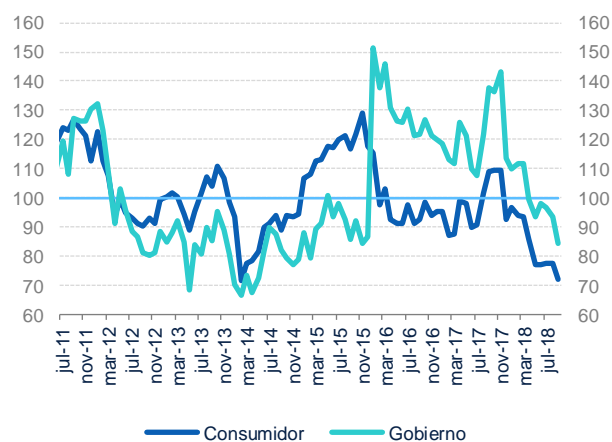
El anuncio de un nuevo acuerdo con el FMI llegó a fin de septiembre, con una ampliación de USD 50 mM a 57,1 mM y el aumento a USD 18,8 mM de los fondos disponibles para 2018 y 2019. Además el nuevo Presidente del BCRA, Guido Sandleris, anunció el abandono del régimen de metas de inflación y su reemplazo por una regla monetaria muy simple que consiste en un objetivo de crecimiento nominal de 0% de la Base Monetaria hasta junio de 2019 y la instauración de una amplia “zona de no intervención cambiaria” dentro de la cual el peso flotará libremente, teniendo el BCRA la capacidad de intervenir sólo “fuera de las bandas” pero sin defender las paridades que delimitan el espacio.

Gráfico 3.1 Tipos de cambio versus el dólar de EEUU (var. % acumulada)



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfico 3.2 Confianza en el Gobierno y del Consumidor (100=promedio histórico)



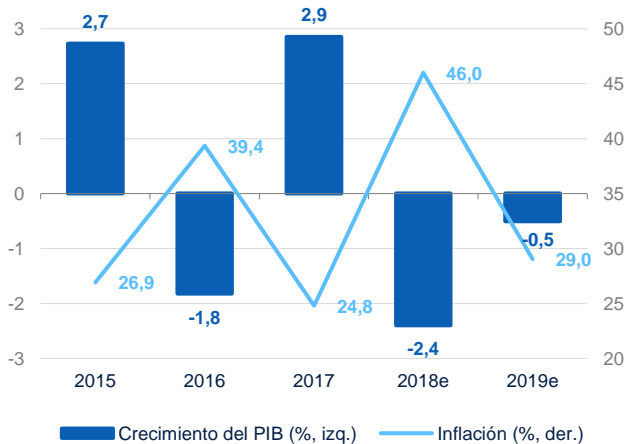
Fuente: CIF-UTDT y BBVA Research

Este nuevo esquema busca controlar la demanda de dólares “aspirando” toda la liquidez excedente en pesos, pero quedan dudas: (i) sobre el impacto en la volatilidad de la tasa de interés que tendrá una meta monetaria tan estricta dada la alta inestabilidad de la demanda de dinero local, (ii) sobre la capacidad del BCRA de estabilizar el tipo de cambio y bajar rápidamente la inflación dada la volatilidad y sensibilidad del mercado local y de los flujos de capitales externos, y (iii) sobre qué ocurrirá si el cumplimiento irrestricto de la meta de 0% de crecimiento de la BM, que implican una tasa de interés endógenamente muy alta, tiene efectos muy recesivos, especialmente tras la intromisión del poder ejecutivo en la política monetaria con el evento del 28D. Son muchas dudas para un Banco Central que este año ya cambió dos veces de Presidente y de esquema monetario-cambiario.

Estos eventos recientes suponen el fin definitivo del plan de los primeros dos años de gobierno del Presidente Macri, que en el plano fiscal implicaba “gradualismo” en la reducción del déficit heredado, financiando con endeudamiento público la transición, y en el plano monetario implicaba la búsqueda de una inflación de un dígito al final del mandato usando para ello el esquema de metas de inflación. Pero la prolongación de la crisis cambiaria, con su fuerte impacto en las confianzas (Gráfico 3.2), con el nuevo “apretón” monetario y fiscal implícito en la “política de los 0” (0% de déficit fiscal, 0% de crecimiento de BM) no será inocua para la economía. Así, hemos revisado a la baja la previsión de crecimiento del PIB en 2018 y 2019 y significativamente al alza las estimaciones de inflación para ambos años (Gráfico 3.3). En el plano externo lo positivo de este nuevo escenario será un rápido cierre del déficit de cuenta corriente del 4% previsto anteriormente a un déficit de 2,3% esperado ahora para 2019 (Gráfico 3.4).

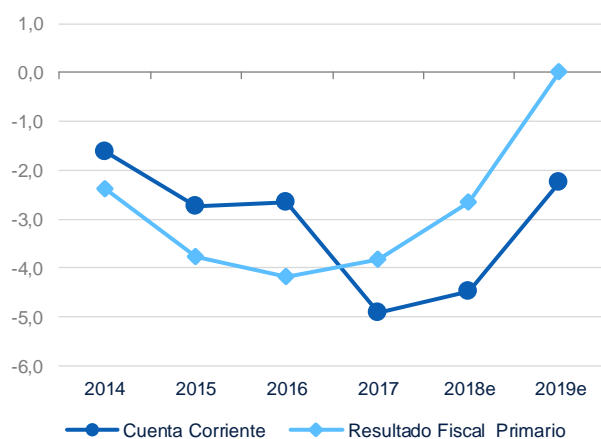
Las implicancias electorales para el gobierno de este nuevo entorno económico son inciertas, y dependen aún de muchos imponderables en todos los frentes, especialmente el político, pero sin dudas la re-elección del Presidente Macri es mucho menos segura ahora que en nuestro informe anterior. La irrupción en agosto del escándalo de corrupción conocido como “los cuadernos de la corrupción”, que afecta directamente a la ex Presidente Cristina Fernández y sus principales funcionarios, impide que la ex mandataria –que según las encuestas sigue siendo la única que tiene un caudal electoral lo suficientemente alto como para llegar a una segunda ronda electoral- pueda capitalizar el fuerte deterioro de la valoración de la gestión del Presidente Macri. Sin embargo, no es improbable que surjan nuevas opciones electorales competitivas, por ejemplo del llamado “peronismo federal”, si no se logra reencauzar la economía en lo que queda del año y en el primer semestre del año próximo, donde el resultado electoral dependerá de si se concreta nuestro escenario base de dólar controlado con una suave depreciación en el año, inflación a la baja, y recuperación del crecimiento trimestral a inicios de 2019.

Gráfico 3.3 Crecimiento del PIB e inflación (%)



Fuente: INDEC y BBVA Research

Gráfico 3.4 Déficit fiscal y déficit de cuenta corriente (% PIB)



Fuente: Indec, Ministerio de Hacienda y BBVA Research

4. La actividad crecerá recién en el 1T2019, pero ello no impedirá que el PIB caiga en 2018 y 2019

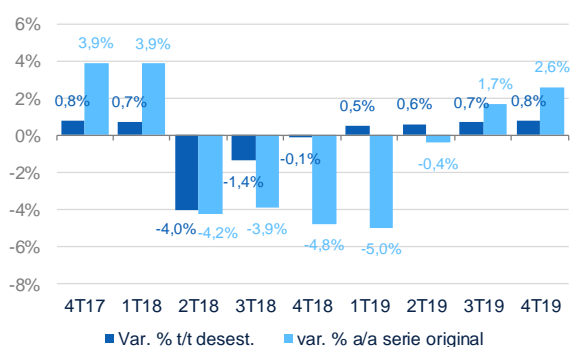
El PIB tuvo una fuerte caída en el 2T18 (-4% t/t desestacionalizado) por la conjunción de la peor sequía que sufrió el país en 30 años, y los efectos recesivos de la crisis cambiaria. La profundización de la crisis en agosto y septiembre, junto a la aceleración de la inflación y la consiguiente caída de los ingresos reales, el derrumbe de las confianzas, el ajuste fiscal adicional, y las altas tasas de interés, producirán nuevas retracciones del consumo y la inversión en este segundo semestre de 2018 que no podrán ser compensadas con la buena cosecha de trigo que se espera para diciembre. Así, la economía cerrará 2018 con una caída de 2,4%, sustancialmente menor que el crecimiento de 0,5% que esperábamos en julio. El impacto de la crisis contraerá todos los componentes de la demanda interna, mientras que la recuperación de las exportaciones desde el 2S18 mitigará parte de este efecto contractivo, pero sin llegar a compensarlo. Las importaciones, en tanto, caerán fuerte por la recesión y la depreciación real del peso.

En términos trimestrales el PIB comenzará a recuperarse en el 1T19, de la mano de las buenas perspectivas agrícolas por la reversión de la sequía, el impacto positivo de la depreciación real del peso en todos los sectores exportadores y los sustitutivos de importaciones (como el turismo interno), y la recuperación paulatina de los ingresos reales con la desaceleración de la inflación y salarios que buscarán compensar la caída real de 2018. Sin embargo, el crecimiento será débil, a un promedio de 0,6% t/t desestacionalizado y por el arrastre negativo de 2018, la economía caerá en promedio 0,3% en 2019 (antes esperábamos crecimiento de 1,5%), aunque en punta el PIB del 4T19 crecería 2,6% a/a.

El mercado laboral también comienza a mostrar los efectos de la recesión. La tasa de desempleo, que había retrocedido significativamente hasta 7,2% en el 4T17, aumentó en el 2T18 a 9,6% y seguirá con esa tendencia los próximos trimestres cuando la caída en el nivel de actividad económica afecte la demanda de empleo. Así, la tasa de desempleo subirá en promedio a 9,2% en 2018 y a 9,3% en 2019, del 8,4% registrado en 2017.

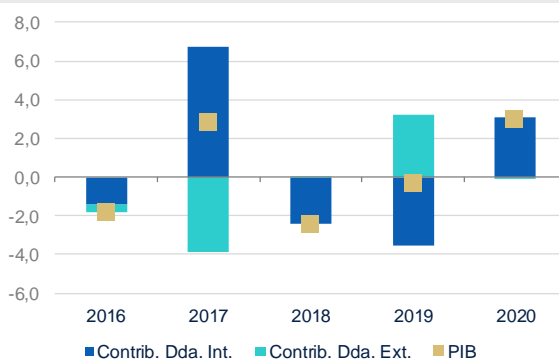
En todo caso, el sesgo de esta previsión es a la baja ya que depende de una estabilización de la crisis cambiaria y la reversión paulatina del apretón monetario del 4T18, de que la depreciación real del tipo de cambio ocurrida se mantenga en el tiempo *-pass-through* limitado mediante- para estimular la demanda de sectores transables y de factores exógenos tanto locales (climáticos, tensiones sociales y políticas) como externos (elecciones en Brasil, tensiones proteccionistas en el mundo).

Gráfico 4.1 PIB trimestral (variación % t/t desestacionalizado y a/a serie original)



Fuente: INDEC y BBVA Research

Gráfico 4.2 contribución demanda interna y externa 2017-2020 (en %)



Fuente: INDEC y BBVA Research

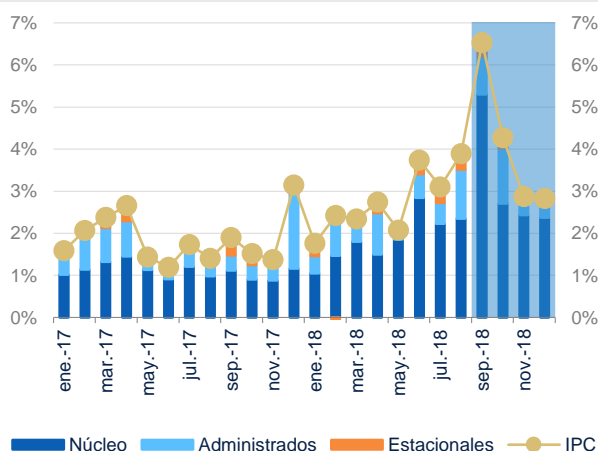
5. El manejo de agregados monetarios reemplaza el corto experimento de las metas de inflación

Los avances en la lucha contra la inflación de los primeros 2 años del gobierno de Macri, cuando bajó de 39,4% a/a en diciembre de 2016 a 24,8% a/a en diciembre de 2017, se revirtieron en este tumultuoso 2018. Así, la inflación se aceleró en todo el año hasta el pico de septiembre de 6,5% m/m y 40,5% a/a, y acumula en el año una suba de 32,4%. Además, la inflación seguirá alta en octubre y noviembre (Gráfico 5.1), procesando aún el último salto del dólar para bajar a menos de 3% m/m en diciembre y cerrar 2018 en 46% a/a. Así, el proceso inflacionario que tuvo en 2017 una inflación promedio mensual de 1,9% (núcleo: 1,6%), pasó a una inflación promedio de 2,5% en el 1S18 (núcleo: 2,5%) y a una aceleración estimada de 3,9% m/m promedio en el 2S18 (núcleo: 4,2%).

El esquema de política monetaria instrumentado por el BCRA desde fines de 2015 de un sistema de metas de inflación con tasa de interés como instrumento y tipo de cambio flotante (con intervenciones esporádicas), fue primero “puesto de lado” en junio con el rediseño del mismo en el marco del primer acuerdo con el FMI (nuevas metas de inflación, “monitoreo” adicional de los agregados monetarios, aumento de encajes bancarios, cambio de tasa de política monetaria a la tasa de Leliq y suba de 2.000 pb de esa tasa a 60%) y luego definitivamente abandonado tras el recrudescimiento de la crisis cambiaria y el último cambio de Presidente del BCRA.

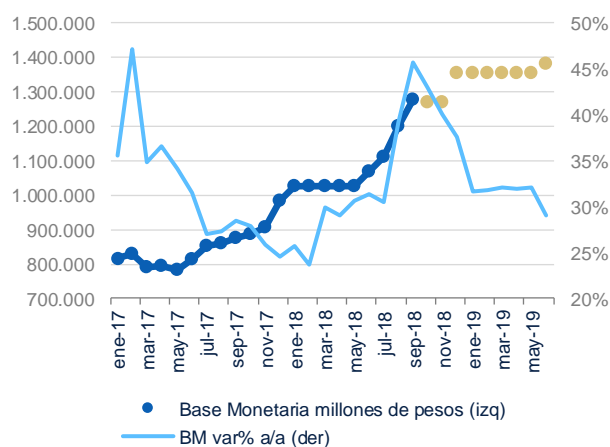
Así, a fines de septiembre Guido Sandleris, hasta entonces (pero sólo desde junio) Vice Ministro de Economía, reemplazó al mando del BCRA a Luis Caputo (quien había asumido a mediados de junio tras la renuncia de Federico Sturzenegger), y anunció el abandono del régimen de metas de inflación y su reemplazo por una regla monetaria simple que consiste en buscar que la Base Monetaria (Circulante en poder del público y bancos + cuenta corriente de bancos en BCRA) crezca 0% en términos nominales hasta junio de 2019 (en realidad al permitir un crecimiento estacional –no compensado- en dic-18 y jun-19 podría crecer 8% nominal hasta jun-19). Esto implica, dado que venía creciendo al ritmo de 2% m/m y 30% a/a (Gráfico 5.2) y considerando la inflación esperada de 3% promedio mensual hasta junio de 2019, una importante caída real de la Base Monetaria (BM).

Gráfico 5.1 Inflación mensual y contribuciones (variación % m/m)



Fuente: INDEC y BBVA Research

Gráfico 5.2 Estimación de la evolución de la base monetaria (\$ mM y var. % a/a)



Fuente: BCRA y BBVA Research

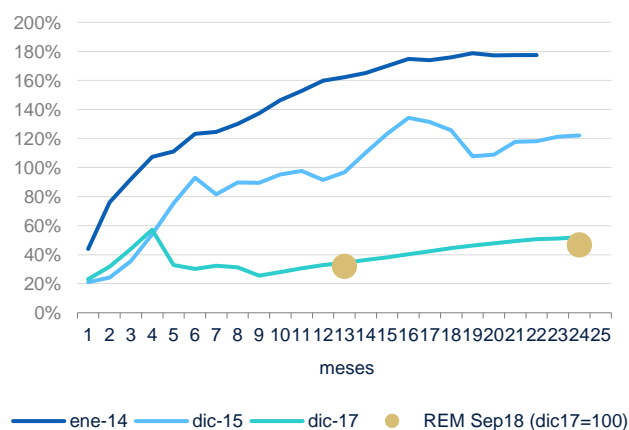
El nuevo esquema se complementó en el plano cambiario con la confirmación de la libre flotación con una amplia “zona de no intervención”, y ventas/compras del BCRA sólo “fuera de las bandas”. Si el tipo de cambio pasa la banda superior, el BCRA podrá vender USD 150 millones diarios, reforzando la contracción monetaria ya que no inyectará lo absorbido, y en un escenario de apreciación, el BCRA podrá comprar reservas y decidirá cuánto esterilizar según considere se ha producido un aumento genuino en la demanda de pesos.

Si bien el manejo de agregados monetarios en lugar del uso de la tasa de interés como instrumento de política monetaria parece más apropiado para un caso como el de Argentina, el objetivo de 0 emisión de dinero hasta junio de 2019 luce muy restrictivo. Esto significa que cualquier expansión/contracción de base deberá ser compensada, salvo un aumento estacional de 6,3% en diciembre y de 1,7% en junio 2019. Para cumplir este objetivo el BCRA continuaría con la política de suba de encajes, sobre todo hasta que finalice el rescate de Lebac a fin de diciembre, y esta inmovilización se integre en Leliq, instrumento que no constituye base monetaria y que estará sólo en poder de los bancos. La tasa de interés es endógena y mostrará fuerte volatilidad como puede apreciarse por su evolución de 65% a 73% en la primera semana de implementación del nuevo régimen de subastas diarias de Leliq.

Aunque es pronto para predecir el éxito que tendrá el nuevo esquema en bajar la inflación, el BCRA sostiene que mantiene su compromiso de reducir la inflación y aplica una política monetaria que implica tasas de interés muy positivas en términos reales por la fuerte contracción real de la base monetaria hasta junio de 2019. Con ello, creemos que el BCRA podrá contener el *pass-through* (Gráfico 5.3) y desinflacionar la economía del 46% que cerrará la inflación en 2018 (antes esperábamos 29,6%; Gráfico 5.4) al 29% que esperamos para diciembre de 2019, en un sendero descendente durante el año, ya que la inflación mensual promedio del 1S19 sería 2,3% y la del 2S19 de 2%.

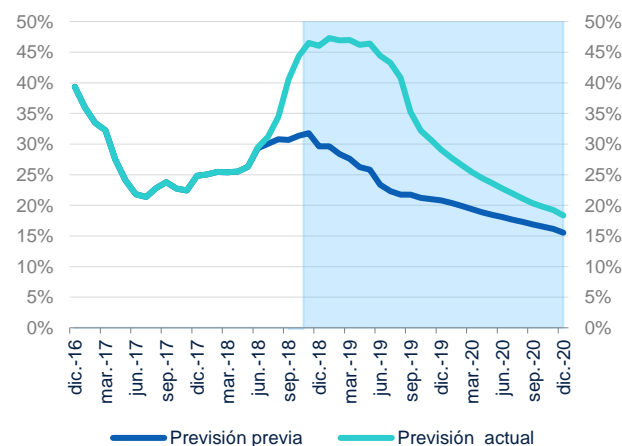
Sin embargo, quedan muchas dudas ya que es muy arriesgado buscar un objetivo tan estricto para la base monetaria ante la alta inestabilidad de la demanda de dinero y la recesión que está atravesando el país. ¿Será creíble este objetivo en un año electoral como 2019 o el Ejecutivo intervendrá en la política monetaria si el cumplimiento irrestricto de la meta tiene efectos muy recesivos, tal como hizo en el evento del 28D? ¿Qué primará si hay conflicto entre la intervención cambiaria fuera de las bandas y la evolución de la Base Monetaria? ¿Cuán relevantes serán las presiones inflacionarias de las revisiones a los acuerdos salariales que quedaron desfasados con los aumentos otorgados en el primer semestre del año?

Gráfico 5.3 Proyección *pass-through* BBVA y Encuesta BCRA REM ((Base = mes devaluación))



Fuente: Indec, BCRA y BBVA Research

Gráfico 5.4 Estimaciones de inflación 2018-19 previa y actual (variación % a/a)



Fuente: Indec y BBVA Research

6. En busca del equilibrio fiscal en 2019

El déficit primario acumuló hasta agosto \$13.416 M (-32% a/a) y el gobierno sobrecumplió su meta fiscal, lo que no impidió que surja una fuerte desconfianza en su programa financiero para 2018 y 2019. Así, en medio de una nueva corrida contra los activos argentinos, en septiembre se anunció una nueva ronda de ajuste fiscal y se acordó ampliar el acuerdo *Stand-By* vigente con el FMI en USD 7,1 mM (de USD50 mM a 57,1 mM) y duplicando los fondos disponibles para 2018 a USD 13,4 mM (antes USD 6,0 mM) y para 2019 a USD 22,8 mM (antes USD 11,4 mM), fondos que no tienen carácter precautorio sino que pueden ser usados como soporte presupuestario. Con esto se despejan esas dudas ya que Argentina prácticamente no tendría que acudir al mercado de crédito ya que cubriría sus necesidades financieras de 2019 con sólo un *roll-over* del 60% de los vencimientos de Letes tanto en dólares como en pesos (mayormente en manos domésticas que se vienen renovando en torno a 80%) y del repo (Gráfico 6.1).

Para alcanzar este acuerdo el Gobierno se comprometió a conseguir el equilibrio fiscal primario en 2019, adelantando un año la meta de déficit 0%, y lo logrará básicamente por la imposición de un impuesto sobre las exportaciones de 3 o 4 pesos por dólar según el tipo de exportación, que hace factible el apoyo de los gobernadores y la aprobación del presupuesto 2019 en el Congreso. En el margen, se implementarían algunos recortes en el gasto de capital y los gastos de operaciones, adicionales a los ya anunciados en el primer acuerdo de junio (Gráfico 6.2)

Nuestra proyección de déficit total después de intereses para 2018 es de 5,6% porque la mejora del déficit primario a 2,6% del PIB será compensada por la mayor carga de intereses de la deuda por la fuerte suba del tipo de cambio (más de 60% de ellos está denominado en moneda extranjera). En 2019 el déficit total sería menor al que proyectábamos antes (3,3% actual vs 3,9% previo) ya que esperamos que se alcance el equilibrio fiscal primario para 2019 y la carga de intereses aumentaría suavemente a 3,3% del PIB ya que el financiamiento del FMI es a tasas inferiores a las de mercado y la devaluación esperada del tipo de cambio será inferior a la de 2018.

Gráfico 6.1 Necesidades y fuentes de financiamiento 2018-2019 (USD millones)

	Oct-Dic 2018	2019
Resultado primario	5,7	0,0
Plan gas	0,0	0,6
Intereses privados, IFI's, s.pub. Fin)	4,6	14,1
Amortizaciones sector privado	12,8	27,7
En dólares	9,4	18,1
Organismos Multilaterales	0,5	3,6
Bonos Internacionales y domésticos	0,0	4,0
Repo	3,7	2,9
Letes	5,2	7,6
En pesos	3,4	9,6
Bonos domésticos	0,4	2,7
Letes	3,0	6,9
Total necesidades financieras	23,1	42,4
Saldo inicial	5,3	5,4
Organismos internacionales USD	2,3	4,6
Financiamiento privado	7,5	10,4
En dólares	4,5	6,3
Repo	1,9	1,7
Letes	2,6	4,6
En pesos	3,0	4,1
Letes	3,0	4,1
FMI	13,4	22,8
Total fuentes	28,5	43,2
Rollover Mercado Internacional	0%	0%
Rollover Bonos Doméstico	0%	0%
Rollover Letes USD	50%	61%
Rollover Letes Pesos	100%	59%
Rollover Repo	51%	59%

Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

Gráfico 6.2 Esfuerzo fiscal comprometido con el FMI (en % del PIB)

	Anuncios Junio 2018	Anuncios Septiembre 2018
Ingresos	0,4	1,3
Gasto Primario	-1,1	-1,3
Prestaciones sociales	0,5	0,3
Subsidios energía y transporte	-0,4	-0,5
Salarios y bienes y servicios	-0,2	-0,2
Transferencias a provincias	-0,3	
Otro gasto corriente	-0,1	-0,2
Gasto de capital	-0,6	-0,7
Gasto excluyendo Jubilaciones	-1,5	-1,6

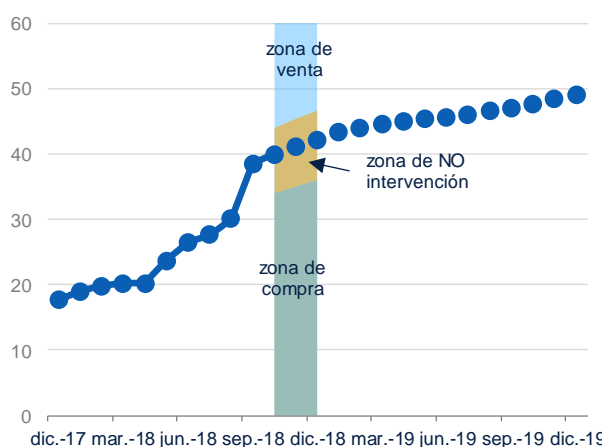
Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

7. Brusco ajuste de la cuenta corriente tras la fuerte depreciación real del peso

El tipo de cambio subió 35% en agosto (acumulando hasta entonces una suba en el año de 98%), pese a que el BCRA vendió reservas por UDS 5,4 mM ese mes (USD 9,2 mM desde fines de junio), subió 2.000 pb la Tasa de Política Monetaria e incrementó 5 pp los encajes bancarios (acumulando éstos una suba de 21 pp. en el año). La calma sólo llegó cuando hubo progresos respecto al nuevo acuerdo con el FMI y con el nuevo esquema de política del BCRA, que consiste en mantener constante la Base Monetaria y en definir una amplia “zona cambiaria de no intervención” donde el peso fluctúa libremente, e intervención limitada “fuera de la banda”.

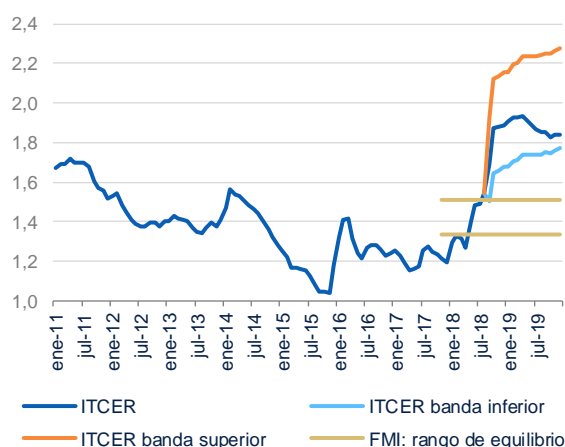
La zona de no intervención cambiaria comenzó el 1/10 en el rango 34-44 ARS/USD y se ajusta diariamente al ritmo mensual de 3% hasta diciembre, cuando se evaluará cuál será el ancho y la pendiente de la banda para 2019 (Gráfico 7.1). Si el tipo de cambio pasa la banda superior, el BCRA podrá vender USD 150 millones diarios para evitar volatilidad excesiva del peso, reforzando la contracción monetaria ya que no inyectará lo absorbido. En un escenario de apreciación, el BCRA podrá comprar reservas para evitar una apreciación excesiva que afecte la actividad y decidirá cuánto esterilizar según evalúe la fortaleza de la demanda de pesos. Es de esperar un comportamiento asimétrico entre bandas, ya que el BCRA no tiene límites para comprar divisas y recomponer reservas si se llega a la banda inferior, mientras que arriba de la superior la intervención está acotada. En sus primeras 2 semanas, el nuevo esquema, que busca controlar la demanda de dólares con el fuerte apretón monetario, logró calmar al mercado cambiario y el tipo de cambio cayó 11,5% de 40,9 ARS/USD a 36,2. Aunque quedan dudas de si el esquema alcanzará para traer una calma cambiaria duradera dada la escasa capacidad de intervención del BCRA si vuelve la volatilidad; el Tesoro dispondrá en octubre y diciembre desembolsos del FMI de USD 6,7 mM para afrontar sus gastos en pesos y alimentar la oferta de divisas.

Gráfico 7.1 Tipo de cambio: previsión y “zonas de no intervención del BCRA (ARS/USD)



Fuente: BCRA y BBVA Research

Gráfico 7.2 TCR multilateral base, los implicados por las “bandas de flotación” y rango de equilibrio del FMI (1=noviembre de 2015)



Fuente: Haver, BCRA, INDEC y BBVA Research

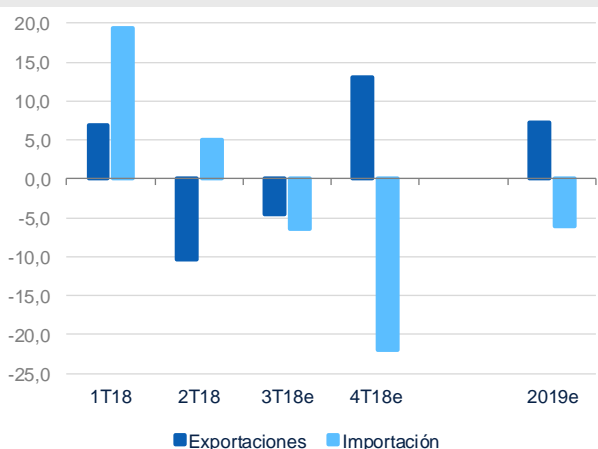
A octubre 2018, el tipo de cambio real multilateral (TCRM) subió 59% respecto a su punto más bajo de diciembre 2017 (una depreciación real del peso del 37%), ubicándose 20% “más depreciado” que el valor más alto del rango de “equilibrio” estimados por el FMI a fin de 2017 cuando estimaba un “atraso real” del peso entre 10 y 25% (Gráfico 7.2). Aunque parte de esta ganancia de competitividad será erosionada por la inflación, un *pass-through*

moderado por la recesión y el deslizamiento del tipo de cambio hasta 42 ARS/USD a fin de año implican que el TCRM se mantendrá en esos niveles depreciados. De hecho, aún la cota inferior de la banda de intervención implica un TCRM 10% depreciado respecto al equilibrio más alto del FMI, lo que parece indicar que el FMI y el BCRA están “cómodos” con estos niveles y no dejarán que se aprecie de manera significativa. Al partir de un TCRM competitivo, el nuevo esquema monetario-cambiario tiene buenas probabilidades de éxito ya que la fuerte suba de tasas de interés incentiva la liquidación de dólares atesorados a la vez que el ajuste del sector externo alimentará los flujos comerciales de divisas.

El déficit comercial creció 58% a/a en los primeros 8 meses de 2018 hasta llegar a casi USD 7 mM, afectado por la fuerte sequía del 2T18 (Gráfico 7.3). Sin embargo, en los próximos meses la recesión y el fuerte incremento del tipo de cambio contraerán las importaciones e impulsarán las exportaciones, frenando ese deterioro para terminar 2018 con un déficit comercial de USD 7,1 mM (previo a la crisis esperábamos un déficit de USD 12mM), 16% debajo del déficit de USD 8,5 mM de 2017. En 2019 las exportaciones crecerían 9%, recuperándose de la sequía, y las importaciones caerían 4,8%, llevando a un superávit comercial de bienes de USD 1,7 mM.

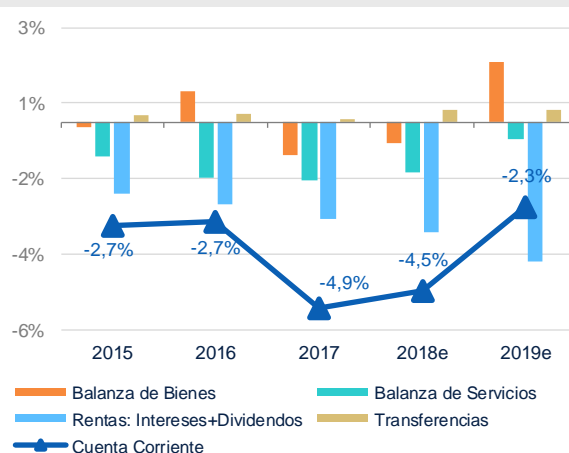
La depreciación del peso y la recesión también reducirán sustancialmente el turismo emisoro e impulsarán el receptor, y la balanza de servicios pasará de un déficit de USD 10 mM en 2017 a uno de USD 6,7 mM en 2018 y a uno de sólo USD 1,9 mM en 2019. Como resultado, el déficit en cuenta corriente pasará de USD 31,3 mM en 2017 (4,9% del PIB) a uno de USD 22,7 mM en 2018 (4,5%) y de USD 9,1 mM en 2019 (2,3%). Esta reducción brusca del déficit externo es la respuesta natural de la economía al *sudden stop* de capitales privados que implican un cierre de la cuenta capital, limitándose el financiamiento externo al de los organismos multilaterales (Gráfico 7.4). Las preguntas clave para 2019 son si Argentina podrá retornar al mercado global de capitales y cómo evolucionará la Inversión Extranjera Directa. En un plano más estructural, además de la corrección del desalineo del tipo de cambio real multilateral, que es clave que perdure ya que las exportaciones reaccionan no sólo a un tipo de cambio real alto sino principalmente estable, es importante tomar medidas para mejorar la competitividad de las exportaciones, cuyo dinamismo ha sido muy pobre en la última década, y retomar la eliminación definitiva de las retenciones a las exportaciones.

Gráfico 7.3 Balanza comercial: cantidades comercializadas (var. % a/a)



Fuente: Indec y BBVA Research

Gráfico 7.4 Balanza de pagos (% del PIB)



Fuente: Indec y BBVA Research

8. Una gama de incertidumbres económicas, políticas y externas para 2019

Las sucesivas crisis que sufrió el país desde mayo llevaron a que se abandone el gradualismo fiscal y se busque ahora llegar en 2019 al equilibrio fiscal primario, a que se produzca una fuerte y brusca corrección del déficit externo, que sería aún más brusco si no se contara con el paraguas del FMI, y a que se abandone el régimen de metas de inflación y se establezca una política monetaria muy contractiva. Así, se terminaron en estos meses los principales elementos de política de los primeros dos años del Presidente Macri. Que ello haya ocurrido por una crisis cambiaria y de confianza, abre muchas incertidumbres para el próximo año. El gran apoyo que ha dado el FMI permite que Argentina pueda transitar este camino de corrección sin recurrir casi al mercado de deuda, pero surgen muchas dudas sobre cómo será el derrotero del país el próximo año que, además, es año de elecciones legislativas, de gobernadores, y presidenciales. Las dudas surgen tanto en el plano interno como externo, y en ambos tanto en el plano político como en el económico.

En el plano externo, las dudas van desde el desempeño económico y político (elecciones) de nuestro gran vecino Brasil, hasta cómo atravesará el mundo las tensiones comerciales desencadenadas por el proteccionismo de EE.UU. y el paulatino abandono de la política monetaria expansiva que sigue persiguiendo la Reserva Federal. Si bien la contundente victoria en de Jair Bolsonaro en la primera vuelta de la elección presidencial en Brasil hace suponer que se aplicarán políticas económicas relativamente ortodoxas en el principal socio del Mercosur, aún falta despejar el tipo de políticas comerciales que se adoptarán y si prevalecerá un esquema de apertura comercial.

En el plano local, una pregunta crucial en lo económico es si el nuevo esquema monetario podrá estabilizar el mercado cambiario y, luego, bajar la inflación. Además, también existen dudas sobre cuál será el impacto recesivo de la actual política monetaria y fiscal, y cuándo y a qué ritmo comenzará a crecer Argentina, y cuál será el impacto de estas políticas en variables sociales clave como la pobreza y el empleo. Una escenario más conservador que nuestro escenario base con prolongación de la crisis por más tiempo, una demora en la reducción de la inflación en 2019 tras el fuerte salto inflacionario de 2018, o una recesión más prolongada de lo esperado, implicarán un deterioro social con implicancias muy inciertas en términos de conflictos. En el plano político el gran interrogante es cómo impactará todo lo anterior en el panorama electoral de 2019, especialmente si el nuevo gobierno continuará otro mandato más en el que pueda avanzar en las siempre postergadas –por las urgencias de la coyuntura- reformas estructurales (como la laboral) o vendrá un nuevo gobierno que revierta parte de los avances logrados y traiga una agenda de corte más populista.

Nuestro escenario base asume que se estabiliza el mercado cambiario en este 4T18, con un dólar que sólo se deslizará suavemente hasta fines de 2019 para compensar parcialmente la inflación por lo que se mantendrá depreciado en términos reales ayudando a la recuperación de la actividad y al cierre del déficit externo. También supone que la inflación bajará desde octubre paulatinamente hasta 29% en diciembre de 2019, que se cumplirán las metas fiscales del gobierno y ello garantizará el flujo de fondos del FMI y la recuperación de la confianza en el país. Así, el retorno paulatino de capitales privados hará que la recesión será profunda pero corta, durando sólo 3 trimestres desde el 2T18 al 4T18, recuperándose la economía en V en 2019. Sin embargo, todas las incertidumbres mencionadas, que imponen a los agentes económicos cautela a la hora de tomar decisiones, dejan un panorama para el próximo año con más preguntas que certezas.

9. Tablas

Tabla 9.1 Previsiones macroeconómicas anuales

	2016	2017	2018e	2019e
PBI INDEC Base 2004 (% a/a)	-1,8	2,9	-2,4	-0,3
Inflación IPC Nacional (% a/a, fdp)	39,4	24,8	46,0	29,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	15,8	17,7	42,0	49,0
Tasa de política monetaria (% fdp)	24,8	28,8	65,0	32,0
Consumo Privado (% a/a)	-1,0	3,5	-0,2	-3,1
Consumo Público (% a/a)	0,3	2,2	-2,0	-2,2
Inversión (% a/a)	-4,9	11,0	-0,7	-3,8
Resultado Fiscal total (% PIB)	-5,8	-6,0	-5,6	-3,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,7	-4,9	-4,5	-2,3

Fuente: Indec, BCRA y BBVA Research

Tabla 9.2 Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB INDEC (% a/a)	Inflación Nacional (% a/a, f.d.p.)	Tipo de cambio (vs. USD, f.d.p.)	Tasa de política monetaria (%, f.d.p.)
T1 16	1,0	35,0	15,0	38,0
T2 16	-3,6	45,7	14,1	30,8
T3 16	-3,3	42,7	15,1	26,8
T4 16	-1,1	39,4	15,8	24,8
T1 17	0,6	32,2	15,5	24,8
T2 17	3,0	21,8	16,1	26,3
T3 17	3,8	23,8	17,2	26,3
T4 17	3,9	24,8	17,7	28,8
T1 18	3,9	25,4	20,2	27,3
T2 18	-4,2	29,5	26,5	40,0
T3 18	-3,9	40,5	38,6	65,0
T4 18	-4,8	46,0	42,0	65,0
T1 19	-5,0	47,0	44,5	54,4
T2 19	-0,4	44,4	45,5	45,6
T3 19	1,7	35,2	47,0	38,2
T4 19	2,6	29,0	49,0	32,0

Fuente: Indec, BCRA y BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Argentina

Economista Jefe de Argentina y Uruguay

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Marcos Dal Bianco
marcos.dalbiano@bbva.com

María Celeste González
celeste.gonzalez@bbva.com

Adriana Haring
aharing@bbva.com

Mario Iparraguirre
mario.iparraguirre@bbva.com

Juan Manuel Manias
juan.manias@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA
Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Economía Digital

Alejandro Neut
robertoalejandro.neut@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de largo

plazo Global
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Regulación Digital y

Tendencias
Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Sistemas Financieros

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Big Data

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Francisco Grippa
fgrippa@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research – BBVA Banco Francés: Av. Córdoba 111 piso 23. C1054AAA - Buenos Aires (Argentina).
Tel.: (+54) 11 4346 4000 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com