

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

1T19

Enero 2019

Creando Oportunidades

Mensajes clave

- La crisis cambiaria de 2018 descarriló el modelo de gradualismo fiscal y metas de inflación y cambió rotundamente el panorama de 2019. Las grandes preguntas son si habrá un punto de inflexión en actividad e inflación y quién será el próximo Presidente
- La actividad se reactivará y la inflación bajará del pico de 2018 por la política monetaria contractiva del BCRA, pero la economía no ayudará electoralmente al oficialismo, ya que en promedio el PIB caerá 1% en el año y la inflación descenderá muy lentamente, a 43% a/a en las PASO y 30% en diciembre.
- El gobierno cumplirá la exigente meta de equilibrio primario tras el déficit de 2,4% en 2018, un hito en un año electoral, y cubrirá su programa financiero con el FMI y un *roll-over* parcial de la deuda local, pero surgen dudas sobre el Programa Financiero 2020 por el resultado binario de las elecciones
- La “*pax cambiaria*” seguirá este 1S19 pero desde junio volverá la dolarización de carteras pre-electoral. En el año, el tipo de cambio se depreciará compensando la inflación cerrando en 49 ARS/USD (+29%), ayudando a reducir el déficit de cuenta corriente a 3,3% del PIB por la reversión del déficit comercial
- Argentina deberá seguir corrigiendo sus desequilibrios macroeconómicos bajo el acuerdo con el FMI y desde 2020 emprender las reformas que permitan explotar sus capacidades productivas y exportadoras

Índice

- 01** Entorno global: ajuste suave del crecimiento pero con mucha incertidumbre
- 02** Argentina: 2019 ¿El año bisagra?



01

**Entorno Global: ajuste suave
del crecimiento pero con
mucho incertidumbre**

Hacia un ajuste aún suave del crecimiento mundial, pero con mucha incertidumbre



Desaceleración del crecimiento mundial, pero todavía robusto

Fuerte ajuste del comercio y del sector industrial, mientras la inversión y el consumo resisten al deterioro de la confianza



Menor inflación tras la caída del precio del petróleo

Menos presión para los bancos centrales y más apoyo para las economías importadoras de petróleo



Aumento de las tensiones financieras en los países desarrollados

Fuerte ajuste del precio de los activos y salida de flujos de inversión, pero no en las economías emergentes



Bancos centrales más cautos y pacientes

La normalización de la política monetaria dependerá de la evolución de la economía y es clave para contener la preocupación de los mercados



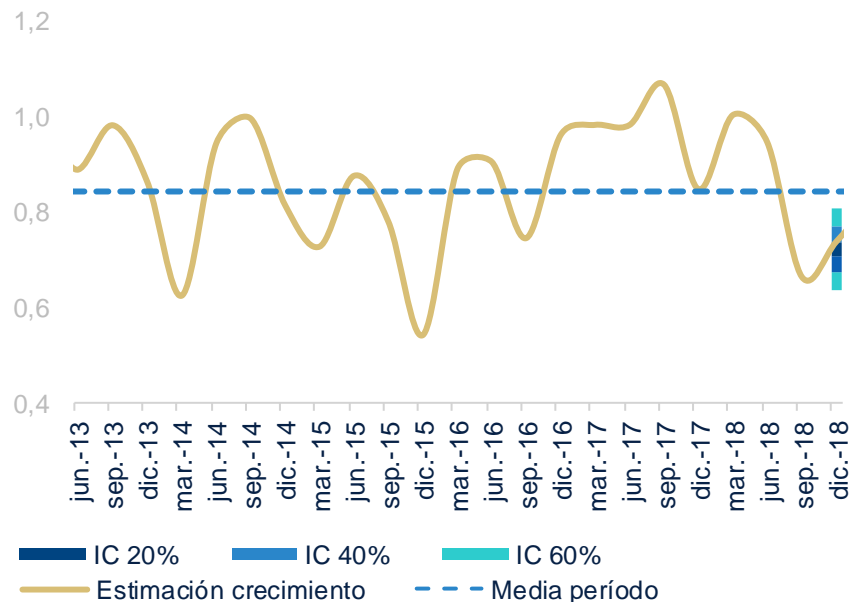
Los riesgos globales se intensifican

Al proteccionismo se une una posible mayor desaceleración en China y EE.UU., y el aumento de la incertidumbre en Europa

Baja el crecimiento mundial, aunque se mantiene sólido, por el impacto del proteccionismo en la industria y el comercio internacional

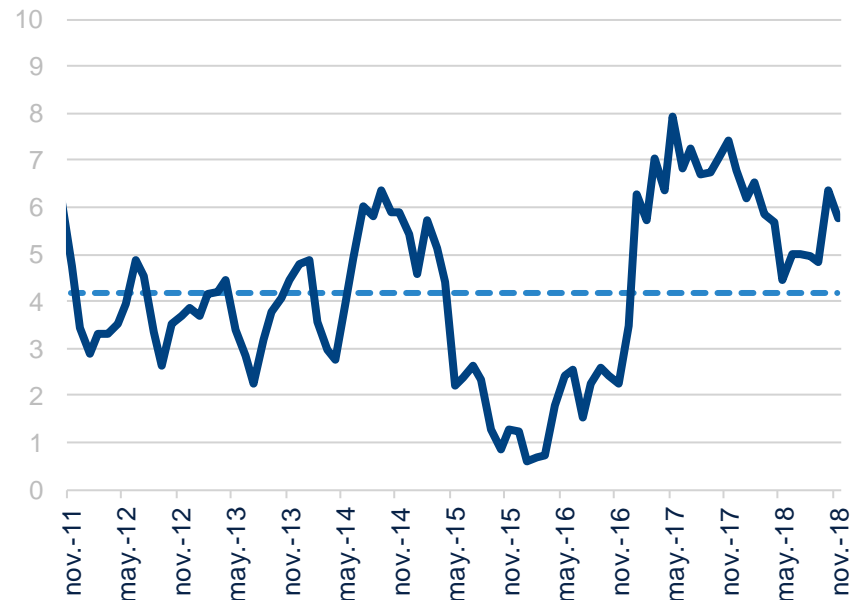
Crecimiento del PIB mundial

(Previsiones basadas en BBVA-GAIN, % t/t)



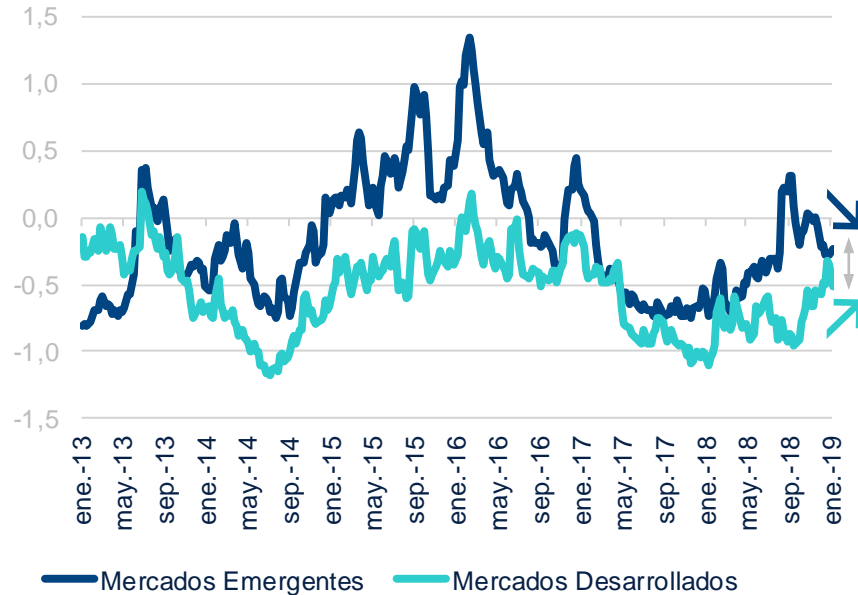
BBVA Exportación nominales de bienes global

(% a/a, media móvil tres meses)



Turbulencias recientes en los mercados financieros ante el riesgo de un ajuste brusco del crecimiento global

Índice BBVA de tensiones financieras (Índice normalizado)



Fuente: BBVA Research

01



Los mercados desarrollados (EE.UU.) están en el centro del episodio

02



Los países emergentes resistieron bien al ajuste, a pesar de la caída de los precios del petróleo

03



Los inversores ajustan sus carteras: salidas de activos con mayor riesgo y entradas en fondos más líquidos. Los países emergentes continúan sin atraer capitales

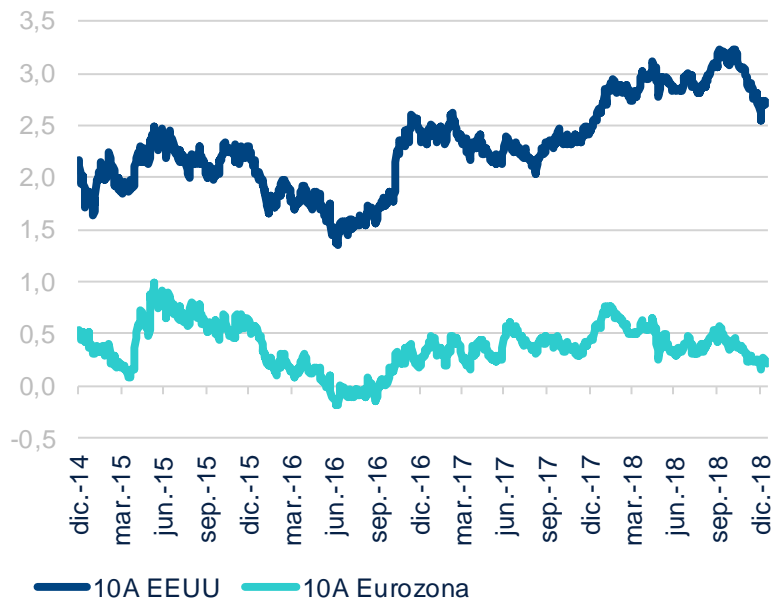
04



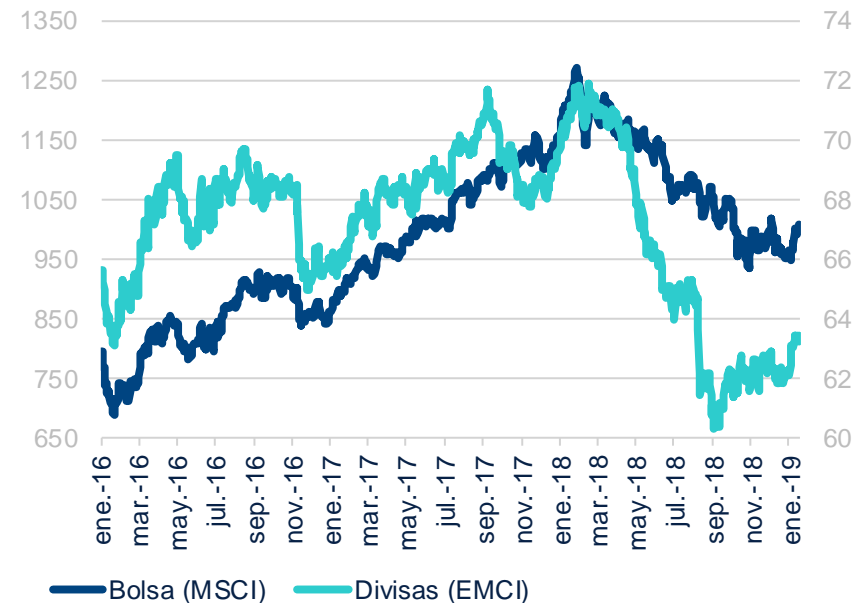
La respuesta de los bancos centrales (Fed) vuelve a ser clave para detener las tensiones

Las tensiones se concentraron en mercados desarrollados y sus tasas de interés vuelven a niveles muy bajos

Tipos de interés en países desarrollados (%)



Divisas y Bolsa Emergente (Índices)



Los bancos centrales son sensibles a escenarios de riesgos crecientes, y el proceso de normalización monetaria se está ralentizando



Balance

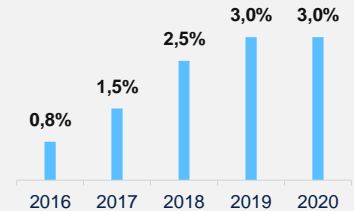


- **Continúa la reducción del balance** (550mM de dólares en 2019)



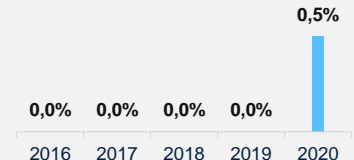
Tipos de interés

- **La pausa en el ciclo de subidas de tipos está más cerca** (dos de 25pbs en 2019)

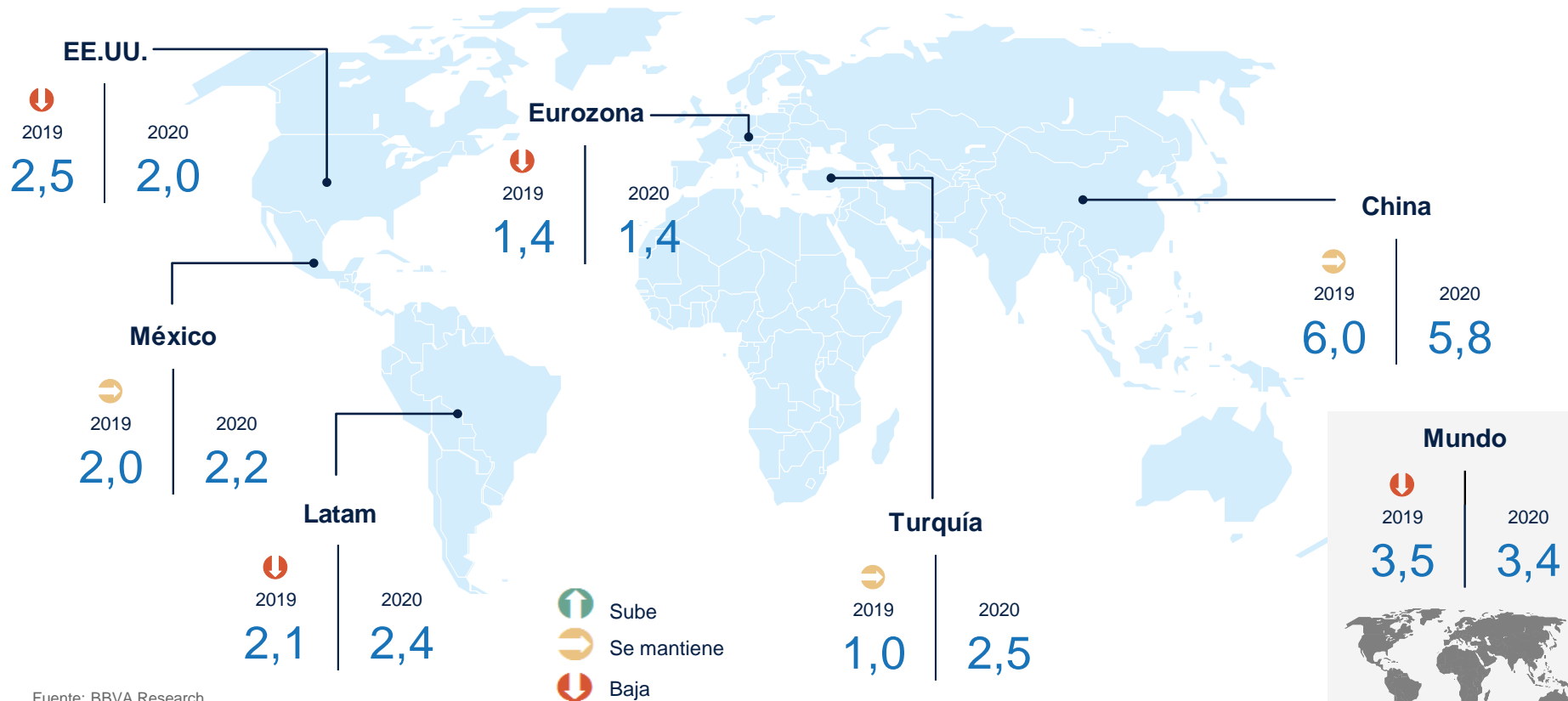


- **Fin del QE** (diciembre de 2018)
- **Reinversión total del QE** más allá del inicio de subida de tipos
- **Muy probable una nueva LTRO** antes de junio de 2019

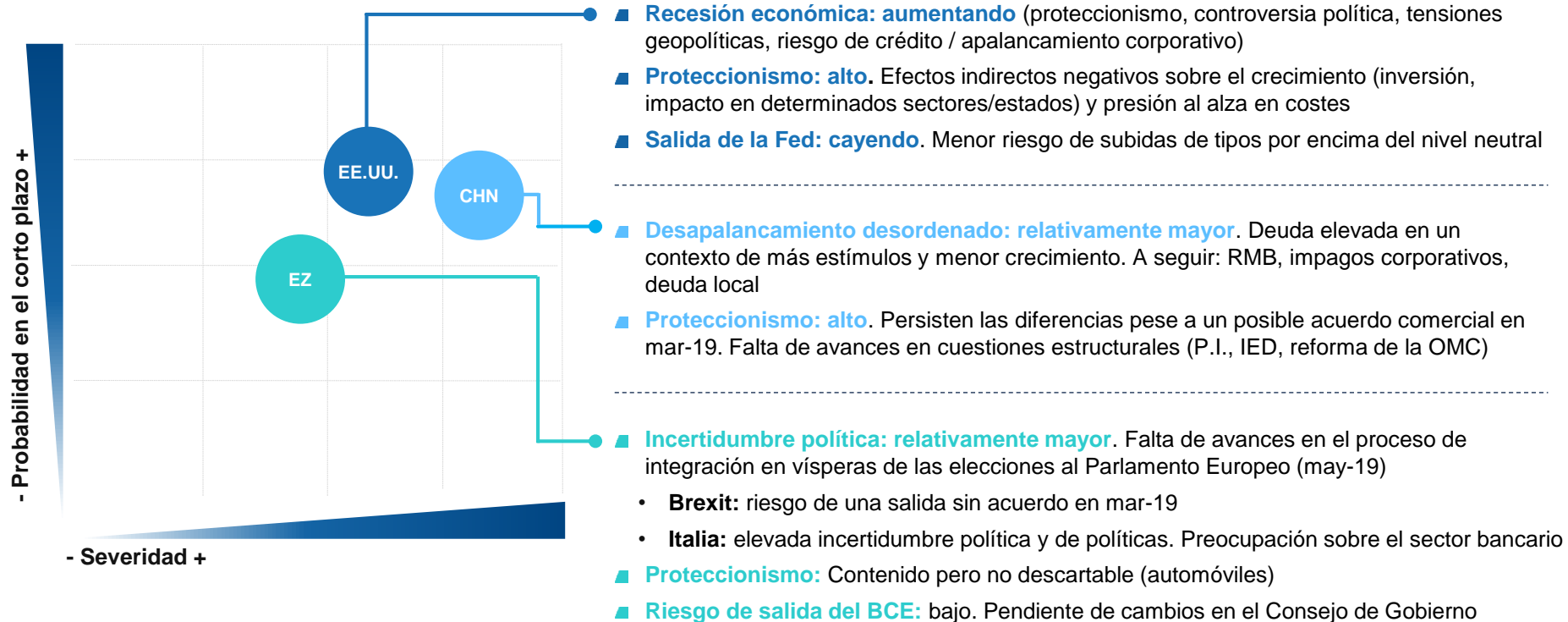
- **Retraso de la senda de subida de tipos** debido a unas perspectivas globales menos favorables y a mayores riesgos. **No se esperan hasta junio de 2020**



Revisión a la baja generalizada del crecimiento, con una moderación más evidente en los países desarrollados y en los de Asia emergente



Riesgos globales sesgados a la baja: Una contracción económica en EE.UU., China y proteccionismo, principales focos de preocupación





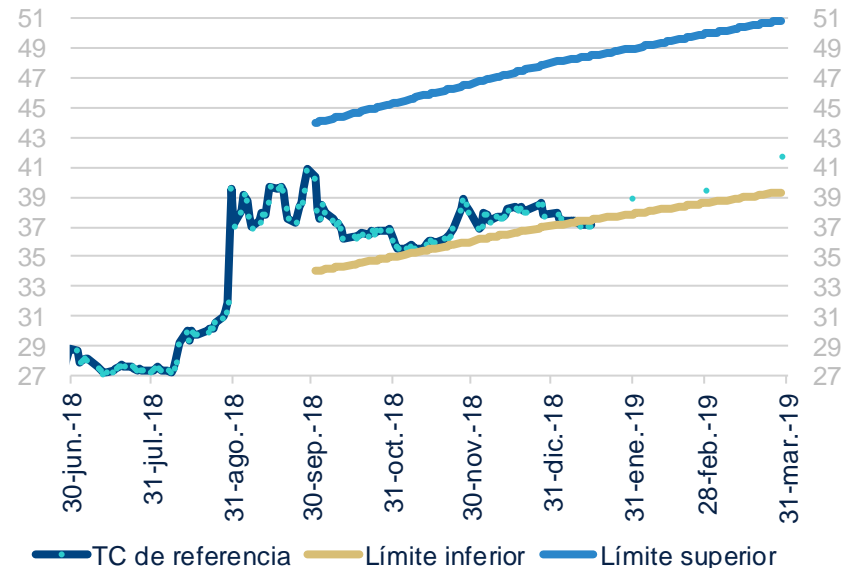
02

Argentina: 2019 ¿el año bisagra?

El nuevo programa monetario-cambiario estabilizó el mercado cambiario en un difícil fin de 2018

Tipos de cambio peso/dólar y bandas de la zona de no intervención (ARS/USD)

(ARS/USD)

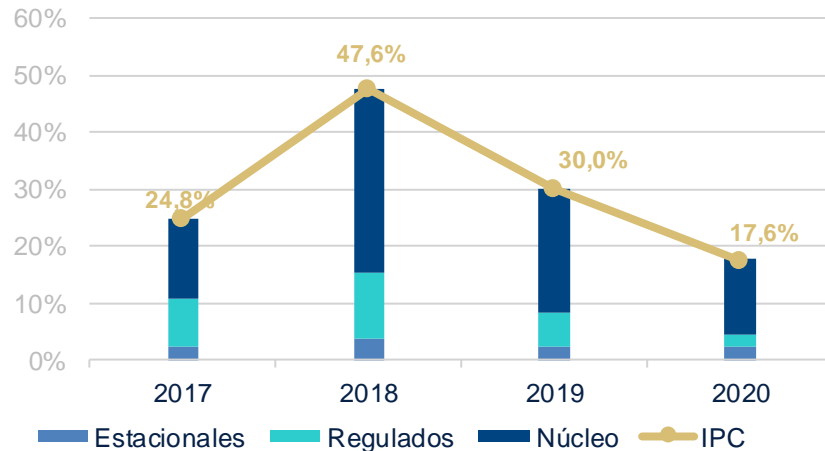


- El programa del “doble cero” (déficit primario y crecimiento de base monetaria) con la **ampliación y adelantamiento del acuerdo con el FMI** logró estabilizar el mercado cambiario y reducir la dolarización.
- En enero se perforó la banda inferior y el BCRA volvió a comprar divisas. La **“pax cambiaria” seguirá este 1S19**, por los dólares de la cosecha y del Tesoro, pero la **volatilidad volverá en mayo-junio** por la dolarización pre-electoral.
- El tipo de cambio **se depreciará para compensar la inflación y cerrará en 49 ARS/USD (29% a/a)**.

Tras el shock inflacionario de 2018 por la fuerte depreciación del peso, la inflación caerá sostenidamente en 2019 por la PM contractiva

IPC Nacional y contribuciones de precios regulados, estacionales y núcleo

(variación % a/a, fdp)

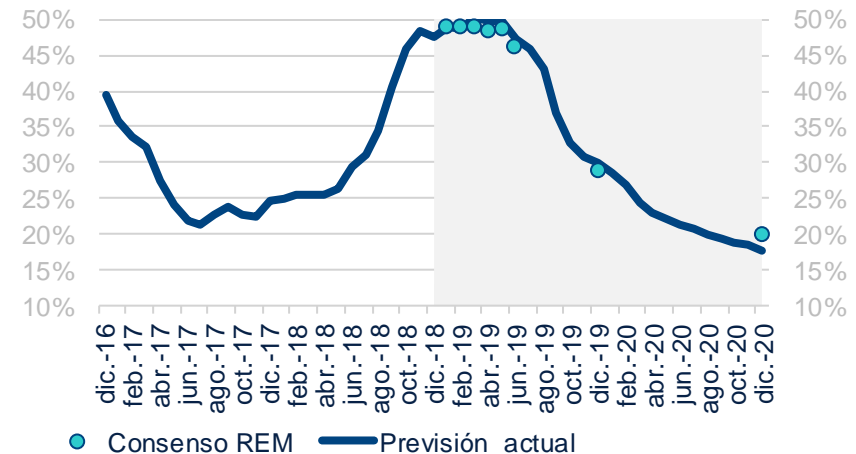


Fuente: Indec, BCRA y BBVA Research.

La inflación siguió procesando el gran salto del tipo de cambio y cerró 2018 en 47,6%, pero con una desaceleración mensual desde el pico de 6,5% de septiembre al 2,6% de diciembre

Inflación nacional: Previsión Research y Consenso REM-BCRA

(variación % a/a)



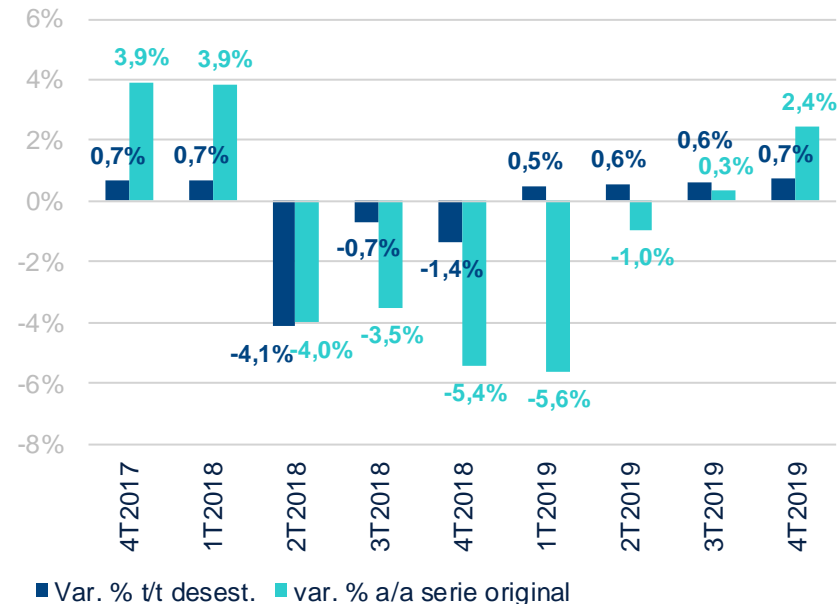
● Consenso REM — Previsión actual

La política monetaria restrictiva reducirá la inflación a 30% en dic-19 (previo: 29%), con inflación mensual promedio de 2,5% en el 1S19 y de 2% en el 2S19

El PIB crecerá trimestralmente en 2019, pero el promedio del año caerá 1% por el fuerte arrastre negativo de 2018 (-2,4%)

PIB trimestral

(variación % t/t desestacionalizada y variación a/a serie original)

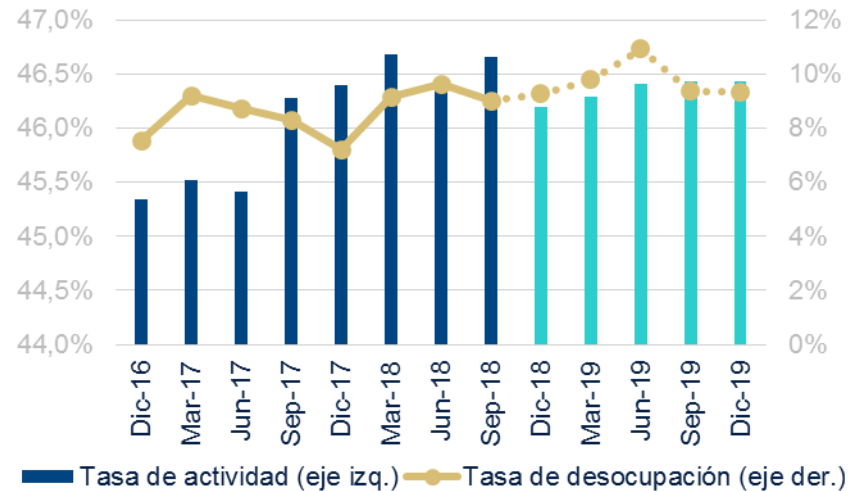


- El PIB cayó 0,7% t/t en el 3T18, menos de lo esperado dada la profundización de la crisis y la aceleración de la inflación cambiaria en ese trimestre, pero por la caída de los ingresos reales y el ajuste fiscal y monetario adicional del 4T18 **la economía caerá 2,4% en 2018**
- El PIB comenzará a crecer t/t en el 1T19 por la recuperación agrícola, el impacto de la depreciación real en sectores transables y sustitutivos de importaciones, y la parcial recuperación de los ingresos reales
- Sin embargo, el ritmo de crecimiento será débil (0,6% t/t promedio) y no compensará **el fuerte arrastre negativo de 2018 (-2,4%)**, por lo que el PIB caerá 1% en promedio en 2019, con alta heterogeneidad sectorial

El desempleo subirá por el impacto de la recesión

Tasa de Actividad y Tasa de Desempleo

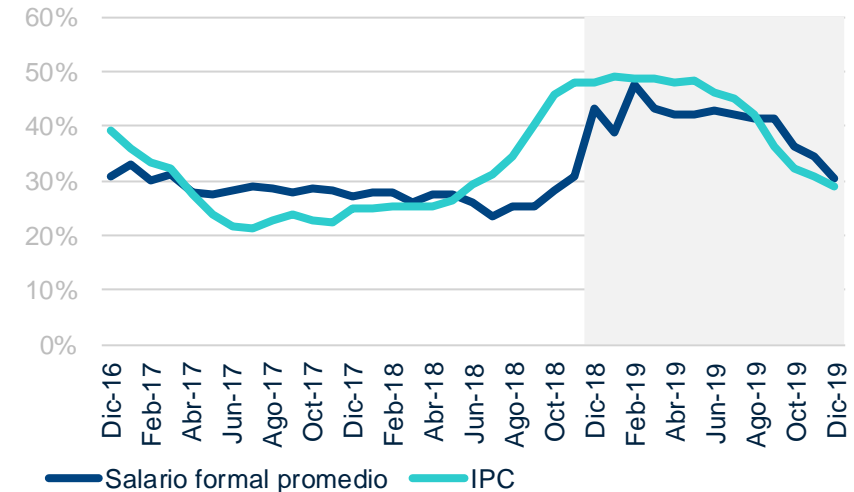
(en %)



Fuente: Indec, BCRA y BBVA Research.

Salarios e inflación

(variación % a/a)



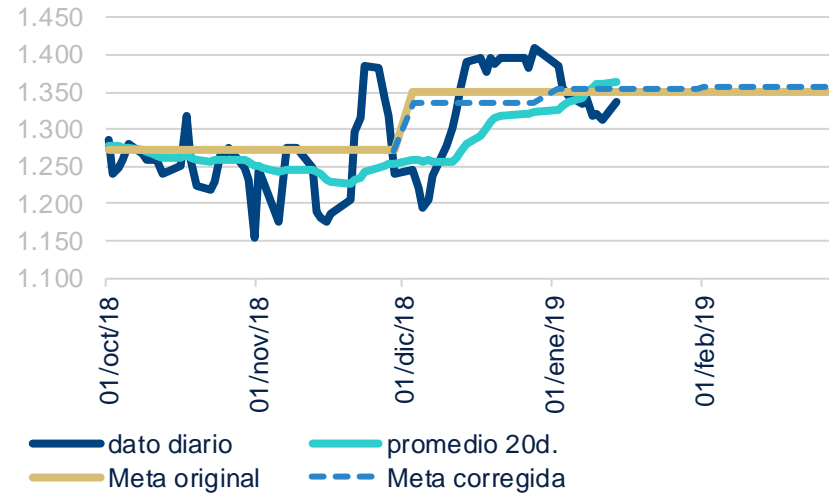
La tasa de desempleo subirá a 9,9% en 2019 (del 9,3% de 2018), evitando un alza mayor porque caerá la oferta de trabajo. Este desempleo promedio esconderá una gran disparidad geográfica (GBA 10,5%; Pampeana: 8,8%; Patagonia: 5,6%; Cuyo: 4,7%, etc.)

Aunque en promedio los salarios reales caerán en 2019, en punta le “empatarán” a la inflación y el sendero del salario real será levemente creciente durante el año.

Un cauto BCRA seguirá contrayendo la Base Monetaria real en 2019

Evolución de la base monetaria

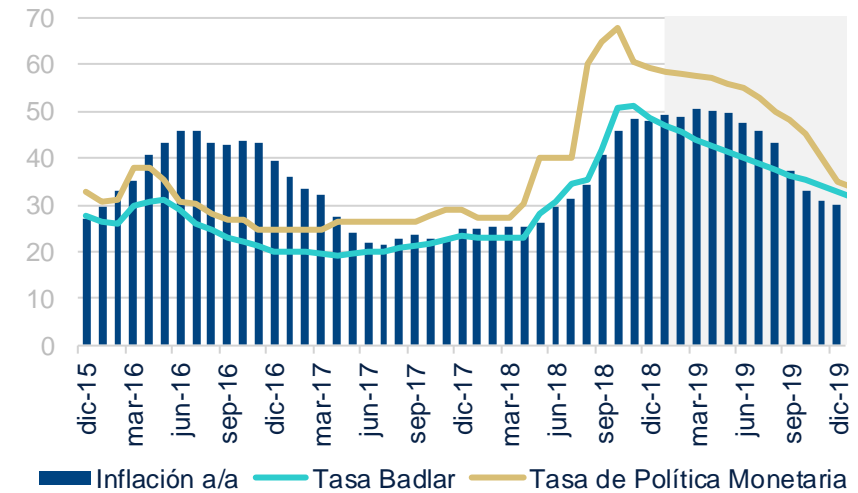
(\$ mM y var.% a/a)



Fuente: BCRA y BBVA Research.

Tasas de interés e inflación

(%)



Fuente: BCRA, INDEC y BBVA Research.

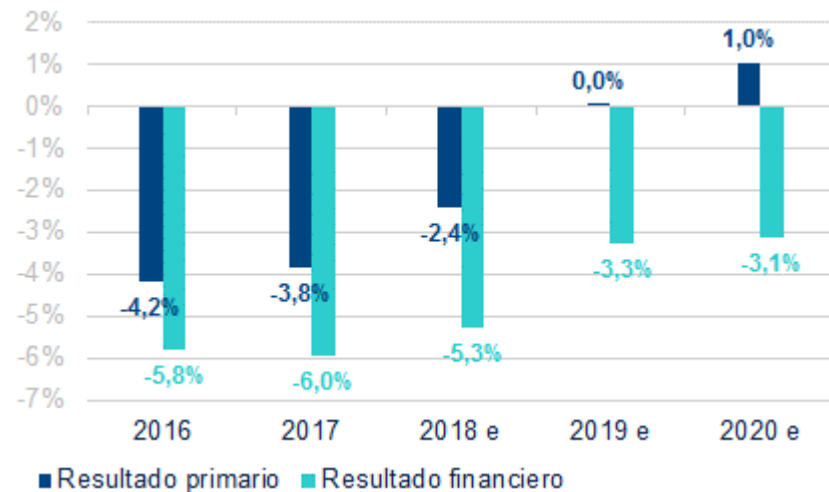
El BCRA sigue sobrecumpliendo sus metas mensuales de aumento de Base Monetaria (corregidas al alza en 2019 por la compra de divisas) Desde julio, el crecimiento podrá ser de 1% mensual, lo que sigue siendo contractivo ya que la BM caerá en términos reales

Esta política monetaria muy restrictiva logró moderar el *pass-through* en 2018 y podrá llevar la inflación a 30% en diciembre de 2019

Tras sobrecumplir la meta de déficit fiscal primario en 2018, este año se alcanzará el esquivo equilibrio fiscal

Resultado fiscal primario y financiero

(% del PIB)



Fuente: Indec, BCRA y BBVA Research.

Este año se alcanzaría el objetivo de equilibrio fiscal primario, pero restan financiar 3 pp del PIB de intereses. El interrogante es si la recaudación tributaria seguirá desacelerando en un nuevo año recesivo poniendo en riesgo el alcance de la meta

Programa Financiero 2019-2020

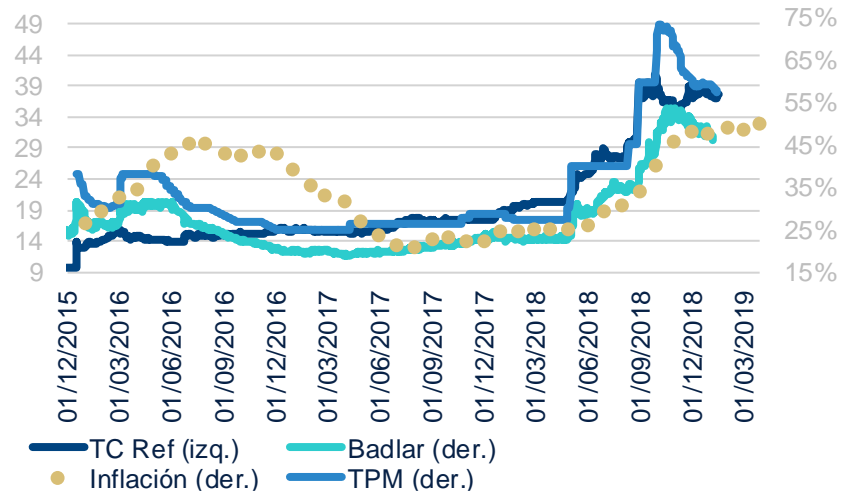
(USD mM)

Fuentes y necesidades de financiamiento	2019 e	2020 e
Resultado primario	0,0	-5,2
Plan Gas 2017	0,6	0,6
Intereses privados, IFI's, s.pub. Fin)	14,2	15,4
Amortizaciones sector privado	32,7	24,4
En dólares	20,7	12,7
Organismos internacionales	3,6	3,0
Bonos domésticos	3,9	4,0
Letes	9,7	4,5
Repo	3,5	1,2
En pesos	12,0	11,7
Bonos domésticos	2,6	6,7
Letes	9,4	5,0
Total Necesidades Financieras	47,5	35,2
Saldo inicial	10,9	0,9
Organismos internacionales	27,1	8,9
FMI	22,5	5,9
Resto	4,6	3,0
Financiamiento privado	10,5	25,6
En dólares	6,2	20,6
Refinanciación mercado internacional	0,0	0,0
Refinanciación mercado doméstico	0,0	15,2
Letes	4,5	4,5
Repo	1,7	0,9
En pesos	4,3	5,0
Letes	4,3	5,0
Total Fuentes	48,5	35,4
Rollover letes (\$ y USD)	46%	100%

Los desembolsos del FMI permitirán cubrir las necesidades de financiamiento 2019 con un refinanciamiento de sólo 46% de las Letes. En 2020 la exigencia aumenta: habrá que refinanciar toda la deuda que vence y el objetivo anunciado es hacerlo en el mercado doméstico

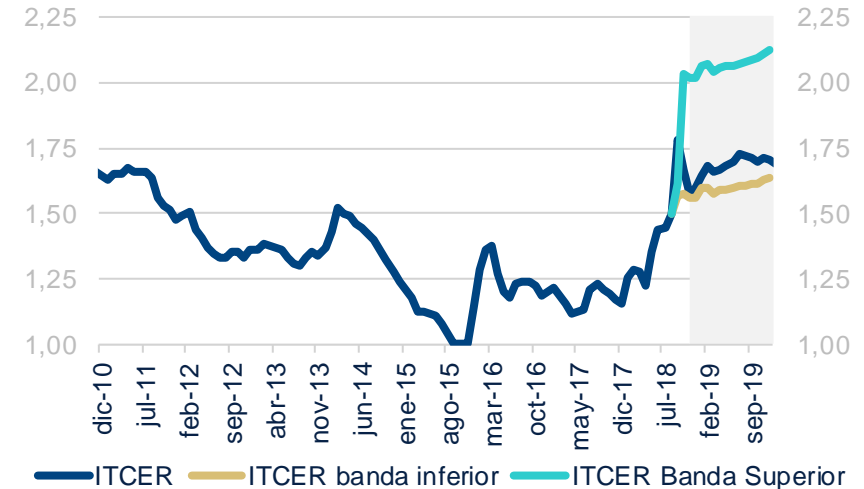
El tipo de cambio se mantendrá en la zona baja de la ZNI

Tipo de cambio, inflación, y tasas de interés (ARS/USD)



Fuente: BCRA, Indec y BBVA Research

Tipo de cambio real multilateral (Nov-15=1)



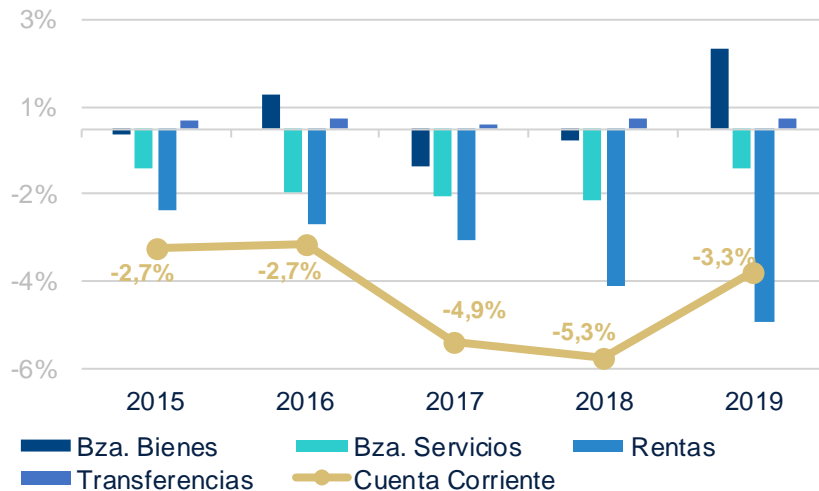
Fuente: INDEC, Haver, BCRA y BBVA Research

El apretón monetario hará que la “pax cambiaria” del 4T18, con la reducción del atesoramiento de dólares, siga en el 1S19, ayudada por los dólares de la cosecha gruesa y las ventas del Tesoro, pero la volatilidad volverá por la usual dolarización pre-electoral

En cualquier caso el tipo de cambio tendrá un ritmo de depreciación de 2% m/m promedio, en línea con la evolución de la inflación y consistente con la variación de las “bandas” del BCRA, para terminar 2019 en 49 ARS/USD (29,3% a/a)

Importante ajuste de la cuenta corriente por la fuerte depreciación real

Cuenta Corriente de Balanza de Pagos (% PIB)



Fuente: INDEC y BBVA Research.

Gran reducción del déficit de cuenta corriente de USD28,4 mM en 2018 (5,3% del PIB) a USD14 mM en 2019 (3,3%) ya que se revertirá el déficit comercial (bienes y servicios) de -10,3 USD mM a +3,9 USD mM por la depreciación real del peso y la recesión

Reservas y balanza cambiaria (Millones de dólares)

	2018	2019e
Sector Privado	-45.144	-12.518
Cuenta Corriente	-4.450	4.926
Balanza Comercial	8.323	13.106
Turismo y servicios Reales	-9.460	-4.867
Intereses y otras transferencias	-2.109	-2.109
Dividendos	-1.204	-1.204
Cuenta Capital	-40.694	-17.444
Inversión directa	2.424	2.391
Préstamos y líneas de crédito	-456	2.350
Dolarización de carteras	-27.230	-14.100
Otras cuentas	-15.433	-8.085
Sector Público	46.816	10.849
Cuenta corriente (intereses)	-6.879	-9.255
Cuenta Capital	53.696	20.104
Otros movimientos netos	2.940	669
Cuenta Corriente	-11.329	-4.329
Cuenta Capital	15.942	3.329
Variación de Reservas	10.751	5.000
Reservas Internacionales	65.806	70.805

Fuente: BCRA y BBVA Research.

La cuenta capital no registrará ingreso sustancial de capitales privados ya que seguirá bajo el apetito por activos argentinos y la diferenciación negativa del país por las dudas de la estabilización económica y el panorama electoral.

Previsiones macroeconómicas anuales

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PBI (% a/a)	2,9	-2,4	-1,0	2,5
Inflación IPC Nacional (% a/a, fdp)	24,8	47,6	30,0	17,6
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	17,7	37,9	49,0	55,0
Tasa de política monetaria (% fdp)	28,8	59,3	35,0	22,0
Consumo Privado (% a/a)	3,5	-1,5	-3,6	2,2
Consumo Público (% a/a)	2,2	-3,4	-2,9	-1,0
Inversión (% a/a)	11,0	-4,2	-8,8	5,0
Resultado Fiscal total (% PIB)	-6,0	-5,6	-3,3	-2,1
Cuenta Corriente (% PIB)	-4,9	-5,3	-3,3	-2,3

(e) Estimación.

Fuente: Indec, BCRA, Haver y BBVA Research

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 sans-serif font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Argentina

1T19

Enero 2019

Creando Oportunidades