

Situación Argentina. Primer trimestre 2019

Marcos Dal Bianco / María Celeste González / Adriana Haring / Mario Iparraguirre / Juan Manuel Manías / Gloria Sorensen

2019: ¿el año bisagra?

2018 fue un año para el olvido. La crisis cambiaria que sufrió el país desde fin de abril, resultado de una conjunción de empeoramiento de las condiciones financieras globales, shocks internos (sequía), errores de política y debilidades estructurales pre-existentes, hizo descarrilar el modelo de “gradualismo fiscal, metas de inflación y flotación (sucia) de la moneda” financiado con endeudamiento público (principalmente en mercados internacionales) y BCRA, modelo que se implementado desde diciembre de 2015 para salir del marasmo de economía kirchnerista. Así, se adelantó a este 2019 la búsqueda del equilibrio fiscal primario, el gobierno reemplazó el financiamiento en el mercado de deuda por el del FMI y se cambió el régimen de metas de inflación con tipo de cambio flotante por un esquema de control de la base monetaria y bandas cambiarias con zonas de intervención y no intervención.

Todo esto implicó un cambio rotundo en el escenario económico 2018 y en el panorama económico y político para este año. Así, el consenso de crecimiento de 3,1% que se esperaba para 2018 (REM de dic-2017) terminará siendo una contracción del PIB de -2,4% (Research), la inflación que el consenso estimaba para diciembre de 2018 en 16,6% terminará en torno a 48%, y el tipo de cambio que se esperaba cierre 2018 en 20,5 ARS/USD terminó haciéndolo en 37,81 ARS/USD. En términos sociales, los costos de esta corrección fueron una fuerte caída del poder adquisitivo del salario y del consumo, y un incremento del desempleo por la fuerte contracción de la actividad. Ciertamente, un *annus horribilis*.

Las dos grandes preguntas para este 2019 son si habrá un punto de inflexión en actividad e inflación, y si –ahora sí- comenzaron a gestarse las bases para que Argentina logre desde 2020 en adelante un crecimiento sostenido del producto, con inflación a la baja y estabilidad de las variables nominales. Una pregunta íntimamente relacionada con este última es quién será el nuevo presidente desde diciembre.

Respecto a la primera pregunta, en nuestro escenario base el PIB crecerá desde el 1T19 pero a un ritmo poco dinámico (0,6% t/t promedio en el año), que implica una recuperación más en U que en V. Además, la inflación bajará del 48% registrado en dic-2018 a 30% en dic-2019, por efecto de la política monetaria contractiva del BCRA, que sostiene que su objetivo central sigue siendo bajar la inflación y que mantendrá el crecimiento de la base monetaria en 0% m/m hasta junio y en 1% m/m en el 2S19 (bien debajo de la inflación). Esto permitiría llegar a las elecciones con una actividad creciendo y la inflación bajando, pero de ningún modo esto implica que la economía será una ayuda electoral para el oficialismo, ya que los niveles de PIB serán menores a los del año previo (a/a) y la inflación seguirá procesando el salto de 2018 y descenderá pero lentamente a 43% en agosto (PASO) y 33% en octubre (1ra vuelta).

Además, la débil reactivación no alcanzará para contrarrestar el fuerte arrastre estadístico negativo que dejará 2018 en que el PIB caerá 2,4% y, junto con un efecto mayor de la política económica contractiva, el impacto rezagado de la crisis cambiaria en la confianza de consumidores e inversores, y un crecimiento global menos dinámico, nos llevan a rebajar la previsión de crecimiento del PIB en 2019 a -1% del -0,3% previo. La demanda interna será un lastre para el crecimiento en 2019 (contribución: -4%) pero la demanda externa reaccionará a la fuerte depreciación real del peso y la compensará parcialmente (contribución: 3.1%). A su vez, la caída del PIB, que es un promedio tanto temporal (de los 4 trimestres) como entre actividades, esconderá una alta dispersión entre sectores, especialmente el hecho que el sector primario crecerá fuertemente por el efecto de la reversión de la sequía en la cosecha y que continuará aumentando la inversión y la producción de gas y petróleo en Vaca Muerta.

Creando Oportunidades

En el plano fiscal esperamos que el gobierno logre alcanzar el equilibrio primario en 2019 acordado con el FMI, un gran esfuerzo en un año electoral desde el déficit primario de 2,4% del PBI de 2018. Si bien el gobierno planea un ajuste del gasto primario nacional de 1,4 pp del PIB en 2019, hay dudas sobre la evolución de los ingresos en el contexto de actividad económica aún débil durante 2019. La recaudación tributaria total cayó cerca de 1 pp del PIB en el recesivo año 2018 y el gobierno prevé que crecerá este año 1.3 pp del PIB por una suba de 125% de las retenciones a las exportaciones (medido en dólares), lo que luce optimista para nuestra estimación de exportaciones agropecuarias. Las necesidades de financiamiento (vencimientos de intereses y amortizaciones de deuda) del Tesoro, asumiendo el cumplimiento de las metas fiscales y monetarias, están cubiertas en 2019 con este acuerdo y la renovación del 46% de la deuda local de corto plazo, pero en 2020 Argentina deberá retornar a los mercados de crédito al menos para refinanciar los vencimientos de deuda existente y emitir nueva por USD4,7 mM. En este escenario de cumplimiento de las metas fiscales y recuperación de la confianza del mercado, el stock de deuda caerá del pico de 81% del PIB que llegó en 2018 (por la devaluación, dado la alta deuda en divisas, y la recesión) a 76% in 2019 y 69% in 2020, manteniéndose un perfil sustentable.

En el plano monetario el BCRA seguirá con su política muy contractiva que implicará tasas de interés muy altas en términos reales, y podrá reducir la inflación del alto 4,1% m/m promedio del 2S18 a 2,5% en el 1S19 y a 2% en el 2S19, terminando en diciembre en 30% a/a. Esta previsión no está exenta de riesgos, tanto por el lado del tipo de cambio, si ocurriera una suba más fuerte de la que anticipamos, como del lado de las paritarias, que buscarán recuperar poder adquisitivo perdido, y el efecto del ajuste de los precios regulados sobre la persistencia inflacionaria. Aunque creemos que el restrictivo esquema monetario y la recesión limitarán estos riesgos, son claramente factores a monitorear.

El “apretón monetario” logrará que la “pax cambiaria” del 4T18, con la reducción del atesoramiento de dólares, continúe este 1S19, ayudada por los dólares de la cosecha gruesa y las ventas anunciadas del Tesoro de USD 10 mM. Sin embargo, la volatilidad podría volver desde junio cuando es posible que se repita la habitual dolarización de carteras pre-electoral (con picos en agosto pre-PASO y en octubre pre-1ra vuelta), en un contexto de alta incertidumbre sobre un resultado muy binario (CFK o Macri). 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). Las “bandas” del BCRA muestran que la entidad buscará evitar cualquier atraso cambiario importante que mine la mejora de competitividad cambiaria lograda de modo disruptivo desde mayo. Si bien hasta ahora la intervención ha sido cauta limitada discrecionalmente por el BCRA a compras máximas de USD 50 millones por día, podría acelerarse si la autoridad monetaria percibe una tendencia a la fuerte apreciación del peso.

En el sector externo, la cuenta corriente reducirá notoriamente su déficit de USD28,4 mM en 2018 (5,3% del PIB) a USD14 mM en 2019 (3,3%), por la reversión del déficit comercial de bienes y servicios (de -10,3 USD mM a +3,9 USD mM) por efecto del tipo de cambio real depreciado y la recesión. La cuenta capital no registrará ingreso sustancial de capitales privados ya que seguirá bajo el apetito por activos argentinos y seguirá la diferenciación negativa del país por las dudas de la estabilización económica y el panorama electoral, especialmente si no caen las chances electorales de la oposición populista (CFK).

En definitiva, Argentina deberá, pese a los efectos recesivos en un año electoral, seguir corrigiendo sus desequilibrios macroeconómicos (externo, fiscal y monetario), evitando repetir el nefasto 28/12/2017 cuando en aras de mayor actividad se intervino en la política monetaria del BCRA lastrando la confianza.

Respecto a la segunda pregunta, el resultado electoral de 2019 es clave para el escenario económico de 2020 en adelante, ya que es muy binario: un segundo mandato de Cambiemos (o el primero de un “peronista racional” que pueda surgir sorpresivamente) que siga corrigiendo los desequilibrios en el marco del acuerdo con el FMI, o la opción populista de la ex Presidente CFK que abre serias dudas sobre la sustentabilidad de la deuda y la capacidad del tesoro de afrontar a los vencimientos de intereses y amortizaciones desde 2020 cuando ya no alcance con el financiamiento del FMI. Tras 3 años de gobierno de Cambiemos la crisis económica de 2018 mantiene vivo el dilema de la vuelta o no al populismo, que sería mucho más nocivo dado la frágil situación

económica actual. Así, las dudas sobre el programa financiero de 2020 fluctuarán este año mientras el resultado se mantenga incierto al ritmo de los datos económicos y políticos (encuestas, alianzas, candidatos) y se reflejarán en el tipo de cambio, precio de los bonos y riesgo país. El proceso electoral será largo, con desdoblamiento de los comicios en varios distritos subnacionales, y recién en las PASO agosto podría haber una imagen más clara del resultado nacional. Las consecuencias de la actual estabilización macroeconómica, con los costos sociales de la reducción de los desequilibrios macroeconómicos (menores ingresos, consumo y producción) implican que aunque el *momentum* será en agosto-octubre más positivo que ahora, la economía no será la clave que le permita ganar las elecciones al oficialismo; sino más bien la oposición dividida.

Para 2020, la agenda del próximo presidente implica, en lo urgente, seguir la corrección de los desequilibrios macroeconómicos iniciada en 2018, especialmente lograr sostenidamente el esquivo superávit fiscal que permita mantener por años la estabilidad macroeconómica, requisito *sine qua non* de un crecimiento más sostenido y sustentable. Luego de ello, es imperioso que se emprendan reformas estructurales entre las que sobresalen las reformas del sistema de previsión social, del sistema tributario, del mercado laboral (*pari passu* de una mejora del sistema educativo), y una nueva política comercial de mayor apertura. Todo esto es clave para poder explotar la dotación de recursos naturales (como los yacimientos de Vaca Muerta) y la exportación tanto de bienes primarios y derivados, como de servicios intensivos en conocimiento. Es clave entonces revertir medidas necesarias por la coyuntura pero nocivas para estos sectores, como las retenciones a las exportaciones reintroducidas en 2018. En cualquier caso, hasta que se verifique este programa reformista revisamos a la baja la previsión de crecimiento del PIB para 2020-23 a niveles cercanos al potencial, ya que la política económica se mantendrá contractiva, la inversión se recuperará lentamente de la caída de 2018-9, los flujos de capital serán escasos y el crecimiento global menos dinámico.

Balance de riesgos

Los riesgos en 2019, tanto globales como locales, están sesgados a la baja. El principal riesgo local es político, y consiste en que las encuestas siembren mayores dudas de la vuelta de CFK al poder. Los principales riesgos global a nuestro escenario base son un empeoramiento de la Guerra comercial entre China y EEUU, sorpresas en el sendero de la tasa de interés de la FED, y la evolución económica y política de Brasil. Todo esto podría traducirse en una escasez sostenida de capitales a Argentina que ponga mayores dudas sobre su capacidad de volver al mercado global de capitales en 2020 y, por tanto, sobre la sostenibilidad de su deuda pública. Por supuesto, sorpresas positivas en estos frentes implicarían una mejora de nuestro conservador escenario base.

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.

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

