

# Situación Argentina

3T19

18 de Julio de 2019

## Mensajes clave (I)

- El crecimiento global se estabilizará en niveles más bajos que en años anteriores. Las medidas adicionales de estímulo a la actividad, de carácter monetario sobre todo, compensarán los efectos de mayores tensiones comerciales.
- Fuerte polarización del escenario político. Los anuncios de fórmulas moderadas en los dos partidos con posibilidades “reales” de ganar las elecciones fueron bien recibidos por los mercados. Nuestro escenario base asume la continuidad de las actuales políticas económicas tras las elecciones.
- La estabilidad cambiaria lograda con la posibilidad de intervención del BCRA dentro de la zona de referencia permitió aumentar la oferta de divisas vía liquidación de la cosecha, con cierta recuperación en el precio de la soja y del maíz, a la vez que la demanda se mantuvo contenida.
- Asumimos la continuidad de la extrema dureza monetaria dado su papel central en mantener controlada la volatilidad cambiaria. Esperamos una relajación monetaria luego de las elecciones pero sin dejar de mantener tasas reales en niveles elevados.
- La estabilidad cambiaria y el sostenimiento de la dureza monetaria empezaron a moderar las expectativas de inflación. Mantenemos la previsión de 40% para 2019 y de 30% para 2020, incorporando la “pausa” en el ajuste de tarifas en lo que resta de 2019 y la continuidad de la política monetaria contractiva.

## Mensajes clave (II)

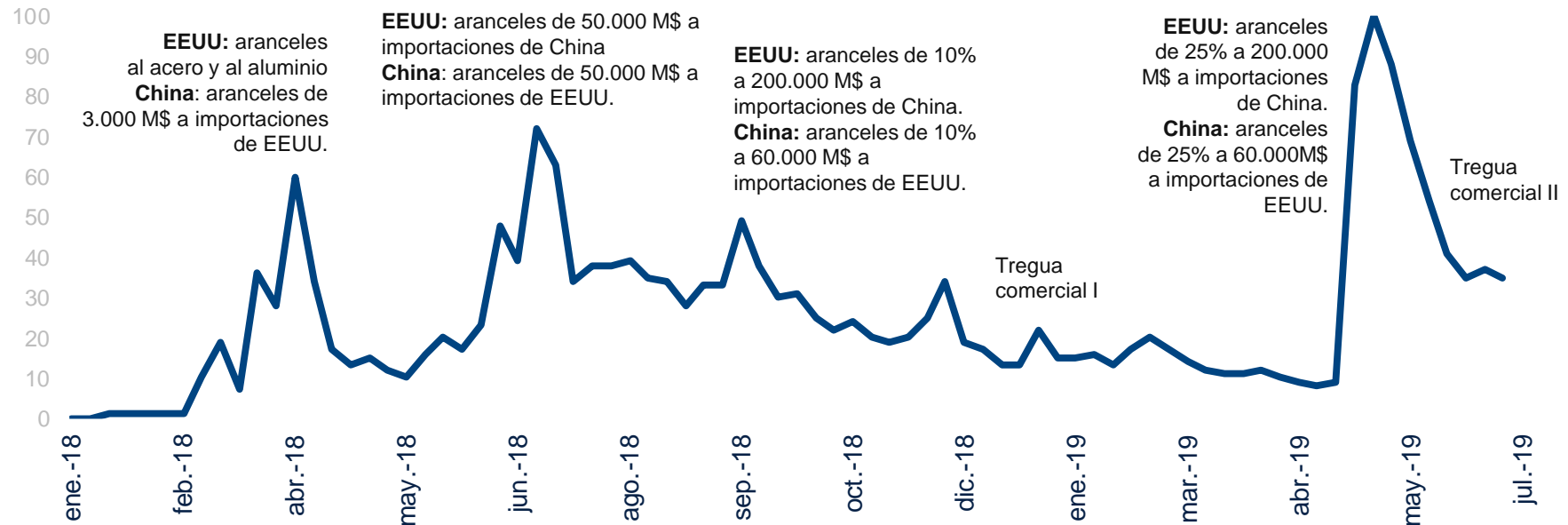
- El consumo y la inversión acusaron el impacto de la caída del salario real y de la inestabilidad cambiaria, lastrando la actividad económica, que caerá 1,2% en 2019 pero transitando una recuperación a medida que se materializan los efectos de la campaña agrícola y de las negociaciones salariales. Para 2020, esperamos que la expansión del PIB alcance un 2,5%, una vez disipadas las turbulencias propias de un año electoral.
- El sector externo realizará una fuerte corrección desde el déficit de 5,1% del PIB en 2018 a -2,3% este año por el superávit en la balanza comercial y menor déficit en Turismo que se neutraliza -en parte- por los mayores intereses que se deben pagar y que acumulan más de 4pp del PIB. La situación se mantendrá casi sin cambios en 2020.
- Este año el déficit fiscal alcanzará 0,5% del PIB, por aumento en gasto social e inversión pública, cumpliendo lo acordado con el FMI. Para 2020 esperamos un superávit primario de 1% del PIB que implicará un importante esfuerzo de mantener la tendencia de la recaudación tributaria.
- El acuerdo con la UE implica una gran oportunidad para la inserción internacional de los países del Mercosur y propiciará un mayor intercambio intra-Mercosur una vez que se reduzcan las barreras no arancelarias existentes. Además, el acuerdo reforzará el diálogo político y aumentará la cooperación en ámbitos como la migración, la economía digital, la investigación y la educación, los derechos humanos, la protección del medio ambiente, etc.

# 01

Entorno global:  
el crecimiento se suavizará, en medio  
de nuevas medidas de estímulo y  
mayores tensiones comerciales

# La escalada proteccionista mantiene la incertidumbre elevada, incluso después de la reciente tregua entre EE.UU. y China

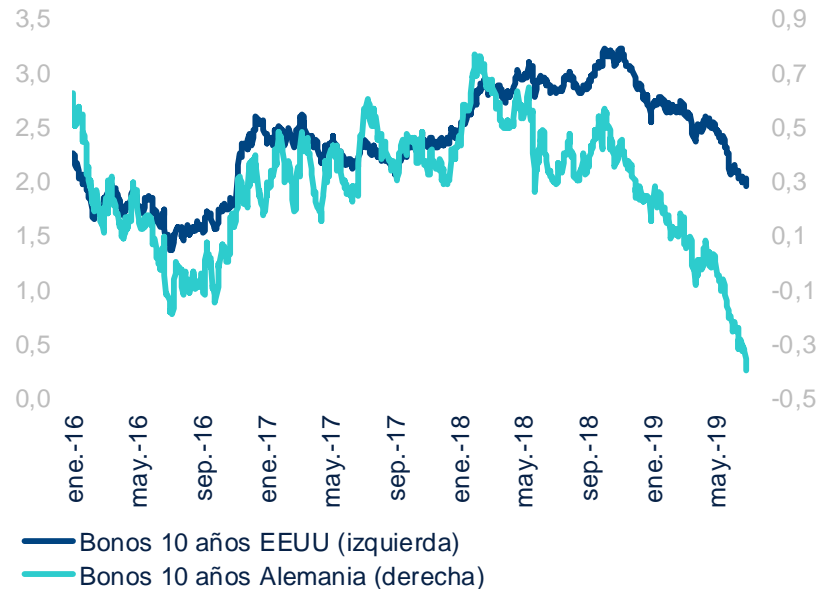
## ÍNDICE DE GUERRA COMERCIAL: BÚSQUEDAS EN GOOGLE SOBRE EL TÉRMINO "GUERRA COMERCIAL" (ÍNDICE DE 0 A 100)



# En los mercados financieros hay efecto refugio hacia valores seguros

## RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA

(%)



- Muy baja rentabilidad de la deuda soberana por las tensiones comerciales y los riesgos para el crecimiento.
- El giro de la Fed y del BCE impulsó una búsqueda por rentabilidad y ganancias en los mercados periféricos...
- ...sin generar un apetito generalizado por riesgo.

# En un entorno de persistente incertidumbre y baja inflación, los bancos centrales cambian su postura y consideran estímulos adicionales

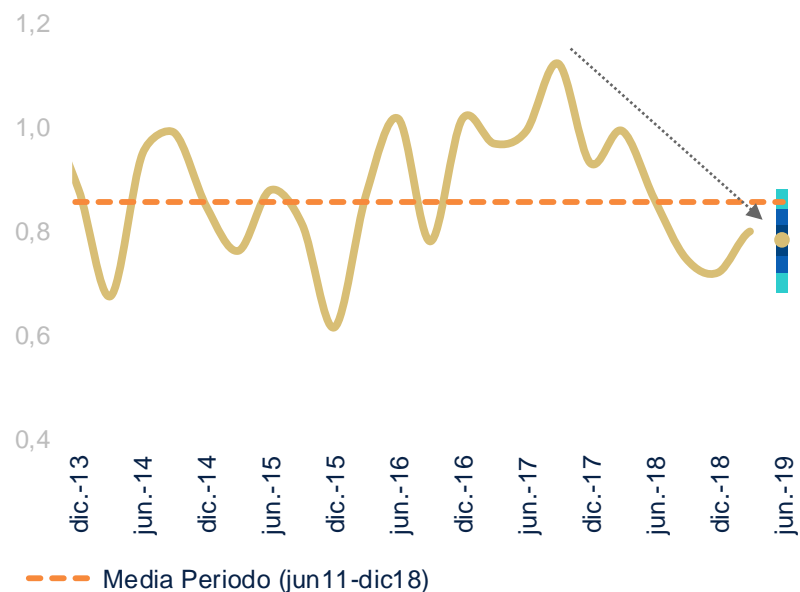
## PROBABILIDAD DE RECORTES EN LOS TIPOS DE INTERÉS POR LA FED Y EL BCE SEGÚN MERCADOS FINANCIEROS (%)



# El crecimiento global continúa en una suave trayectoria descendente, a pesar del rebote en el primer trimestre

## CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL

(PREVISIONES BASADAS EN EL MODELO BBVA-GAIN; % T/T)



Fuente: BBVA Research

- Crecimiento bajo desde mediados de 2018.
- Desempeño particularmente débil de exportaciones y manufacturas.
- El crecimiento en 1T19 fue mayor que lo previsto; y no se esperan cambios para el 2T19.
- Efectos particularmente negativos de la guerra comercial en China, pero EEUU y otros países también serán afectados.
- Los datos muestran que las tensiones comerciales ya están reduciendo el crecimiento.



# De cara al futuro, se espera que las medidas expansivas adicionales compensen el efecto de las tensiones comerciales



## Tensiones comerciales elevadas

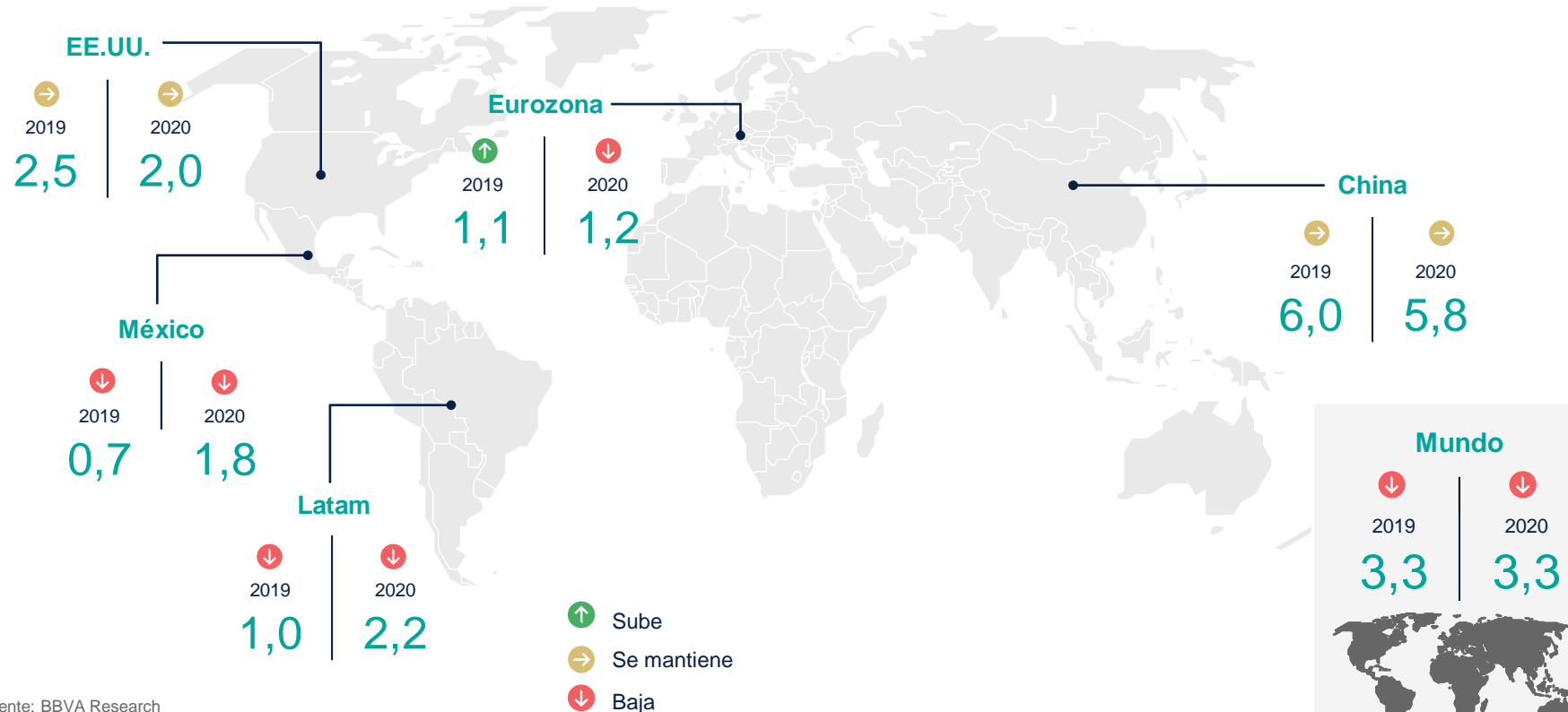
- El proteccionismo ya ha generado daños irreversibles.
- La rivalidad estratégica entre EEUU y China no desaparecerá.
- La incertidumbre seguirá pesando en las decisiones de inversión.



## Nuevas medidas de estímulo

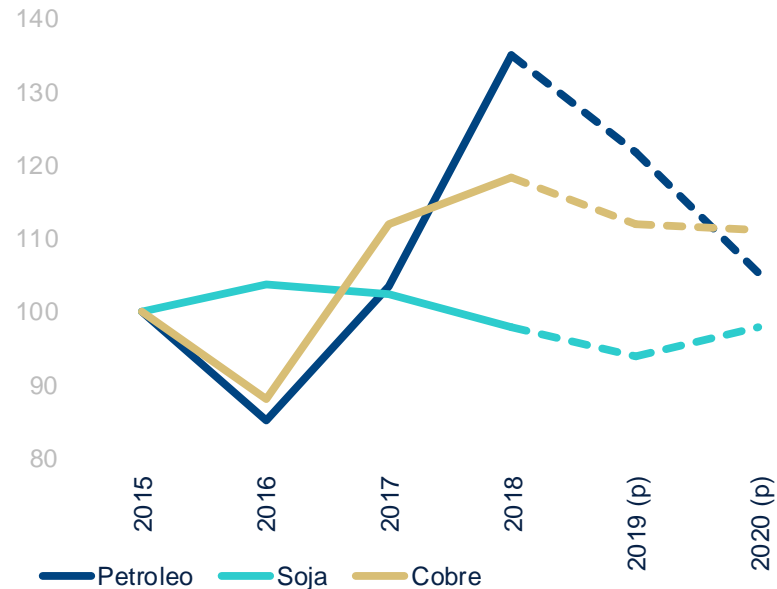
- FED y BCE: recortes de tipos en el corto plazo.
- China: estímulos adicionales.
- Las nuevas medidas mantendrán las tensiones financieras acotadas.
- Caída del precio del petróleo proporcionará apoyo.

# El crecimiento global se estabilizará en niveles relativamente más bajos



# Un entorno global más negativo pesa sobre los precios de las materias primas

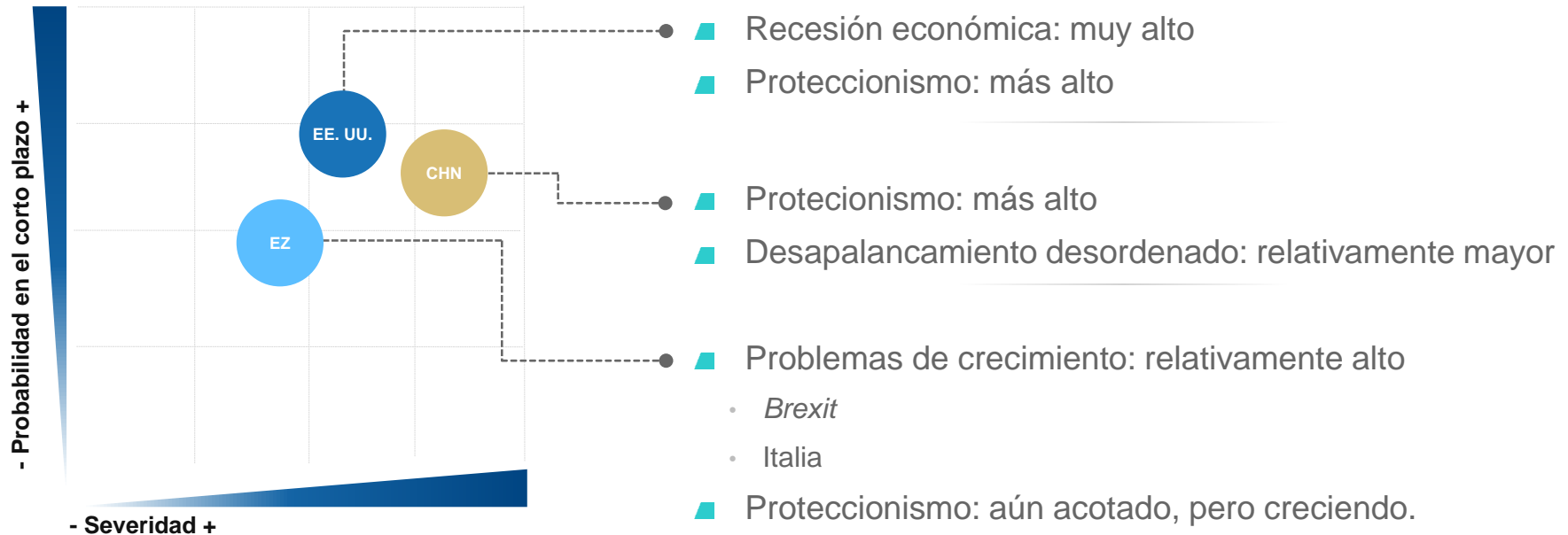
## MATERIAS PRIMAS: PRECIOS ANUALES PROMEDIOS (ÍNDICE: PROMEDIO DE 2015 = 100)



(p) Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

- La incertidumbre y un débil crecimiento mundial afectarán negativamente a los precios.
- Una mayor producción en EEUU ayudará a mantener los precios del **petróleo** limitados, pese los recortes de oferta y tensiones geopolíticas.
- Previsiones de **soja** revisadas a la baja; pero se siguen esperando aumentos de precios.
- Perspectivas de estabilidad para el **cobre**; la demanda de automóviles eléctricos servirá de apoyo a medio y largo plazo.

# Riesgos globales: en aumento debido a la escalada proteccionista, principalmente por el potencial impacto sobre China



Fuente: BBVA Research

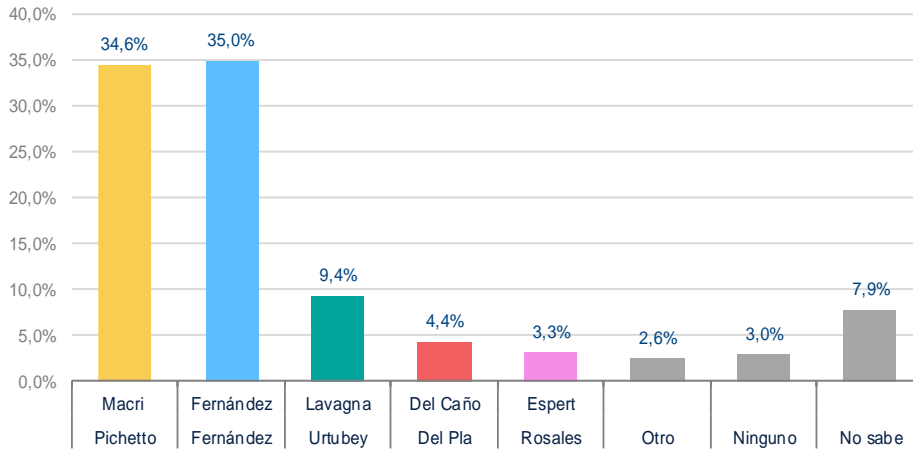
Las vulnerabilidades financieras pueden amplificar la gravedad de los riesgos

# 02

Argentina: menores  
tensiones financieras  
auguran un mejor  
segundo semestre

# Se profundiza la polarización mientras mejora el “clima” por moderación de las fórmulas

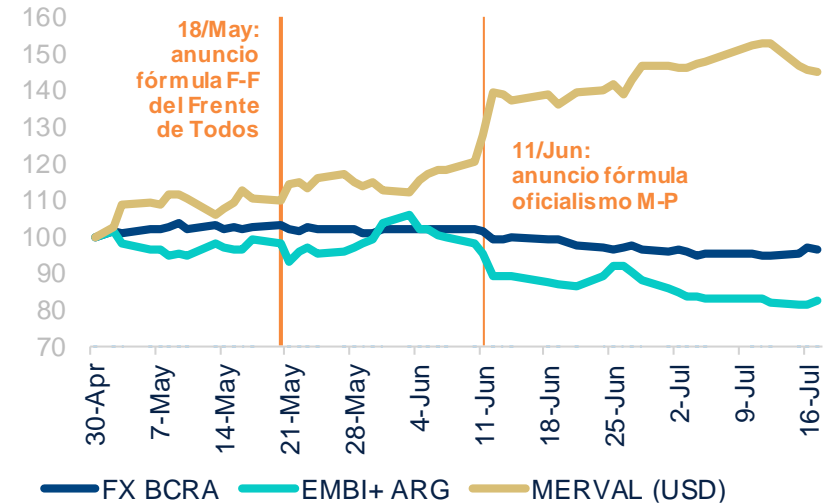
## PROMEDIO DE INTENCIÓN DE VOTO POR FUERZA POLÍTICA (ENCUESTAS VARIAS) JULIO 2019 (%)



Fuente: BBVA Research

La desintegración de Alternativa Federal agudizó la polarización. El Senador de este espacio Miguel Pichetto aceptó ser VP de la fórmula del oficialismo, que mostró más apertura a otros espacios políticos.

## INDICADORES DE MERCADO (BASE 30/4/19=100)



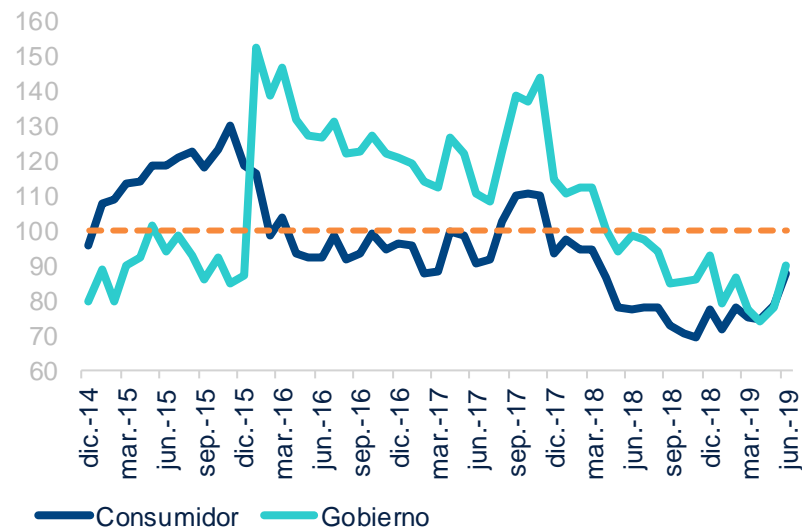
Fuente: HAVER, BCBA, BCRA y BBVA Research

Tanto el anuncio de la fórmula por el oficialismo como el que Cristina Fernández es candidata a VP, quitó stress al mercado, permitiendo un “veranito financiero” que favorece al oficialismo.

# Repunte de la confianza a medida que el peso se estabiliza

## CONFIANZAS

(BASE = PROMEDIO HISTÓRICO)

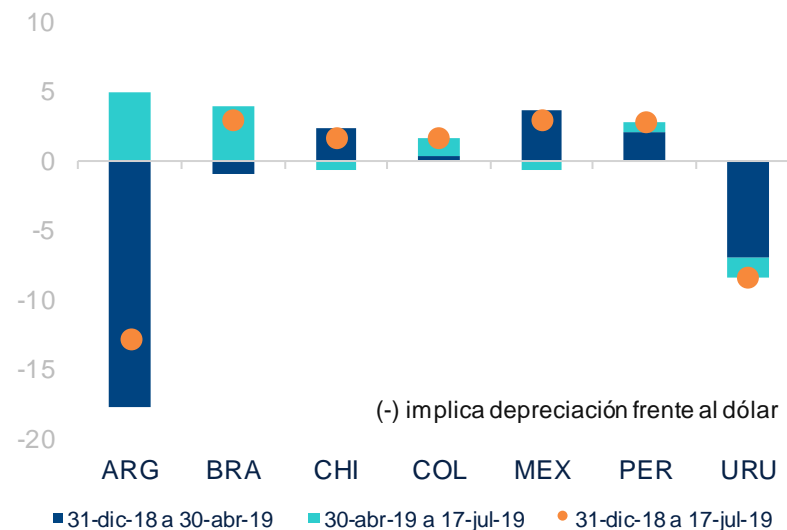


Fuente: UTDT y BBVA Research

En los últimos meses el repunte en la percepción de la economía y, aunque algo menor, en la situación personal dan impulso a la confianza del consumidor.

## TIPOS DE CAMBIOS REGIONALES

(BASE 30/4/19=100)



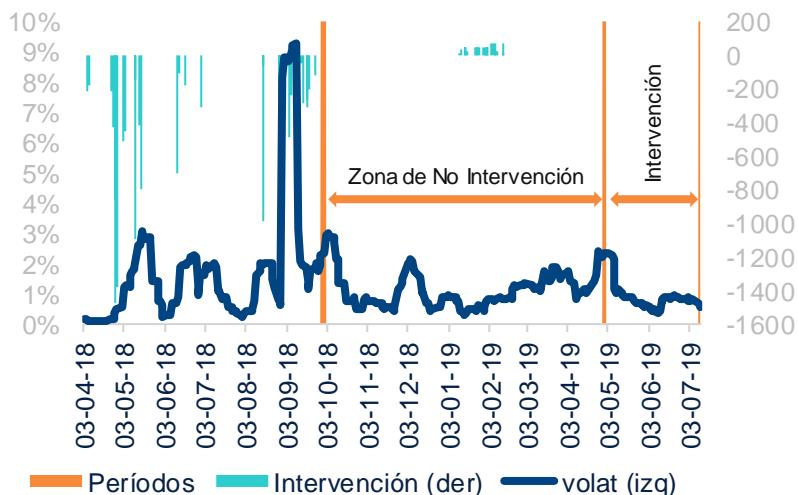
Fuente: HAVER y BBVA Research

Desde finales de abril las monedas de la región han recuperado parte de su valor frente al USD, Argentina lideró esta dinámica.

# Con la capacidad de intervención del BCRA llegó la *pax cambiaria*

## VOLATILIDAD CAMBIARIA E INTERVENCIÓN BCRA

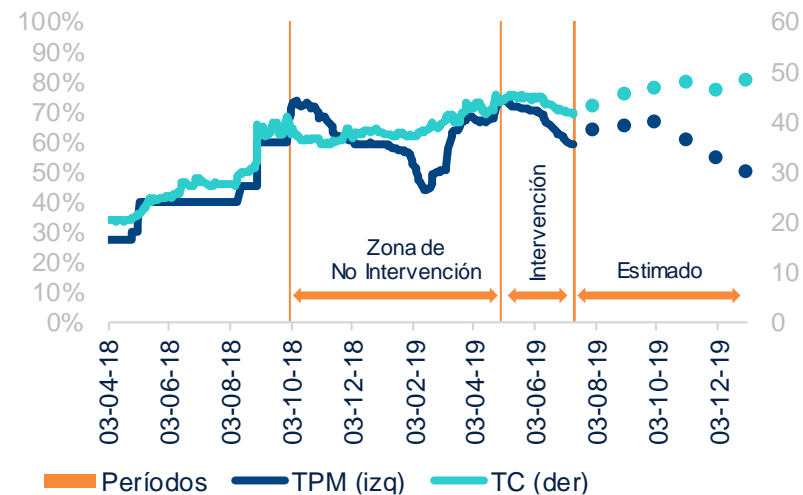
(DESVIO ESTANDAR % 10 DÍAS Y USD M)



Fuente: Indec, BCRA y BBVA Research

## TIPO DE CAMBIO DE REFERENCIA Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA

(ARS/USD Y %)



Fuente: Indec, BCRA y BBVA Research

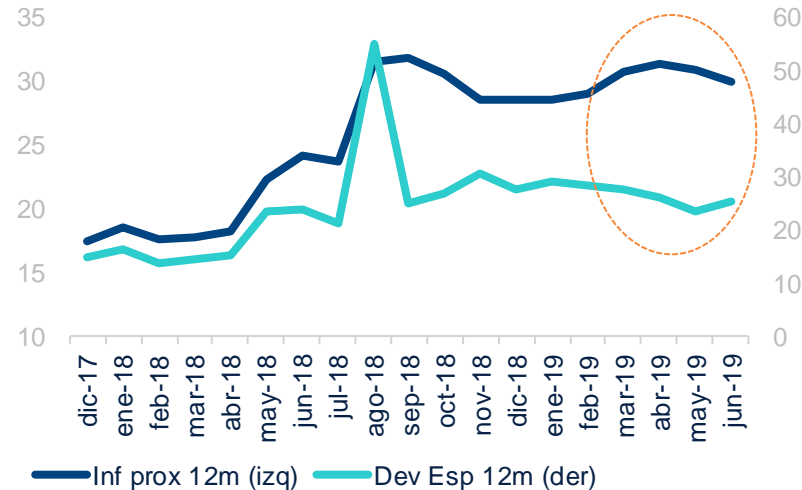
Luego del anuncio de la “mayor” capacidad de intervenir, la volatilidad cambiaria se redujo sin necesidad de que el BCRA intervenga en el mercado cambiario.

Esperamos un retorno de la volatilidad al ritmo del proceso electoral, pero el BCRA mantendrá el fuerte apretón monetario y utilizará sus herramientas cambiarias hasta que se disipe la incertidumbre política.



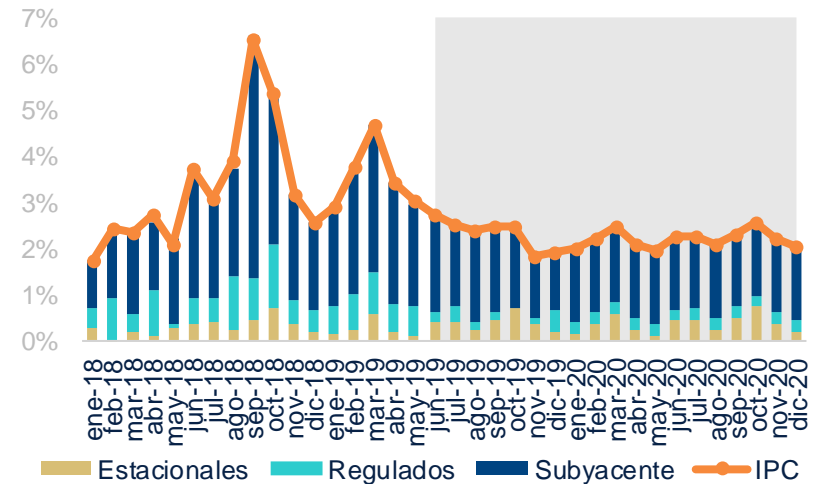
# Menor volatilidad cambiaria y sostenimiento de la PM contractiva reduce inflación y expectativas

## EXPECTATIVAS DE DEVALUACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (EN % VARIACIONES 12 MESES)



Fuente: REM BCRA y BBVA Research

## INFLACIÓN Y CONTRIBUCIONES POR COMPONENTES (EN % VARIACIONES 12 MESES)



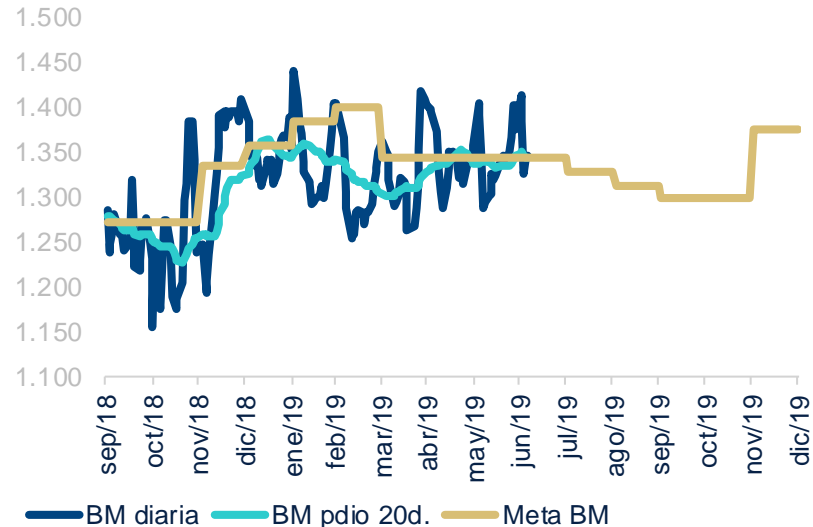
Fuente: INDEC y BBVA Research

La menores expectativas de depreciación contienen las expectativas de inflación. En el 1S19 la inflación acumuló 22%, pero está descendiendo desde hace 3 meses.

En vista de la continuidad de la política cambiaria y monetaria, mantenemos nuestra estimación de inflación en 40% para 2019 y 30% para 2020.

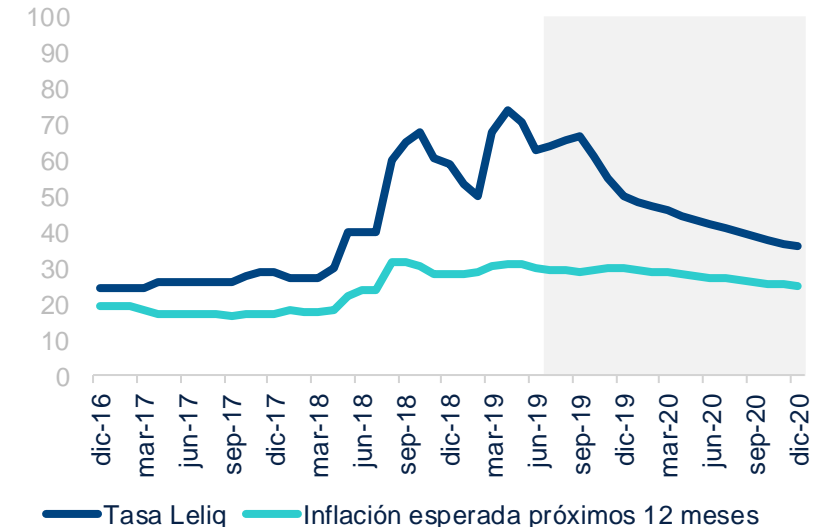
# Sostener la dureza monetaria es clave para seguir moderando la volatilidad

## BASE MONETARIA Y LELIQ (\$ MIL MILLONES)



Fuente: BCRA y BBVA Research

## TASA DE LELIQ E INFLACIÓN ESPERADA 12 MESES (%)



Fuente: BCRA y BBVA Research

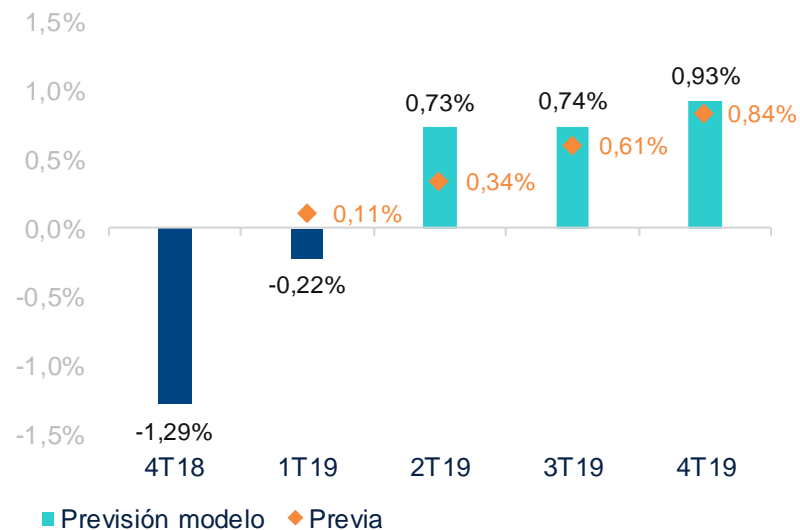
Se redujo en 3 pp la exigencia de plazo fijo en pesos (libera \$ 45 mM) y se compensará reduciendo la meta de Base Monetaria entre agosto y octubre para neutralizar el efecto.

Una vez despejada la incertidumbre política y con la recuperación de la demanda de dinero desde los mínimos actuales, las tasas de interés podrían descender como a inicios de 2019, pero aún serían positivas en relación a la inflación esperada.

# La actividad frenada por la restricción monetaria, a pesar del impulso del agro y la estabilidad cambiaria

## PIB REAL: PREVISIONES MODELO MICA

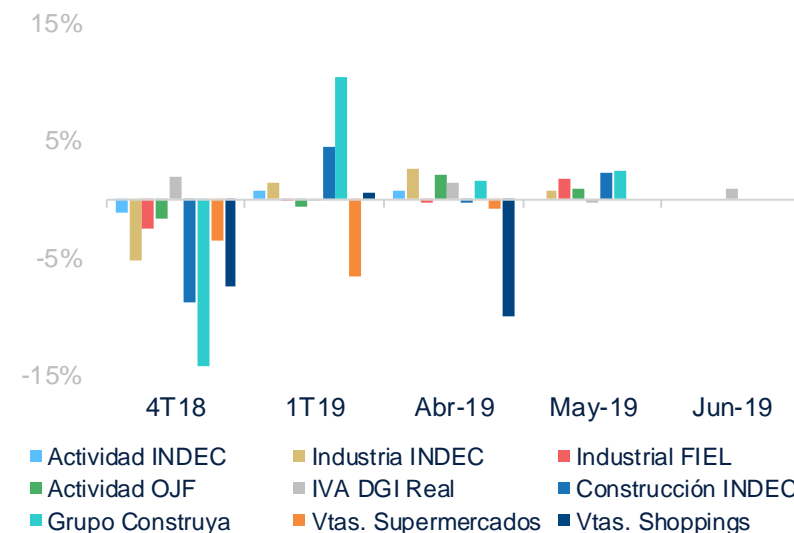
(VAR.% T/T DESESTACIONALIZADA)



Fuente: INDEC, IERIC, BCRA y BBVA Research

## INDICADORES DE ACTIVIDAD

(VAR. % DESESTACIONALIZADA T/T Y M/M PARA ABR-MAY-JUN)



Fuente: BBVA Research en base a INDEC, Min. Hacienda, FIEL, OJF y Grupo Construya

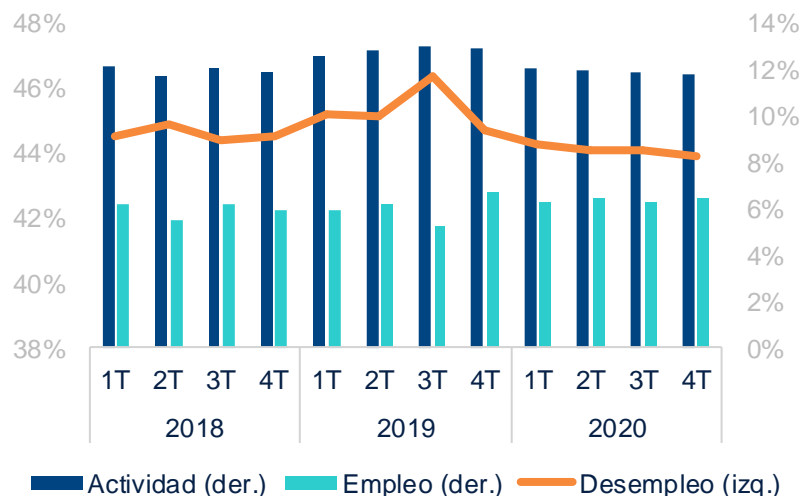
El crecimiento trimestral del 1T19 fue levemente negativo por las elevadas tasas de interés y la mayor incertidumbre cambiaria de marzo, pero estimamos un crecimiento de 0,8% t/t en el 2T19 impulsado por el agro, aunque el desempleo trepará gradualmente.

La actividad muestra una leve recuperación en 2019. Aunque el consumo continúa retraído, la mayoría de los indicadores creció en el primer cuatrimestre y aún siguen en terreno positivo, empujados por el agro y las obras en Vaca Muerta. La construcción retoma el alza.

# Como consecuencia, aumentó el desempleo y los salarios no logran recomponerse

## EVOLUCIÓN DE INDICADORES LABORALES

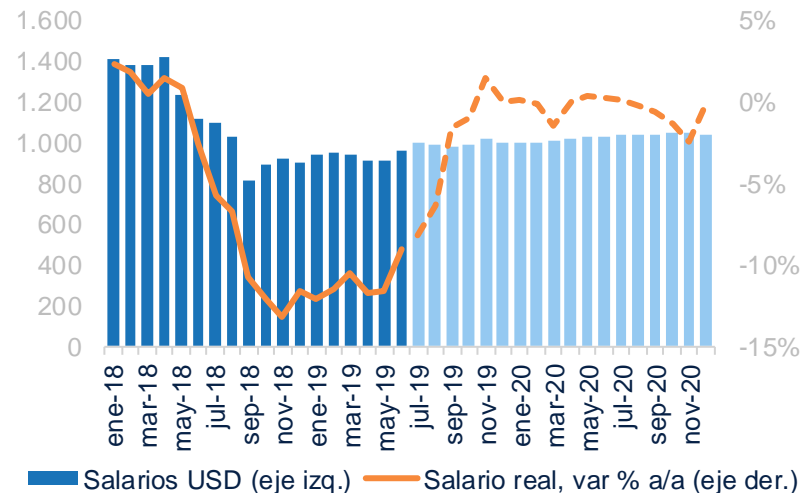
(%)



Fuente: BBVA Research en base a INDEC

## SALARIOS Y PODER ADQUISITIVO

(SALARIOS MEDIDOS EN USD; VARIACIÓN DE SALARIO REAL EN %)



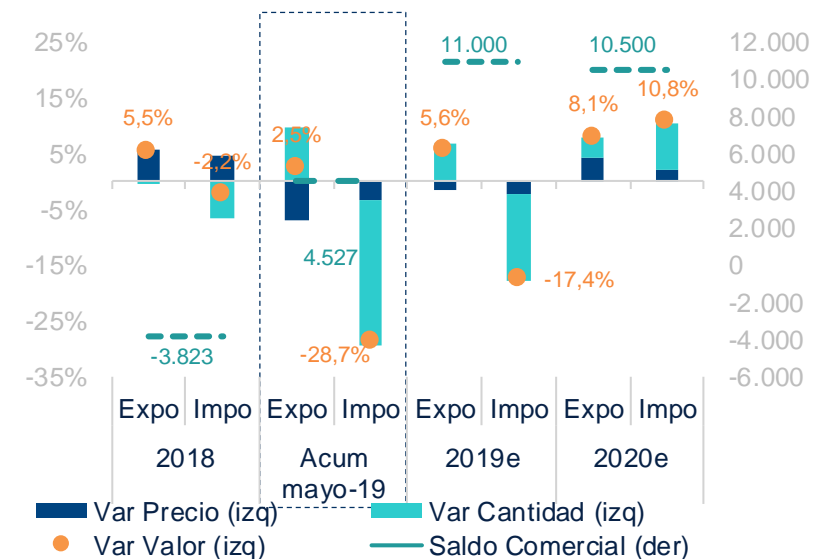
Fuente: BBVA Research en base a INDEC

Desde la profundización de la crisis en abril de 2018, se perdieron más de 220.000 puestos de trabajo registrados del sector privado. En contraste, el empleo público creció levemente en el mismo período (+19.000 puestos) mientras que el derrumbe del salario real actúa como contención.

La gran pérdida de salario real registrada en 2018 (-11,6% a/a fdp) dejó un fuerte arrastre negativo para 2019 que no permitirá su total recomposición. Sin embargo, la estabilidad cambiaria, la inflación en descenso y las paritarias ancladas al IPC amortiguan la caída.

# El ajuste del sector externo está impulsado por el resultado del intercambio de bienes y servicios

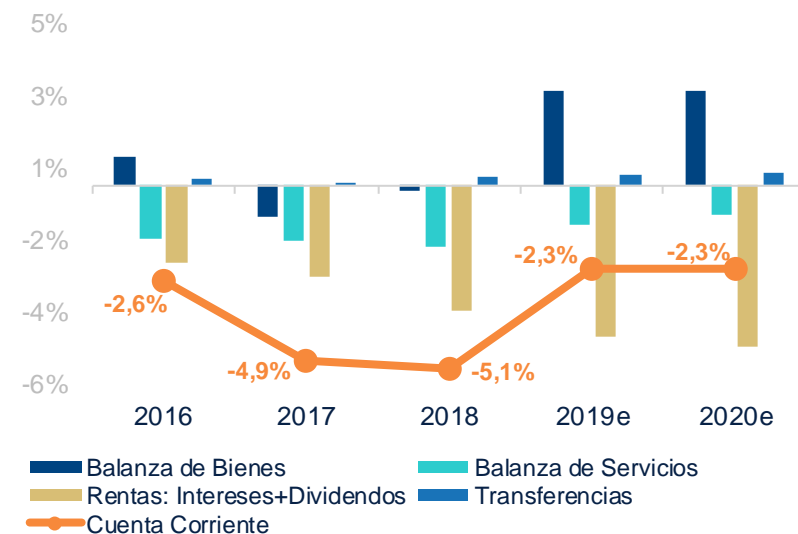
## BALANZA COMERCIAL: SALDO EN MILLONES DE DÓLARES Y VAR (%) PRECIO, CANTIDAD Y VALOR



Fuente: BBVA Research en base a INDEC

Fuerte ajuste de las importaciones en 2019 por devaluación y caída del PIB que junto con la recuperación de las exportaciones (agro) determinarán un superávit comercial de USD 11.0 mM. Para 2020 las importaciones recuperarán de la mano de la actividad pero las exportaciones también crecen y determinarán un saldo de USD 10.5mM

## CUENTA CORRIENTE Y SUS COMPONENTES (COMO % DEL PIB)



Fuente: BBVA Research en base a INDEC

Fuerte mejora de la cuenta corriente por la obtención de superávit comercial y el ajuste en la cuenta de Turismo. Tanto en 2019 como en 2020 el resultado en cuenta corriente alcanzará -2,3% y no será mayor la mejora porque aún pesa el pago de intereses conforme crece la deuda y también dividendos.

# Las Reservas Internacionales crecerían de manera acotada en 2019 por el mejor desempeño del sector privado

## BALANZA CAMBIARIA Y RESERVAS (MILL. USD)

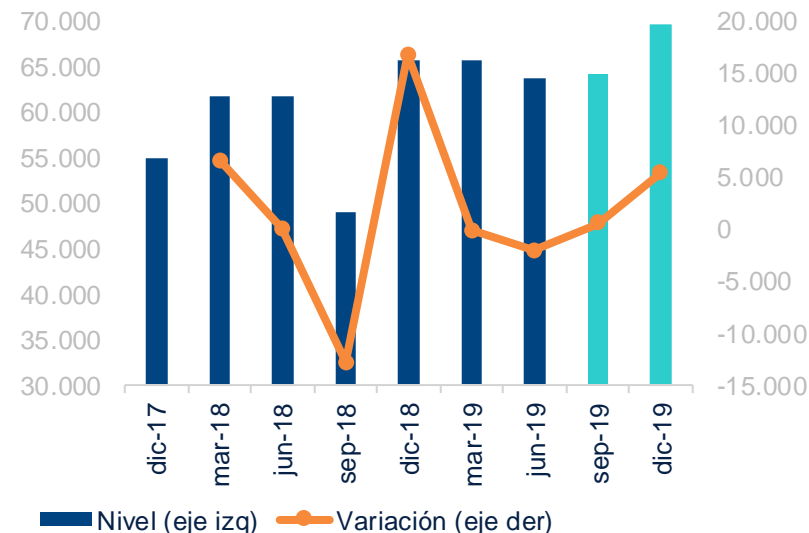
Cifras en millones de dólares	2018 Obs	Acumulado May-2019	Estimado Jun-Dic 2019	Estimado 2019
<b>SECTOR PRIVADO</b>	-44.865	-9.238	-8.757	-17.995
<b>Cuenta Corriente</b>	-4.450	4.855	5.435	10.290
Bza Comercial	8.323	9.063	10.173	19.236
Turismo y servicios Reales	-9.460	-2.675	-2.939	-5.614
Intereses y otras transferencias	-2.109	-899	-1.214	-2.112
Dividendos	-1.204	-635	-585	-1.220
<b>Cuenta Capital</b>	-40.415	-14.093	-14.192	-28.285
Inversión directa	2.424	1.539	1.493	3.032
Inversión en Cartera	-6.184	-1.291	-2.748	-4.039
Préstamos y líneas de crédito	-456	-1.036	-1.899	-2.935
Dolarización de carteras	-27.230	-9.532	-9.162	-18.695
Compra/Venta de Títulos, PGC y otros	-8.969	-3.773	-1.876	-5.649
<b>SECTOR PÚBLICO</b>	46.816	2.518	7.430	9.949
<b>Cuenta corriente (intereses)</b>	-6.879	-3.662	-5.816	-9.477
<b>Cuenta Capital</b>	53.696	6.180	13.246	19.426
Otros movimientos netos	2.661	2.942	2.746	5.688
<b>Concepto no informado por el cliente neto*</b>	6.761	2.804	3.503	6.307
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	-11.329	1.193	-381	813
<b>CUENTA CAPITAL</b>	15.942	-4.971	1.800	-3.171
<b>Variación de Reservas</b>	10.751	-902	4.851	3.949
<b>Reservas Internacionales</b>	65.806	64.903	69.754	69.754

↑ 14.759

↑ 14.000

↓ -36.868

## RESERVAS INTERNACIONALES NIVEL Y VAR. (MILL. USD)



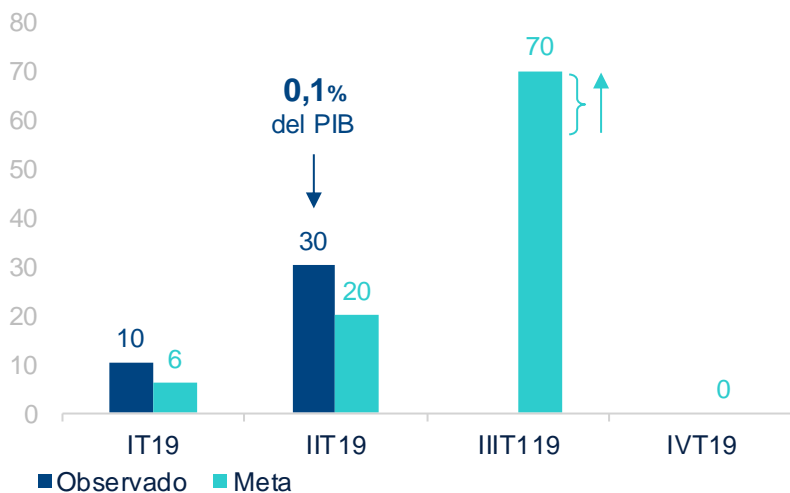
Fuente: BCRA y BBVA Research

(\*) Concepto que no se tiene en cuenta para determinar la cuenta capital pero sí para la variación de Reservas.

Sólo por el ajuste externo (balance de bienes y servicios) se generarían unos USD 14.7 mM más que en 2018 en la **cuenta corriente**, mientras que por el lado de la **cuenta capital** la menor dolarización de portafolios y menor salida de inversión de corto plazo representan otros USD14.0 mM más que el año pasado. Sin embargo, en 2019 el Sector Público tendrá menos ingresos (préstamos) que en 2018 pero también mayores pagos de intereses precisamente por el aumento de la deuda.

# El FMI completó la 4ta revisión del Stand-by luego del cumplimiento de la meta fiscal IIT19 y habilita próximo desembolso por USD 5,4 mM

## RESULTADO FISCAL PRIMARIO ACUMULADO, OBSERVADO VS META (\$ MIL MILLONES)



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

## AFECTACIÓN DESEMBOLSOS FMI EN IS19 (USD MIL MILLONES)

	Pesos	Dólares	Total
<b>FMI desembolsos (1)</b>	<b>0</b>	<b>18.400</b>	<b>18.400</b>
<b>Venta de divisas</b>	<b>4.500</b>	<b>-4.500</b>	<b>0</b>
Ventas al BC	1.500	-1.500	0
Subastas	3.000	-3.000	0
<b>Saldos después de vtas</b>	<b>4.500</b>	<b>13.900</b>	<b>18.400</b>
<b>USOS</b>	<b>4.424</b>	<b>12.658</b>	<b>17.082</b>
<b>Intereses</b>	<b>1.900</b>	<b>4.923</b>	<b>6.823</b>
Privados e IFIS	1.900	4.923	6.823
<b>Capital</b>	<b>2.524</b>	<b>7.735</b>	<b>10.259</b>
IFIS (netos)	0	1.502	1.502
Privados	2.524	6.233	8.757
<b>FONDOS DISPONIBLES</b>	<b>76</b>	<b>1.242</b>	<b>1.318</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

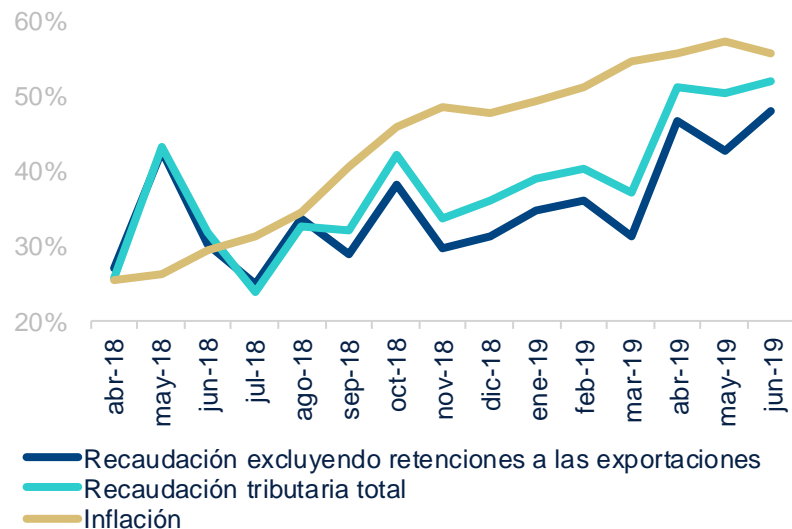
El déficit de junio cayó 88,4% a/a si bien incluye ingresos por \$ 44,6 mM (ventas de activos fijos de empresas públicas) con lo cual se logró sobrecumplir la meta del IIT19. Se elevó la meta del IIIT19 acumulada de \$ 60 a \$ 70 mM.

El FMI afirmó que los mercados se estabilizaron, la posición fiscal y externa está mejorando, la política monetaria es prudente y hay una recuperación lenta de la actividad económica, pero considera que la inflación aún es elevada.

# Pese al buen desempeño de 2019, la meta fiscal de 2020 requerirá aumentar impuestos o ajustar más aún el gasto

## RECAUDACIÓN TRIBUTARIA E INFLACIÓN

(VAR. % A/A)



Fuente: Ministerio de Hacienda, Indec y BBVA Research

La recaudación tributaria creció 52% en junio pero aún por debajo de la inflación. El aumento en las retenciones a las exportaciones, si bien tiene efecto positivo, probablemente no logrará neutralizar la debilidad de otros impuestos este año.

## METAS FISCALES ANUALES

(% PIB)

	Ingresos totales	Gasto primario	Resultado primario
2016	19,8	24,0	-4,2
2017	18,8	22,6	-3,8
2018	17,8	20,1	-2,3
Jun-19 últ. 12 m.	18,5	19,7	-1,2
<b>Meta 2019</b>			<b>-0,5</b>
<b>Meta 2020</b>			<b>1,0</b>
<b>Var. en pp</b>			
Var.2018-2016	-1,0	-1,4	0,4
Var.2018-2017	-1,0	-2,4	1,5
Var.2019-2018			0,7
Var.2020-2019			<b>1,5</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda, INDEC y BBVA Research

El objetivo de alcanzar la meta de resultado primario con ajustadores de -0,5% del PIB exigirá mayor ajuste del gasto primario en 2019. Luce más complicado lograr una nueva reducción del resultado primario equivalente a 1,5pp del PIB en 2020.



# El acuerdo UE – Mercosur: una oportunidad para potenciar el comercio



Los bloques alcanzaron finalmente un acuerdo político para luego concretar el tratado de libre comercio que abarcará a 780 millones de habitantes. El tratado aún debe ser ratificado por los parlamentos de los países que conforman ambos bloques, lo cual demandará un tiempo.



El acuerdo tiene un gran potencial de creación de comercio e inserción internacional de los países del Mercosur, especialmente de Argentina y Brasil, sus dos economías más grandes y cerradas, y propiciará un mayor intercambio intra-Mercosur estimulando la reducción de las barreras no arancelarias existentes y la realización de reformas para aumentar la productividad.



La UE liberalizará casi el 100% del comercio de bienes industriales y el 81,7% de los productos agrícolas (el 17,7% tendrá cuotas, y se excluyen 100 productos agrícolas).



El Mercosur, por su parte, liberalizará el 90% de los productos industriales de forma progresiva (promedio de 10 años), incluyendo automóviles (arancel del 35%), piezas de automóviles (14-18%), maquinaria (14-20%), productos químicos (hasta el 18%) y productos farmacéuticos (hasta el 14%).



Los países del Mercosur establecerán garantías jurídicas que protejan de la imitación a 357 productos alimenticios y bebidas europeos de alta calidad reconocidos como Indicaciones Geográficas (IG).



Según estimaciones del Banco Mundial, el acuerdo podría incrementar las exportaciones de Argentina a la UE en un 80% hacia el 2030.



Más allá del comercio, el acuerdo reforzará el diálogo político y aumentará la cooperación en ámbitos como la migración, la economía digital, la investigación y la educación, los derechos humanos, la protección del medio ambiente, etc.

## Previsiones macroeconómicas anuales

	2017	2018	2019 (e)	2020 (e)
PBI (% a/a)	2,7	-2,5	-1,2	2,5
Inflación IPC Nacional (% a/a, fdp)	24,8	47,6	40,0	30,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	17,7	37,9	48,0	60,0
Tasa de política monetaria (% fdp)	28,8	59,3	50,0	36,0
Consumo Privado (% a/a)	4,0	-2,4	-6,3	2,2
Consumo Público (% a/a)	2,7	-3,3	-0,1	-1,1
Inversión (% a/a)	12,2	-5,7	-13,8	5,0
Resultado Fiscal total (% PIB)	-5,9	-5,0	-3,8	-2,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-4,9	-5,1	-2,3	-2,3

(e) Estimación.

Fuente: BCRA, Indec, Haver y BBVA Research

# Situación Argentina

3T19

18 de Julio de 2019