

Situación Argentina 3T19

# Menores tensiones financieras auguran un mejor segundo semestre

Marcos Dal Bianco / María Celeste González / Adriana Haring / Mario Iparraguirre / Juan Manuel Manías  
18 julio 2019

El **proceso electoral** comienza a definirse. Ya se conocen los candidatos de cada una de las alianzas políticas que pujarán por la presidencia en octubre próximo. La desaparición de Alternativa Federal ha producido una fuerte polarización en las preferencias del electorado, dejando sólo al oficialismo, que va por la reelección, y al espacio de la ex Presidente Cristina Fernández de Kirchner, que eligió competir por la Vicepresidencia, con reales aspiraciones de triunfo. Los mercados tomaron bien los anuncios por el carácter de moderación que revisten.

Las **tensiones cambiarias** de fines de abril, sumado al mal dato de inflación de marzo publicado a mediados de ese mes, llevó a que el BCRA consensuara con el FMI la posibilidad de intervenir aún dentro de la (ahora) zona de referencia cambiaria. El anuncio de la medida redujo de manera considerable la volatilidad en el tipo de cambio ayudando a contener las expectativas de inflación. Además reforzó el perfil contractivo de la política monetaria ya que no se volverán a inyectar los pesos obtenidos de las ventas de dólares sino que se corregirá a la baja el objetivo de base monetaria. Con esto, aumentó la oferta de divisas de exportadores y se moderó la demanda. A fin de año esperamos un tipo de cambio en \$ 48 por dólar, lo cual implica una suba del 25% en el año, tras registrar más volatilidad hasta noviembre al ritmo del proceso electoral. En cualquier caso, para contener las expectativas de depreciación y su traspaso a precios, el BCRA mantendrá las **tasas de interés** reales elevadas para dar estímulo a la demanda de pesos, y utilizará su alto “poder de fuego” de herramientas cambiarias (futuros y spot).

Junto a las nuevas medidas cambiarias y monetarias, el gobierno anunció la suspensión de los **ajustes en tarifas** con el fin de quitar soporte al proceso inflacionario. Estas medidas están teniendo éxito, y en junio se registró la tercera baja mensual consecutiva desde el pico de marzo. En la segunda parte de 2019 la contracción monetaria será más efectiva y, junto a la calma cambiaria, llevará a la inflación a un sendero de 2,3% mensual para acumular en el año 40%. En 2020 la inflación continuará descendiendo a un ritmo moderado para alcanzar 30%.

El fuerte arrastre estadístico negativo de 2018 (-2.3 pp) llevarán a la **actividad** a contraerse un 1,2% en 2019 pese a que el sendero trimestral del PIB será de recuperación desde el 2T19. En términos desestacionalizados, los 3 últimos trimestres del año mostrarán un crecimiento promedio de 0,8% trimestral a medida que se materialicen los efectos de la campaña agrícola en el 2T19 y 3T19, y se incorporen a los ingresos las negociaciones salariales y ajustes de jubilaciones que darán aire al consumo, que compensarán parcialmente el impacto contractivo de la alta tasa de interés sobre la demanda privada. Para 2020 la economía ya habrá procesado las tensiones por la incertidumbre electoral y crecerá 2,5% de la mano de la recuperación de la demanda interna privada.

Desde la profundización de la crisis en el 2T18, se perdieron más de 220.000 **puestos de trabajo registrados del sector privado**, básicamente de la industria, el comercio y la construcción. En contraste, el empleo público creció levemente. Esta destrucción de empleo se da en simultáneo con derrumbe del salario real, lo cual actúa como efecto contención. La recuperación de la actividad motivará una mayor búsqueda laboral, incrementando así la tasa de actividad pero también la de desempleo, pues la reabsorción de desocupados se irá dando lentamente. La tasa de desocupación en 2019 llegará a 10.3%, con un pico de 11% en los próximos meses pero con notable disminución hacia fin de año. La gran **pérdida de salario real** registrada en 2018 (-11.6% a/a a fin de 2018) 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 amortiguarán la caída.

El **sector externo** profundiza el ajuste. En lo que va de 2019 el superávit comercial acumula USD 4,5 mM y esperamos que llegue a **USD 11 mM** al cierre del año y a **USD 10,5 mM** en 2020. Este ajuste se da principalmente por una fuerte contracción de las importaciones que cerrarán el año 17,5% debajo de las de 2018 y, en menor medida, por un pequeño crecimiento de las exportaciones de 5,6% a/a. La caída de la actividad económica y la depreciación del peso son los determinantes de la fuerte contracción de las importaciones este año pero en el 1T20 ya habrán tocado piso y comenzarán a recuperarse de la mano del crecimiento del PIB para cerrar 2020 con un crecimiento cercano al 10% a/a. Por su parte, las exportaciones se recuperan en 2019 por la cosecha agrícola récord, aunque la dinámica de sus precios no está permitiendo un crecimiento más fuerte de su valor. En 2020 esperamos un aumento de las exportaciones de 10% impulsado tanto por precios como por cantidades.

Además del importante superávit comercial de bienes, también contará el ajuste en los servicios reales, dominado por la fuerte reducción de 48% del déficit de turismo en todo 2019, similar al ajuste que se dio en el 1T19 (-49,8% a/a). Ambos efectos permitirán que la cuenta corriente cierre este año con un déficit de 2,3% del PIB desde el 5,1% del PIB registrado en 2018. Para 2020 prevemos que se mantenga el déficit externo en 2,3% del PIB.

En cuanto al **panorama fiscal**, se cumplió con la meta del 2T19 con un superávit primario de \$30,2 mM (0,1% del PIB) sobrecumpliendo el target de \$ 20 mM pactado con el FMI. Si bien se registraron ingresos extraordinarios por venta de activos de empresas públicas en junio, lo cual compensó el aumento de gastos estacional por el pago de aguinaldos, los ingresos tributarios exclusivamente aumentaron 43% en el primer semestre del año frente a un aumento del gasto primario del 33,8% en ese período. El déficit financiero luego del pago de intereses fue de 1,3% del PIB, una leve mejora con respecto al primer semestre del 2018 aun cuando los intereses aumentaron 118% por el aumento del endeudamiento y la devaluación del último año. Para la meta del total del año, el resultado primario no puede superar un déficit de -0.5 % del PIB (considerando los ajustadores del gasto de capital y gasto social) lo cual es factible de alcanzar en el escenario actual. Pero la meta de superávit primario de 1% del PIB para 2020 luce más difícil. Hay un limitado margen para que sigan aumentando los ingresos por la alta presión tributaria y el modesto desempeño esperado de la actividad económica sumado a que el espacio para reducir el gasto es ahora más acotado. Ya se ha hecho un ajuste importante sobre los precios relativos de la energía y el transporte y se ha recortado el gasto de capital, y cualquier reducción adicional del gasto seguramente necesitará de reformas más profundas en la estructura del gasto público.

El cumplimiento de la meta fiscal liberó el desembolso de USD 5,4 mM de acuerdo al cronograma. 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, aunque cree que la inflación aún es elevada. En cuanto a necesidades financieras, el gobierno pasó el test de renovar Letras del Tesoro en dólares con vencimiento a fecha posterior a las elecciones pero a una tasa más alta, y también ha continuado con el calendario de colocaciones en pesos a corto plazo, cuyo stock prácticamente se ha duplicado durante el primer semestre del año.

Las perspectivas generales de la economía argentina para 2020 en adelante no están exentas de riesgos, pero despejado ya el panorama electoral y asumiendo la continuación de las actuales políticas económicas en el marco del acuerdo con el FMI, lucen más promisorias. La actividad se recuperará de la mano de la demanda interna privada y de las exportaciones, con tasas de interés que irán bajando paulatinamente de la mano del descenso de la inflación y de la menor percepción de riesgo, y el crecimiento se estabilizará en torno al potencial de 2,5% anual. Lograr que la economía crezca por encima de ese potencial requiere la realización de reformas estructurales e institucionales en varios frentes, que permitan liberar plenamente las capacidades productivas del país.

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

