

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

4T18

Octubre 2018

Creando Oportunidades

Mensajes clave



- Se mantiene el entorno global positivo, aunque el crecimiento se está moderando por el peor desempeño de las economías emergentes. El impacto del proteccionismo es de momento limitado
- En agosto, una nueva ronda de salida de capitales y depreciación del peso argentino llevaron a un nuevo ajuste fiscal, la revisión del acuerdo con el FMI y el abandono del régimen de metas de inflación, lo que supone el fin del plan de los primeros 2 años del Presidente Macri
- El nuevo esquema monetario-cambiario que busca controlar al dólar aspirando toda la liquidez excedente consiste en mantener la base monetaria nominal constante hasta jun-2019 e instaurar una amplia zona de flotación cambiaria, con intervención acotada del BCRA fuera de esa banda
- En 2019 el gobierno alcanzará el equilibrio fiscal primario con un nuevo impuesto a las exportaciones y el programa con el FMI garantiza que se podrá afrontar el programa financiero con roll-over limitado
- La crisis cambiaria y el nuevo apretón monetario y fiscal nos llevan a revisar a la baja la previsión de crecimiento del PIB en 2018 y 2019, y al alza las estimaciones de inflación. En el plano externo, la fuerte depreciación real del peso y recesión generará un brusco cierre del déficit de cuenta corriente

Índice

01 Entorno global aún positivo

02 Argentina: Barajar y dar de nuevo



01

Entorno Global aún positivo

Continúa la inercia global positiva, aunque se intensifican los riesgos



Crecimiento global robusto, aunque más moderado y menos sincronizado

La fortaleza de la economía estadounidense contrasta con la moderación en China y en Europa



Política monetaria divergente entre EE.UU. y Europa a partir de 2019

La Fed finaliza el ciclo de subas, mientras que el BCE lo inicia y prepara la retirada de liquidez



Mayores tensiones financieras en los mercados emergentes

Con evidente diferenciación entre países, los más vulnerables financieramente afrontarán ajustes bruscos en sus economías



Intensificación de la guerra comercial entre EE.UU. y China

Impacto aún limitado, pero podría aumentar si se toman nuevas medidas. El conflicto entre el país norteamericano y el resto de áreas disminuye, por el momento



Los riesgos globales se intensifican

Al proteccionismo y a la normalización de la Fed se une el aumento de las tensiones en los países emergentes, y la mayor incertidumbre en Europa

Moderación del crecimiento mundial

Crecimiento del PIB mundial

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

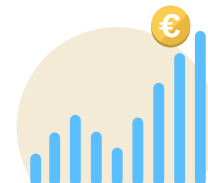


- Ligera moderación del crecimiento global hacia **tasas ligeramente por debajo del 1% t/t en 2S18**
- Los datos de actividad son sólidos pero han perdido impulso, ya que el aumento del proteccionismo pesa sobre la confianza, el comercio y la inversión
- Más allá de la volatilidad, el **comercio mundial ha mejorado y se estabiliza** tras la desaceleración de principios de año

La política monetaria sigue normalizándose y será divergente entre la Fed y el BCE a partir de 2019



Balance

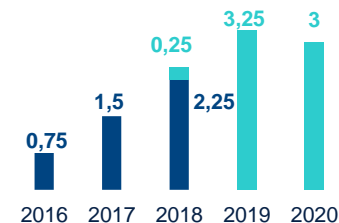


Tasas de interés



Continúa la reducción del balance (450mM de dólares en 2018)

Más subas de tasas en 2019, pero se finaliza el ciclo (tasa interés natural)

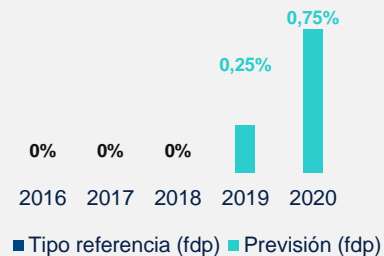


Fin del QE (diciembre de 2018)

Reinversión total al menos hasta diciembre de 2020

Repago de TLTROs a partir de junio de 2020

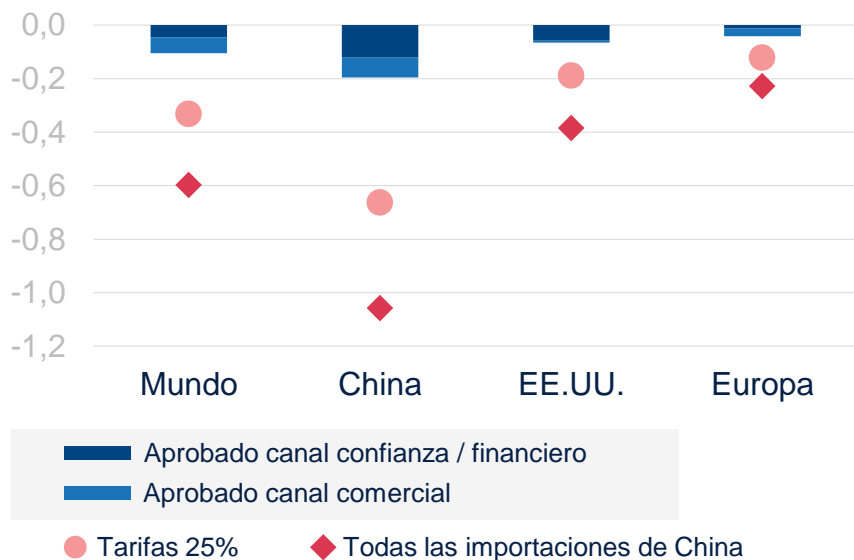
Expectativas ancladas de tasas bajas por un período prolongado. **No se esperan subas hasta septiembre de 2019**



EE.UU. y China han anunciado mayores aranceles, aunque el efecto estimado en el PIB mundial sería limitado

Efecto en el crecimiento del PIB de subas de aranceles de EE.UU. y de la respuesta de otros países (2018-20, pp)

(2018-20, pp)



Suba aranceles aprobada: EE.UU. (25% a acero, 10% a aluminio, 25% a importaciones chinas por valor de 50.000 millones de dólares y 10% por valor de 200.000 millones); China (25% a importaciones de EE.UU. por valor de 50.000 millones de dólares y 10% a 60.000 millones).

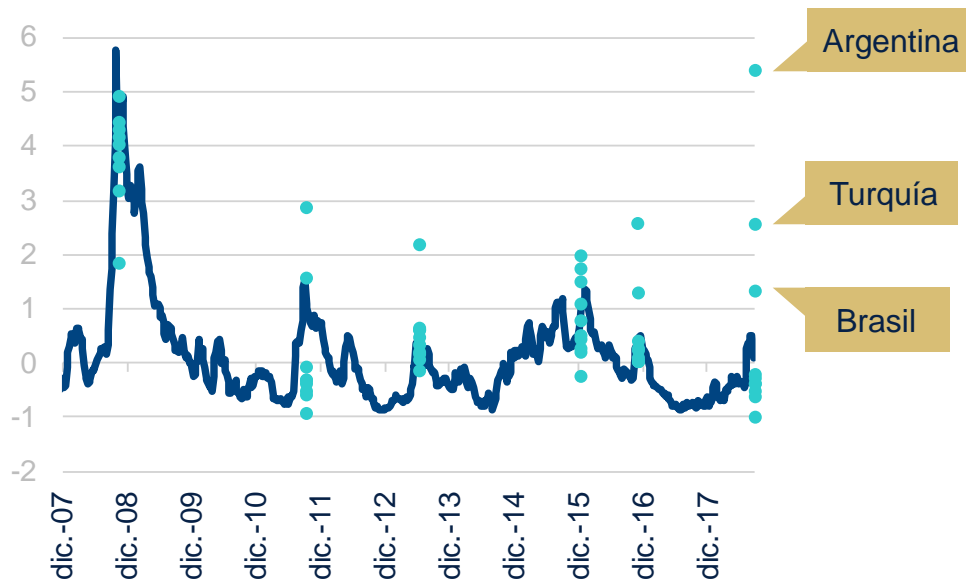
Fuente: BBVA Research

- El **impacto** sobre el crecimiento de las medidas aprobadas hasta ahora a través **del canal comercial podría ser limitado**, pero **los efectos indirectos serían considerables**, especialmente para China y las economías emergentes
- La **firma del USMCA**, a falta de su aprobación, reduce la incertidumbre con México y Canadá
- En **Europa**, el aumento de **aranceles a los automóviles se encuentra de momento congelado**, aunque volverá a negociarse a partir de noviembre

Las tensiones financieras repuntan en los mercados emergentes, pero de forma menos sincronizada que en episodios anteriores

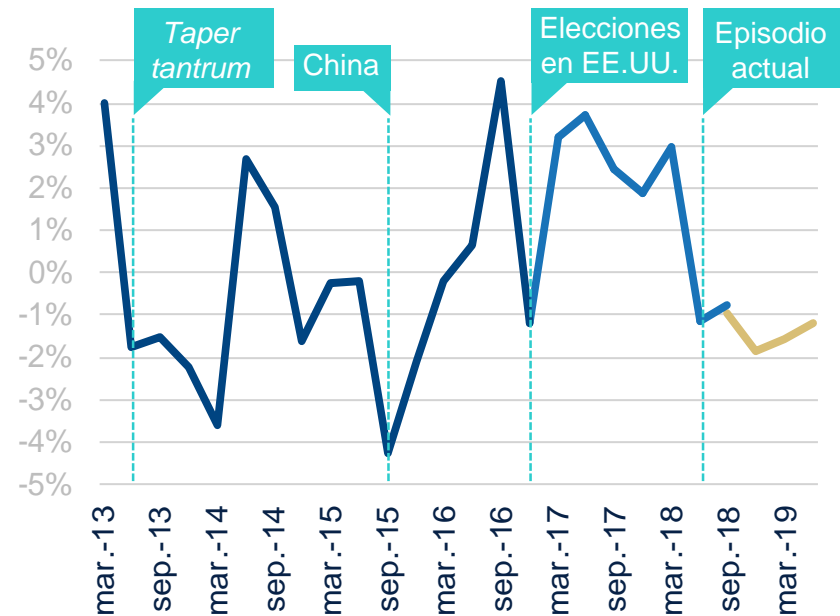
Índice BBVA de tensiones financieras para economías emergentes

(Índice normalizado)



Flujos de cartera a economías emergentes

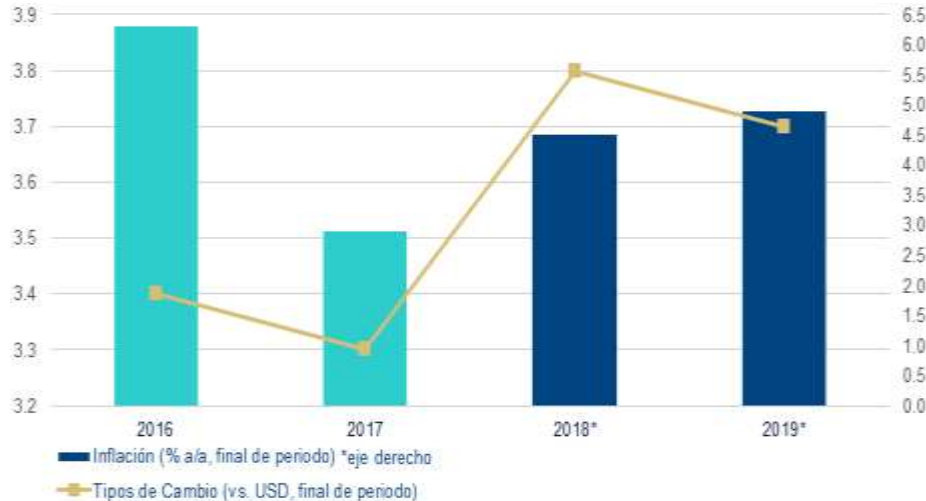
(% sobre total activos, datos mensuales)



Brasil: recuperación gradual del crecimiento

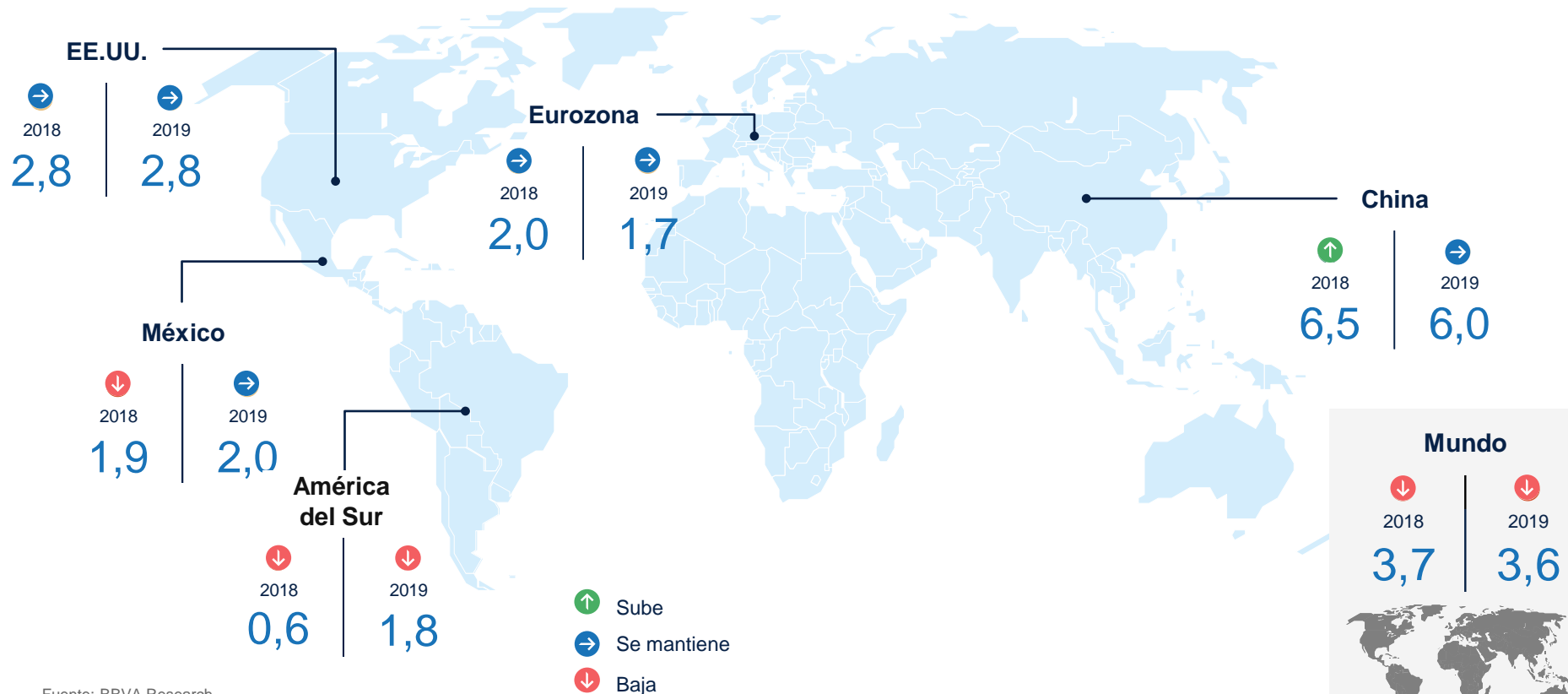
Brasil: Inflación y tipo de cambio

(% y reales por dólar, fin de periodo)



- La economía seguirá recuperándose lentamente. Tras crecer 1,2% en 2018, el PIB aumentaría 2,4% en 2019 y alrededor de 2% en los siguientes años.
- Si bien una reforma ambiciosa de la seguridad social es improbable, el próximo presidente deberá tomar medidas para reducir la vulnerabilidad fiscal.
- El mayor dinamismo de la demanda presionará la inflación al alza. El banco central tendrá que subir las tasas de interés SELIC de 6,5% a 10% a lo largo de 2019.
- El entorno político seguiría polarizado tras las elecciones, pero los mercados dejarían escaso margen para la adopción de políticas poco pragmáticas

La revisión a la baja del crecimiento en las economías emergentes explica la moderación esperada del crecimiento global en 2019



Perspectivas heterogéneas para las materias primas de la mano de factores de oferta: Petróleo al alza; cobre y soja ajustan a la baja

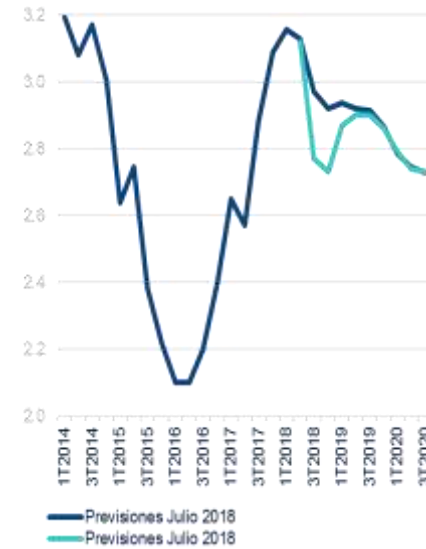
Petróleo Brent (USD/b)



Soja (USD/tm)



Cobre (USD/lb)



Fuente: BBVA Research

Precio del petróleo revisado al alza por factores geopolíticos (Irán y Venezuela). Empezarán a flexionar a la baja a medida que se recupera la capacidad de exportación en EEUU y se establece la demanda

Precio del cobre revisado a la baja ante el menor interés de inversores financieros. Fuerte corrección del precio de la soja por la buena cosecha en EEUU. Cobre y Soja afectados negativamente también por el aumento de las tensiones comerciales entre EEUU y China



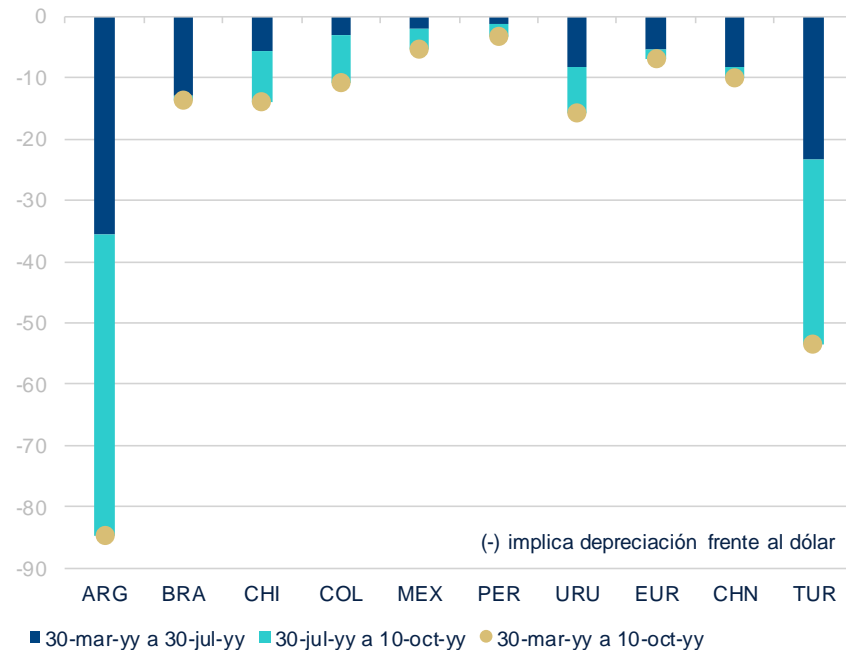
02

Argentina: Barajar y dar de nuevo

Nueva ronda de salida de capitales precipitó otro giro de la política monetaria y fiscal, y la revisión del acuerdo con el FMI

Tipos de cambio versus el dólar de EE.UU.

((var. % acumulada))



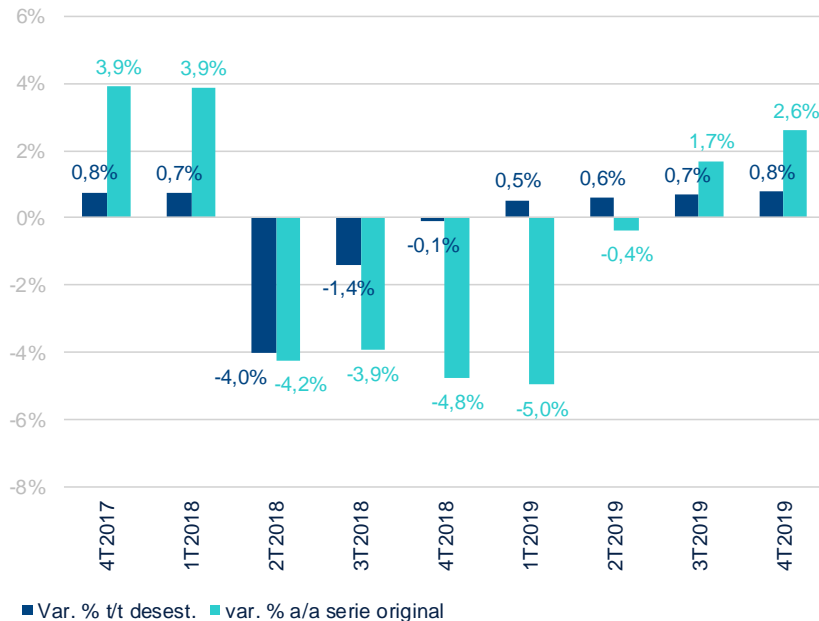
Fuente: Haver y BBVA Research.

- El acuerdo de junio con el FMI no logró recuperar la confianza y se desató en agosto una nueva ronda de salida de capitales y depreciación fuerte del peso
- Para revertirla se lanzó un ajuste fiscal adicional que busca superávit fiscal primario en 2019 y se negoció una ampliación del acuerdo con el FMI y el adelantamiento de fondos
- Además, el nuevo Presidente del BCRA abandonó el régimen de metas de inflación e instauró un nuevo esquema de agregados monetarios muy restrictivo y una “banda de flotación” para el peso

El PIB caerá 2,4% en 2018, por la sequía y la crisis cambiaria, y 0,3% en 2019 por el arrastre negativo

PIB trimestral

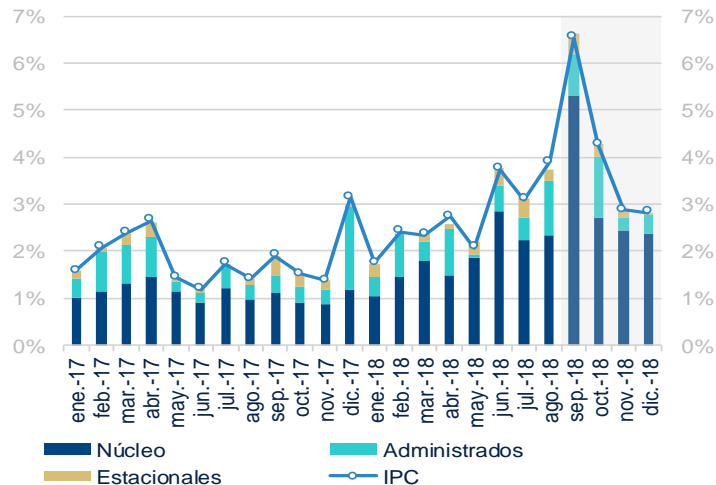
(variación % t/t desestacionalizada y variación a/a serie original)



- El PIB cayó muy fuerte en el 2T18 por la grave sequía y la crisis cambiaria
- La continuación de la crisis en el 3T18, junto a la aceleración de la inflación, la caída de los ingresos reales, y el ajuste fiscal y monetario adicional, seguirán contrayendo la demanda interna y **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 sustitutos de importaciones, y la parcial recuperación de los ingresos reales
- Sin embargo, el ritmo de crecimiento será débil y **por el arrastre de 2018, la economía caerá en promedio 0,3% en 2019**

Fuerte aceleración de la inflación en 2018 por la depreciación del peso

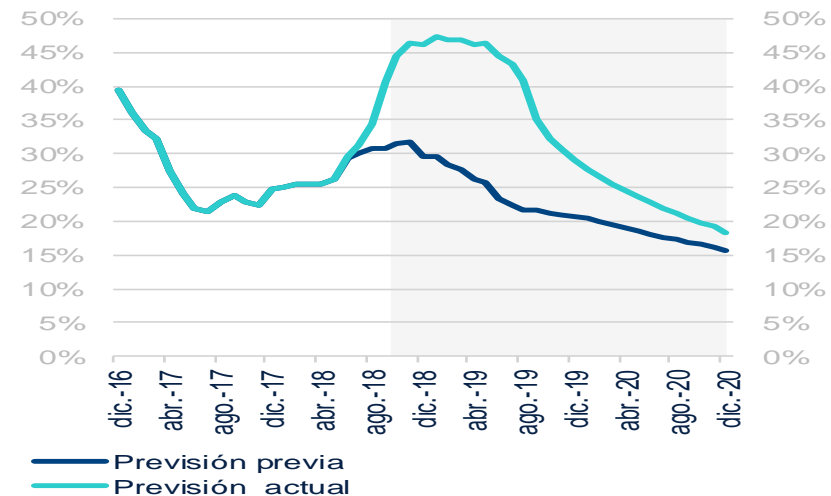
IPC Nacional: Contribuciones a la inflación (variación % m/m)



Fuente: Indec, BCRA y BBVA Research.

La inflación aceleró todo el año hasta el pico de septiembre (6,5% m/m, 40% a/a) y recién estará debajo de 3% m/m en diciembre. Se pasó de una inflación promedio mensual en 2017 de 1,9%, a una de 2,5% en el 1S18 y a una esperada de 3,9% m/m en el 2S18.

Inflación nacional: Previsión previa y actual (variación % a/a)



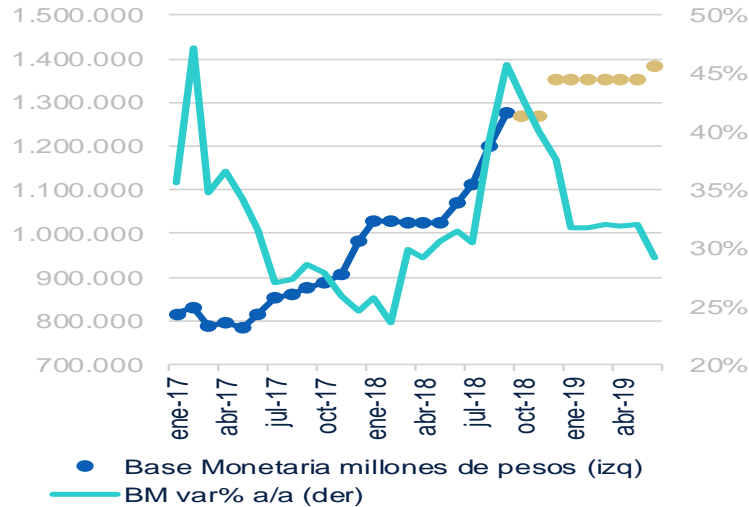
La fuerte depreciación hará que la inflación cierre 2018 en 46%, bien por encima del 29,6% que preveíamos en el informe previo.

La política monetaria restrictiva del BCRA permitirá reducir la inflación hasta 29% en dic-19, con inflación mensual promedio de 2,3% en el 1S19 y de 2% en el 2S19

El manejo de agregados reemplaza el corto experimento de las metas de inflación en Argentina

Evolución de la base monetaria

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

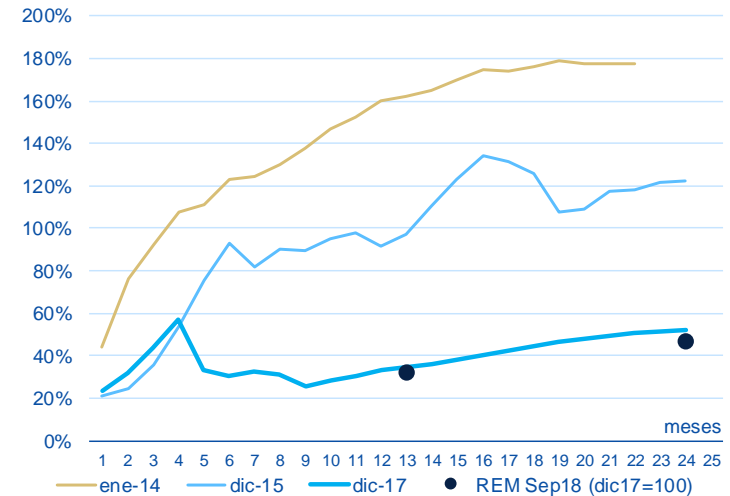


Fuente: BCRA y BBVA Research.

Proyección pass-through BBVA y REM

(inflación acumulada/depreciación acumulada)

Base= mes de la devaluación



Fuente: BCRA, INDEC y BBVA Research.

El nuevo Presidente del BCRA reemplazó las metas de inflación por una regla simple: crecimiento 0 de la Base Monetaria hasta junio de 2019.

El crecimiento podrá ser de 8% al permitir dos subas estacionales no compensadas, pero igualmente implica una importante caída real de la BM.

Se busca controlar la demanda de dólares aspirando la liquidez excedente en pesos, pero a costa de una alta volatilidad y nivel de las tasas de interés. Esta política monetaria muy restrictiva permitirá contener el *pass-through* y llevar la inflación a 29% en diciembre de 2019.

En busca del equilibrio fiscal en 2019

Necesidades y fuentes de financiamiento (USD millones)

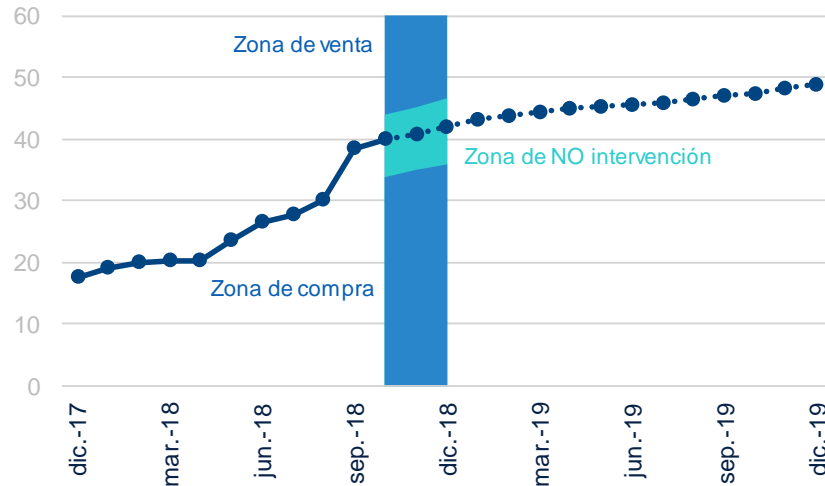
	Oct-Dic 2018	2019
Resultado primario	5,7	0,0
Plan gas	0,0	0,6
Intereses privados, IFI's, s.pub. Fin)	4,6	14,1
Amortizaciones sector privado	12,8	27,7
En dólares	9,4	18,1
Organismos Multilaterales	0,5	3,6
Bonos Internacionales y domésticos	0,0	4,0
Repo	3,7	2,9
Letes	5,2	7,6
En pesos	3,4	9,6
Bonos domésticos	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.

- Aunque el déficit primario cayó 32% a/a hasta agosto y se sobrecumplió la meta fiscal, surgió gran desconfianza en el programa financiero de 2018-19. Para contrarrestarla, se lanzó otra ronda de ajuste fiscal y se amplió en USD 7,1 mM el acuerdo con el FMI, duplicando los fondos para 2018-9
- El objetivo de equilibrio primario en 2019 se logrará con un nuevo impuesto a las exportaciones y recortes marginales de gasto. En 2019 el déficit total sería de 3,3%, por el incremento de la carga de intereses
- Argentina cubrirá su programa financiero de 2019 con un roll-over de sólo 60% de los vencimientos de Letes y del repo

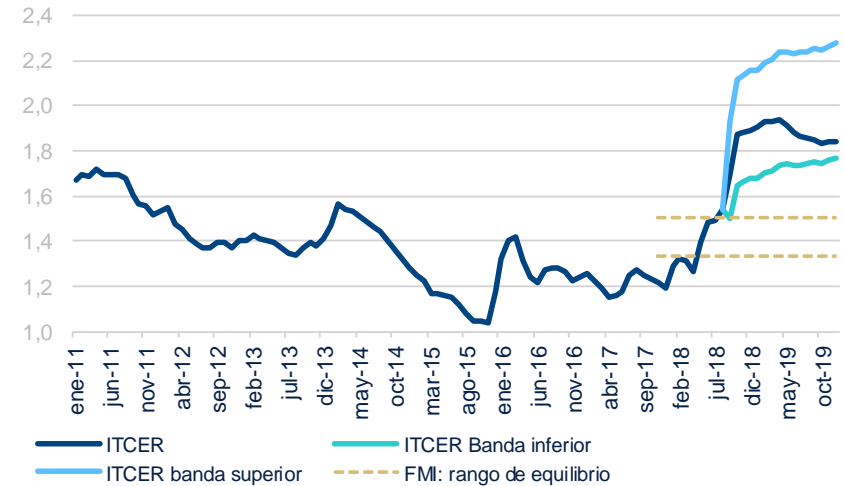
Se mantendrá la gran depreciación real del peso por el bajo pass-through

Tipo de cambio y “zona de flotación” del BCRA (ARS/USD)



Fuente: BCRA y BBVA Research

Escenarios de tipo de cambio real multilateral (Nov-15=1)



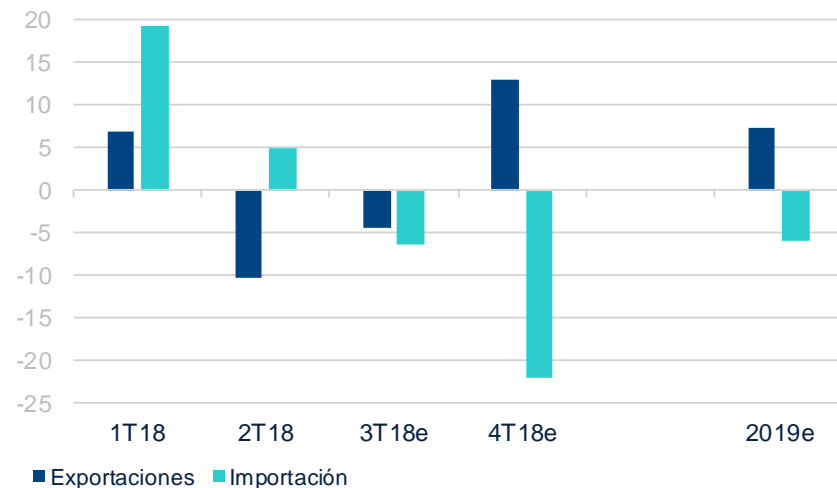
Fuente: INDEC, Haver, BCRA y BBVA Research

El tipo de cambio saltó 35% m/m en agosto pese a la venta de reservas del BCRA y la suba de la TPM y de los encajes bancarios. La calma sólo llegó con el nuevo acuerdo con el FMI y el fuerte apretón monetario del programa del BCRA

El peso permanecerá en la zona de flotación que implica niveles reales muy depreciados, por el deslizamiento del tipo de cambio y el pass-through moderado. Esto ayudará al éxito del programa ya que los dólares comerciales generados se sumarán a la liquidación de dólares atesorados (por la tasa alta) y el excedente del sector público

Brusco ajuste de la cuenta corriente por la gran depreciación real

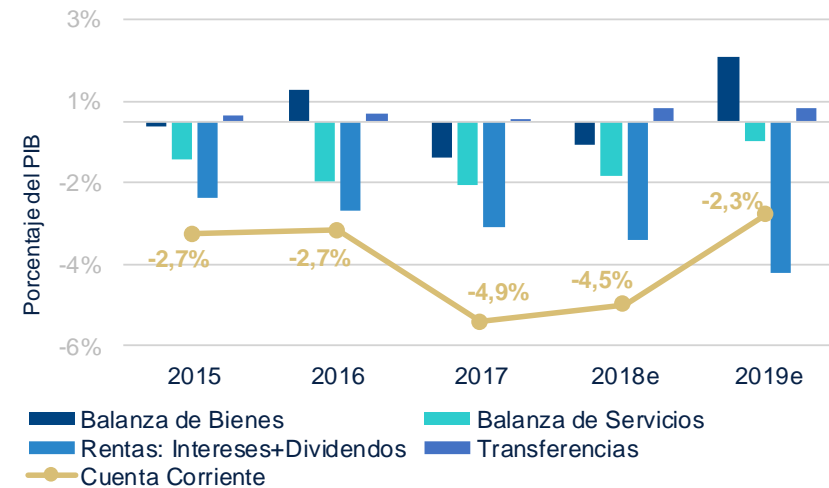
Balanza comercial: cantidades comercializadas (var. % a/a)



Fuente: INDEC y BBVA Research

A agosto el déficit comercial creció 58% a/a, por la fuerte sequía, pero la recesión y la depreciación contraerán las importaciones e impulsarán las exportaciones, frenando el deterioro para cerrar 2018 con un déficit comercial de USD 7,1 mM (-16% a/a)

Balanza de pagos (% PIB)



Fuente: INDEC, BCRA y BBVA Research.

En 2019 las exportaciones se recuperarán de la sequía y las importaciones seguirán cayendo, dejando un superávit comercial de USD 1,7 mM. La depreciación real y la recesión también reducirán el déficit de servicios, y el saldo en cuenta corriente pasará de -4,5% del PIB en 2018 a -2,3% en 2019

Previsiones macroeconómicas anuales

	2016	2017	2018 (e)	2019 (e)
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

(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

4T18

Octubre 2018

Creando Oportunidades