

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

2T19

Abril 2019

Creando Oportunidades

Mensajes clave

- La debilidad de la actividad global se prolonga y se mantienen las incertidumbres, lo que ha provocado una reacción de políticas económicas, sobre todo monetarias, para suavizar la desaceleración
- En Argentina, los riesgos domésticos se han intensificado hacia fines del 1T19 a raíz de la renovada volatilidad en el mercado cambiario y la suba de las tasas de interés
- Las tasas se mantendrán elevadas la mayor parte del año por el alza de las expectativas de inflación por lo que revisamos a la baja de nuestras previsiones de crecimiento de -1% a -1,2% para 2019 manteniendo la visión de un crecimiento inter trimestral positivo, aunque más suave
- La inflación no baja al ritmo esperado probablemente debido a la volatilidad del tipo de cambio y la mayor indexación de la economía. Prevemos una inflación de 35% a/a para diciembre 2019
- El tipo de cambio se depreciará en línea con la inflación para alcanzar ARS 49/USD a fin de año, con un panorama más distendido en el 2T19 por el aporte de las exportaciones agrícolas y del Tesoro. La clave continúa siendo la dimensión que tomará la dolarización de carteras ante la incertidumbre política
- Cualquiera sea el triunfador de las elecciones, la gestión de la economía y el acceso al financiamiento en 2020 requerirá continuar cumpliendo los compromisos fiscales y monetarios acordados con el FMI.

Índice

01 Entorno global

02 Argentina: 2019 seguirá en clave electoral



01

Entorno Global 2T19

La moderación del crecimiento ha provocado un giro de la política monetaria en EE. UU. y en la Eurozona, y nuevos estímulos en China

Fed

- **Pausa larga en la suba de tasas**, pero podría quedar una suba a finales de año
- **La normalización (reducción) del balance acabará antes de los previsto** (septiembre 2019)

BCE

- **Retraso en la normalización monetaria**
- **Tasas bajas por más tiempo y más liquidez** (TLTROs)
- **No se esperan subas de tasas hasta diciembre 2020**

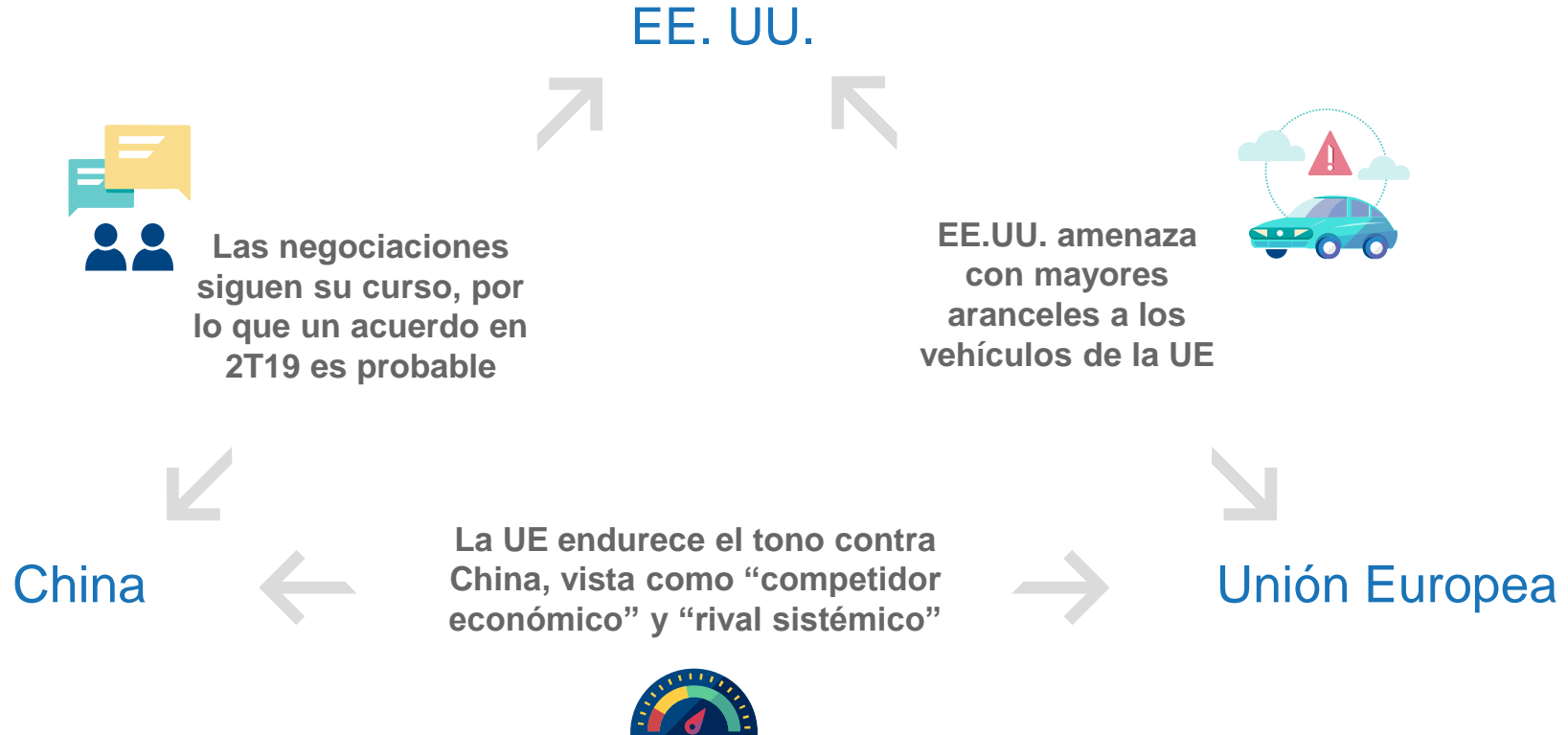
China

- **Estímulo monetario adicional**: recortes de tasas y de encajes
- **Aumento del déficit público** hasta el 2,8% en 2019
- **Recorte de impuestos** (2% del PIB)

Latam y otros emergentes

- **Margen para una política monetaria más laxa**

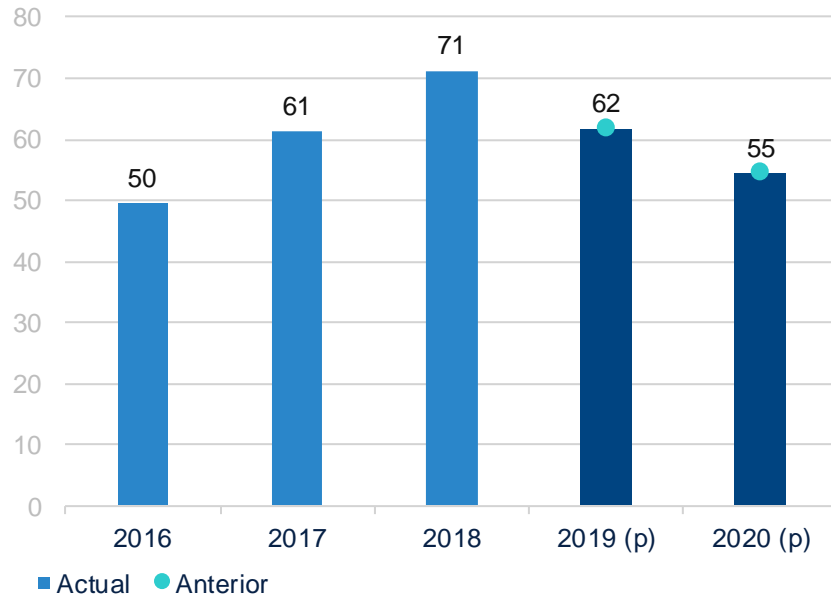
Proteccionismo: se retrasa el acuerdo entre EE.UU. y China, mientras la UE empieza a ganar protagonismo como foco de las tensiones



Petróleo: los ajustes en la oferta brindaron apoyo a los precios en 1T19 que, sin embargo, deben corregirse a la baja hacia adelante

Petróleo: precio del Brent

(Dólares por barril, fin de periodo)



- Los recortes de producción han permitido un aumento del precio del petróleo (en promedio, USD 65 por barril, en 1T19)
- Se mantienen las perspectivas de precios más bajos en la segunda mitad de 2019 y 2020, en línea con la esperada ralentización de la demanda y la expansión de la oferta en EE. UU.
- Mantenemos el nivel de equilibrio a largo plazo de USD 60 por barril

La acción de los bancos centrales y la ausencia de “accidentes” permitirían una suave moderación del crecimiento global

Más señales de
desaceleración global



Nuevas políticas
de estímulo



Supuesto base sobre la evolución del entorno mundial: sin “accidentes”



01

Proteccionismo:

acuerdo China-EE.UU.
sigue siendo probable, a
pesar del retraso



02

Brexit:

mayor incertidumbre,
durante más tiempo



03

Mercados financieros:

volatilidad acotada
por la acción de
los bancos centrales



04

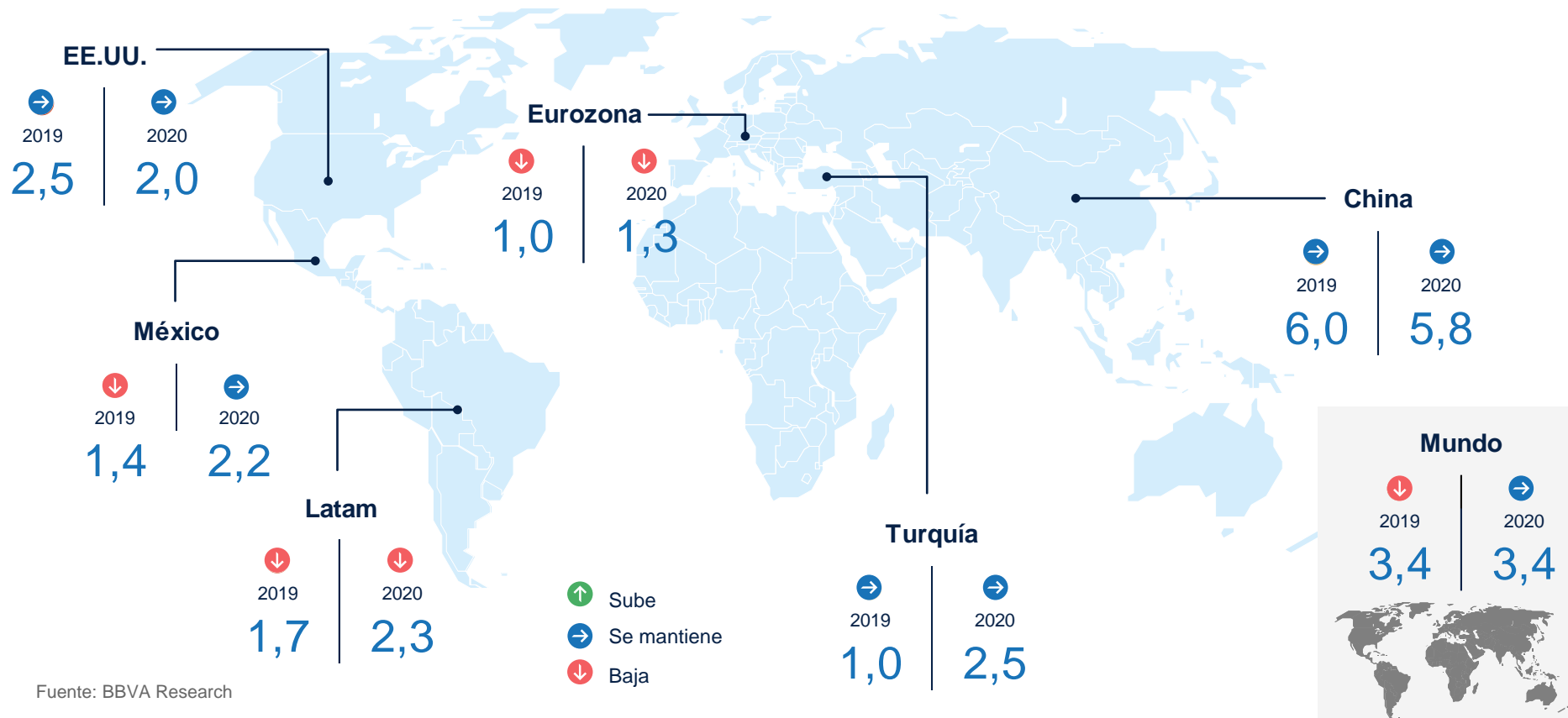
Petróleo:

moderación de los
precios tras
el repunte reciente



El crecimiento global se suaviza gradualmente

Sin “accidentes”, el crecimiento global se desacelerará gradualmente hacia delante



Riesgos globales: aumenta el temor a una recesión en EE. UU. y la eurozona pese al mayor apoyo de los bancos centrales



Fuente: BBVA Research

Las vulnerabilidades financieras pueden amplificar la severidad de los riesgos

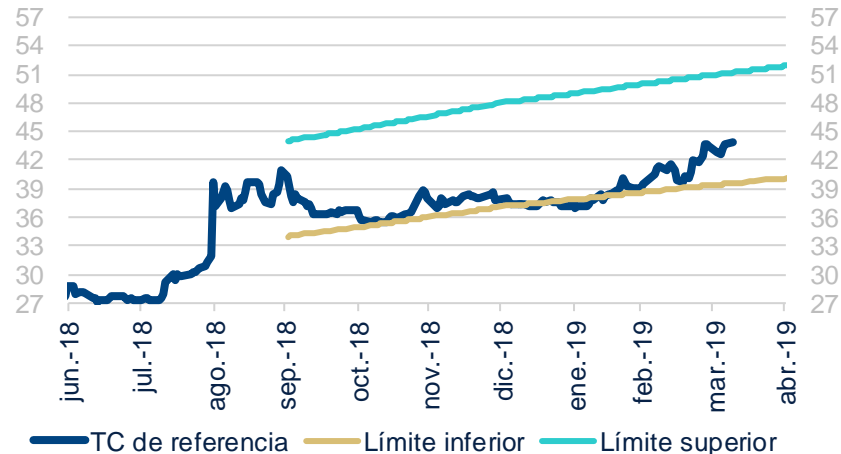


02

**Argentina: 2019 seguirá
en clave electoral**

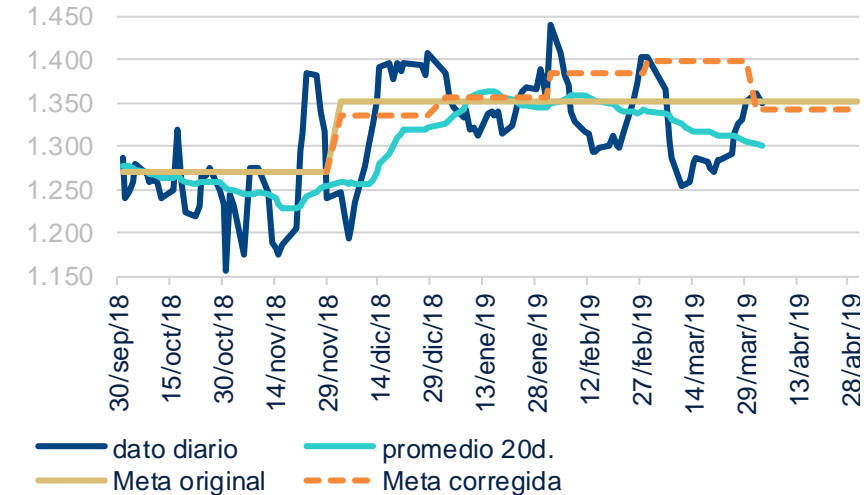
Pese al estricto cumplimiento de metas monetarias, retornó la volatilidad al mercado cambiario

Tipo de cambio peso/dólar y límites de la zona de no intervención (ARS/USD)



Fuente: INDEC, BCRA y BBVA Research

Evolución de la base monetaria (\$ mM y var.% a/a)



Fuente: BCRA y BBVA Research

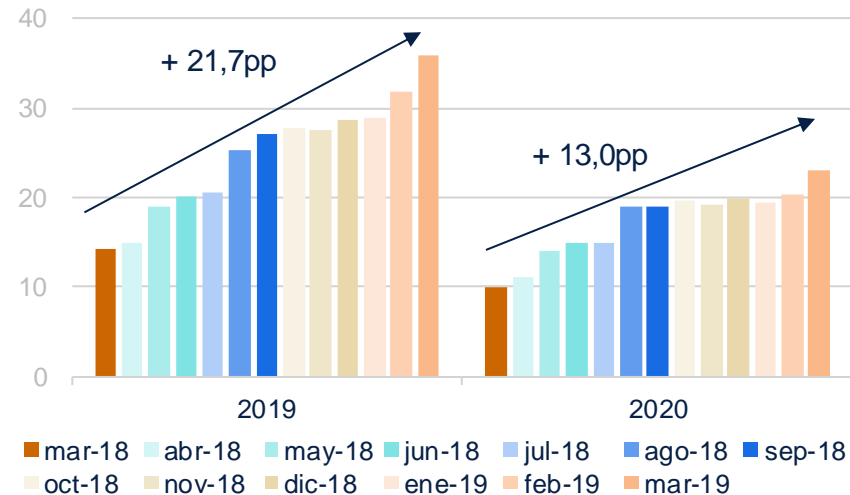
La elevada inflación de febrero (3,8% m/m) puso en duda la capacidad del programa monetario de reducir rápidamente la inflación y mejorar las perspectivas de recuperación del consumo

El BCRA intenta recuperar credibilidad reforzando el sobrecumplimiento de las metas de base monetaria, endureciendo aún más la política monetaria luego de la abrupta baja de tasas de Leliq en febrero

Una inercia inflacionaria difícil de domesticar pone en duda la credibilidad del BCRA

Expectativas de inflación

(Var.% a/a)

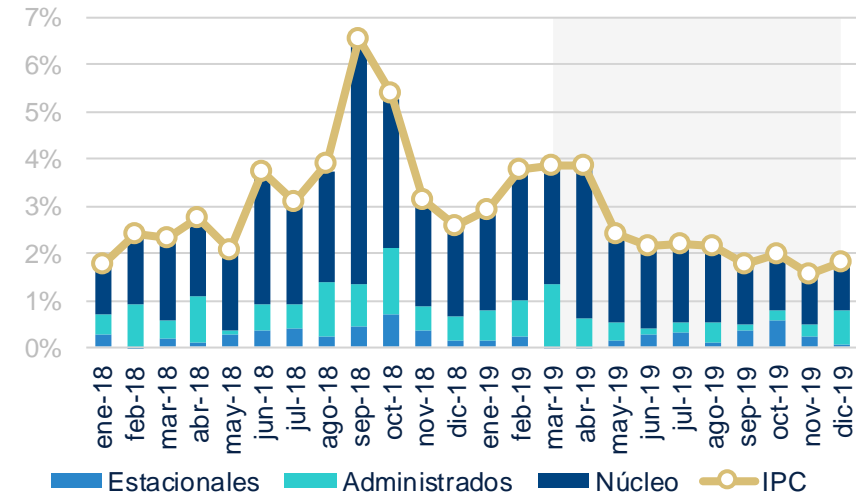


Fuente: INDEC, BCRA y BBVA Research

Aumentan las expectativas de inflación ya que la extrema dureza monetaria luce insuficiente para reducir rápidamente la inercia en un contexto de continuado ajuste de tarifas y mayor indexación de la economía (jubilaciones y, en menor medida, salarios)

Contribución a la inflación por componente

(Incidencia y var.% m/m)



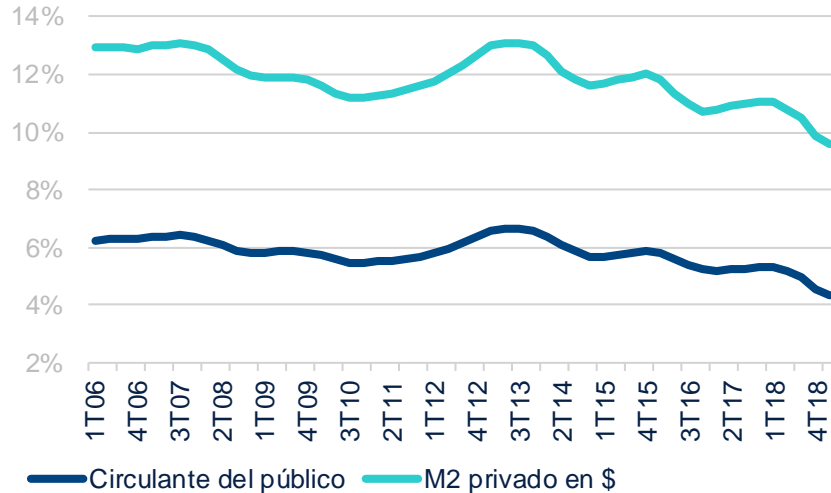
Fuente: INDEC y BBVA Research

La inflación seguirá en torno a 3,9% m/m en marzo y abril por ajustes de tarifas y una inflación núcleo impactada por Alimentos. Con los rezagos habituales la política monetaria recién logrará reducirla a 1,9% m/m en 2S19 pero finalizará el año en 35% a/a

La demanda de dinero en niveles mínimos y una resaca monetaria persistente

Demanda de dinero

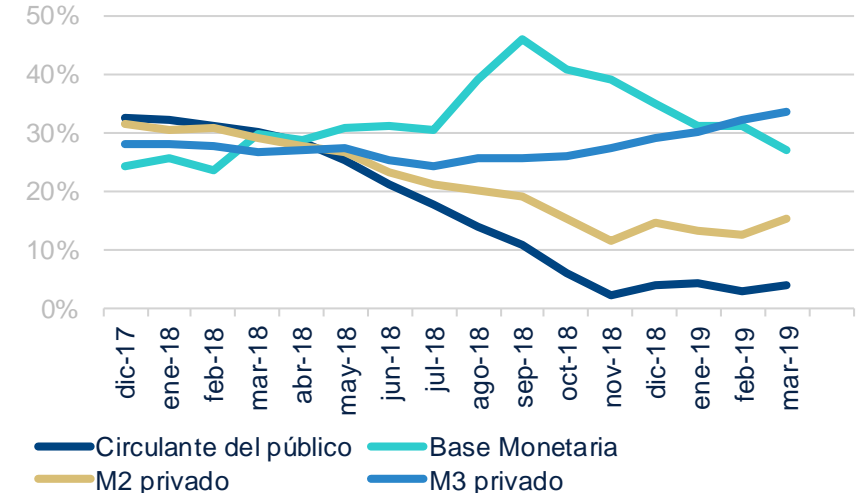
(En % del PIB, promedio móvil de 4 trimestres)



Fuente: BCRA y BBVA Research

Crecimiento de agregados monetarios

(Variación % a/a)



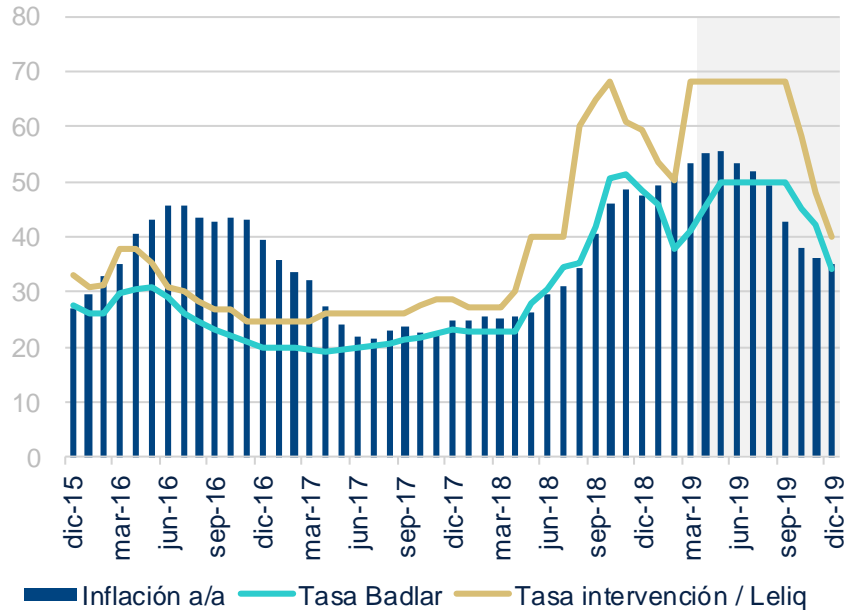
Fuente: BCRA y BBVA Research

Tras la corrida cambiaria de 2018, la demanda de pesos se mantiene en mínimos históricos y difícilmente se recupere rápidamente en un contexto de incertidumbre política y volatilidad del tipo de cambio

Eliminados los principales factores de creación de dinero, la Base Monetaria se contrajo 8% desde fin de 2018 pero en términos interanuales aún crece cerca de 30% a/a por la expansión resultante del desarme de Lebac en 2S18

... y obliga a reforzar la astringencia monetaria

Tasas de interés e inflación (%)

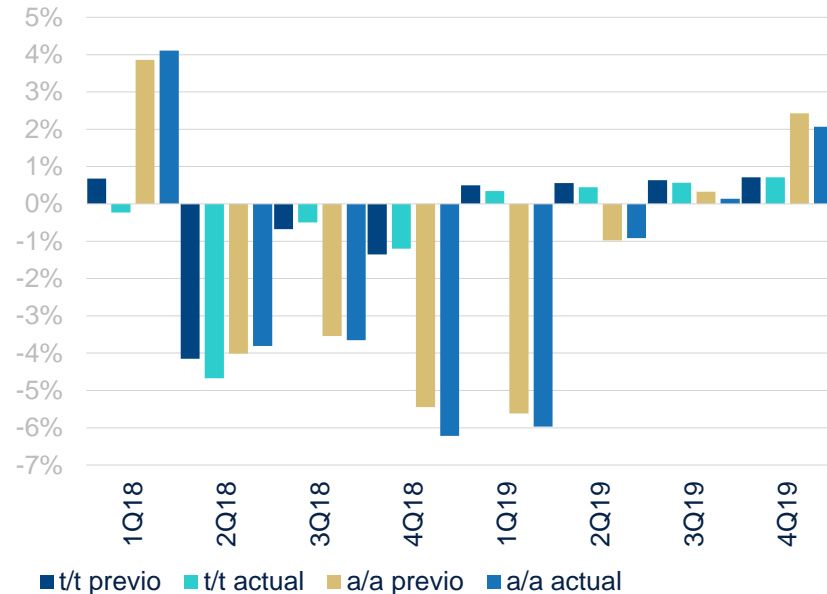


- El BCRA anunció que reduciría la **expansión de Base Monetaria a 0% en el 2S19** (antes 1% m/m) y bajó la pendiente de las bandas de la ZNI de 2% m/m a 1,75% m/m
- Además, limitó la compra diaria de divisas a USD 50 millones en marzo y abril y con un máximo mensual de 2% de la Base Monetaria
- El BCRA también intensificó la absorción vía Leliq con 2 subastas diarias y mejoró el coeficiente de tasas de Pases con lo cual **la tasa de interés aumentó a 68%** a fines de marzo
- El BCRA puso un piso de 62,5% a la tasa de Leliq's para abril. Estimamos que **las tasas de interés se mantendrán altas a lo largo del 2T y 3T** para reducirse recién en el último trimestre del año a 40% a/a

El PIB se contraerá 1,2% en 2019 por un crecimiento trimestral más débil ante la extrema dureza monetaria

PIB trimestral estimación previa y actual 2018-19

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



Fuente: INDEC y BBVA Research

- El PIB cayó 1,2% t/t en el 4T18 (BBVA Research: -1,4%), dejando un **arrastre estadístico levemente menor** al previsto para 2019
- Pero el crecimiento trimestral, aunque positivo, será más débil desde el 2T por las elevadas tasas de interés y la mayor incertidumbre cambiaria
- El **desempleo trepará gradualmente al 11%** en 2T19 lo cual puede moderar las demandas salariales. Considerando la aceleración de la inflación en el primer cuatrimestre del año, es **difícil** que se produzca en promedio una **recuperación del salario real en 2019**
- Ante la debilidad de la demanda interna, **será el sector externo el que contribuirá positivamente al crecimiento con 5,4 pp. en 2019**

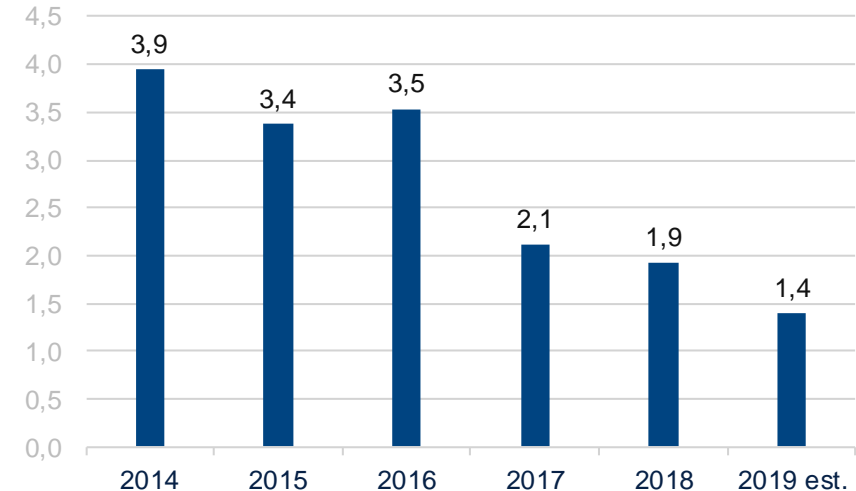
Insuficiente crecimiento de la recaudación conduce a mayor ajuste de gastos, manteniendo la meta anual de déficit primario cero

Ingresos y gastos presupuestado y revisado (% PIB)

	2019		
	Presupuesto	2° revisión FMI	3° revisión FMI
INGRESOS TOTALES	28,4	28,1	26,4
Tributarios	19,7	19,8	18,2
IVA	7,8	7,6	7,4
Retenciones exportaciones	2,4	2,5	1,7
Derechos importación	1,0	0,8	0,7
Otros tributarios	8,5	8,9	8,4
Seguridad social	6,6	6,3	6,0
No tributarios	2,1	2,0	2,2
GASTO PRIMARIO	28,4	28,1	26,4
Salarios	3,6	3,6	3,3
Bienes y servicios	0,9	0,8	0,8
Jubilaciones y pensiones	9,7	9,6	9,2
Gasto social	2,6	2,6	2,3
Subsidios económicos	1,6	1,5	1,4
Gasto de capital	0,9	0,9	0,8
Otros gastos	0,3	0,3	0,2
Transferencias a provincias	8,8	8,8	8,4
RESULTADO PRIMARIO	0,0	0,0	0,0

Fuente: FMI, Ministerio de Hacienda y BBVA Research

Subsidios económicos (% PIB)



Fuente: ASAP, Ministerio de Hacienda, INDEC y BBVA Research

La menor recaudación de impuesto a las exportaciones será compensada con una reducción del gasto de capital y parcialmente por ajustes automáticos en Coparticipación a provincias y gasto en jubilaciones por la aceleración de la inflación

La actual administración logrará reducir en un 60% los subsidios económicos en términos del PIB, pero luego de la última devaluación y de la aceleración de la inflación se ha acotado el margen para profundizar este ajuste a través de mayores aumentos de tarifas

Niveles de renovación superiores a los programados distienden las necesidades financieras para el resto 2019

Programa financiero 2019-20

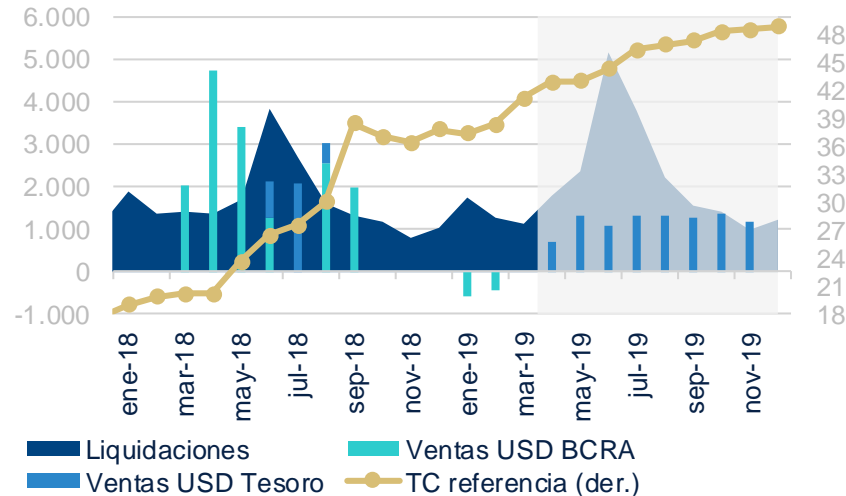
(Millones de USD)

	2019	2020
Déficit primario	0,0	-5,2
Plan gas	0,6	0,6
Intereses privados, IFI's, s.pub. Fin	11,6	15,2
Amortizaciones sector privado	30,8	26,2
Organismos Multilaterales	3,0	3,0
Bonos Internacionales	2,8	0,4
Bonos domésticos	2,8	11,1
Repo	2,9	2,2
Letes en dólares	9,9	4,5
Lecap y Lecer en pesos	9,4	5,0
NECESIDADES FINANCIERAS	43,0	36,8
Saldo inicial	4,7	0,6
Refinanciación sector público 1T	3,8	0
FMI	22,5	5,9
Organismos internacionales	4,3	3,0
Financiamiento privado	8,3	27,3
Refinanciación Mercado Internacional	0	0
Refinanciación Mercado doméstico	0	11,1
Repo	0,5	1,5
Letes en dólares	4,5	4,5
Lecap y Lecer en pesos	3,3	5
Nuevas colocaciones doméstico	0	5,2
FUENTES FINANCIERAS	43,6	36,8
Fuentes - Necesidades (positivo exceso de fondos)	0,6	0,0
ROLLOVER Letes en USD	45%	100%
ROLLOVER Lecap y Lecer en \$	35%	100%

- El alto nivel de renovación de **LECAPs** en el 1T19 y parte de vencimientos trasladados a 2020 reduce la necesidad de *roll-over* a **35%** en 2019
- 100% de renovación de **LETES** pero vencen dentro del año por lo que el requerimiento de su renovación sigue en **45%**
- La composición del gasto por monedas permite que el promedio combinado de renovación de **LETES/LECAP** requerido se reduzca a **40%**
- El financiamiento intra-sector público será cero en el año pese a cancelaciones netas en 1T19
- Un nivel promedio de renovación de **67%** este año implica que en 2020 no se necesitaría emitir nueva deuda, sólo hacer *roll-over* total de los vencimientos (**35%** denominados en dólares)

Mercado cambiario: volatilidad elevada pero finalizando en línea con la inflación

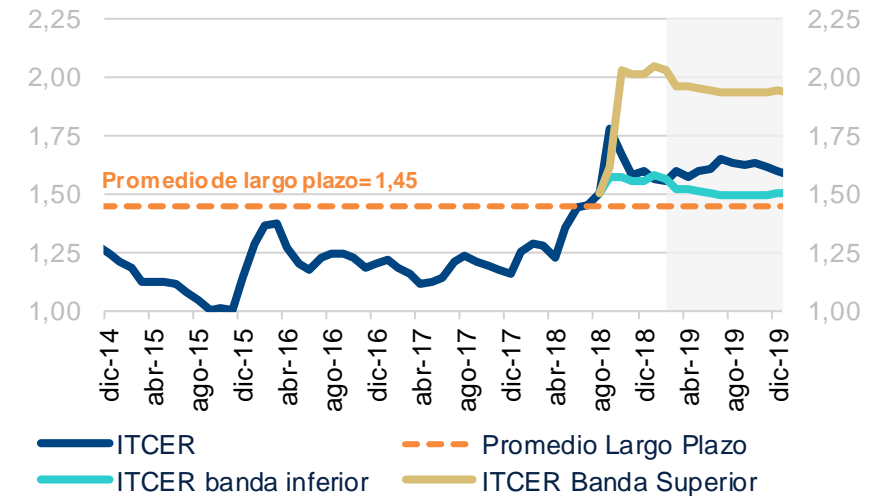
Liquidaciones e intervención BCRA (USD M y \$/USD)



Fuente: BCRA, CEC-CIARA, INDEC y BBVA Research.

La cosecha récord de maíz y soja adicionará USD 4,5 mM a las exportaciones del 2T19. A su vez, las ventas de dólares del Tesoro de USD 60 M por día desde abril aportarán 3 mM a la oferta de divisas en el 2T19 y USD 9,8 mM en el año

Índice de tipo de cambio real multilateral (Base nov-2015=1)



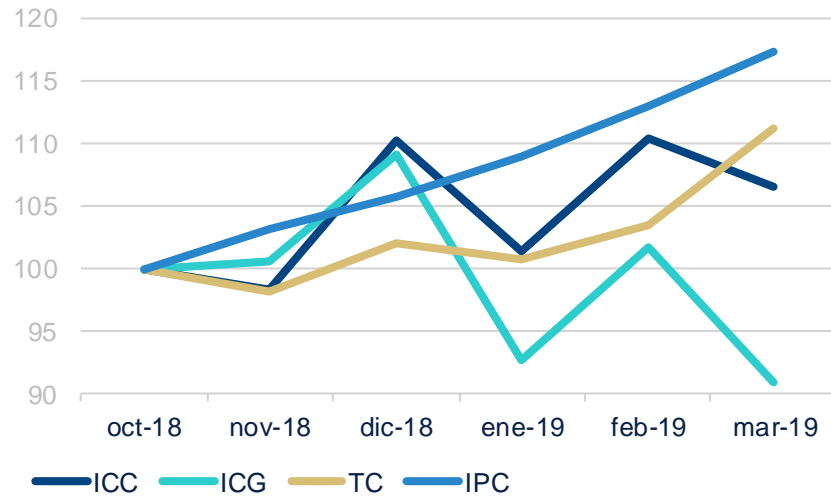
Fuente: BCRA, INDEC, HAVER y BBVA Research.

El tipo de cambio se mantendrá cerca de la banda inferior pero depreciado respecto a las mediciones de equilibrio del FMI (16%) y el promedio de largo plazo (7%)

Pero la volatilidad potencia la incertidumbre... y la demanda de dólares

Confianzas, inflación y tipo de cambio

(Base 100= oct-18)

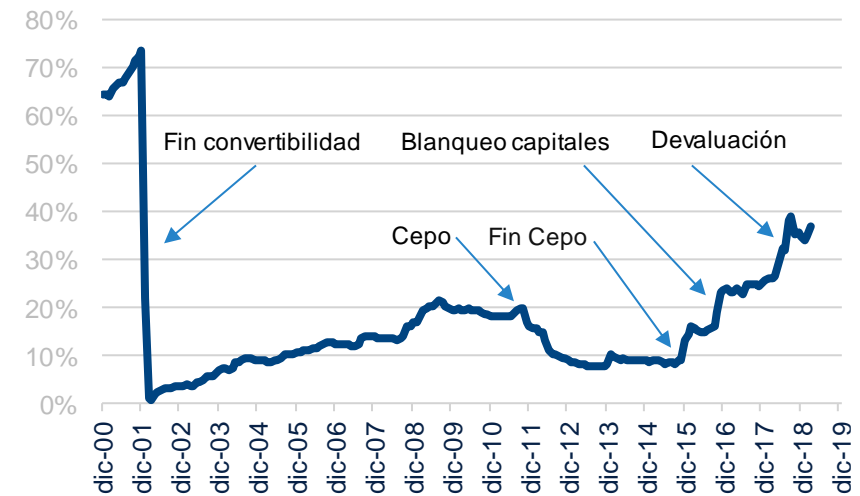


Fuente: INDEC, BCRA, Universidad Di Tella y BBVA Research

La incertidumbre electoral, la persistencia de la inflación y la percepción de que las posibilidades de intervención del BCRA están acotadas potencian las expectativas negativas, dificultando la baja de la inflación y el ajuste fiscal

Dolarización de depósitos

(% sobre el total)

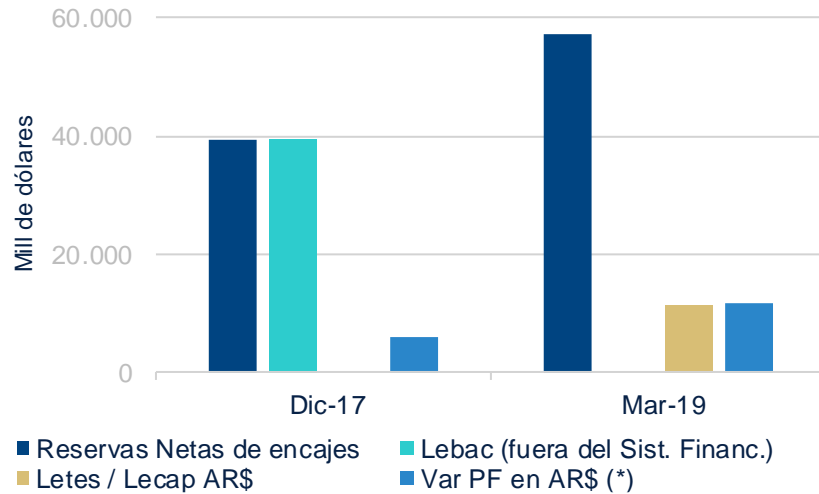


Fuente: BCRA y BBVA Research

Seguirá bajo el apetito por activos en pesos y por activos argentinos en general con una diferenciación negativa del país debido a las dudas sobre la estabilización económica y el panorama electoral

Pero el potencial de daño es mucho menor que el de 2018

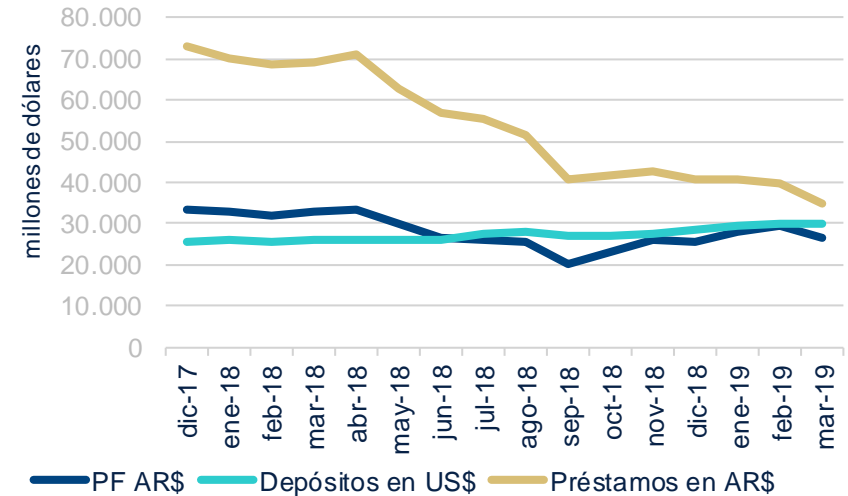
Activos en pesos vs. a vs. reservas (Millones de USD)



Fuente: Ministerio de Hacienda, BCRA y BBVA Research

Luego de la eliminación de las Lebac, los activos en pesos que podrían potencialmente dolarizarse son la mitad de lo que eran en 2018 a la vez que las reservas netas de encajes son un 45% superiores

Dolarización en el sistema financiero (% sobre el total)



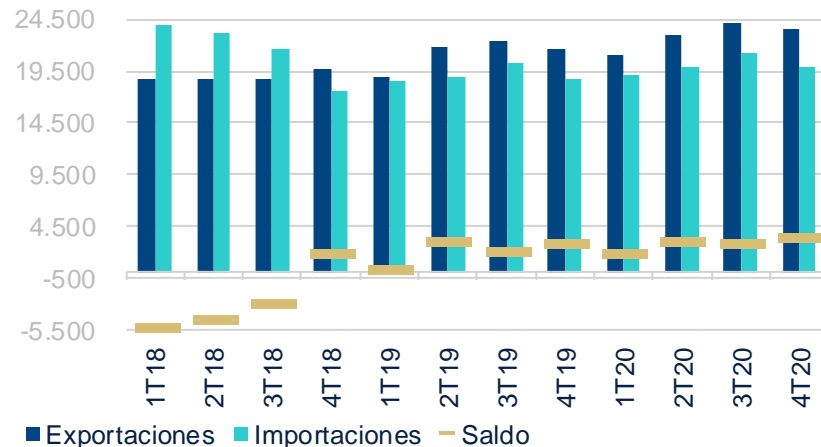
Fuente: BCRA y BBVA Research

Pese al aumento registrado en 4T18, los plazos fijos en pesos equivalen actualmente al total de depósitos en dólares dentro del sistema financiero aunque no hayan caído en pesos nominales. El ratio préstamos privados /depósitos es ahora de 72%

El déficit en cuenta corriente será un tercio del de 2018 (USD 9,5 mM), reduciendo gradualmente la vulnerabilidad argentina

Exportaciones, Importaciones y saldo de bienes y servicios

(Millones de USD)

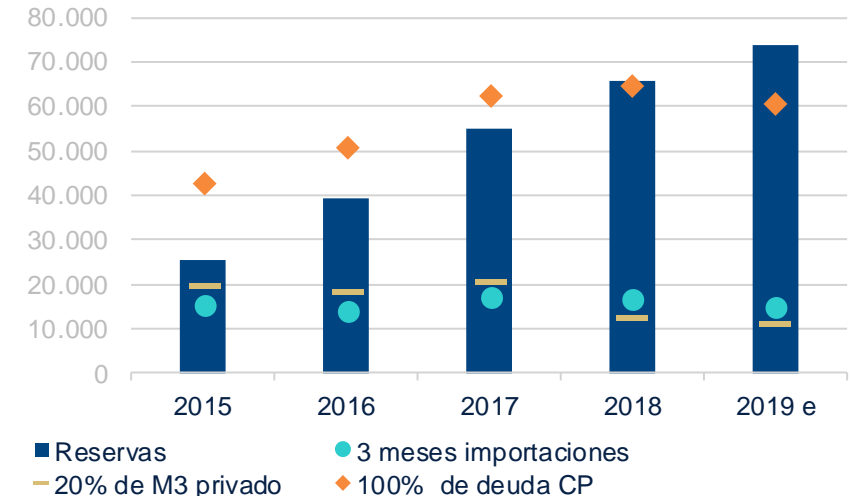


Fuente: INDEC y BBVA Research

Aumentarán las exportaciones significativamente en el 2T y 3T por la mejora de USD 4,5 mM en las colocaciones agrícolas y, en menor medida, por la demanda de Brasil, a la vez que continuarán cayendo las importaciones tanto de bienes como de servicios

Ratios de reservas

(Nov-15=1)

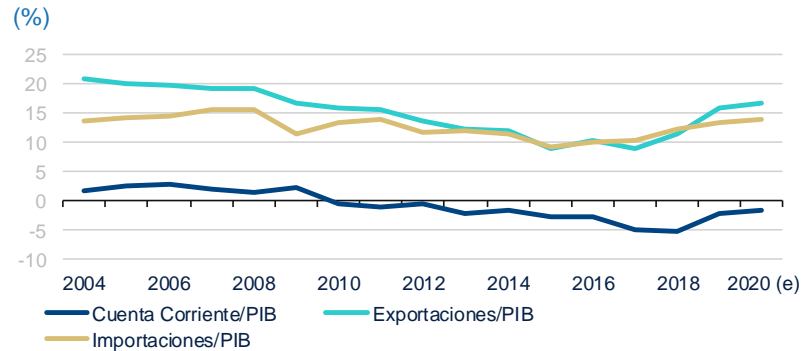


Fuente: INDEC, Ministerio de Hacienda, BCRA y BBVA Research

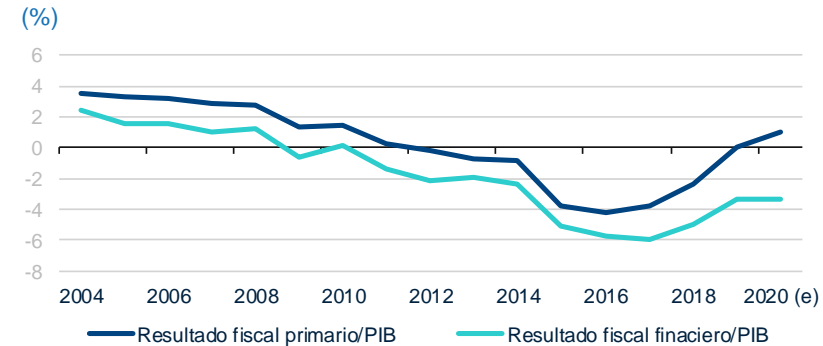
Las reservas aumentarán tanto por el superávit comercial como por la menor salida de capitales, con la contribución de un nuevo swap con China y ahora alcanzarán para cubrir todos los vencimientos de corto plazo y 110% de los pesos existentes

Mejora externa y fiscal reduce el peso de la deuda ... pero lentamente

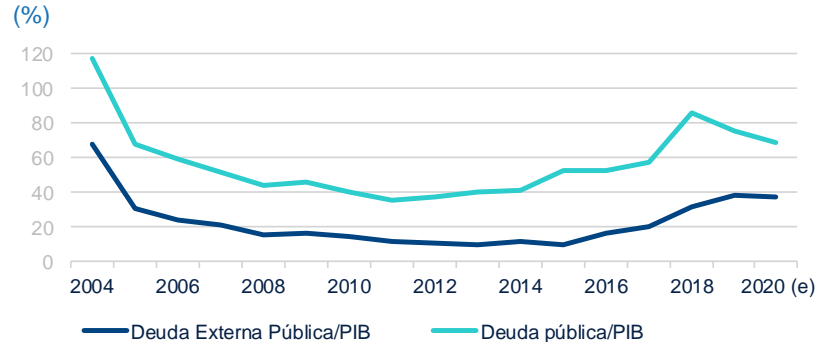
Sector externo



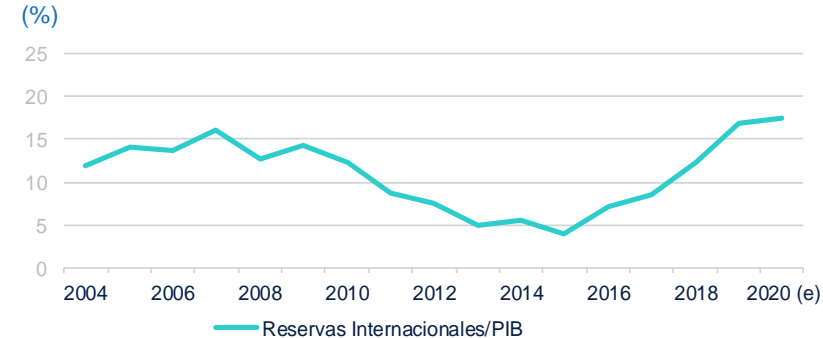
Sector fiscal



Deuda Pública



Reservas Internacionales



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	35,0	25,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	17,7	37,9	49,0	55,0
Tasa de política monetaria (% fdp)	28,8	59,3	40,0	29,0
Consumo Privado (% a/a)	4,0	-2,4	-2,9	3,2
Consumo Público (% a/a)	2,7	-3,3	-2,6	-1,0
Inversión (% a/a)	12,2	-5,8	-12,3	6,1
Resultado Fiscal total (% PIB)	-5,9	-5,0	-3,3	-2,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-4,9	-5,2	-2,2	-1,5

(e) Estimación.

Fuente: BCRA, Indec, 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

2T19

Abril 2019

Creando Oportunidades