

Análisis Económico

Situación Argentina. Segundo trimestre 2019

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

Suave moderación del crecimiento mundial con relajación monetaria

El crecimiento global se ha ralentizado más de lo esperado en los últimos meses, reforzando los temores de una brusca desaceleración de la actividad económica. En este entorno, la Fed y el BCE han cambiado su hoja de ruta y han anunciado nuevas medidas de estímulo monetario. De manera similar, en China se han adoptado políticas expansivas adicionales, tanto fiscales como monetarias. Esta reacción de las autoridades en las principales economías favorece una moderación más suave del crecimiento mundial hacia adelante. Sin embargo, una pérdida imprevista del dinamismo de la economía China, una nueva ola de medidas proteccionistas o una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, entre otros riesgos, podrían desencadenar escenarios más negativos.

En Argentina el impacto de la volatilidad financiera ralentizará la recuperación del crecimiento

En el plano externo, las noticias económicas evolucionaron mejor de lo esperado con una Reserva Federal que dio una vuelta en "U", indicando que finalizaría este año el ciclo de retiro de estímulos monetarios y suba de tasas de interés y alejando temores de una recesión en EEUU. La pausa en el retiro de estímulos monetarios en los países centrales sin duda favorecerá los flujos de capitales hacia mercados emergentes, pero Argentina por el momento no se ha visto beneficiada por este cambio ya que sobre el país aún pende la incertidumbre sobre el resultado de las elecciones presidenciales y la capacidad del actual programa económico para estabilizar la macroeconomía.

En este sentido, las metas fiscales y monetarias del programa acordado con el FMI se han cumplido con holgura, liberando los desembolsos previstos, pero los resultados en materia de estabilización cambiaria e inflación han resultado efímeros. El optimismo inicial sobre la efectividad del esquema monetario-cambiario se vio malogrado por los decepcionantes datos de inflación de enero y febrero (2,9% y 3,8% m/m respectivamente) que pusieron en duda si había fundamentos para una baja tan rápida en la tasa de Leliq (más de 30 pp hasta mediados de febrero) y se reflejaron en una abrupta depreciación del peso. El BCRA se vio obligado nuevamente a endurecer la política monetaria decidiendo sobre cumplir la meta de crecimiento de la base monetaria y las tasas de interés recuperaron rápidamente niveles superiores a 68%. Si bien la base monetaria cayó un 8% desde fin de año luego de haberse eliminado todos los factores que en el pasado provocaban expansión de dinero, todavía viene creciendo a una tasa interanual del 30% debido principalmente al desarme de las Lebac durante la segunda mitad del 2018. Este efecto debería ir diluyéndose gradualmente y si la política monetaria funciona con cierto rezago la estrategia actual del Banco Central debería contribuir a reducir el factor monetario como causa de la inflación.

Si bien era esperable que se produjeran episodios de suba del tipo de cambio a lo largo del ciclo electoral, nuestro escenario central contemplaba que se concentrarían en 3T y 4T19 lo cual permitiría una baja gradual de las tasas de interés en la primera mitad del año. En el contexto actual de alza de las expectativas de inflación, es probable que las tasas se mantengan elevadas la mayor parte del año, lo cual introduce un sesgo a la baja en nuestras previsiones de crecimiento. El PIB se contrajo 2,5% en 2018, con una caída inter trimestral levemente menor a la estimada en 4T18 lo cual reduce una décima el arrastre estadístico negativo para 2019 a la vez que los indicadores conocidos del 1T19 están en línea con la recuperación prevista. Sin embargo, hemos revisado levemente a la baja el crecimiento de 2019 a -1,2% debido a la prolongación de la astringencia monetaria, manteniendo la visión de un crecimiento inter trimestral positivo, aunque menor, a lo largo de todo año, impulsado básicamente por los sectores transables. Sólo en el 4T19 la economía estará creciendo al 2,1% a/a con un consumo privado haciéndolo al 3,9% a/a. Una vez despejada la incertidumbre electoral y estabilizadas las

Creando Oportunidades

variables financieras, es de esperar que la economía crezca 2,5% en 2020, pese a la política fiscal contractiva, en la medida que se recupere la inversión y el consumo privado y la demanda externa impulse las exportaciones.

El tímido crecimiento de la economía será insuficiente para reactivar el empleo (que se contrajo en 4T18) y la oferta de trabajadores continuará creciendo por encima de la demanda impulsada además posiblemente por la necesidad de suplementar ingresos familiares con un “trabajador adicional” ante la fuerte caída de los salarios reales de 2018. El desempleo trepará gradualmente así hasta valores cercanos al 11% en 2T19 lo cual puede moderar las demandas salariales de cara al proceso de paritarias que se inicia de lleno en los próximos meses. De todos modos, considerando la aceleración de la inflación en el primer cuatrimestre del año, es difícil suponer que se produzca en promedio una recuperación del salario real en 2019.

El Tesoro continuó sobre cumpliendo las metas de superávit primario en enero y febrero aunque la recaudación (especialmente en tributos sobre comercio exterior) ha crecido menos de lo previsto en el presupuesto. En este sentido, se ha negociado con el FMI un mayor recorte de gastos (principalmente de capital) para poder cumplir con la meta anual de déficit primario en un contexto de menores ingresos. Al mismo tiempo, por cuestiones estacionales, se ha relajado la meta de superávit primario del 2T19, trasladándose parcialmente al tercer trimestre y manteniendo el objetivo anual sin cambios. Es probable el uso de los ajustadores acordados con el FMI de 0,3% de déficit primario para dar contención social y 0,2% para gastos de infraestructura con financiamiento de multilaterales, con lo cual el déficit primario podría alcanzar 0,5% del PIB en 2019, aun cumpliendo con los compromisos del acuerdo de *stand by*.

El panorama de financiamiento en 2019 no muestra tensiones con renovaciones superiores al 80% de los vencimientos de Letes tanto en pesos como dólares, pero probablemente el *roll-over* de los instrumentos que vencen dentro del año sea menor al acercarse las elecciones. Si bien el financiamiento está asegurado por el FMI este año, la mayor tasa de depreciación del peso hace recrudecer las dudas sobre la sostenibilidad de deuda y la posibilidad de volver a los mercados en 2020 como lo refleja el índice de riesgo país que ha vuelto a crecer casi 160 bp desde los mínimos de febrero.

Baja más lenta de la inflación y ajuste más rápido en el sector externo

A pesar del contexto recesivo, la inflación ha bajado muy gradualmente, procesando aún el *pass through* de la fuerte devaluación de 2018 y el aumento de tarifas de energía y transporte que continúa requiriendo el ajuste fiscal. La inflación promediaría 3,5% mensual en el 1T19 con una incidencia promedio de 0,9% de precios regulados y algunos impactos climáticos transitorios en el precio de carne y lácteos. Considerando los rezagos de la política monetaria de hasta 12 meses, el aumento del IPC se reducirá a un promedio de 1,9% mensual recién en el segundo semestre, pero los elevados registros de los meses recientes se reflejarán en una suba de precios minoristas de 35% a/a en 2019, por encima del 30% previsto anteriormente. Si bien continuamos esperando un sendero de desinflación hacia adelante en base a la contractiva política monetaria, la baja será más lenta que lo estimado considerando la mayor indexación de la economía con lo cual la inflación sería de 25% en 2020.

Este escenario de inflación supone que los incrementos de precios regulados se reducirán fuertemente a partir de mayo y que, al margen de episodios puntuales de volatilidad, el tipo de cambio se devaluará en línea con la inflación para alcanzar ARS 49/USD a fin de año. De hecho en el primer trimestre del año, aunque con cambios bruscos de trayectoria, la depreciación acumulada del peso alcanzó 14,6%, apenas por encima del aumento del IPC. El escenario de oferta de divisas luce más distendido en el 2T19 con exportaciones agrícolas que aportarán aproximadamente USD 4,5 mM más que la campaña anterior luego de la sequía de 2018 y con un Tesoro que estará en condiciones de vender un excedente de divisas de USD 9,8 mM a razón de USD 60 millones por día según lo acordado en marzo con el FMI. La dolarización de carteras se mantuvo contenida en enero-febrero, 35% por debajo del mismo período de 2018, pero la clave continúa siendo la dimensión que tomará la demanda si se amplifica la incertidumbre política que podría también afectar la liquidación de exportaciones. De todos modos, con un stock de activos en pesos (incluyendo el aumento de plazos fijos en el sistema financiero) luego de la

Creando Oportunidades

eliminación de las Lebac, que es un 40% del que existía en 2018, es difícil que un movimiento brusco del tipo de cambio lo lleve significativamente por encima de la banda superior por un período prolongado de tiempo.

Mientras tanto, se acelera el ajuste del sector externo impulsado tanto por la mejora de competitividad cambiaria como por la caída en el nivel de actividad. El balance comercial se mantiene en superávit desde octubre pasado por la fuerte caída de importaciones pero el saldo positivo aumentará en los próximos meses por la mejora en las exportaciones agrícolas de maíz y soja, llevando el total del año a alrededor de USD 11 mM. Si bien los términos del intercambio sólo tienen una mejora leve para Argentina, la recuperación del crecimiento en Brasil significará mayor dinamismo en las colocaciones de productos industriales. Así, sumando la caída en el déficit de turismo de 47% a/a, el déficit en cuenta corriente será de sólo USD 9,5 mM (2,2 % del PIB), reduciéndose a un tercio del abultado déficit de USD 28,5 mM de 2018. Con un tipo de cambio que se mantendrá depreciado en términos reales y un modesto crecimiento de la economía, el superávit comercial continuará aumentando suavemente y el déficit de turismo reduciéndose en 2020, llevando el déficit en cuenta corriente a sólo 1,5% del PIB.

Las entradas de capitales provendrán principalmente de organismos multilaterales, en particular el FMI con USD 22,5 mM, con baja participación de la IED y de las inversiones de cartera de privados, pero serán suficientes para producir un aumento en el stock de reservas internacionales del BCRA siempre y cuando la dolarización se mantenga contenida.

Balance de riesgos

Salvo mayores dificultades del nuevo presidente de Brasil, Jair Bolsonaro, para conseguir la aprobación en el Congreso de las reformas fiscales y de seguridad social previstas, el panorama internacional luce relativamente más distendido para Argentina, en especial por las expectativas de mayor relajación de la política monetaria en los países centrales.

Por el contrario, en el plano doméstico los riesgos se han intensificado hacia fines del 1T19 a raíz de la renovada volatilidad en el mercado cambiario y el alza de las tasas de interés. La prolongación de un escenario de este tipo no sólo pondría en duda la posibilidad de bajar la inflación en línea con lo comprometido sino también la velocidad de recuperación del crecimiento y las perspectivas de financiamiento para 2020. Un aumento en la tasa de depreciación del peso pese a las elevadas tasas de interés puede minar la confianza de los agentes en el programa económico. Más allá de la incertidumbre que produce el ciclo electoral, la persistencia de la inflación y la percepción de que las posibilidades de intervención del BCRA en el mercado cambiario están limitadas por el acuerdo con el FMI pueden potenciar la dolarización de carteras. Esto a su vez, retroalimenta la inflación y dificulta el ajuste fiscal debido a la indexación de las jubilaciones y subsidios y algunos convenios salariales. Este escenario tendría impacto negativo no sólo sobre el nivel de las reservas sino también en los indicadores de confianza y en la actividad económica, y consecuentemente, sobre las chances electorales del oficialismo.

No se conoce aún si la oposición enfrentará a Cambiemos unida o dividida ni quién será finalmente el candidato que la represente, pero en todo caso, cualquiera que sea el perfil del triunfador de las elecciones de 2019, la gestión de la economía en 2020 requerirá continuar cumpliendo los compromisos fiscales y monetarios contraídos con el FMI, para tener la posibilidad de acceder a los mercados de crédito. La gran pregunta es si el próximo gobierno podrá contar con el capital político suficiente para encarar las reformas del sistema tributario y del mercado laboral necesarias para mejorar la competitividad y potencial de crecimiento de la economía argentina.

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

