

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 of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Argentina 3T18

Julio 2018

Creando Oportunidades

Mensajes clave

- El crecimiento global continúa, pero se intensifican los riesgos por la posibilidad de una guerra comercial y el endurecimiento de las condiciones de financiación global
- La falta de acceso al crédito externo frustró la estrategia gradualista del gobierno argentino y para evitar un ajuste desordenado se solicitó un préstamo Stand By al FMI sujeto al cumplimiento de metas fiscales más estrictas y compromiso de reforzar la independencia del BCRA
- La economía se contraerá en 2T y 3T18 por impacto de la sequía y de la crisis cambiaria para comenzar a recuperarse en el último trimestre. Tras un muy buen 1T, el PIB crecerá 0,5% en 2018 y 1,5% en 2019
- La inflación acelerará en 2018 a 29,6% a/a y 20,8% en 2019 por efecto de la depreciación del tipo de cambio, el aumento del precio del petróleo y los ajustes de tarifas. Las nuevas metas acordadas con el FMI son más relajadas pero podrían excederse si el *pass through* no se mantiene contenido
- La política monetaria se endureció para moderar la volatilidad del tipo de cambio y la aceleración de la inflación. La baja de tasas será muy gradual y con más volatilidad tras la complementación del esquema de política monetaria con el seguimiento de agregados monetarios
- Los objetivos fiscales comprometidos con el FMI para 2018 podrán ser alcanzados con holgura pero en el mediano plazo implican un ajuste del gasto primario acumulado de 3,7 pp del PIB en 3 años y su logro requerirá alcanzar acuerdos políticos que se deberían ver reflejados en la próxima Ley de Presupuesto
- El ajuste del déficit del sector externo será lento, de 0,8 % del PIB entre 2018-19, principalmente en base a reducción de importaciones, particularmente de turismo, ya que lograr mayor dinamismo de las exportaciones requiere de un tipo de cambio real depreciado y estable

Índice

- 01** Entorno global: El crecimiento mundial continúa, pero se intensifican los riesgos
- 02** Argentina: El abrupto final del sueño gradualista

01

**Entorno global:
El crecimiento mundial continúa,
pero se intensifican los riesgos**

El crecimiento global continúa, pero los riesgos se intensifican

01



El ritmo de expansión global se mantiene, pero menos sincronizado
El crecimiento es robusto en EE.UU. por el estímulo fiscal y estable en China, pero se reduce en Europa

02



Mayor proteccionismo

Por el momento, su impacto en el crecimiento es limitado, pero podría ser mayor si se implementaran las medidas en discusión

03



Aumento del precio del petróleo

Mayor inflación y lastre sobre el crecimiento en los países importadores de petróleo

04



Distinto ritmo de normalización monetaria en Europa y Estados Unidos

Fortalecimiento del dólar y endurecimiento de las condiciones financieras globales

05



Más volatilidad en los mercados emergentes

Mayores tensiones financieras por el aumento del coste de financiación y de las amenazas proteccionistas

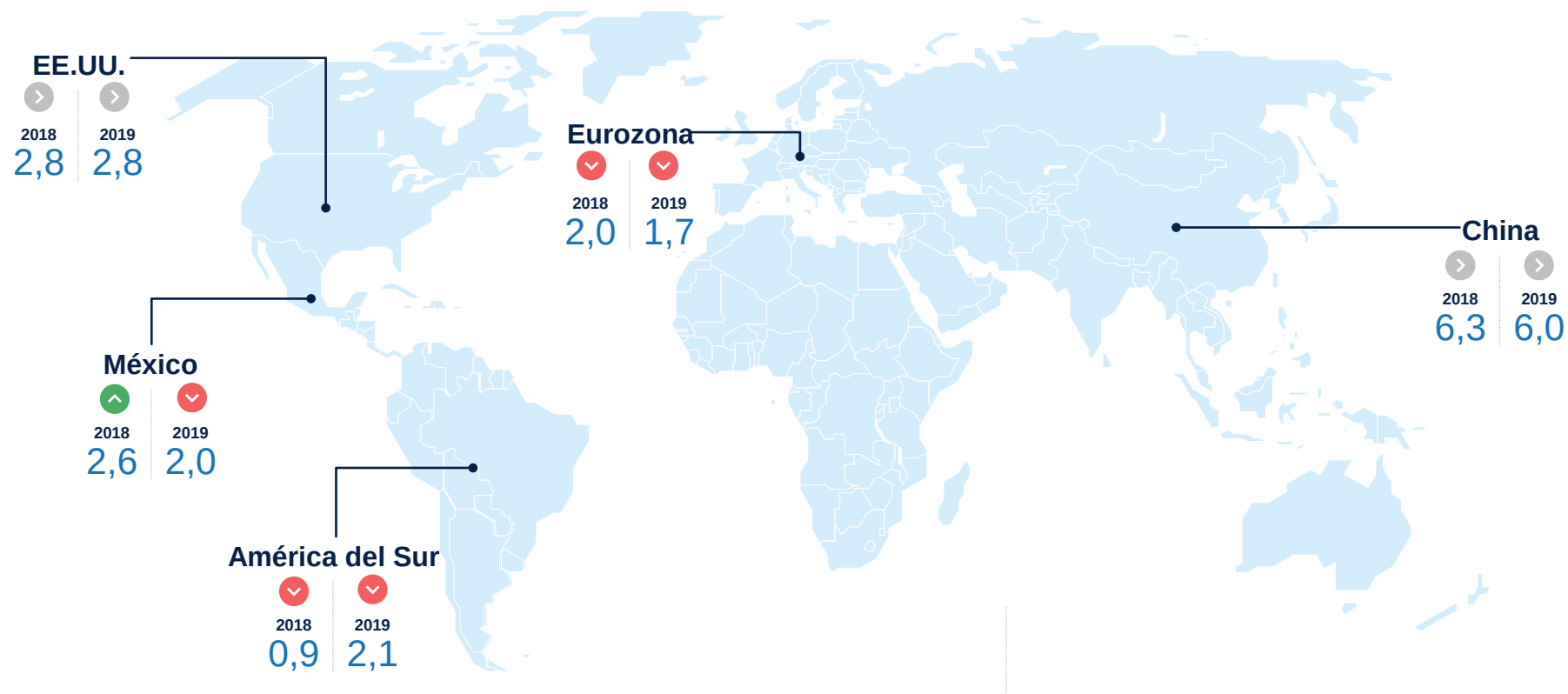
06



Los riesgos globales se intensifican

A la posibilidad de una guerra comercial se unen los mayores riesgos en las economías emergentes y en Europa

Crecimiento estable en EE.UU., pero desaceleración en otras áreas



- ▲ Sube
- Se mantiene
- ▼ Baja

Fuente: BBVA Research

Mundo

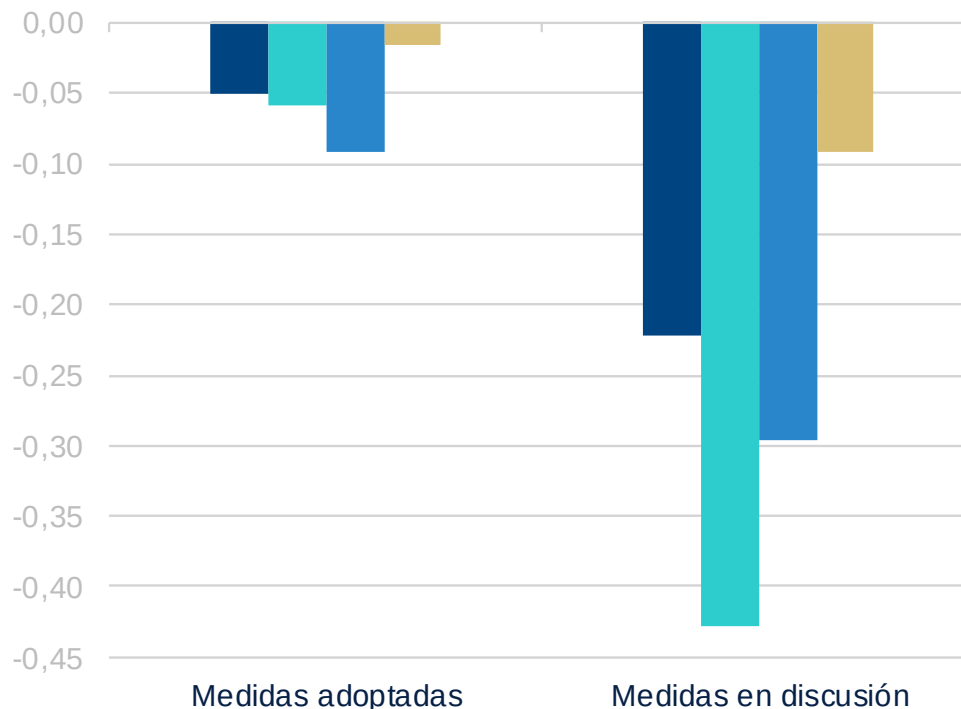
2018	2019
3,8	3,8



Efecto reducido de las subas arancelarias aprobadas, pero significativo si se implementan las que están en discusión

Efecto en el crecimiento del PIB de subas de aranceles de EE.UU. y de la respuesta de otros países

(2018-19, pp)



■ Mundo ■ EE.UU. ■ China ■ Eurozona

Medidas anunciadas: incremento aranceles al 25% para el acero, 10% para aluminio y 25% a importaciones chinas por valor de USD50mM

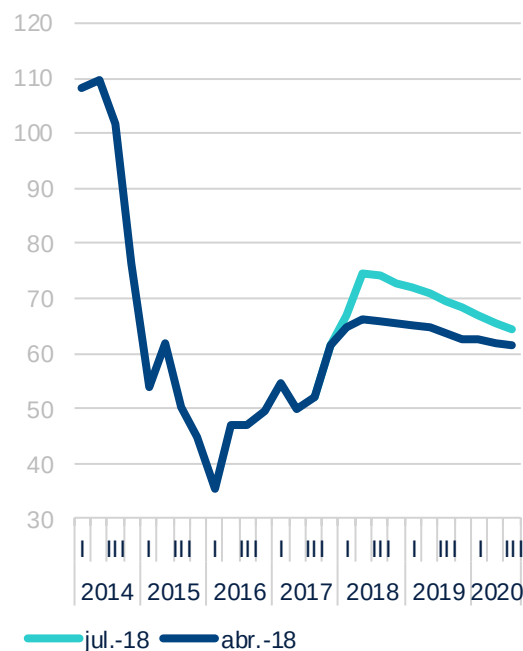
Medidas en discusión: subida de aranceles hasta el 20% para los automóviles e importaciones chinas por valor de USD200mM

Fuente: BBVA Research

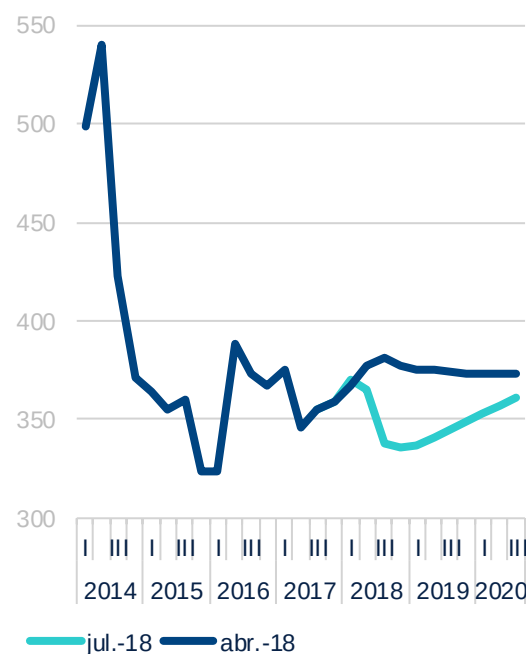
- Las subas arancelarias aprobadas por EE.UU. tendrían un impacto directo reducido. Los efectos indirectos, vía confianza económica y canal financiero, podrían notarse en 2S18
- Con una escalada proteccionista, el efecto negativo en crecimiento también sería significativo en EE.UU.
- El efecto, menor en Europa, diferiría por países y afectaría, sobre todo, a Alemania y a los países del este
- El crecimiento del PIB global podría reducirse alrededor de 0,2pp sólo por el canal comercial

Deterioro de los términos de intercambio: suba en petróleo por factores geopolíticos y baja en soja por guerra comercial

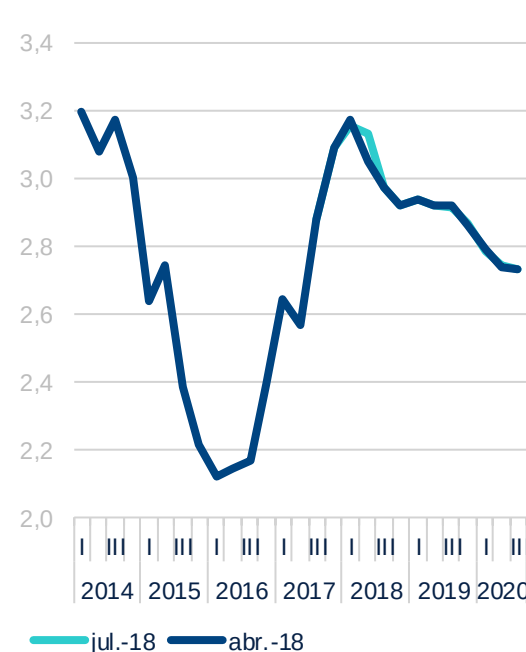
Petróleo Brent
(USD/b)



Soja
(USD/tm)



Cobre
(USD/lb)



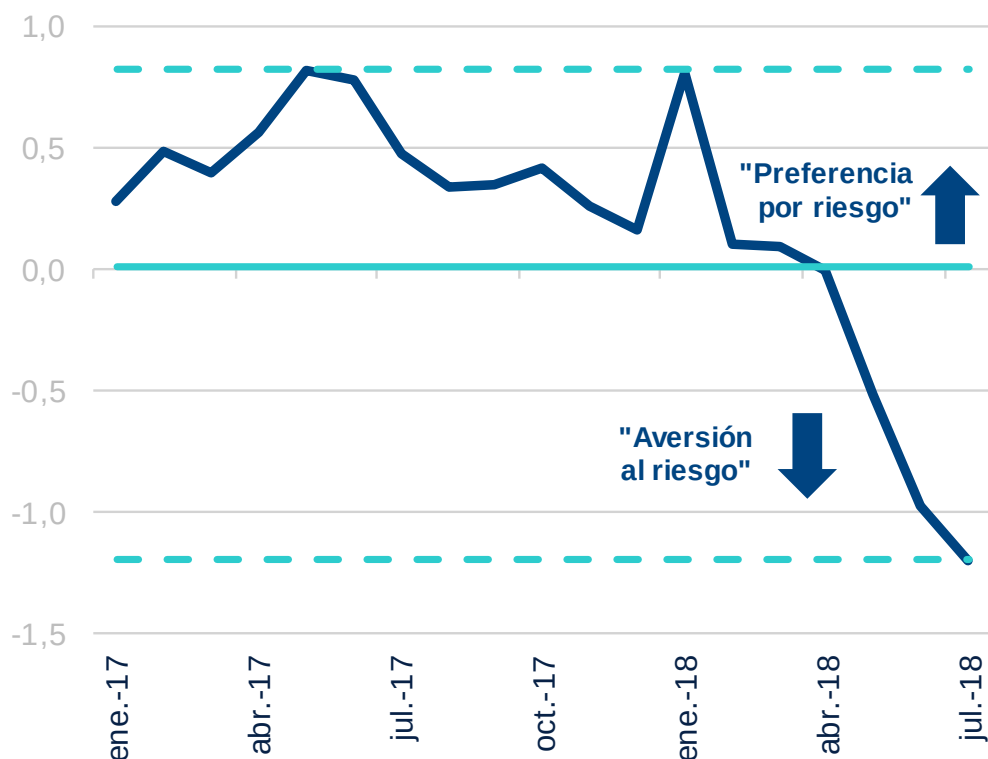
Fuente: BBVA Research y Bloomberg

El incremento del precio del petróleo responde a **una reducción de la oferta**. El precio se mantendrá relativamente estable en 2018 y 2019. Empezarán a flexionar a la baja a medida que se recupera la capacidad de exportación en EEUU y se estabiliza la demanda

Fuerte corrección del precio de la soja por buena cosecha en EEUU e incipiente guerra comercial. La represalia de China con aranceles a la soja de EEUU presiona el precio a la baja en CBOT pero no en Argentina-Brasil. Un debilitamiento mayor de la economía china afectaría precios globales de *commodities*

El proteccionismo y los factores políticos propician una creciente aversión al riesgo

Indicador de apetito/aversión al riesgo

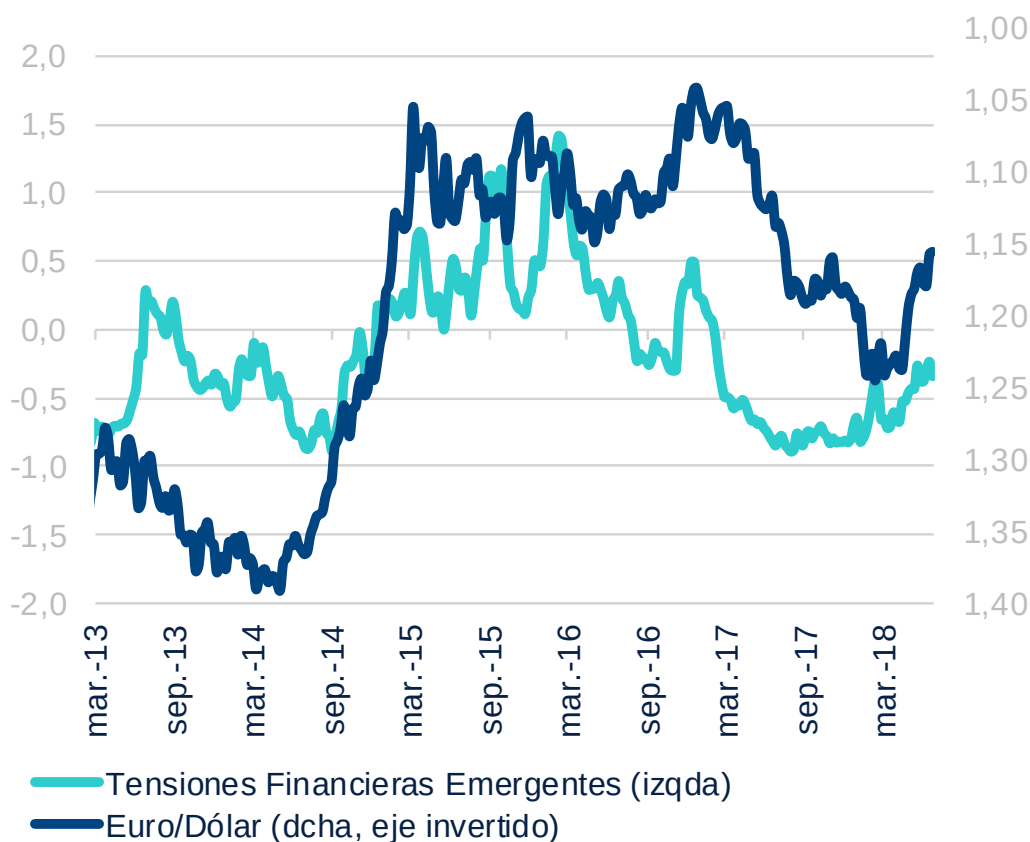


Media desde 2014 (máximo y mínimo)

- El sentimiento de los inversores ha transitado de un régimen de toma de riesgo (e incluso cierta complacencia) a otro de **aversión al riesgo**
- El cambio está provocando una **rotación de flujos entre activos**: desde mercados emergentes a desarrollados, y desde renta variable a fija
- Las **tensiones comerciales** pueden llevar a un entorno de **huida hacia la calidad**

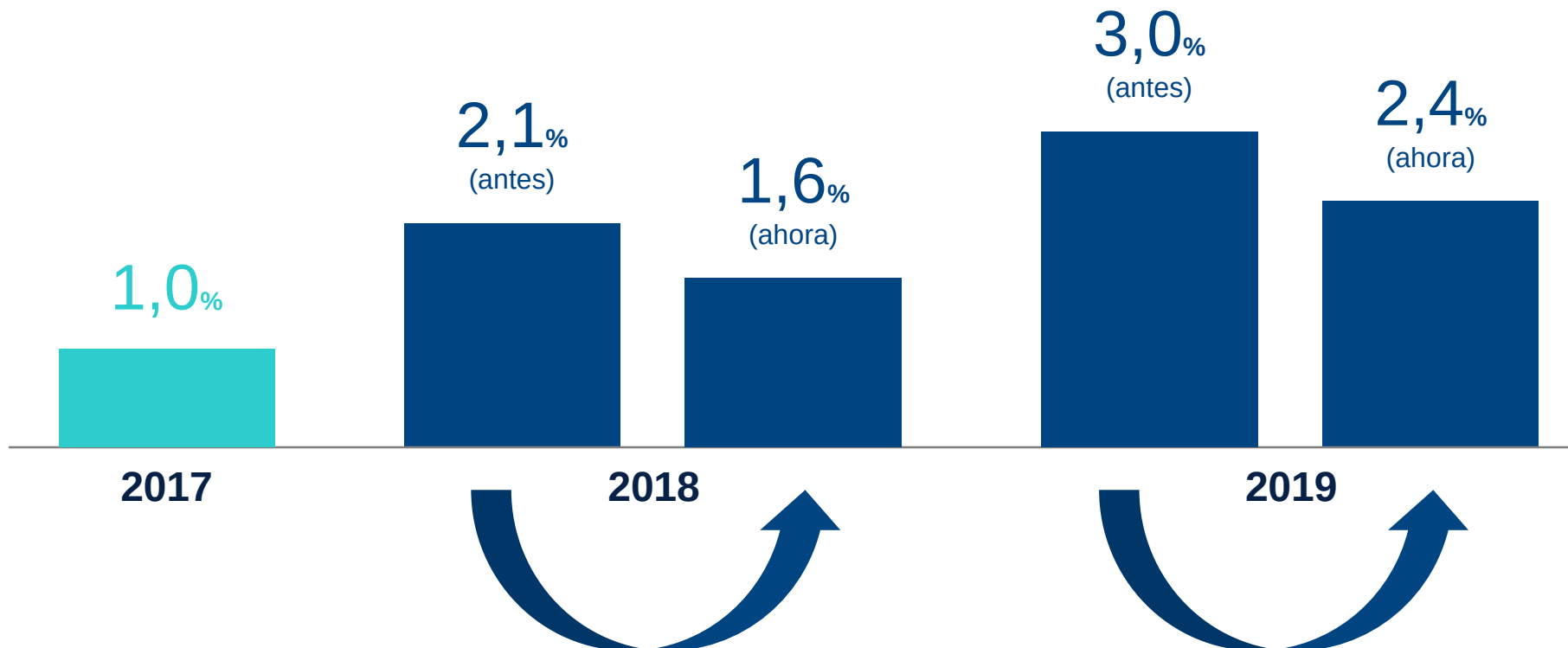
La fortaleza del dólar y las mayores tasas de interés provocan un ajuste en los mercados emergentes

Tipo de cambio dólar-euro e índice BBVA de tensiones financieras en mercados emergentes



- Los países más vulnerables son los que tienen un mayor déficit comercial y mayores necesidades de financiación externa
- Giro hacia un endurecimiento de la política monetaria en emergentes (salvo China) para evitar una mayor depreciación de sus divisas
- El aumento de las tensiones financieras también refleja la intensificación de la disputa comercial

En Brasil se han revisado a la baja las previsiones de crecimiento estimando una recuperación más lenta a lo esperado



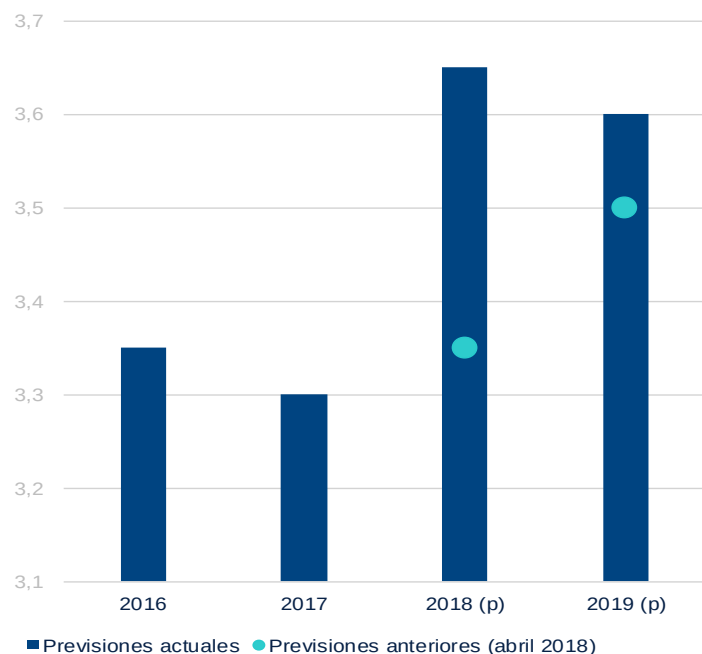
Fuente: BBVA Research

Pese al menor optimismo, la recuperación del crecimiento continuará, apoyada en una demanda global relativamente sólida, el desempeño del sector agrícola, el tono expansivo de la política monetaria y ajustes realizados en los años previos

El crecimiento podría ralentizarse en caso de que no se verifiquen avances en la resolución de los problemas fiscales, especialmente si la aversión al riesgo global se eleva

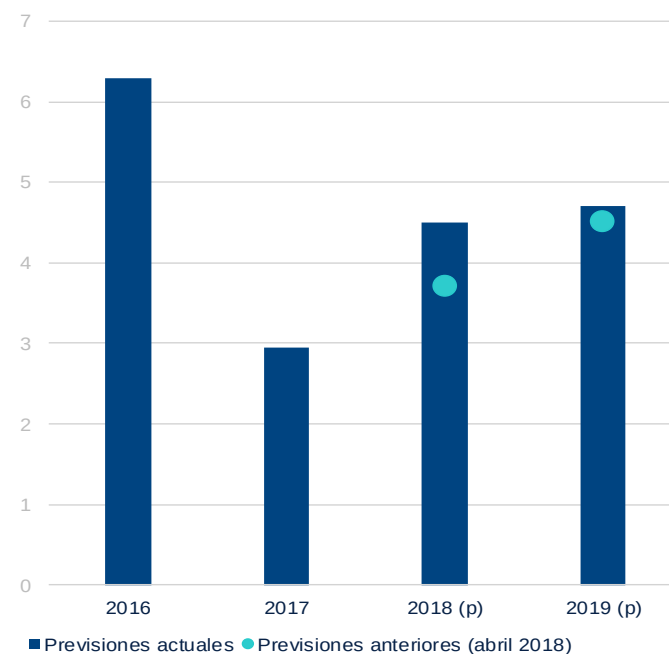
El Real se mantendrá en niveles más depreciados que lo observado hasta hace unos meses generando mayores presiones inflacionarias

Tipo de cambio
(Real / dólar)



Fuente: BBVA Research

Inflación: IPCA
(en %; fin de período)



Fuente: BBVA Research

Hay poco margen para que el Real se aprecie en el corto plazo: la volatilidad seguirá elevada al menos hasta las elecciones de octubre. Menor incertidumbre tras las elecciones y eventuales señales positivas del nuevo gobierno sobre la cuestión fiscal deberían permitir cierta apreciación del Real hacia fin de año. La inflación al alza por la mayor depreciación y aumento del precio del petróleo además del desabastecimiento producido por el paro de camioneros. El BCB mantendrá la tasa en 6,50% hasta que las presiones inflacionarias lo obliguen endurecer la Política Monetaria



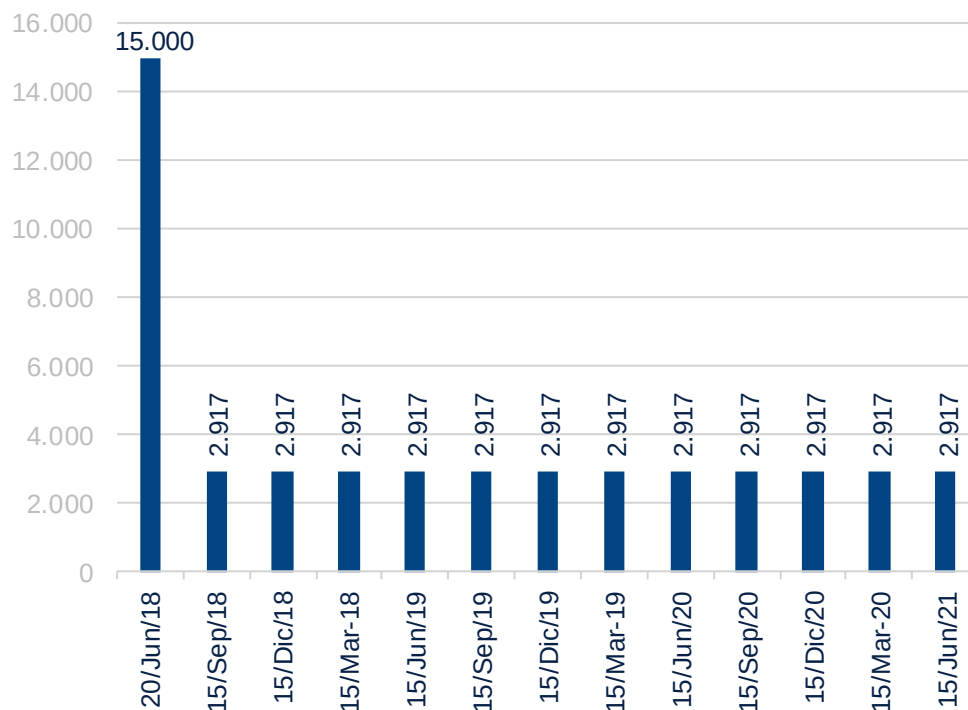
03

**Argentina:
El abrupto fin del sueño gradualista...**

Se frustró la estrategia gradualista y fue necesario aplicar el Plan B

Cronograma de desembolsos del Stand By del FMI

(Millones de dólares)



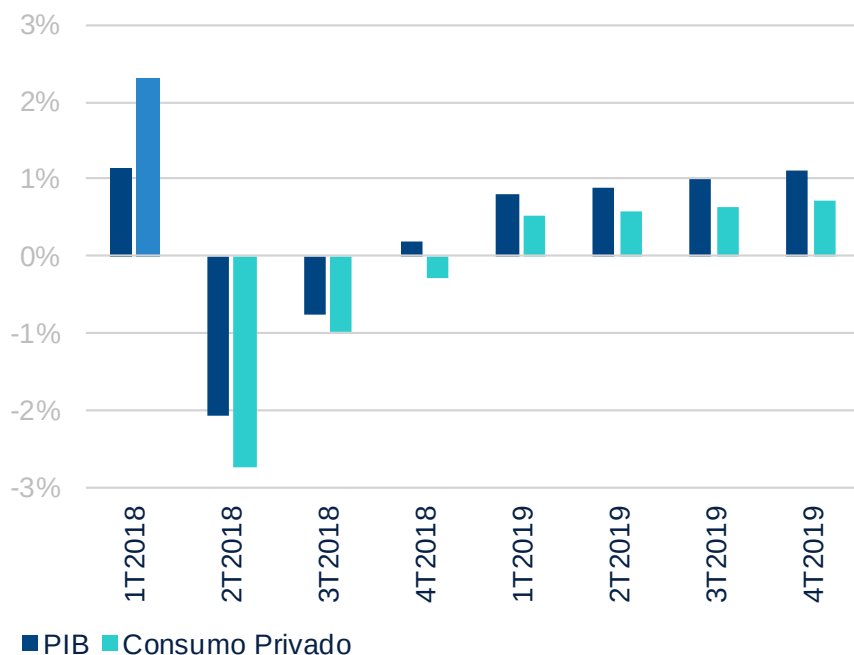
Cada desembolso se realiza luego de la revisión de criterios de déficit fiscal primario y las metas monetarias del trimestre inmediato anterior

- El encarecimiento de la financiación internacional provocó una **devaluación** del peso, que hacia mediados de mayo había alcanzado **32%** pese a una fuerte pérdida de reservas del BCRA
- La **falta de credibilidad del BCRA** para moderar la corrida cambiaria y la fuga de capitales llevó a solicitar **ayuda del FMI** para lograr un proceso de ajuste ordenado sin *crowding out* del sector privado
- A mediados de junio se cerró un préstamo **Stand by** por **USD 50.000 millones** a **3 años** sujeto al cumplimiento de metas fiscales más estrictas, objetivos de reservas internacionales y reformas para reforzar la autonomía del Banco Central

La economía crecerá sólo 0,5% en 2018 por impacto de la sequía y de la crisis cambiaria pero se recuperará a 1,5 % en 2019

PIB trimestral por componentes

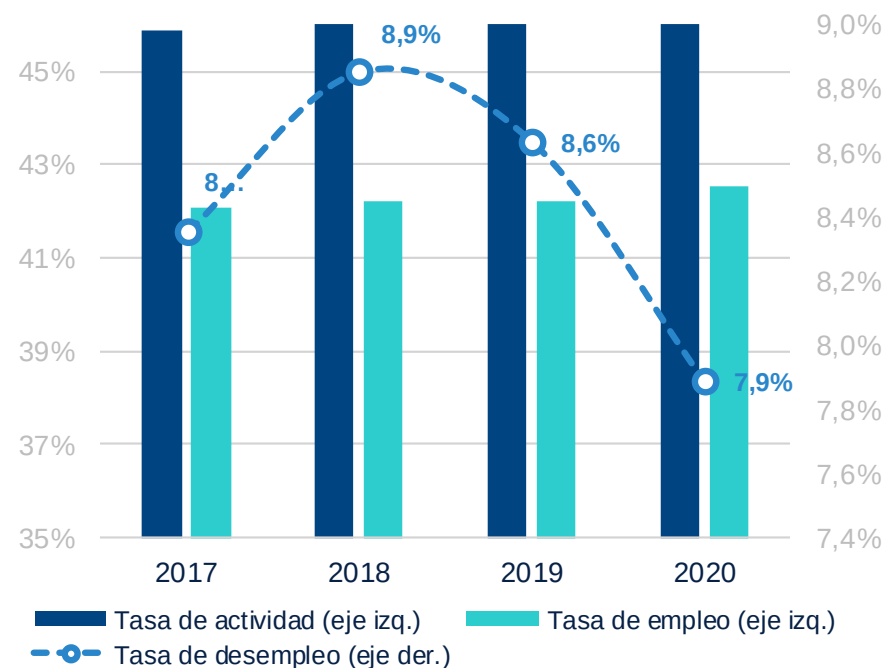
(variación % a/a)



Fuente: BBVA Research, INDEC

Tasa de actividad, empleo y desempleo

(% de la población urbana y de la PEA)



Fuente: BBVA Research, INDEC

La actividad comenzará a recuperarse en el 4T18 gracias a las buenas perspectivas para el agro, luego de caídas en 2T y 3T.

En 2019 la economía mantendrá un ritmo de expansión de alrededor de 0,8% trimestral, pero por el arrastre negativo de 2018 sólo crecerá 1,5% en promedio

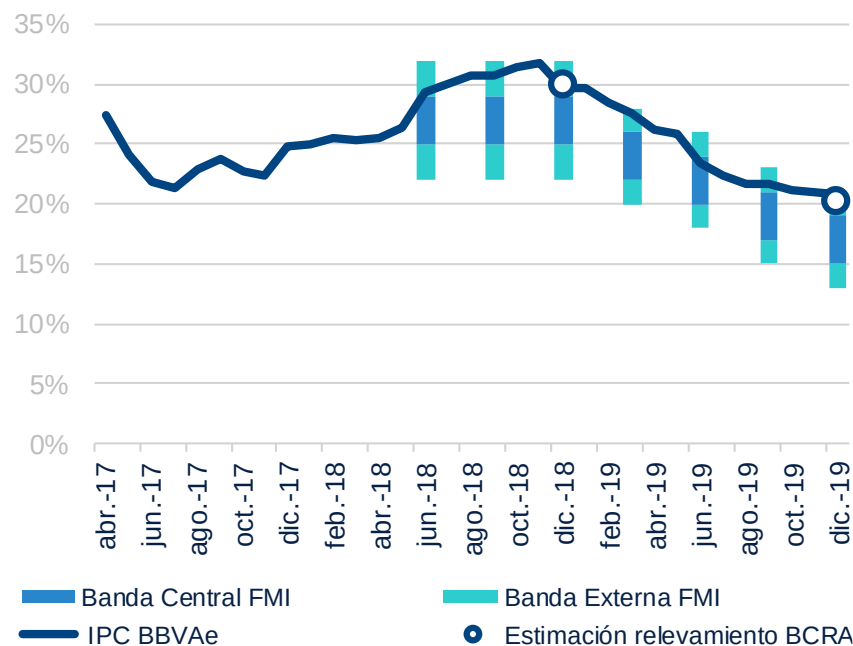
El mayor impacto de la crisis se refleja en el consumo privado por caída en ingresos reales y el consumo público por el ajuste fiscal.

Luego de retroceder en 2017, el desempleo probablemente aumente en 2018 como consecuencia de la caída de actividad si no cae la tasa de participación laboral

Metas de inflación más laxas incorporan el impacto de la devaluación pero podrían verse superadas nuevamente....

Metas del FMI y estimaciones de IPC

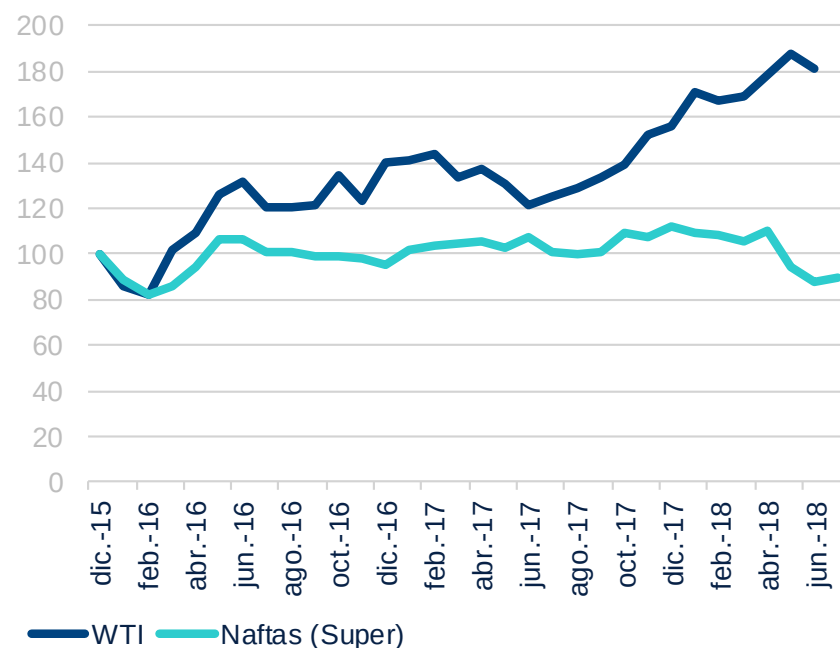
(Variación % a/a)



Fuente: BBVA Research y BCRA

Precio internacional del Petróleo y precio de naftas en dólares

(USD)



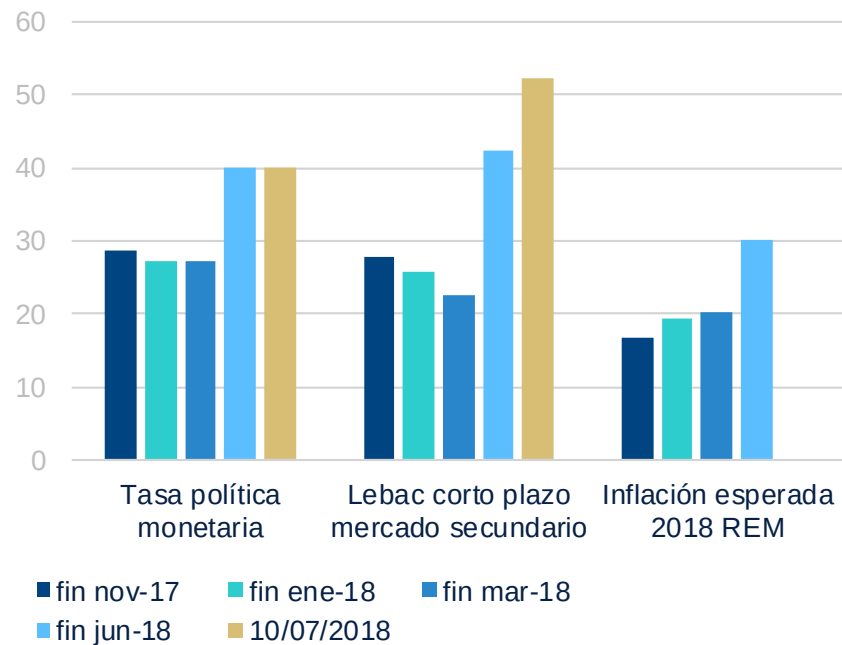
Fuente: BBVA Research, Haver y Confederación de Entidades del Comercio de Hidrocarburos y Afines de la República Argentina

Las metas de inflación se redujeron a 27% (2018) y 17% (2019) pero sólo se requerirá consulta al directorio del FMI si la inflación supera 32% y 21%. La estabilización cambiaria y la contención del pass-through son claves para el descenso de la inflación a 29,6% a/a fdp 2018 y 20,8% a/a en 2019

Presiones adicionales podrían provenir del aumento de precios de energía dada la fuerte depreciación del peso y el aumento del precio internacional del petróleo y potenciales renegociaciones de acuerdos salariales

El fuerte endurecimiento de la política monetaria para combatir la corrida cambiaria se mantendrá en el corto plazo.

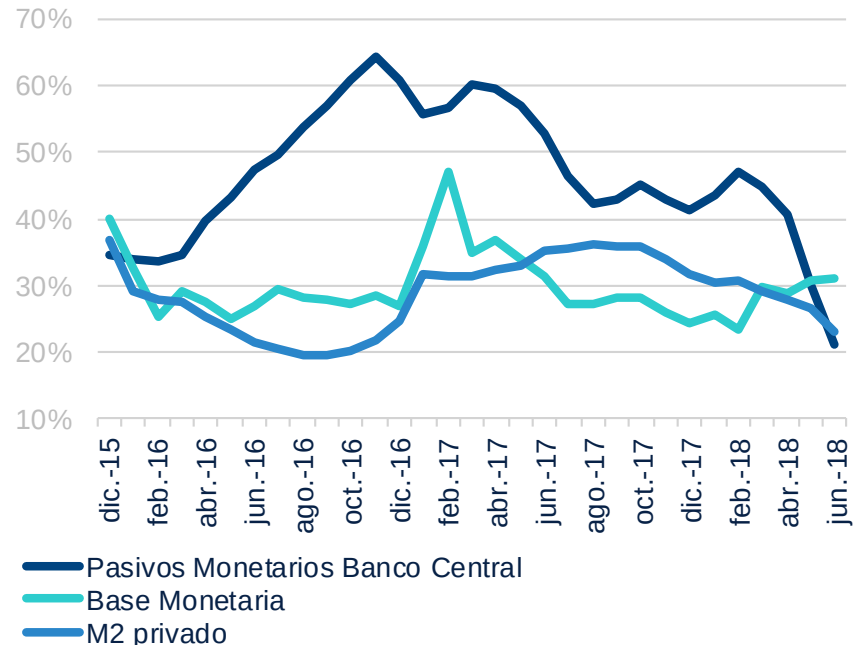
Tasa de Política Monetaria, tasa Lebac mercado secundario e inflación esperada
(% a/a)



Fuente: BBVA Research, y BCRA

El BCRA fijó la TPM en 40% al inicio de la crisis y esperamos lenta baja a medida que la inflación converja a niveles menores. La tasa de Lebac es más elevada y muestra más volatilidad por el compromiso de reducir el stock de letras conteniendo la liquidez de modo de evitar impactos sobre el tipo de cambio

Agregados Monetarios: M2, Base Monetaria y Base Monetaria ampliada
(Variación % a/a)



Fuente: BBVA Research, y BCRA

El BCRA anunció que se complementarían el esquema de metas de inflación con la tasa de interés como instrumento con un seguimiento más atento a los agregados monetarios. La trayectoria de M2 y los pasivos amplios del BC ya reflejan la mayor astringencia monetaria

Un ajuste fiscal a mayor ritmo requerirá acuerdos políticos para alcanzar las metas acordadas con el FMI en 2019

Acuerdo FMI, metas de variación de ingresos y gasto primario

(en % del PIB)

	2018	2019	2020	Acum.
Ingresos	-0,4	0,4	0,1	0,1
Gasto Primario	-1,5	-1,1	-1,1	-3,7
Prestaciones sociales	0,1	0,5	-0,2	0,4
Subsidios energía y transporte	-0,3	-0,4	-0,4	-1,1
Salarios y bienes y servicios	-0,4	-0,2	-0,1	-0,7
Transferencias a provincias	-0,2	-0,3	-0,1	-0,6
Otro gasto corriente	0,0	-0,1	0	-0,1
Gasto de capital	-0,7	-0,6	-0,3	-1,6

- La meta corregida de 2,7% del PIB para 2018 puede cumplirse inclusive con cierta holgura ya que en 1S18 el déficit primario fue de 0,8% del PIB
- Nuestra proyección de déficit total después de intereses se mantiene en 5,3 % debido a que la mejora del primario será neutralizada por mayor carga de intereses de la deuda.
- La reducción del déficit primario de 1,3% del PIB comprometida para 2019 exigirá seguir haciendo ajustes en el gasto primario ya que no se contemplan aumentos en la presión impositiva.
- Las prestaciones sociales tendrían un leve aumento, pero continuará la reducción de subsidios. Se suman recortes en el gasto de capital, masa salarial del sector público y transferencias a provincias que requerirá negociaciones con la oposición

Argentina evitará acceder a los mercados internacionales en lo que resta de 2018 y 2019

Programa Financiero 2018-2019

(USD mM)

	Jul-Dic 2018	2019
Necesidades financieras	19,6	32,3
Déficit primario	8,4	7,4
Intereses (sector priv.)	6,0	14,0
Amortización capital (sector priv.)	5,2	10,9
Bonos internacionales	0,3	2,8
Repo	3,9	3,2
Bonos domésticos	1,0	5,0
Fuentes de financiamiento	19,6	32,3
Mercado internacional (bruto)	0,0	3,0
Repo	0,0	4,0
Organismos	16,4	13,0
FMI	13,4	11,7
Otros	3,0	1,3
Mercado doméstico (bruto)	3,2	12,3
Intra sector público	0,0	0,0
Financiación neta del mercado		8,0
PIB (%)	0,4	1,4
Tipo de cambio (del 28/6/18)	27,81	27,81

Supuestos: Excluye Letes y supone renovación total de vencimientos en 2018 y 2019.

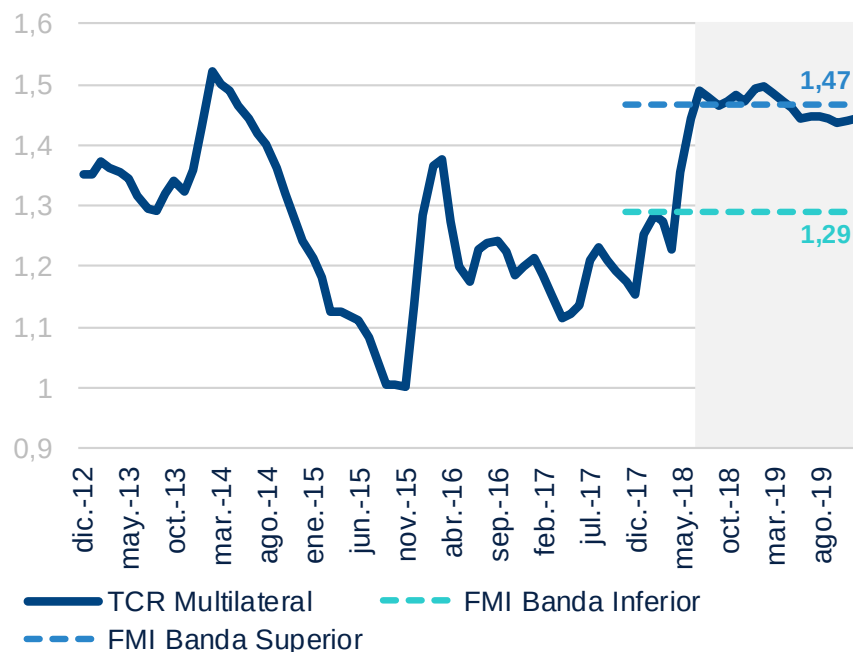
Necesidades financieras brutas de 2019 serán financiadas en el mercado doméstico.

Fuente: BBVA Research y Ministerio de Hacienda

- El programa financiero oficial para 2019 contempla la emisión de USD 8 mM de deuda, en términos netos, a colocar en el mercado doméstico
- La mayor parte del déficit será cubierto por los desembolsos del FMI y de Organismo Multilaterales de Crédito
- El programa supone la renovación de la deuda que vence incluyendo las Letes en dólares (unos USD 18 en 2018 mM)
- El reemplazo gradual de las Lebac con deuda del Tesoro comprometido con el FMI, además del objetivo de alargamiento de plazos, podría adicionar algo de volatilidad a los mercados durante el año

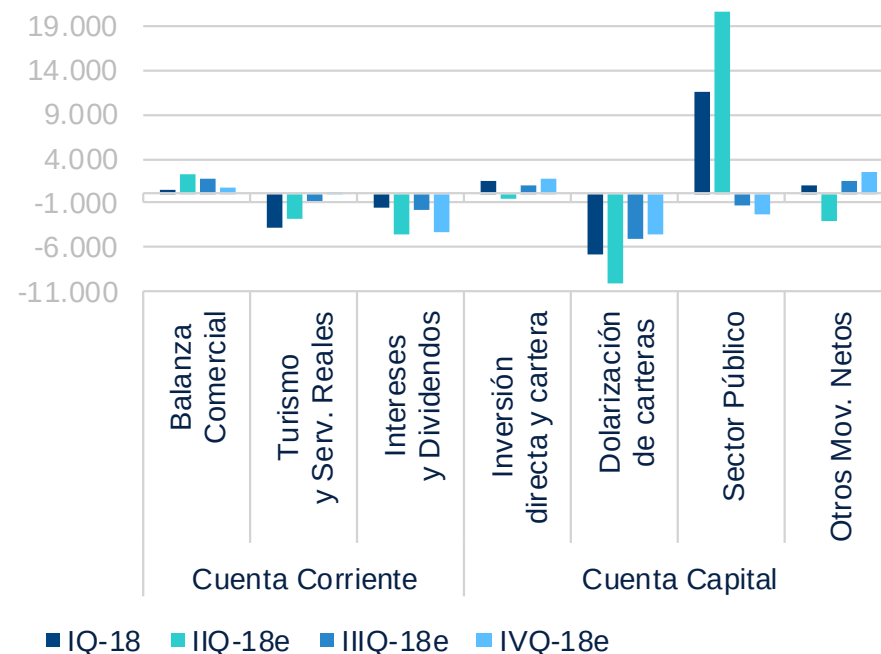
El ajuste del sector externo requiere de un tipo de cambio real depreciado y estable

Tipo de Cambio Real Multilateral y bandas FMI (Índice Base 2015:11=1)



Fuente: BBVA Research, BCRA y Haver

Balanza Cambiaria 2018: principales rubros (Millones de dólares)



Fuente: BBVA Research, y BCRA

El ajuste en la cuenta corriente será lento: 0,2pp en 2018 y 0,6pp en 2019 por la sequía. La depreciación real del peso de 25% en 2018, si el *pass-through* es moderado, reducirá las importaciones de bienes pero sobre todo de servicios, con un fuerte ajuste en turismo

El menor atesoramiento de dólares permitirá, junto con la reducción del déficit en cuenta corriente, recuperar el nivel de Reservas netas en alrededor de USD 5,5 mM de acuerdo a lo pactado con el FMI

Argentina podría reducir su vulnerabilidad externa con más IED pero esto requiere evitar cambios en las reglas del juego

Ranking comparado: Recepción de IED, atractivo potencial y atractivo potencial incluyendo variable institucional (2010-2017)

Total de países: 189

País	Recepción IED	Atractivo potencial IED	Atractivo Potencial IED con Variable Institucional
Brasil	19	46	58
Colombia	25	77	57
China	27	5	39
España	37	27	30
México	41	23	28
República Checa	46	12	11
Uruguay	52	71	52
India	61	21	47
Turquía	79	2	5
Argentina	86	33	60
Egipto	89	43	61

Fuente: BBVA Research, World Bank, FMI, Heritage Foundation

El potencial de Argentina como destino de IED no sólo depende de la dotación de recursos naturales y el tamaño del mercado sino que la estabilidad jurídica e institucional es una variable clave a la hora de determinar el atractivo de una economía para los inversores de largo plazo

La atención de las urgencias coyunturales, junto con el costo político de rebalancear la economía hacia un mayor ahorro, puede generar retrocesos en el avance de las reformas estructurales y la mejora de la institucionalidad

Previsiones macroeconómicas anuales

	2016	2017	2018 (e)	2019 (e)
PBI INDEC Base 2004 (% a/a)	-1,8	2,9	0,5	1,5
Inflación IPC Nacional (% a/a, fdp)	39,4	24,8	29,6	20,8
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	15,8	17,7	28,9	32,9
Tasa de política monetaria (% fdp)	24,8	28,8	32,0	21,0
Consumo Privado (% a/a)	-1,0	3,5	0,5	0,1
Consumo Público (% a/a)	0,3	2,2	-1,1	-0,1
Inversión (% a/a)	-4,9	11,0	6,4	0,3
Resultado Fiscal (% PIB)	-5,8	-6,0	-5,3	-4,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,7	-4,9	-4,7	-4,1

(e) Estimación.

Fuente: BBVA Research



BBVA Research

Situación Argentina 3T18

Julio 2018

Creando Oportunidades