

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

BBVA | Research

Situación Argentina

3° TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE ARGENTINA

Índice

1. Resumen	3
2. Entorno global: Crecimiento estable en 2017-18, con riesgos todavía a la baja	5
3. Argentina: se afianza la recuperación de la economía	7
4. La inflación comienza a ceder tras un trimestre de datos negativos	9
5. Continúa la dureza de la política monetaria	11
6. Las metas de reducción del déficit fiscal se cumplirán	13
7. El mayor desequilibrio externo no se revertirá hasta que empiecen a madurar las reformas que mejoran la competitividad	15
8. El resultado de las elecciones parlamentarias de octubre será clave para la continuidad de la política económica	17
9. Tablas	18

Fecha de cierre: 11 de julio de 2017

1. Resumen

La economía argentina entró en su tercer trimestre consecutivo de recuperación, logrando un crecimiento de 1,1% t/t en términos desestacionalizados en el primer trimestre de 2017, impulsado principalmente por la inversión. Esto confirma nuestras previsiones de crecimiento de 2,8% para 2017 y de 3% para 2018 en un escenario donde el resultado de las elecciones parlamentarias de octubre 2018 no produce grandes cambios en la política económica sino que se prosigue con una política fiscal relativamente laxa y una política monetaria relativamente dura, pero en el que la reducción de la incertidumbre electoral y de la inflación impulsan el crecimiento de la inversión y el empleo.

Luego de 3 meses cerca del 2,5% mensual debido al impacto de aumento de tarifas de energía, la inflación bajó a 1,4% en junio, con una inflación subyacente en 1,5% según el IPC GBA. Estimamos que esta tendencia gradualmente decreciente de la inflación núcleo se mantendrá en los próximos meses en virtud de una política monetaria que seguirá siendo relativamente dura. Considerando que se retoman los aumentos de tarifas en 4T17, la inflación medida por el IPC GBA del INDEC alcanzará 19,5% a fin de 2017 (22,4% en la medición de CABA), aún por encima del objetivo del BCRA de 17% a/a. A juzgar por su evolución comparativa en 1S17, el nuevo IPC Nacional, que se utilizará para evaluar el cumplimiento de las metas de inflación a partir de julio, no generará cambios importantes en la factibilidad de lograr los objetivos del BCRA.

El Banco Central será cauto en su reducción de la tasa de política monetaria luego de haber reconocido su apresuramiento en bajarla a principios de 2017. En línea con nuestra previsión de inflación en descenso en la segunda mitad de año, estimamos que irá recortando la TPM gradualmente hasta alcanzar 21% en diciembre 2017, manteniendo una tasa aún alta en términos reales mientras dure el proceso de desinflación. Si bien este nivel de tasas de interés continuará atrayendo ingreso de capitales de corto plazo, es de esperar que en lo que resta del año el exceso de oferta de divisas se modere. Empezará a crecer la demanda por importaciones a la vez que la proximidad de las elecciones alentará la toma de coberturas por parte de empresas y agregará volatilidad. En este contexto, el tipo de cambio se depreciará a una tasa más elevada que en el primer semestre del año, pero sin cambiar la tendencia de mediano plazo de apreciación real del peso.

La meta fiscal de 1S17 se cumplirá con holgura con ayuda del sinceramiento fiscal, dando espacio para la mayor expansión estacional del gasto en 4T17, sin poner en peligro alcanzar el objetivo anual de 4,2% del PIB de déficit primario en 2017. Lograr un déficit primario de 3,2% del PIB en 2018 luce más ambicioso ya que implica una reducción del gasto de 1% del PIB a lograr básicamente a través de la reducción de subsidios energéticos y de transporte ya que, en un sendero de desinflación las jubilaciones y subsidios sociales continuarán aumentando en términos reales debido a su indexación a la inflación pasada. El gobierno se ha comprometido a una reforma tributaria en 2018 pero con estas metas exigentes, es poco probable que la reforma implique una baja sustancial de impuestos en el corto plazo.

Estimamos que la balanza comercial se seguirá deteriorando gradualmente en los próximos años básicamente por la recuperación de la economía y la inversión mientras que el dinamismo de las exportaciones dependerá de que empiecen a madurar las mejoras en infraestructura de transporte y productividad. El déficit en servicios reales (turismo) se mantendrá por encima del 1% del PIB en 2017 y 2018 reflejando la apreciación del tipo de cambio real con lo cual el déficit en cuenta corriente se ubicará en torno a 3,5% del PIB. La gradual reducción de la vulnerabilidad externa dependerá de mejorar la competitividad de las exportaciones ya que la economía necesitará mantener un cierto nivel de importaciones para continuar creciendo. Pese al levantamiento de restricciones cambiarias y un clima de negocios favorables, la inversión extranjera directa aún es inferior al 2% del PIB, por debajo de la media de la región.

Las elecciones parlamentarias de octubre se presentan como un hito para el escenario 2018-19. Aún no hay encuestas confiables, pero es poco probable que cambie notoriamente la composición de fuerzas en el Congreso y el oficialismo seguirá necesitando el apoyo de otros partidos para conseguir la aprobación de leyes claves. El resultado de la elección de senadores por la provincia de Buenos Aires tendrá importante influencia sobre la fortaleza política del gobierno y la gestión de la política económica. Un resultado fuertemente adverso para Cambiemos (de muy baja probabilidad) podría aumentar el costo del financiamiento y obligar al gobierno a realizar un ajuste fiscal más rápido, con un posible impacto negativo sobre el nivel de actividad económica. Por el contrario, una victoria contundente le daría mayor capital político para realizar reformas estructurales y mejorar la productividad de la economía. Una caída sustancial en el riesgo país permitiría financiar un déficit mayor y avanzar más rápidamente con la eliminación de impuestos distorsivos a nivel nacional y provincial, potenciando el crecimiento de mediano plazo.

2. Entorno global: Crecimiento estable en 2017-18, con riesgos todavía a la baja

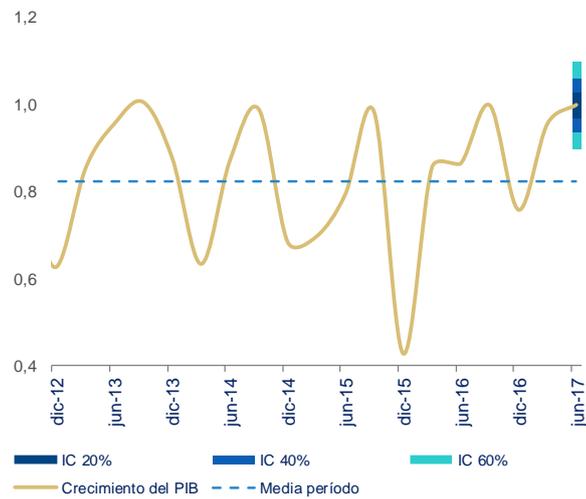
La economía global se ha estado acelerando en los últimos trimestres y se ha acercado a tasas de crecimiento del 1% trimestral (Gráfico 2.1), pero tiende a estabilizarse. Los datos de confianza a nivel global son claramente positivos, sobre todo en las economías avanzadas, y parecen haberse instalado en valores elevados. El comercio mundial se ha recuperado rápidamente desde niveles muy débiles a mediados del año pasado. Todo ello ha llevado también a una recuperación de la actividad industrial y de la inversión a nivel global.

Esta dinámica positiva responde al principal factor de la expansión reciente -los estímulos de política económica de la economía China- que han impulsado su economía y han arrastrado con ello a otros países de Asia y al resto de la economía mundial. Otros soportes del buen comportamiento cíclico, como unas políticas monetarias extremadamente acomodaticias en la mayoría de los países avanzados, una política fiscal que ha sido neutral o expansiva recientemente, o los precios de las materias primas relativamente moderados, han ayudado a la recuperación global, en un entorno de mercados financieros tranquilos.

La mejora, que sobre todo afecta a las economías avanzadas, va acompañada de un cierto reequilibrio desde Estados Unidos hacia Europa. Las economías emergentes, por su parte, han tenido un comportamiento menos positivo, y más heterogéneo, con una salida de la desaceleración más lenta de lo previsto en Latinoamérica, y un comportamiento diferenciado en función de la dependencia de los ingresos por materias primas.

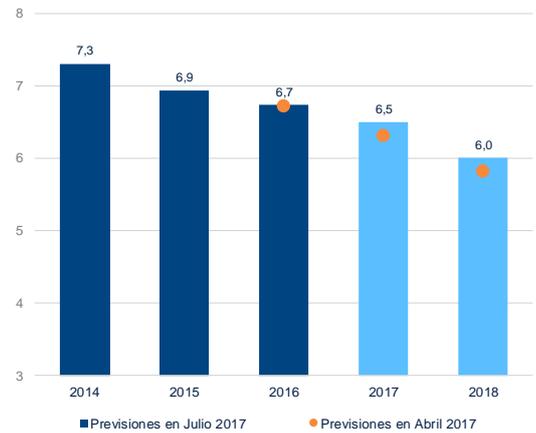
El tono en los mercados financieros ha sido positivo, con volatilidades en mínimos históricos, a pesar de la persistente incertidumbre económica, política y geopolítica, así como de la corrección de las expectativas de impulso fiscal en Estados Unidos. Con ello, las tasas de interés de largo plazo se han mantenido ancladas, corrigiendo parte de las subas de los trimestres previos y la apreciación del dólar se ha frenado. La gran pregunta es si los mercados están siendo demasiado complacientes, sobre todo teniendo en cuenta que los principales bancos centrales están avanzando en el proceso de normalización. El tono de la política monetaria sigue siendo acomodaticio, pero en el último trimestre, en paralelo con la mejora económica, se han dado pasos adicionales en dicho proceso.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial. Previsiones basadas en BBVA-GAIN (% , t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Crecimiento del PIB en China (%)



Fuente: BBVA Research

Se mantiene nuestra visión de aumento del crecimiento mundial, que pasaría de 3,1% en 2016 a 3,3% en 2017 y 3,4% en 2018

Nuestras nuevas previsiones implican que el crecimiento a nivel global se mantiene en el 3,3% para 2017 y el 3,4% para 2018. En China, revisamos al alza el crecimiento en alrededor de 0,2pp en 2017-18, con lo que se alcanzaría el objetivo de las autoridades del 6,5% en 2017, aunque continuamos esperando una desaceleración en 2018 hasta el 6% (Gráfico 2.2). También en Europa hemos revisado la previsión de crecimiento al alza

en tres décimas en 2017, hasta el 2%, de la mano de las exportaciones y la inversión, con una cierta desaceleración para 2018 hasta el 1,7%. Por el contrario, revisamos ligeramente a la baja la previsión de EE.UU. hasta el 2,1% en 2017 y el 2,2% en 2018 (Gráfico 2.2), por un desempeño por debajo de lo previsto en el primer trimestre y por las mayores dificultades para aprobar medidas fiscales expansivas y acometer reformas. En Latinoamérica, el deterioro de los precios de las materias primas este año, y una mayor incertidumbre doméstica en varios países hacen que la salida de la desaceleración esté siendo más lenta de lo previsto. Estas previsiones implican que en los próximos trimestres los países emergentes deberían recuperar terreno respecto a los avanzados y a China, que han liderado la mejora reciente.

3. Argentina: se afianza la recuperación de la economía

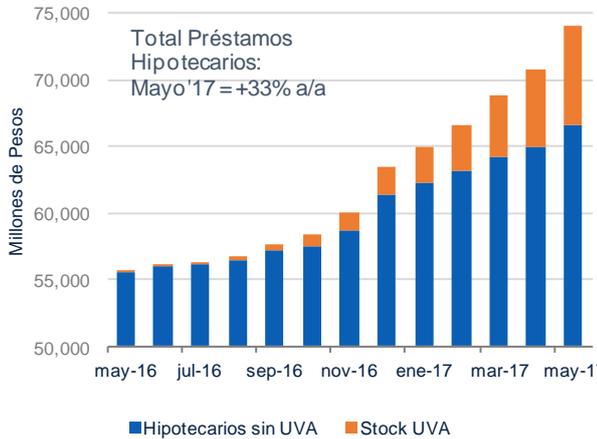
A este ritmo de aumento trimestral, la economía crecerá 2,8% en 2017

Se confirmó que la economía continúa afirmando el ritmo de expansión, al conocerse un aumento del PIB de 1,1% t/t, en términos desestacionalizados, y de 0,1% a/a en el primer trimestre de 2017. Este crecimiento fue mayor al esperado (BBVAe: 0,6% t/t), pero dado que los datos parciales del 2T17 indican un crecimiento algo más débil que el previsto, mantenemos nuestra estimación para el año. El indicador mensual de actividad EMAE de abril registró un aumento de 0,6% a/a, al tiempo que la construcción (ISAC) aumentó 10,4% a/a en abril-mayo, mientras la industria (EMI) se recuperó en mayo para promediar sólo 0,9% a/a en el bimestre. En base a este comportamiento dispar donde algunos sectores no terminan de despegar, hemos revisado ligeramente a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2T17 a 1% t/t desestacionalizado. Estimamos que la economía mantendrá un ritmo similar de crecimiento en 3T17 y 4T17 para cerrar el año con un aumento del PIB de 2,8%.

En cuanto a la composición por agregados, en línea con lo esperado, todos los componentes de la demanda doméstica aumentaron trimestre contra trimestre, revirtiendo el comportamiento negativo de la mayoría en el 4T16 en que sólo crecían significativamente las exportaciones. En el primer trimestre de 2017, la inversión comenzó a traccionar más firmemente el crecimiento (+1,7% t/t) y se recuperó también el consumo privado (+1,4% t/t). Tanto la actividad de la construcción como la inversión en maquinaria y equipo contribuyeron positivamente a la formación de capital 1T17 y estimamos que esta tendencia se mantendrá en el resto del año impulsada por la obra pública, y en menor medida la construcción residencial que estimamos empezará a despegar de la mano de la aparición del crédito hipotecario en unidades indexadas UVA (Gráfico 3.1). En este sentido, mantenemos también nuestra visión de desempeño relativo de los componentes de la demanda agregada (Gráfico 3.2) para 2017, con una leve revisión a la baja del aumento de las exportaciones dado el desempeño del 1S17, compensado por algo más de dinamismo en el consumo interno.

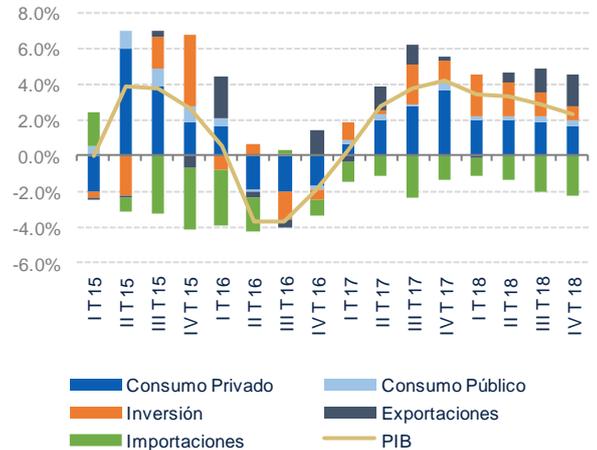
El empleo registrado muestra síntomas de mejora con un crecimiento de 1,1% a/a en el acumulado a abril impulsado básicamente por el empleo público y por cuenta propia ya que la ocupación en el sector privado formal se contrajo apenas 0,1% durante este período. Con más de la mitad de los convenios laborales acordados y considerando el arrastre estadístico en los aumentos del 2S16, estimamos que los salarios en el sector formal crecerán en torno a 28,8% a/a en promedio y la masa salarial aumentará unos 3-4 pp en términos reales, sin llegar a recuperar la pérdida de poder adquisitivo de 2016. Pese a estas mejoras en el mercado laboral, los indicadores de ventas reales en supermercados y centros de compras continúan registrando caídas en términos interanuales, posiblemente reflejando en parte cambios de hábitos de los consumidores hacia distintos puntos de venta y también una mayor propensión al ahorro en los sectores de mayores ingresos alentada por el cambio en la política monetaria.

Gráfico 3.1 Mercado hipotecario: crédito total e indexado



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA

Gráfico 3.2 Contribución al crecimiento por sectores de la demanda agregada



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC

El perfil de crecimiento que estimamos para 2017 deja un arrastre estadístico positivo de 1,6% para 2018 que contribuirá a sostener el aumento del PIB de 3% el año próximo. Nuestras proyecciones contemplan una desaceleración del crecimiento trimestral a un promedio de 0,6% t/t luego de la fuerte expansión que tuvo la inversión en infraestructura en 2017 tras la fuerte caída de 2016. Sin embargo, si después de las elecciones, se reduce la incertidumbre y se afirma la inversión privada tanto en infraestructura como en otros sectores, la desaceleración podría ser menor que la estimada actualmente y conducir a un mayor crecimiento en 2018.

Leve sesgo al alza en el crecimiento de 2018 si la inversión privada despegas tras las elecciones.

El resultado de las elecciones parlamentarias de octubre 2017 sin duda tendrá impacto sobre la confianza tanto de los consumidores como de los empresarios y afectará por tanto a las decisiones de política económica. Nuestro escenario base para 2018 asume que no hay grandes cambios en la política económica sino que se prosigue con una política fiscal relativamente laxa y una política monetaria relativamente dura, avanzando gradualmente con las reformas estructurales pero sin un fuerte quiebre respecto a lo observado hasta ahora. Sin embargo, la reducción de la incertidumbre electoral y de la inflación impulsarán el crecimiento de la inversión y el empleo en los próximos años.

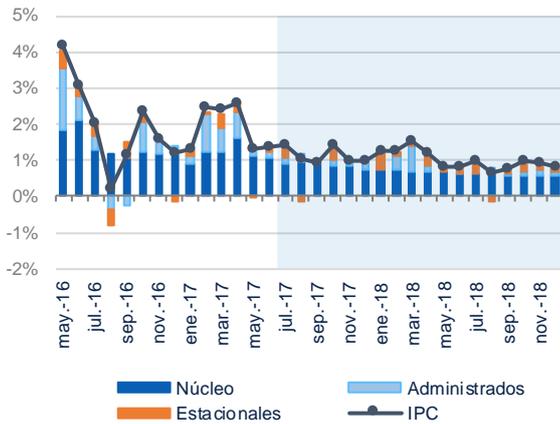
4. La inflación comienza a ceder tras un trimestre de datos negativos

Mantenemos nuestras previsiones de inflación levemente por encima de las metas del BCRA en 2017 y 2018

La tasa de inflación se redujo a 1,3% en mayo y a 1,4% mensual en junio, luego de haber promediado 2,5% m/m en los 3 meses previos. La baja de la inflación refleja no sólo el fin del cronograma de aumentos en precios regulados, sino también una caída en la tasa de inflación subyacente (que descendió de 2% mensual a 1,55% m/m en promedio en el bimestre) y una desaceleración del aumento de precios de alimentos (Gráfico 4.1). Estimamos que esta tendencia decreciente de la inflación núcleo se mantendrá en los próximos meses para alcanzar un promedio de 1,1% mensual en 3T17 en virtud de una política monetaria que seguirá siendo relativamente dura. Considerando que se retoman los aumentos de tarifas en 4T17, la inflación medida por el IPC GBA del INDEC alcanzará 19,5% a fin de 2017 tal como reportábamos en nuestro Situación anterior. También mantenemos sin cambios la previsión de 12,9% para 2018 que contempla una estabilización de la inflación subyacente en alrededor de 0,9% mensual y una incidencia de aumento de tarifas energéticas de 1,9 pp.

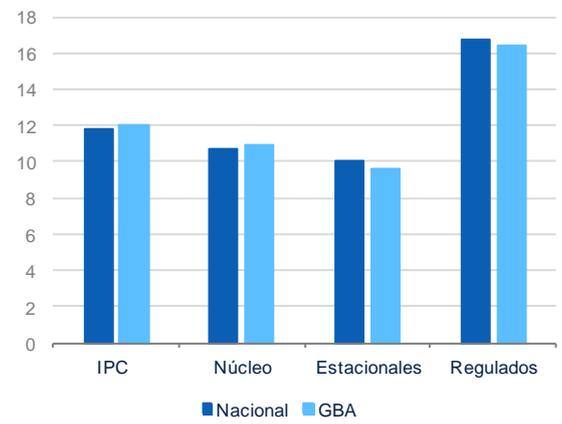
Pese al endurecimiento de la política monetaria a partir de abril, las expectativas de inflación del consenso de analistas relevados por el BCRA se mantienen en torno al 21,6% a/a para diciembre 2017 (y por encima de 21% desde marzo) aunque se espera una baja a 17,1% en los próximos 12 meses. Sin embargo, las expectativas del público (según el relevamiento de la Universidad Di Tella) han corregido a la baja en el último trimestre desde 25% en marzo a 20% a/a en junio. Los acuerdos salariales avanzan lentamente promediando aumentos entre 21-23% a/a que no suman presiones sobre la inflación. Hasta mediados de mayo, la estabilidad del tipo de cambio contribuyó a sostener las expectativas de inflación a la baja y es de esperar que los recientes episodios de volatilidad no sean trasladados mayoritariamente a precios ya que se descontaba una mayor tasa de depreciación en la segunda mitad del año. La excepción podría estar dada por el aumento de precios de combustibles esperado para julio que obedece a la fórmula de ajuste que tiene en cuenta tanto el incremento del precio internacional del petróleo como el tipo de cambio y que tendría una incidencia cercana a 0,2 pp en la inflación de ese mes.

Gráfico 4.1 Inflación INDEC GBA por mes, incidencia de precios regulados, core y estacionales



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC

Gráfico 4.2 Inflación acumulada en 1S17 por componentes - IPC GBA e IPC Nacional



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC

El nuevo índice de inflación nacional (IPC Nacional) que se utilizará para evaluar el cumplimiento de las metas de inflación y que el INDEC publicó el 11 de julio no generará cambios importantes en la factibilidad de cumplir con las metas del BCRA ya que seguirá teniendo fuerte ponderación el Gran Buenos Aires. La primera medición correspondiente al mes de junio registró una inflación de 1,2% mensual, levemente por debajo del 1,4% registrado por IPC GBA (que era el anterior “benchmark” por ser el índice de mayor cobertura computado por INDEC) y también una inflación núcleo ligeramente menor de 1,3% m/m. Sin embargo, en el acumulado del año, el IPC Nacional mostró una inflación de 11,8% apenas por debajo del 12% registrado por el IPC GBA, y aumentos muy similares tanto en precios regulados como en la inflación núcleo (Gráfico 4.2).

5. Continúa la dureza de la política monetaria

Pero esperamos se moderen las presiones sobre el tipo de cambio en el 2do semestre

Debido a la fuerte astringencia monetaria del primer cuatrimestre del año pasado en el que el BCRA absorbió el “monetary overhang” de la administración previa, si comparamos en términos interanuales, la Base Monetaria aumentó 29% a junio, pero sólo creció mínimamente en 1,3% entre junio y diciembre 2016. Esto se debe en parte a que la reducción de 2 pp en los encajes bancarios, que implementó el BCRA a partir de marzo 2017, llevó a una caída los depósitos en cuenta corriente de las entidades en el Banco Central.

Al margen de estos efectos estadísticos, se mantuvo el tono restrictivo de la política monetaria ya que la creación de pesos por compras de divisas (principalmente las provenientes de la colocación de deuda del sector público) de \$ 104,5 mil millones y por adelantos al Tesoro de \$ 96,5 mM fueron mayormente absorbidas con la colocación de Lebac (\$109,5 mM) y Pases (Gráfico 5.1). En este contexto, los depósitos en pesos del sector privado aumentaron 10,3% entre junio y diciembre y los créditos en 15,7%, mientras que el stock de Lebac creció 43,3% en el mismo período (Gráfico 5.2). Además, en anticipación al aumento de 150 bp de la TPM en abril, el BCRA estuvo activo en el mercado secundario de Lebac presionando al alza la tasa de estos instrumentos desde marzo de modo de acercarla a la tasa de política monetaria (Gráfico 5.3).

Gráfico 5.1 Factores de expansión y contracción de la Base Monetaria (Ene-Jun 2017, \$ mil millones)

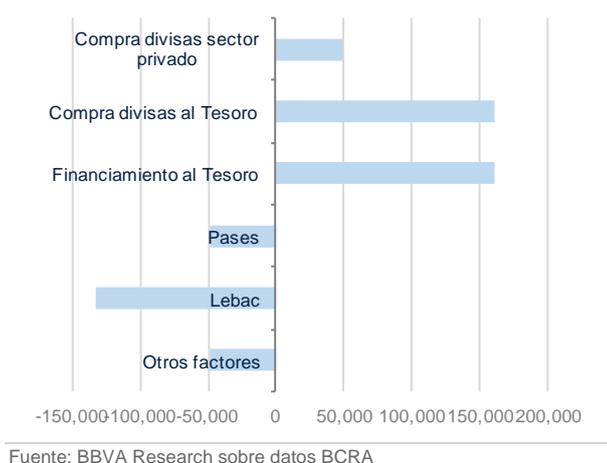
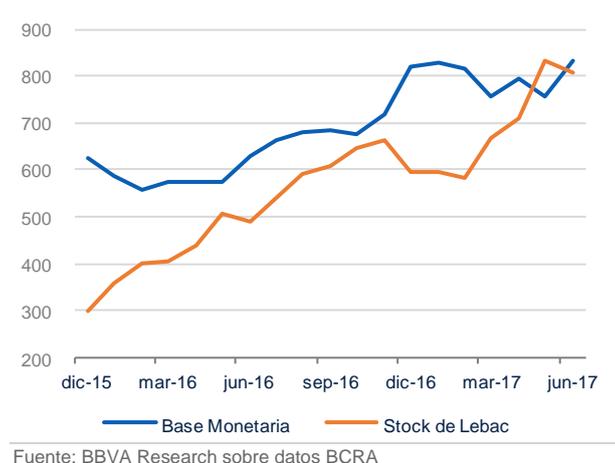


Gráfico 5.2 Base Monetaria y stock de Lebac (\$ mil millones)



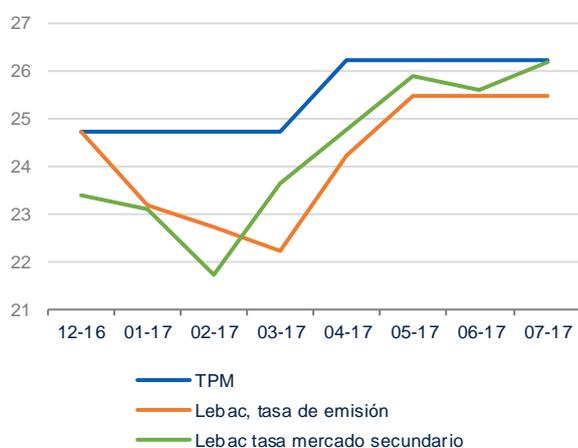
El BCRA será cauto en su reducción de la tasa de política monetaria luego de haber reconocido su apresuramiento en bajarla a principios de 2017. En línea con nuestra previsión de inflación en descenso en la segunda mitad de año, estimamos que irá recortando la TPM gradualmente de a 100 bp por mes a partir de agosto hasta alcanzar 21% en

diciembre 2017. Esto equivale a una tasa aún alta en términos reales (cerca de 8%) respecto a la inflación esperada en los siguientes 12 meses y obedece a la intención del Banco Central de sostener tasas positivas mientras dure el proceso de desinflación.

Si bien este nivel de tasas de interés continuará atrayendo ingreso de capitales de corto plazo, es de esperar que en lo que resta del año el exceso de oferta de divisas se modere respecto al primer cuatrimestre. A pesar de que el flujo de exportaciones podría reducirse menos que lo que indica la estacionalidad habitual debido a la demora observada en la liquidación de la cosecha de soja, las colocaciones de deuda del sector público nacional planeadas para el año ya se han completado prácticamente en un 95%. Empezará a crecer la demanda por importaciones a la vez que la proximidad de las elecciones alentará la toma de cobertura cambiaria por parte de empresas y agregará volatilidad. En este contexto, el tipo de cambio se depreciará a una tasa más elevada (8,2%) en el segundo semestre del año (incluso levemente por encima de la inflación) a diferencia del primer semestre en que apenas se devaluó 1,8% entre el promedio de diciembre 2016 y el promedio de junio 2017.

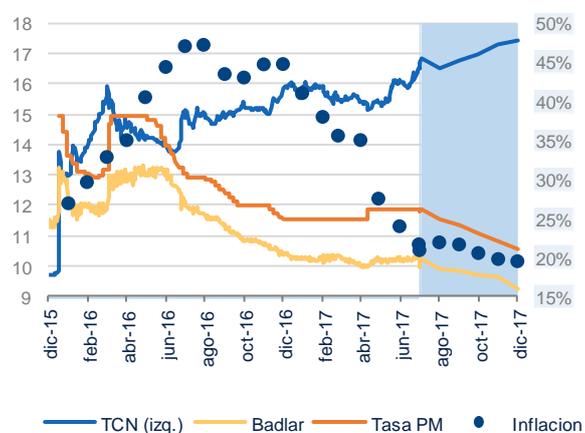
Los recientes episodios de depreciación rápida del tipo de cambio (contagio de Brasil por el escándalo político de Temer y desilusión de los mercados ante la no recategorización de Argentina a mercado emergente por MSCI) tuvieron reversiones parciales, sin llegar a alterar la tendencia de mediano plazo, pero contribuyeron a darle menos certidumbre a la apuesta por el carry trade en un contexto en donde se esperan menores tasas de interés y más volatilidad cambiaria en la segunda parte del año. A partir de mediados de junio, esta tendencia se profundizó tras anunciarse las listas de candidatos a las elecciones primarias de agosto y el peso se depreció 5% en 2 semanas, adelantando el debilitamiento que esperábamos para los meses previos a las elecciones. Por el momento, mantenemos nuestra previsión de \$ 17,5/USD para diciembre 2017 y \$ 18,8/USD para diciembre 2018 aunque más allá de los fundamentals sin duda la cotización del peso seguirá al ritmo de las encuestas y los escenarios políticos (Gráfico 5.4).

Gráfico 5.3 Tasa de Política Monetaria y Lebac en %



Fuente: BBVA Research y BCRA

Gráfico 5.4 Previsiones tipo de cambio



Fuente: BBVA Research y BCRA

6. Las metas de reducción del déficit fiscal se cumplirán

Pero no dejan mayor espacio para realizar una reforma tributaria integral

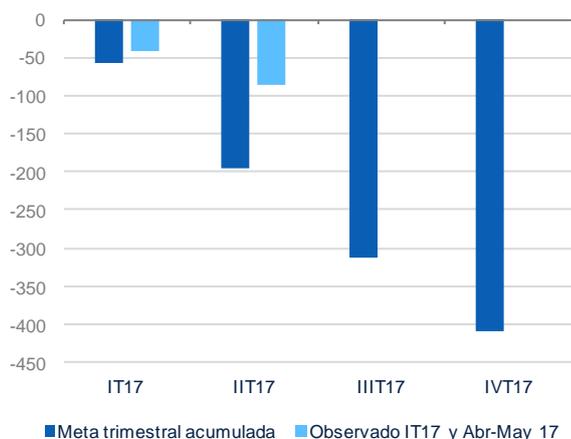
En el acumulado a mayo 2017, los ingresos fiscales totales crecieron 33,7% a/a, casi 10 pp más que la inflación, al igual que los ingresos tributarios (+31% a/a). Esta mejora se explica básicamente por un aumento de 35,8% a/a en las Contribuciones a la seguridad social (que representan 37% de los ingresos) y de la recaudación de penalidades por el sinceramiento fiscal que llegaron a más de 10% de los ingresos totales en lo que va del año. Sin embargo, estimamos que en el resto de 2017, el efecto de “exteriorización de capitales” se irá diluyendo con lo cual los ingresos fiscales aumentarán sólo 27% a/a en 2017, igualmente por encima del incremento del gasto primario estimado en 24,7% a/a.

En los primeros 5 meses del año, el gasto público excluyendo intereses creció a una tasa de 33% a/a impulsado principalmente por Jubilaciones y prestaciones sociales que aumentarán este año en términos reales por su indexación a la inflación pasada y el programa de “Reparación Histórica” que promete recomponer los haberes previsionales por deficiencias del pasado en el ajuste por inflación. También treparon por encima del promedio las transferencias a provincias por la restitución de fondos de la Seguridad Social impulsada por el fallo de la Corte Suprema de fines de 2015. En cambio los subsidios económicos cayeron fuertemente en términos reales, en particular los energéticos debido al aumento de tarifas de electricidad y gas natural. Estas tendencias se mantendrán en el segundo semestre, pero la variación interanual del gasto en el último trimestre será mucho más baja que la que se observa actualmente ya que no se repetirá el fuerte aumento de erogaciones (por cancelación de deudas y adelantos a provincias) que se dio a fines de 2016 ante el ingreso extraordinario de multas provenientes del sinceramiento fiscal. En este escenario, estimamos que no habrá dificultades para cumplir la meta de déficit primario de 4,2% del PIB este año. De hecho, el objetivo del primer semestre se cumplirá con holgura ya que el déficit acumulado en 5 meses del año asciende sólo a un 45% de la meta de la primera mitad del año, dando espacio para la mayor expansión estacional del gasto de fin de año sin poner en riesgo el objetivo anual (Gráfico 6.1).

La meta de 2018 de un déficit primario de 3,2% del PIB luce más ambiciosa ya que implica una reducción del gasto de 1% del PIB a lograr básicamente a través de la reducción de subsidios energéticos y de transporte ya que, en un sendero de desinflación, debido a la Ley de Movilidad que las indexa a los aumentos salariales pasados, las jubilaciones y subsidios sociales continuarán aumentando en términos reales. El gobierno se ha comprometido a avanzar en una reforma tributaria y previsional en 2018 de forma de reducir la presión impositiva sobre los sectores formales de la economía y mejorar la competitividad. La reforma pretende ser integral pero de aplicación gradual y enfocada a los reducir distorsiones impositivas como reducir el Impuesto a los Débitos y Créditos bancarios que desalienta la bancarización o bajar las cargas laborales no salariales para incentivar el empleo formal. Sin embargo, con estas metas exigentes, es poco probable que la reforma implique una baja sustancial de impuestos en el corto plazo al menos que el sinceramiento fiscal de 2016-17 haya resultado en una fuerte expansión de la base de tributación. Al mismo tiempo,

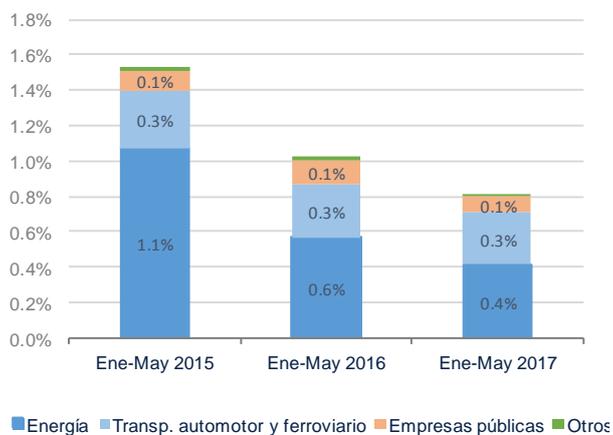
se firmó con la mayoría de los gobernadores un acta acuerdo inicial en cuanto a no incrementar el gasto provincial en términos reales, pero la negociación de la Ley de responsabilidad fiscal provincial en el Congreso llevará tiempo y no permitirá en el corto plazo una baja significativa de los impuestos provinciales que generan fuertes distorsiones (como es el caso de Ingresos Brutos).

Gráfico 6.1 Resultado fiscal acumulado a mayo 2017 y metas fiscales (\$ mil millones)



Fuente: BBVA Research sobre datos Ministerio de Hacienda

Gráfico 6.2 Subsidios a sectores económicos (% del PIB)



Fuente: BBVA Research sobre datos ASAP y Ministerio de Hacienda

Las necesidades financieras de USD 40 mil millones de 2017 ya están prácticamente cubiertas con las emisiones realizadas a la fecha. Con la reciente colocación de USD 2,75 mM en un bono a 100 años en mercados internacionales y de un bono ajustable por TPM por USD 4,5 mM, sólo restaría completar el programa de emisión de Letes en USD de corto plazo y emitir USD 2,4 mil millones en el mercado doméstico para cumplir con el programa financiero. La reciente decisión de MSCI de mantener a Argentina dentro de la categoría de mercado fronterizo (y no emergente) no tuvo mayor impacto sobre el mercado de bonos y es de esperar que los spreads de la deuda Argentina continúen reduciéndose gradualmente luego de despejadas las incertidumbres electorales, con lo cual no prevemos problemas de financiamiento en 2018 en que las amortizaciones de deuda internacional serán menores y las necesidades totales de financiamiento, excluyendo los vencimientos de Letes de corto plazo, serían similares a las de 2017 aún suponiendo menor asistencia al Tesoro por parte del BCRA.

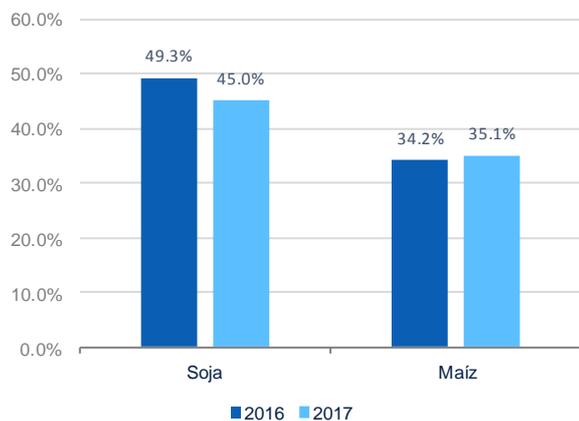
7. El mayor desequilibrio externo no se revertirá hasta que empiecen a madurar las reformas que mejoran la competitividad

En línea con lo esperado, las importaciones han comenzado a expandirse a una tasa más acorde con el ritmo de crecimiento y acumulan una suba de 12,4% a/a a mayo de 2017, de la cual 9,4% a/a corresponde a un aumento de las cantidades importadas. En cambio, las exportaciones sólo han crecido 1,6% a/a en el período con una caída de 4,1% en los volúmenes exportados. Si bien parte de esta contracción se debe a que en la primera mitad de 2016 se liquidaron exportaciones retenidas correspondientes al período del cepo por USD 2mM, las colocaciones de productos primarios y Manufacturas de origen Agropecuario en abril y mayo aún muestran variaciones fuertemente negativas en 2017 pese a que la cosecha habría sido similar a la de 2016. La estabilidad del tipo de cambio, la caída reciente en el precio de la soja y la disponibilidad de financiamiento a tasas bajas en dólares también podrían haber contribuido a que los productores de maíz y soja no hayan concretado exportaciones en la misma proporción que otros años, a la espera de mejores condiciones (Gráfico 7.1).

Pese a que estimamos que esta demora se zanjará en parte en la segunda mitad del año, las exportaciones tendrán menor dinamismo que el esperado en el total del año por lo cual hemos revisado a la baja la balanza comercial a un déficit (FOB-CIF) de USD 2550 millones. Continuamos esperando que los términos del intercambio no favorezcan el balance externo de Argentina en 2017 (-2,7%) teniendo en cuenta la recuperación esperada de los precios de importación (impulsados por el petróleo) en el segundo semestre de 2017 y la perspectiva a la baja para los precios de soja y derivados.

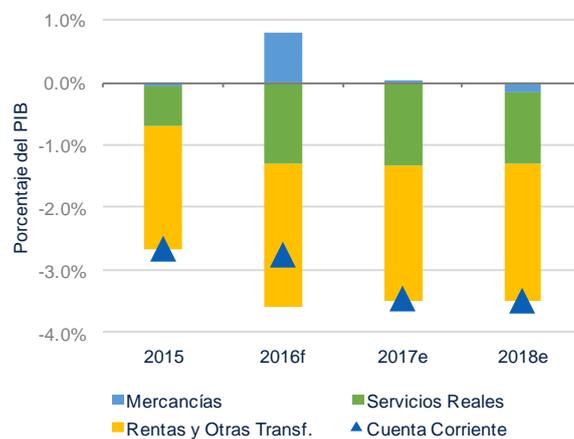
Estimamos que la balanza comercial se seguirá deteriorando gradualmente en los próximos años básicamente porque la recuperación de la economía y la inversión traerán aparejadas una mayor necesidad de bienes de capital e insumos que no se producen en el país, mientras que el dinamismo de las exportaciones se recuperará más lentamente ya que depende de que empiecen a madurar las mejoras en infraestructura de transporte y productividad. No esperamos una reducción significativa del déficit en servicios reales (en gran parte por Turismo emisor) que se mantendrá por encima del 1% del PIB en 2017 y 2018, reflejando la apreciación del tipo de cambio real. Sumadas las cargas de intereses y remisión de dividendos, el déficit en cuenta corriente se ubicará en 3,5% del PIB este año y el próximo (Gráfico 7.2). Su gradual reducción a niveles de menor vulnerabilidad a futuro dependerá crucialmente de mejorar la competitividad de las exportaciones, tanto de bienes como servicios, ya que la economía necesitará mantener un cierto nivel de importaciones para mantener la tasa de crecimiento. A pesar del levantamiento de restricciones cambiarias y un clima de negocios favorables, la inversión extranjera directa aún se encuentra al 1%, bien por debajo del resto de la región y de los niveles alcanzados durante la Convertibilidad en que promedió 2% del PIB.

Gráfico 7.1 Compras de granos de parte de exportadores e industria como % de la cosecha total



Fuente: BBVA Research sobre datos Ministerio de Agroindustria

Gráfico 7.2 Balance por cuenta corriente por componentes (% del PIB)



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC

8. El resultado de las elecciones parlamentarias de octubre será clave para la continuidad de la política económica

El crecimiento en Brasil sigue siendo débil y la locomotora china ha perdido impulso lo cual pone límite a la posibilidad de una rápida mejora de las exportaciones y los precios internacionales de los commodities. Sin embargo, un escenario internacional en el que prevalece la abundante liquidez y el retiro de los estímulos monetarios por parte de los bancos centrales de los países desarrollados se produce sin mayores sobresaltos sigue siendo un escenario relativamente favorable para Argentina ya que permite financiar su desequilibrio externo y fiscal en la transición hacia una economía más competitiva.

En este contexto, las elecciones parlamentarias de octubre se presentan como un hito ineludible a la hora de diseñar escenarios para 2018-19. Si bien no hay aún encuestas confiables por lo reciente de la presentación de las listas de candidatos, es poco probable que luego de los comicios, cambie notoriamente la composición de fuerzas en el Congreso por lo que cada partido pone en juego según la cantidad de senadores y diputados que le toque renovar. En este sentido, y como hasta ahora, el oficialismo seguirá necesitando el apoyo de otros partidos de la oposición y de los gobernadores provinciales para conseguir la aprobación de leyes claves.

Sin embargo, el resultado de la elección de senadores por la provincia de Buenos Aires, en la medida que sea indicativo del posible resultado de la carrera presidencial del 2019, tendrá una importante influencia sobre el capital político del gobierno y sobre la gestión de la política económica. Un resultado fuertemente adverso para Cambiemos (al cual se le asigna muy baja probabilidad) podría aumentar la conflictividad política y la prima de riesgo país. El consecuente encarecimiento del financiamiento externo obligaría al gobierno a realizar un ajuste fiscal más rápido y a postergar la reforma tributaria, con un posible impacto negativo sobre el nivel de actividad económica y mayor depreciación del tipo de cambio. Inversamente, una victoria contundente de Cambiemos en las elecciones de octubre le daría mayor capital político al gobierno para realizar reformas estructurales y mejorar la productividad de la economía. En este caso, una caída sustancial en el riesgo país permitiría financiar un déficit mayor y avanzar más rápidamente con la eliminación de impuestos distorsivos a nivel nacional y provincial, potenciando la competitividad y el crecimiento de mediano plazo.

9. Tablas

Tabla 9.1 Previsiones macroeconómicas anuales

	2015	2016	2017e	2018e
PBI INDEC Base 2004 (% a/a)	2,6	-2,2	2,8	3,0
Inflación IPC CABA (% a/a, fdp)	26,9	41,0	22,4	12,9
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	11,4	15,8	17,7	18,8
Tasa de política monetaria (% fdp)	33,0	24,8	21,0	16,5
Consumo Privado (% a/a)	3,5	-1,4	3,1	2,6
Consumo Público (% a/a)	6,8	0,3	2,0	2,0
Inversión (% a/a)	3,8	-5,1	8,0	7,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-5,2	-5,9	-5,9	-5,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,7	-2,8	-3,5	-3,5

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.2 Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB INDEC (% a/a)	Inflación CABA (% a/a, f.d.p.)	Tipo de cambio (vs. USD, f.d.p.)	Tasa de política monetaria (%, f.d.p.)
T1 16	0,6	35,0	15,0	38,0
T2 16	-3,7	47,1	14,1	30,8
T3 16	-3,7	43,1	15,1	26,8
T4 16	-1,9	41,0	15,8	24,8
T1 17	0,3	35,0	15,5	24,8
T2 17	2,8	23,6	16,1	26,3
T3 17	3,8	25,0	17,2	24,0
T4 17	4,2	22,4	17,7	21,0
T1 18	3,5	18,7	18,2	19,8
T2 18	3,4	15,1	18,1	18,6
T3 18	2,9	14,0	18,3	17,5
T4 18	2,3	12,9	18,8	16,5

Fuente: BBVA Research

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.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Argentina

Economista Jefe de Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Marcos Dal Bianco
marcos.dalbiano@bbva.com

Juan Manuel Manias
juan.manias@bbva.com

María Celeste González
celeste.gonzalez@bbva.com

Andrea Savignone
asavignone@bbva.com

Adriana Haring
aharing@bbva.com

Jorge Lamela
jorge.lamela@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research – BBVA Banco Francés: Reconquista 199, 1ª planta. C1003ABC - Buenos Aires (Argentina).
Tel.: (+54) 11 4346 4000 / Fax: (+54) 11 4346 4416 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com