

The logo for BBVA Research, featuring 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

4° TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE ARGENTINA

Índice

1. Resumen	3
2. Crecimiento global robusto, estable y generalizado	4
3. Argentina: El crecimiento acelera y se generaliza	10
4. Revisión al alza de las previsiones de inflación por la alta inercia y el impacto de precios regulados	12
5. Aún lejos de cumplir su meta, el BCRA seguirá con su política monetaria muy contractiva	13
6. Sin sorpresas en el presupuesto, el mayor debate fiscal será entre la nación y las provincias	14
7. Mayor déficit externo pero sin ingresar en una dinámica insostenible	16
8. Se iniciaría un ciclo de profundización de reformas estructurales no exento de riesgos políticos	18
9. Tablas	19

Fecha de cierre: 12 de octubre de 2017

1. Resumen

El crecimiento económico se acelera y generaliza. El PIB creció 0,7% t/t en el 2T17 y llegaría en el 4T a 4% a/a, en línea con nuestra previsión de 2,8% de incremento para 2017. El crecimiento se generalizó a la mayoría de los sectores, incluyendo el industrial, mejoraron las confianzas y se aceleró la expansión del crédito. Una confirmación del **momentum político positivo del gobierno** en las elecciones de octubre despejaría dudas sobre la continuidad de la agenda de cambios y podría generar un mayor dinamismo de la inversión privada, sesgando al alza nuestra estimación de crecimiento de 3% para 2018.

Aunque en el 3T17 la inflación descendió de los promedios registrados en el 1S17, lo hace más lentamente de lo previsto. Por ello y por impacto de precios regulados en el IPC Nacional mayor al estimado, **revisamos al alza nuestras previsiones de inflación a 22,2% a/a para 2017 y 15,6% para 2018**, por encima de las metas del BCRA. **El BCRA seguirá con su política monetaria muy contractiva:** como la inflación y expectativas no descienden a niveles acordes con la meta, la política monetaria profundizó su sesgo contractivo en el 3T17 y no cambiaría la TPM hasta fines de ese año cuando haya evidencia concreta de que la inflación se encamina a los valores esperados.

Las metas fiscales de 2017 se cumplirán por lo que el foco de las discusiones presupuestarias para 2018 estará en la relación Nación/Provincias: El Presupuesto 2018 prevé que la baja del déficit ocurra por un ajuste del gasto primario, pero no incluye los cambios que introduciría la anunciada reforma tributaria, que no sería demasiado profunda. El gobierno refinanciará la deuda que vence en 2018 y emitirá nueva deuda para cubrir el déficit fiscal. El proyecto de Ley de Responsabilidad Fiscal busca mejorar la solvencia fiscal de las provincias, es el primer paso del gran debate que habrá entre Nación y Provincias.

El déficit comercial llegaría en 2018 a USD 8.800 M en un contexto de mayor crecimiento doméstico y leve caída en los términos de intercambio. El déficit en servicios reales y de rentas hará que el déficit en cuenta corriente se mantenga en 4% hasta 2020. **Argentina podrá financiar el mayor déficit con ahorro externo sin que se vuelva insostenible** pero debe realizar reformas que incrementen la competitividad de las exportaciones. **La apreciación real del peso generará presiones al alza del tipo de cambio nominal** por lo que aumentamos la previsión de depreciación para 2017-18, pero manteniéndolas debajo de la inflación esperada y debajo del consenso.

Es de esperar que un resultado electoral favorable incremente el capital político del gobierno permitiéndole **iniciar un ciclo de reformas estructurales para resolver problemas de larga data de Argentina.** Este proceso **no estará exento de riesgos políticos** ya que se deberá obtener el consenso de las provincias para reducir la presión tributaria, buscando fuentes alternativas de ingresos. La mejora de la competitividad de la economía también requerirá pericia política ya que supone abordar problemas de productividad laboral e inserción de Argentina en el mundo, que traerá aparejados ventajas para la producción nacional pero también impacto negativo en los sectores menos competitivos.

2. Crecimiento global robusto, estable y generalizado

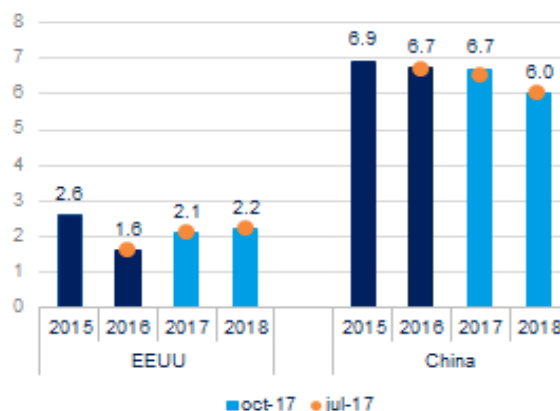
El crecimiento de la economía mundial se ha estabilizado a mediados de año alrededor del 1% t/t, y los indicadores disponibles hasta el momento sugieren que este avance se estaría manteniendo en la segunda parte del año (Gráfico 2.1). Los indicadores de confianza global han continuado mejorando, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, y adelantan un panorama más positivo que los indicadores de actividad, que se han frenado al inicio del tercer trimestre. No obstante, el crecimiento del comercio mundial sigue siendo sólido y la recuperación del sector industrial continúa en marcha, lo que apoya el rebote de la inversión, mientras que se mantiene la fortaleza del consumo privado a pesar de los menores vientos de cola.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Crecimiento PIB por regiones (SAAR, %)



Fuente: BBVA Research

Esta dinámica positiva refleja un mejor desempeño económico en todas las áreas (Gráfico 2.2). En las economías avanzadas, el PIB estadounidense rebotó en el segundo trimestre y reduce las dudas sobre la sostenibilidad de un crecimiento moderado en los próximos trimestres, mientras que detrás de la sorpresa positiva de Europa estuvo la mayor fortaleza de los factores domésticos. En las economías emergentes, la estabilización del crecimiento en China seguirá apoyando al resto de Asia, lo que, unido a las condiciones favorables de los mercados financieros también está permitiendo que el crecimiento en los países de Latinoamérica vaya ganando tracción. Finalmente, la recuperación en Rusia y Brasil ha dejado de lastrar el crecimiento mundial. Por ello, y a diferencia de otros episodios de expansión tras la crisis financiera (a principios de 2013 y a mediados de 2014), la actual recuperación es la más sincronizada¹ desde entonces, de acuerdo con nuestro índice² (Gráfico 2.3).

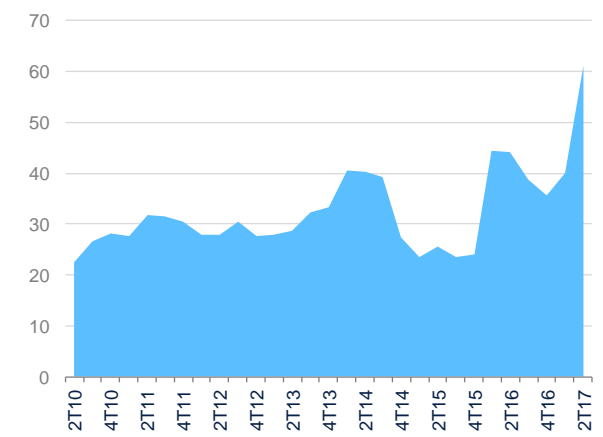
1: Una evidencia de lo comentado la encontramos al observar que el índice de concordancia de Harding y Pagan respecto al crecimiento de economías desarrolladas y emergentes se incrementó un 25% a partir del 2016.

2: El índice de sincronización expuesto es el resultado de invertir la desviación estándar del crecimiento trimestral observado en los países. De esta forma, el índice asocia menor (mayor) volatilidad en el crecimiento entre países con un mayor (menor) grado de sincronización a nivel mundial.

Este entorno de crecimiento positivo y más sincronizado viene acompañado hasta ahora de **niveles de inflación moderados**, también generalizados por áreas, a pesar de la abundancia de liquidez en los mercados, mientras que sigue sin haber señales claras de acumulación de presiones inflacionistas. En el caso de las economías emergentes, la apreciación de sus divisas propiciada por la debilidad del dólar y por cierto aumento en el precio de las materias primas ha facilitado que la inflación siga moderándose. En las economías desarrolladas, la reducción de la inflación se deriva de la desaparición del efecto base de los precios de la energía (sobre todo en Europa) y algunos factores transitorios (principalmente en EE.UU.), si bien **la inflación subyacente continúa en niveles bajos** y siguen las dudas sobre si los factores que subyacen a la debilidad de la inflación son de carácter transitorio o permanente. Este contexto ayuda a que los **bancos centrales en las economías emergentes tengan más margen de maniobra** para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento, **mientras que permite a las autoridades monetarias en las economías avanzadas seguir siendo cautas a la hora de implementar la normalización**.

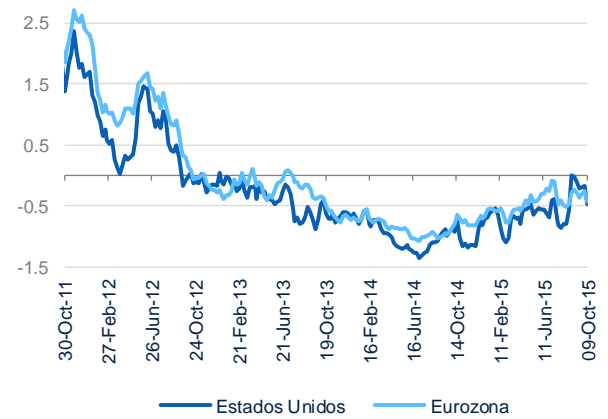
Otros factores del buen comportamiento global, como unas **políticas fiscales que en general han sido neutrales o expansivas recientemente**, o los precios de las materias primas relativamente moderados, parecen prolongarse en el horizonte de previsión, con unos mercados financieros relativamente complacientes que no están sufriendo de manera persistente por las fuentes de estrés político.

Gráfico 2.3 Índice de sincronización (basado en la varianza temporal del PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.4 Índice de tensiones financieras. EE.UU. vs. Eurozona (normalizado)



Fuente: BBVA Research

Entorno favorable de los mercados financieros y normalización de políticas monetarias

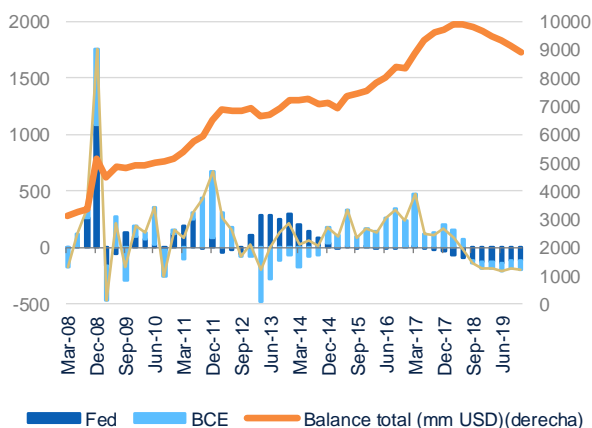
En este trimestre **la dinámica de los mercados se ha mantenido sin cambios respecto a la primera mitad del año a pesar de los episodios de estrés** (Gráfico 2.4), sobre todo de tipo político (debate techo de deuda en Estados Unidos) y geopolítico (tensiones en Corea del Norte). Estos eventos han causado cierto efecto refugio en deuda que devolvió los tipos de interés de largo plazo a la parte baja del rango de cotización. Sin embargo, su efecto ha sido transitorio.

En un entorno en el que el crecimiento sigue siendo dinámico y sin sorpresas a la baja en inflación, **los bancos centrales continúan adelante con el proceso gradual de retirada de los estímulos monetarios**. En concreto, **la Reserva Federal (Fed) americana ha anunciado el inicio de la reducción de su balance a partir de octubre** (Gráfico 2.5). Se trata de una reducción pasiva, al permitir el vencimiento de parte de los vencimientos de bonos públicos y privados, y que ha sido bien comunicada, por lo que no ha generado ningún tipo de tensión en los mercados. Es más, la Fed mantiene su expectativa de continuar con el ciclo de subidas de tipos, a pesar de que los mercados se han mostrado sistemáticamente más bajistas. **Esperamos una subida de tipos oficiales de 25 pbs en diciembre de este año y dos subidas adicionales hasta el 2% en 2018**. Sin embargo, la incertidumbre sobre la senda de subidas ha aumentado no sólo porque la inflación se mantiene en niveles bajos, sino por **los cambios que se van a producir en el seno del a Fed** tras la salida de buena parte de sus miembros, incluyendo el vicepresidente, y con la duda de si su presidenta se mantendrá en el cargo.

El Banco Central Europeo (**BCE**) **anunciará en octubre la reducción del programa de compra de activos**, que empezaría a implementar en enero del año que viene. La retirada de los estímulos será gradual y el BCE se dotará de la máxima flexibilidad posible, aunque es incierta la estrategia concreta que adoptará; esto es, cuánto reducirá las compras y por cuánto extenderá el programa. Nuestro escenario contempla una reducción paulatina de las compras hasta acabar con el programa en el verano del 2018. **Las subidas de tipos, sin embargo, se retrasan hasta mediados de 2019**, en buena parte por la creciente preocupación del BCE por la apreciación del euro y su potencial impacto en inflación.

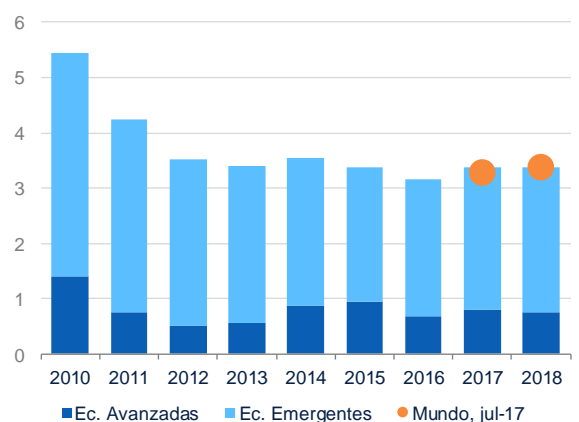
Como en el trimestre anterior, la combinación de baja volatilidad, tipos bajos y debilidad del dólar han dibujado un entorno favorable para países emergentes. **Las estrategias de búsqueda de rentabilidad han propiciado fuertes entradas de flujos en emergentes**, sobre todo en deuda, así como la apreciación de las divisas.

Gráfico 2.5 Balance de la Fed y el BCE (nivel y cambios trimestrales, miles de millones de USD)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.6 Previsión PIB mundial por regiones (% a/a)



Fuente: FMI y BBVA Research

Mayor crecimiento global, por la revisión al alza en Europa y China

Nuestras **nuevas previsiones implican que el crecimiento global se acelera hasta el 3,4% en 2017-18** (Gráfico 2.6), lo que supone una revisión al alza de alrededor de dos décimas este año y una aceleración desde el 3,2% del año pasado. Este cambio responde al **mayor crecimiento previsto ahora tanto para China como para Europa en 2017** debido a las sorpresas positivas en ambas regiones desde el segundo trimestre. Para EE.UU. se mantiene la proyección de un crecimiento sostenido algo por encima del 2% en el horizonte de previsión, mientras que el mayor avance esperado para las economías latinoamericanas se va confirmando. Por su parte, el crecimiento del resto de economías asiáticas seguirá siendo robusto, pero sentirá los efectos de la moderación prevista de la economía China en los próximos trimestres.

Los factores subyacentes que han ayudado a la aceleración y estabilización del crecimiento mundial seguirán estando presentes, si bien algunos podrían ir desvaneciéndose gradualmente en los próximos trimestres. El más inmediato será la normalización de la política monetaria por parte tanto de la Reserva Federal como del Banco Central Europeo (Gráfico 5), ya que supondrá una reducción paulatina de la liquidez global y un menor apoyo a los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Además, **siguen existiendo múltiples riesgos de carácter político** que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados.

EE.UU.: crecimiento sostenido pese a la incertidumbre política

El crecimiento del PIB **rebotó en el tercer trimestre del año** hasta el 3,1% en términos anualizados, **recuperándose de la significativa moderación registrada en los dos trimestres anteriores**. Aunque la incertidumbre sigue siendo alta, tanto por los desastres naturales como por la política económica, los **fundamentales económicos siguen siendo consistentes con el crecimiento sostenido de alrededor del 2%** que se viene registrando en los dos últimos años y medio. El **impacto económico neto de los huracanes será limitado a nivel nacional**, ya que las dos décimas que estimamos que podrían restar al crecimiento en el tercer trimestre deberían ser compensadas por el esfuerzo de reconstrucción en el último tramo del año. Además, el acuerdo entre el gobierno y los demócratas ha **retrasado el plazo para aprobar el presupuesto** (garantizando la financiación del gobierno hasta diciembre) **y ha elevado el techo de deuda**. Respecto a la política económica, el gobierno ahora está centrado en la **reforma impositiva, pero ésta carece todavía de detalles esenciales** y ofrece opciones limitadas para aumentar la eficiencia. **Aunque termine aprobándose, es improbable que los recortes de impuestos impulsen significativamente el crecimiento económico** por la situación cíclica de la economía, muy cercana al pleno empleo.

Por todo ello, **mantenemos la previsión de crecimiento del PIB en el 2,1% en 2017 y el 2,2% en 2018**. La solidez del crecimiento global, la depreciación del dólar, las expectativas sobre la sostenibilidad de los precios del petróleo y la moderada mejora de la construcción debería favorecer el **repunte de la inversión**. Por el contrario, la mejora más gradual del mercado de trabajo y la mayor inflación nos lleva a continuar proyectando una **moderación del consumo privado** en el horizonte de previsión. No obstante, la moderación del crecimiento de los precios en los últimos meses y la ausencia de signos claros de presiones inflacionistas hace que esperemos que la **Fed continúe lentamente en**

su proceso de normalización de la política monetaria. Los riesgos sobre este escenario siguen siendo a la baja debido a las incógnitas sobre la implementación de las medidas de política económica anunciadas, mientras que el largo periodo de expansión cíclica junto con unas políticas de demanda laxas siguen favoreciendo la acumulación de vulnerabilidades financieras que podrían desencadenar una recesión en el medio plazo.

China: panorama más favorable en el corto plazo

El apoyo de las autoridades chinas, sobre todo con una política fiscal favorable al crecimiento, ha permitido un **desempeño económico algo mejor de lo esperado en el primer semestre del año**, al estabilizar el avance del PIB en el 6,9% anual. No obstante, también a lo largo del año **se están tomando medidas para atajar las vulnerabilidades financieras y favorecer un desapalancamiento ordenado**. En particular, se está combinando el endurecimiento de la regulación sobre la banca a la sombra y el mercado inmobiliario con una política monetaria más prudente, una política fiscal menos expansiva y la eliminación de algunos controles al mercado cambiario. El congreso del Partido Comunista a mitad de octubre debería arrojar más luz sobre el compromiso de las autoridades para acometer las esperadas reformas estructurales que ajusten el patrón de crecimiento y sobre si se va a priorizar la estabilidad financiera sobre la del crecimiento económico.

Como resultado del mejor desempeño reciente, hemos **revisado al alza las previsiones de crecimiento del PIB hasta el 6,7% en 2017**, algo mayor que el objetivo de las autoridades del 6,5%, **aunque mantenemos la proyección de desaceleración en 2018 hasta el 6%**. Los indicadores recientes ya están arrojando señales de un crecimiento económico más moderado y podrían estar reflejando el impacto de unas políticas de demanda más prudentes, pero también el efecto negativo sobre la actividad del endurecimiento regulatorio, la eliminación de la sobrecapacidad de las empresas y la apreciación de la moneda. La inflación sigue siendo moderada, sobre todo la de alimentos y el endurecimiento regulatorio y una divisa más fuerte deberían seguir conteniendo la evolución de los precios, por lo que **mantenemos la previsión de inflación en el 1,7% en 2017 y el 2% en 2018**.

La estrategia de las autoridades y la desaceleración más gradual del crecimiento han **reducido los riesgos en el horizonte de previsión, pero siguen aumentando en el medio plazo** ya que el endeudamiento continúa creciendo, con unos indicadores del servicio de la deuda en niveles elevados, mientras que los ajustes de las empresas estatales se siguen postergando.

Eurozona: mayor crecimiento por la fortaleza de la demanda interna

La **economía europea** avanza a un ritmo trimestral de **alrededor del 0,6% desde finales del pasado año**. Una demanda global más sostenida sigue apoyando las exportaciones, mientras que el impacto de la apreciación del euro ha sido limitado. Esta fortaleza de la divisa refleja en parte el **mejor momento cíclico de la economía europea, impulsada por la solidez de los fundamentales domésticos** (mejora del mercado de trabajo y aumento de la confianza) que han favorecido un mejor desempeño tanto del consumo como de la inversión. A pesar de que el desempeño económico es algo mejor de lo esperado en lo que llevamos de año, la debilidad de la inflación subyacente

mantiene la cautela del Banco Central Europeo. Por lo tanto, aunque empiece a reducir el programa de compras de deuda a principios del año que viene, la política monetaria seguirá apoyando el crecimiento a través del mantenimiento de los tipos de interés más allá del horizonte de previsión. Además, la política fiscal será ligeramente expansiva en 2017-18, favorecida porque el impacto positivo de la recuperación cíclica en las cuentas públicas proporciona más margen a los estados miembros para mantener cierto apoyo fiscal sin comprometer el cumplimiento de los objetivos. Por todo ello, **hemos revisado dos décimas al alza la previsión de crecimiento del PIB en 2017 hasta el 2,2%**, lo que supone un crecimiento por encima del potencial por tercer año consecutivo. Esto hace difícil pensar en una mayor aceleración significativa en el corto plazo. Además, **algunos de los vientos de cola del pasado están perdiendo algo de fuerza** o se están revirtiendo (apreciación del euro, aumento de los precios del petróleo y estabilización del crecimiento mundial) **y están detrás la cierta desaceleración prevista para 2018 hasta el 1,8%**.

La **inflación general se ha mantenido relativamente estable** en el tercer trimestre al compensarse los menores precios de los productos energéticos y los alimentos con un aumento de alrededor de una décima de la inflación subyacente (hasta el 1,3%). Más allá de la volatilidad y estacionalidad de algunos componentes de la inflación, la fortaleza de la demanda doméstica, la mejora del mercado del trabajo y el incipiente aumento de los salarios deberían empezar a empujar los precios en los próximos trimestres, aunque **el impacto de la reciente apreciación del euro sobre los precios importados nos lleva a revisar a la baja la previsión para la inflación general** en alrededor de una décima en 2017 hasta el 1,5% y en dos décimas en 2018 hasta el 1,2%, mientras que **mantenemos sin cambios la previsión de un aumento gradual de la inflación subyacente** (un 1,1% este año y 1,4% en 2018).

Los **riesgos domésticos en el conjunto de la zona euro siguen sesgados a la baja, pero son moderados**. Y la mayoría son de carácter político, como las dificultades en las negociaciones del *Brexit*, los problemas bancarios sin resolver en algunos países, así como las tensiones políticas en algunos estados miembros y la posible falta de apoyo para avanzar en el proyecto europeo tras los resultados de las elecciones alemanas.

3. Argentina: El crecimiento acelera y se generaliza

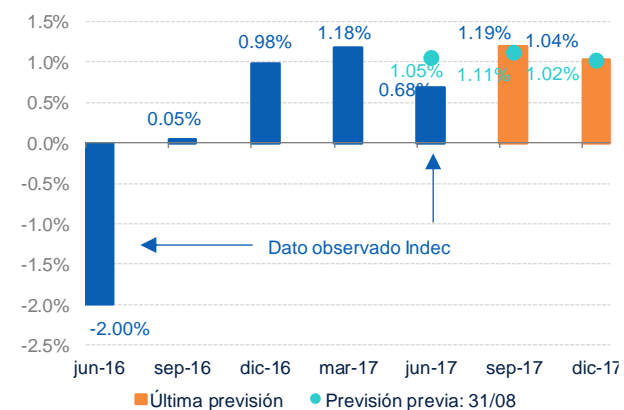
Momentum político positivo para el gobierno

Las últimas encuestas de cara a las elecciones legislativas del 22 de octubre sugieren que el gobierno mejoraría, ayudado por el buen momento de la economía, los resultados de las elecciones primarias de agosto, lo que –de confirmarse- consolidaría el *momentum* político positivo del gobierno, y despejaría dudas sobre la continuidad y profundización de la agenda de cambios de la actual administración. Esto no es trivial para el escenario económico de los próximos años, especialmente para la evolución de la inversión, tanto local como extranjera, y el consumo de bienes durables, que podrían tener un fuerte impulso si el horizonte de las actuales reglas de juego de una macroeconomía más estable y ambiente más pro-mercado se extiende más años. Este contexto impondría un sesgo positivo al escenario macroeconómico que presentamos en esta revista, que es relativamente conservador respecto al potencial capital político que obtendría el gobierno en las elecciones parlamentarias.

La economía finalizará el año creciendo al 4% a/a en el cuarto trimestre

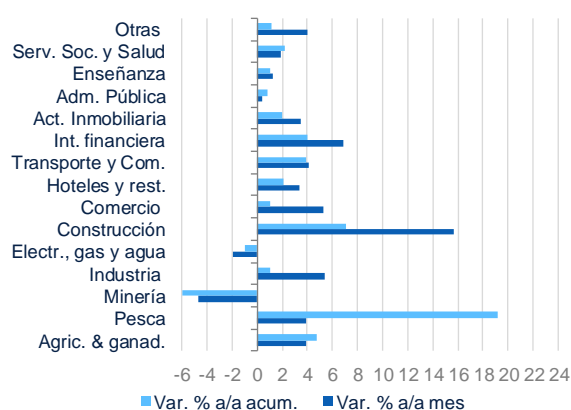
Se confirmó que el PIB aumentó 0,7% t/t desestacionalizado en el 2T17 (Gráfico 3.1), creciendo por cuarto trimestre consecutivo, aunque la tasa del 2T17 fue menor a la esperada (BBVA Research (e): 1%). A su vez, el crecimiento se generalizó a casi todos los sectores (Gráfico 3.2), sumándose a la recuperación el sector industrial, que mostró crecimiento interanual en todas sus ramas salvo la petrolera afectado por la caída de precios internacionales. A su vez, a partir de agosto, mejoró tanto la confianza de los consumidores como la confianza en el gobierno (Gráfico 3.3), a la vez que se aceleró notoriamente la expansión del crédito, con gran impulso -aunque de niveles muy bajos- del crédito hipotecario, lo que sugiere, al igual que nuestros modelos de *nowcasting*, que el crecimiento continuará a un ritmo ligeramente mayor al esperado en el segundo semestre.

Gráfico 3.1 Previsiones PIB modelo MICA (var. % t/t)



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC

Gráfico 3.2 EMAE: crecimiento por sectores a julio 2017 (%)

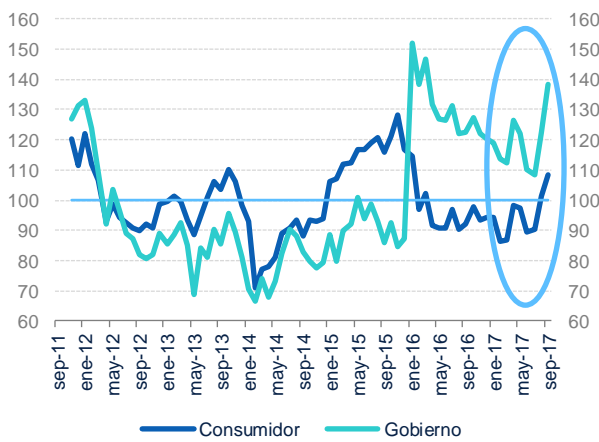


Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC

Esto podría introducir un sesgo al alza a nuestra previsión de 3% de crecimiento para 2018, pero el presupuesto prevé que 50% de la inversión en infraestructura se financie por PPP lo que hace más incierto el dinamismo de la inversión a la vez que la política monetaria podría mantener el sesgo contractivo por un período más prolongado. Sin embargo, si las elecciones de octubre dan mayor contundencia a la percepción general de que no volverán en 2019 esquemas de política económica de tipo populista y se profundiza el crecimiento de la inversión privada la economía podría crecer con mayor dinamismo. Por lo tanto, dado que consideramos que el balance de riesgos está aún equilibrado, preferimos mantener por el momento nuestras estimaciones previas, en general sin cambios tanto para 2017 como para los años siguientes.

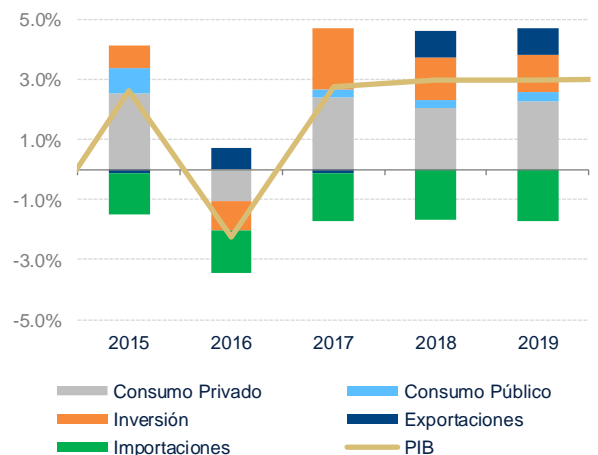
En 2018 la inversión crecerá a un ritmo superior al resto de los componentes de la demanda agregada (Gráfico 3.4). Sin embargo, comparado con lo que estimábamos el trimestre pasado, el consumo privado tendrá mayor impulso por la mejora de la confianza y el crecimiento del crédito, a la vez que, dado el aumento de importaciones, la contribución negativa del sector externo será mayor que la estimada anteriormente.

Gráfico 3.3 Confianza en el gobierno y del consumidor (Base: promedio 100)



Fuente: UTDT y BBVA Research

Gráfico 3.4 PIB: contribución al crecimiento (%)



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC

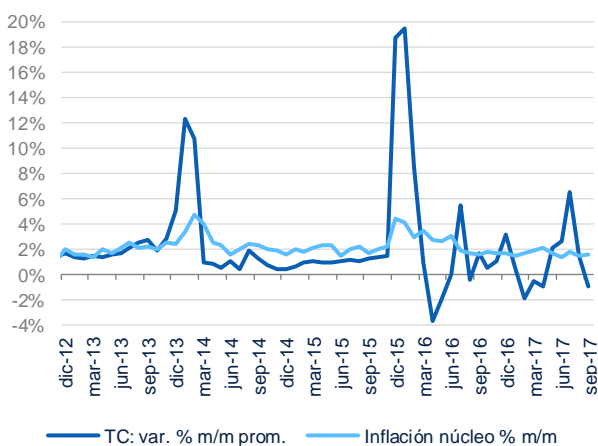
4. Revisión al alza de las previsiones de inflación por la alta inercia y el impacto de precios regulados

La inflación núcleo desacelera lentamente y se desacopla del tipo de cambio

En el 3T17 la inflación nacional general promedió 1,7% mensual y la subyacente se mantuvo en 1,6%, descendiendo muy levemente de los promedios registrados en el primer semestre de 2017 de 1,9% (general) y 1,7% (subyacente). Una buena noticia es que volatilidad del tipo de cambio, y el aumento en su nivel, previo a las elecciones PASO de agosto no se tradujo en una aceleración perceptible de la inflación y la core continuó bajando, mostrando que continúa el “desacople” entre tipo de cambio y precios evidente desde fines de 2015 (Gráfico 4.1). Al igual que el consenso de analistas, continuamos esperando que en los próximos meses siga reduciéndose gradualmente hasta alcanzar 1,2% m/m en diciembre y 1% dentro de 12 meses.

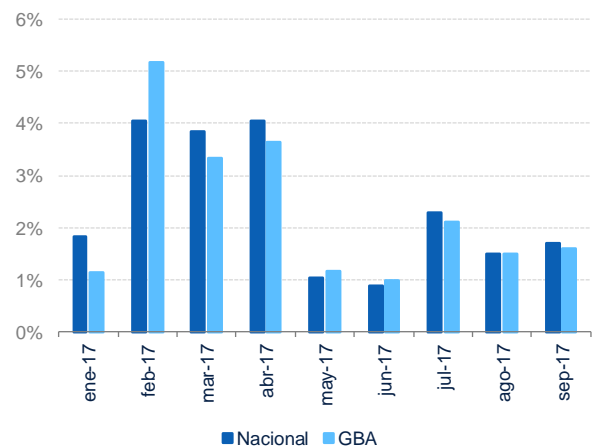
Sin embargo, hemos revisado al alza nuestras previsiones a 22,2% a/a para 2017 y 15,6% para 2018 ya que el peso de los incrementos de precios regulados en el IPC Nacional en relación con el IPC GBA ha sido superior al estimado (10% mayor en el acumulado a septiembre 2017). Con un sendero similar de inflación subyacente y expectativas de aumento de tarifas sin cambios relevantes, estimamos que los aumentos de precios regulados tendrán una incidencia de 3,8 pp el año próximo lo cual explica la mayor inflación esperada. Esto implica que no esperamos que el BCRA cumpla con sus ambiciosas metas en los próximos años, aunque sí se verificará un sendero descendente de la inflación que llevará eventualmente a alcanzar las metas pero con un retraso temporal de unos 5 meses.

Gráfico 4.1 Depreciación del Tipo de Cambio Nominal (% m/m promedio) y de la inflación núcleo (% m/m)



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC y BCRA

Gráfico 4.2 Inflación Aumento de precios regulados por mes de IPC Nacional e IPC GBA en 2017



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC

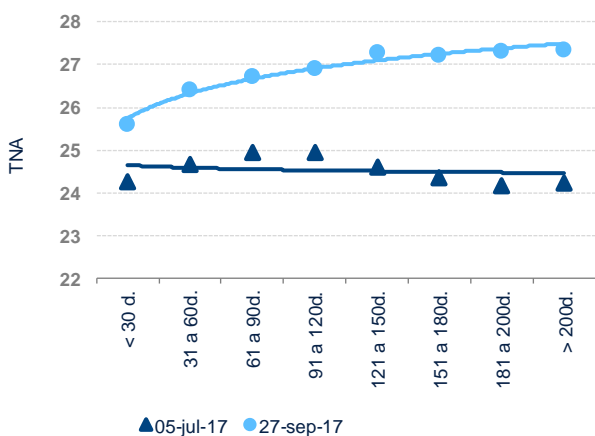
5. Aún lejos de cumplir su meta, el BCRA seguirá con su política monetaria muy contractiva

Inflación y expectativas no descienden a niveles acordes con la meta del BCRA

La política monetaria profundizó su sesgo contractivo en el tercer trimestre ya que no sólo el BCRA mantuvo la Tasa de Política Monetaria (TPM) sin cambios desde abril (ver Gráfico 5.2), sino que interviniendo en el mercado secundario de LEBAC incrementó las tasas de los plazos más largos (ver Gráfico 5.1). Esto en principio luce contradictorio con el objetivo de anclar las expectativas de inflación a la baja, pero la estrategia del BCRA está dirigida a aumentar el atractivo de las Lebac más largas y reducir el alto volumen de vencimientos a corto plazo. Así, la decisión de la TPM y las licitaciones mensuales primarias de Lebac perdieron relevancia respecto a las operaciones diarias de compra y venta de Lebac en el mercado secundario. La absorción en el mercado secundario hizo que la Base Monetaria sólo creciera 5% en lo que va del año, neutralizando la emisión originada en financiamiento al Tesoro y compra de divisas en el mercado de cambios.

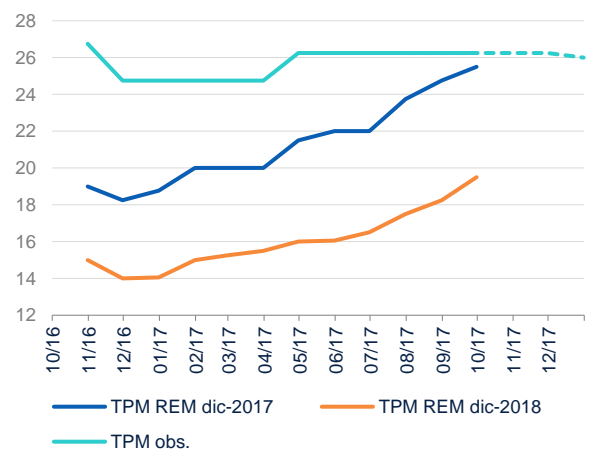
Si bien las tasas de intervención en términos reales están en valores máximos desde la asunción del gobierno, es probable que el BCRA no realice cambios a la TPM hasta fines de ese año cuando se conozca la primera evidencia concreta de que la inflación se encamina a los valores esperados. Con esto, prevemos que la TPM alcance 26% a fin de 2017 y se reduzca sólo en 600 bp a lo largo de 2018. El BCRA seguirá enfocado a construir reputación insistiendo en que utilizará todos los instrumentos a su alcance hasta que la inflación converja a la meta. A su vez, la evidente recuperación de la actividad ayudan a despejar las críticas respecto al impacto negativo de las elevadas tasas de interés sobre la economía y las chances electorales, dando mayor margen de maniobra a la autoridad monetaria.

Gráfico 5.1 Curvas de rendimiento de Lebac (%)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA

Gráfico 5.2 Tasa de Política Monetaria vs estimaciones del REM (%)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA

6. Sin sorpresas en el presupuesto, el mayor debate fiscal será entre la nación y las provincias

Las metas de 2017 se cumplirán, el foco está en el sendero de los próximos años

El resultado primario acumulado a julio sugiere que las metas de 2017 podrían sobre cumplirse ligeramente y que el déficit primario sería inferior al 4,2% del PIB previsto. Sin embargo, el déficit total llegará a 6,1% del PIB (mayor a nuestra anterior previsión de 5,9%) ya que está aumentando a un ritmo mayor al esperado la carga de intereses de la deuda ante el incremento de endeudamiento público registrado desde la apertura de los mercados el año anterior y la reducción del financiamiento al Tesoro del Banco Central.

El proyecto de presupuesto para el año 2018 presentado al Congreso plantea un escenario macroeconómico realista aunque levemente más optimista que el nuestro (ver Tabla 6.1). La reducción del déficit se basa en un ajuste del gasto primario focalizado principalmente en los subsidios a la energía y el transporte. No hay modificaciones significativas en los indicadores de ingresos fiscales en relación al PIB lo que supone que el presupuesto está elaborado sin considerar los cambios que se introducirán luego en la reforma tributaria que se anunciará tras las elecciones de octubre. Los cambios deberán ser negociados con la oposición y es muy probable que no habrá espacio para una reforma impositiva profunda a corto plazo. En todo caso la proyección presupuestaria para los próximos años puede estar presumiendo que cualquier baja en la presión tributaria, hoy en niveles máximos, resultante de la reforma se compensaría con una mejora en la eficiencia recaudatoria y reducción de la evasión fiscal.

Para los próximos años la Ley de Presupuesto refleja la intención del gobierno de seguir reduciendo el déficit gradualmente llegando a un superávit primario de 0,5% del PIB en 2024, lo cual representa un desafío a cumplir dadas las restricciones políticas y la actual rigidez del gasto público. La menor necesidad de financiamiento del déficit tenderá al mismo tiempo a estabilizar los indicadores de deuda pública.

En simultáneo con el Presupuesto se envió también al Congreso para su discusión la Ley de Responsabilidad Fiscal que está destinada a mejorar la solvencia fiscal de las provincias esencialmente a través de pautas para controlar la expansión del gasto público provincial. Este proyecto ya cuenta con la conformidad de casi todas las administraciones provinciales (22/24) y es el primer paso del gran debate que se viene entre la Nación y las Provincias. La Nación pretende que se reduzca la presión tributaria sobre el sector privado y quiere disminuir el peso de impuestos distorsivos como el impuesto a los ingresos brutos provincial. Sin embargo, el espacio para reducir impuestos provinciales es escaso teniendo en cuenta las posibles pérdidas de ingresos de coparticipación por el fallo pendiente respecto a la mayor asignación de fondos a la provincia de Buenos Aires y el virtual congelamiento de los fondos de la seguridad social para compensar los desequilibrios de las cajas de jubilación provinciales. Todo esto en un marco donde el gobierno federal necesita el apoyo de los gobernadores provinciales en el Senado para lograr la aprobación de leyes claves.

Tabla 6.1 Proyecciones Proyecto Ley de presupuesto

	2017	2018	2019	2020	2021
Tipo de cambio (pdio ARS/USD)	16.7	19.3	20.4	21.2	21.9
IPC (promedio, var. a/a)	24.5	15.7	7.7	6.2	6.2
Exportaciones (USD mil mill.)	58.8	62.0	65.6	69.3	73.3
Importaciones (USD mil mill.)	63.3	67.6	71.6	76.2	80.9
Saldo Comercial (USD mill.)	-4.5	-5.6	-6.0	-6.9	-7.6
PIB real (var. % a/a)	3.0	3.5	3.5	3.5	3.5
Consumo priv. (var. % a/a real)	3.3	3.3	2.6	3.1	3.0
Consumo púb. (var. % a/a real)	3.8	1.3	0.0	0.0	1.3
Inversión (var. % a/a real)	10.1	12.0	10.1	8.4	7.4
Meta Resultado primario (% PIB)	-4.2	-3.2	-2.2	-1.2	-0.2
Meta Resultado financiero (% PIB)	-6.0	-5.2	-4.4	-3.3	-2.1

Fuente: BBVA Research sobre datos Ministerio de Hacienda

Tabla 6.2 Necesidades financieras según Presupuesto (% del PIB)

	% PIB	mill. USD
FUENTES	17.8%	114.0
Endeudamiento	17.6%	113.0
Adelantos transitorios	4.6%	29.6
Organismos internacionales	0.8%	4.9
Colocación títulos públicos	8.2%	52.3
Deuda intra sector público	4.1%	26.2
Disminución inversión financiera	0.2%	1.0
NECESIDADES FINANCIERAS	17.8%	114.0
Amortización de deuda	10.4%	66.5
Adelantos transitorios	3.5%	22.3
Organismos internacionales	0.6%	3.6
Títulos públicos	5.2%	33.5
Letras del Tesoro	3.5%	22.5
Otros	1.7%	11.0
Deuda intra sector público	1.1%	7.1
Inversión financiera	0.0%	12.2
Déficit fiscal	1.9%	35.2

Fuente: BBVA Research y Ministerio de Hacienda

Por último, con respecto a las necesidades financieras del año próximo, el gobierno piensa refinanciar toda la deuda que vence en el año y además emitir nueva deuda para cubrir el déficit fiscal. En base a la información que surge del presupuesto, estimamos que el total de necesidades financieras netas ascendería a 5,3% del PIB y se financiaría con adelantos transitorios del Banco Central (1,1%), desembolsos de organismos internacionales (0,2% del PIB), emisión de títulos públicos (2,9% del PIB) y nuevo financiamiento intra sector público (1,1% del PIB) (ver Tabla 6.2). Con estos supuestos la emisión neta de títulos en el mercado ascendería a USD 18,7 mil millones, si bien la emisión total de títulos podría superar los USD 50 mil millones tomando en cuenta la deuda pública que amortiza en 2018 de la cual una parte considerable son las letras en dólares a corto plazo. No obstante lo anterior, la presión sobre el mercado para colocar deuda no será tan fuerte como sugiere esta última cifra dado que una parte de los vencimientos corresponden a deuda en cartera de organismos públicos.

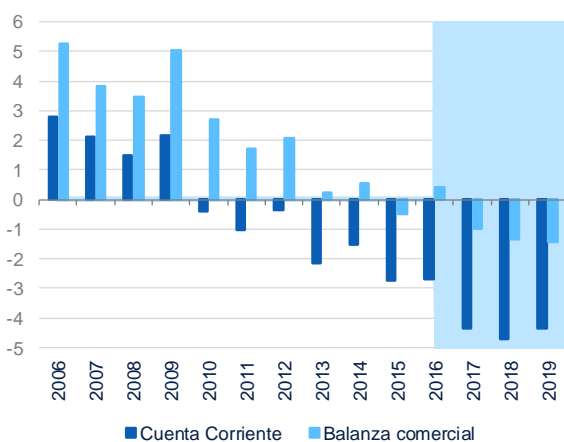
7. Mayor déficit externo pero sin ingresar en una dinámica insostenible

Se continuó ampliando el déficit comercial en 2017, registrándose un saldo de -USD1.443 millones en los primeros ocho meses del año, tendencia se profundizaría en 2018 hasta alcanzar un desequilibrio de USD 8.800 millones en un contexto de mayor crecimiento de la economía y leve caída en los términos de intercambio (Gráfico 7.1). A su vez, el mayor déficit en servicios reales, por el impacto en turismo de la apreciación real del peso, y de Rentas, por la suba del endeudamiento externo, hará que el déficit en cuenta corriente se mantenga arriba de 4% hasta 2020.

En el actual contexto global de bajas tasas de interés y reducida aversión al riesgo, Argentina no tendría dificultades para financiar este desequilibrio con ahorro externo. El peso de la deuda externa sobre PIB crecerá del bajo nivel actual de 35% a 37% a fines de 2018 sin mostrar una trayectoria explosiva, esto siempre y cuando la inversión extranjera directa (IED) tenga crezca hasta llegar a niveles similares a otros países de la región. Mientras tanto, se deberán realizar reformas para incrementar la competitividad de las exportaciones (reducción de costos de logística, impositivos y mayor productividad laboral) que permita sostener mayores importaciones de bienes de capital que aseguren un crecimiento sostenido.

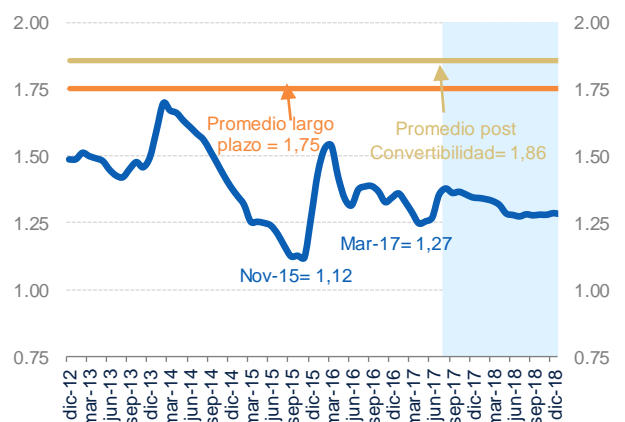
La entrada de capitales al país, hasta ahora concentrados en inversiones financieras de corto plazo, permitirá un aumento sostenido de las reservas pese al descenso de los flujos comerciales. En este contexto, al margen de episodios de volatilidad vinculados al ciclo electoral o a shocks externos, esta entrada de divisas continuará presionando a la apreciación real del peso (Gráfico 7.2).

Gráfico 7.1 Saldo de la balanza comercial y de la cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: Indec y BBVA Research

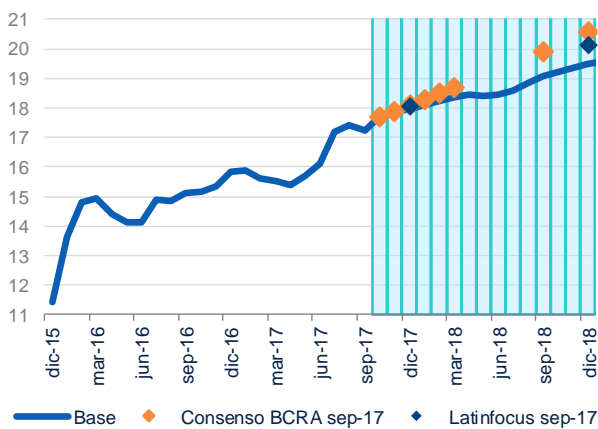
Gráfico 7.2 Tipo de cambio real multilateral (2001:12=1)



Fuente: Indec, BCRA, Haver y BBVA Research

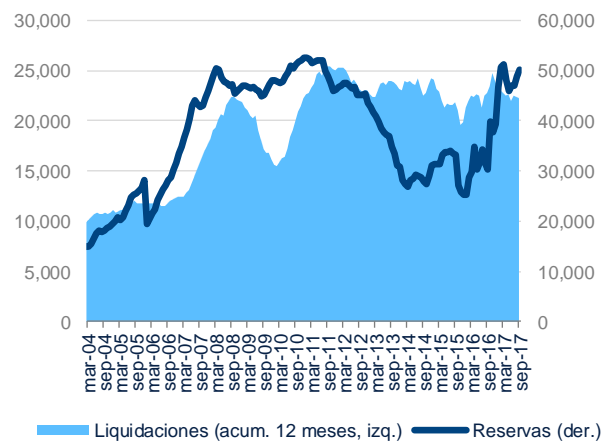
Esta apreciación real generará, al retraer los flujos netos al país, presiones a la suba del tipo de cambio nominal que la compensen parcialmente, por lo que hemos revisado levemente al alza nuestra previsión de depreciación para 2017 y 2018, pero manteniéndolas por debajo de la inflación esperada en todo el horizonte de predicción, y por debajo del consenso de analistas (Gráfico 7.3). El BCRA ha mostrado que no tiene un objetivo puntual de tipo de cambio, sino que (1) ha buscado acumular reservas para incrementar la solidez de su balance y la capacidad de respuesta ante shocks internos y externos, y (2) sólo interviene en ocasiones puntuales cuando el tipo de cambio se ubica por debajo o por encima de ciertos umbrales que considera peligrosos para su objetivo de desinflación o para la estabilidad financiera. Por otra parte, la debilidad del dólar a nivel global contribuirá a moderar la apreciación de Argentina respecto a sus principales socios comerciales tal como se refleja en la evolución del índice de tipo de cambio real multilateral.

Gráfico 7.3 Tipo de cambio peso/dólar: previsiones Research y consenso (ARS/USD)



Fuente: BCRA, Latinfocus y BBVA Research

Gráfico 7.4 Reservas internacionales del BCRA y liquidaciones del complejo agro-exportador (UDS Mill.)



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC y BCRA

8. Se iniciaría un ciclo de profundización de reformas estructurales no exento de riesgos políticos

El gobierno ha planteado para después de las elecciones la discusión del presupuesto y la distribución de fondos con las provincias, buscando limitar la expansión del gasto primario provincial y nacional. La posibilidad de una reducción sustancial en la alta presión tributaria sobre el sector privado depende fundamentalmente de lograr fuentes alternativas de ingresos estables no sólo para la nación sino para las provincias que permitan eliminar los impuestos más distorsivos. Esto implica discutir la tantas veces postergada reforma de la coparticipación federal de impuestos, tanto primaria como secundaria. Si bien es probable que el gobierno salga fortalecido de las elecciones de octubre, lograr el consenso de 24 provincias, sobre todo cuando requiere resignar fondos en favor de otras jurisdicciones, no será fácil por lo que el avance será probablemente lento, y los progresos no muy ambiciosos.

También el tema de mejorar la competitividad de la economía argentina requerirá de gran pericia política ya que supone abordar los problemas de productividad laboral y la inserción de Argentina en el mundo. Si bien se ha descartado la posibilidad de una reforma laboral integral al estilo brasileño, los acuerdos sectoriales con los que planea avanzar el gobierno también implicarán una negociación con sindicatos y empresas en la que cada sector deberá estar dispuesto a flexibilizar posiciones. Una mayor apertura de la economía a través de la firma de acuerdos comerciales bilaterales y multilaterales traerá aparejada la ventaja de una mayor escala para la producción nacional pero deberá contemplar también el impacto sobre los sectores menos competitivos que podrían verse perjudicados.

Pese a estas dificultades, el mayor capital político de la administración de Cambiemos tras las elecciones primarias, que muy probablemente se incremente tras las elecciones generales y definitivas del 22 de octubre, y la potencial ampliación del horizonte para implementar reformas a un posible segundo mandato de gobierno, posiciona a Argentina ante una oportunidad para resolver problemas de larga data que han dificultado históricamente el logro de un crecimiento sostenido más cercano al potencial, e incluso incrementar ese crecimiento potencial que no es muy alto - en torno a 2,8% anual- por el conjunto de problemas estructurales y errores de política que ha padecido Argentina en los últimos años.

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 Nacional (% a/a, fdp)	26,9	39,4	22,2	15,6
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	11,4	15,8	18,0	19,5
Tasa de política monetaria (% fdp)	33,0	24,8	26,0	20,0
Consumo Privado (% a/a)	3,5	-1,4	3,3	2,8
Consumo Público (% a/a)	6,8	0,3	2,0	2,0
Inversión (% a/a)	3,8	-5,1	10,5	7,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-5,2	-5,9	-6,1	-5,5
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,7	-2,8	-4,3	-4,6

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.2 Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB INDEC (% a/a)	Inflación Nacional (% 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	45,7	14,1	30,8
T3 16	-3,7	42,7	15,1	26,8
T4 16	-1,9	39,4	15,8	24,8
T1 17	0,4	32,2	15,5	24,8
T2 17	2,7	21,8	16,1	26,3
T3 17	3,8	23,7	17,2	26,3
T4 17	4,2	22,2	18,0	26,0
T1 18	3,1	20,0	18,4	24,0
T2 18	3,6	18,9	18,5	23,0
T3 18	3,1	16,4	19,1	21,0
T4 18	2,0	15,6	19,5	20,0

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