

# Situación Argentina

2º TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE ARGENTINA



01 El crecimiento global es aún frágil y está supeditado a lo que suceda en China

02 Argentina salió del default en mayo luego de un rápido avance en la agenda de reformas del nuevo gobierno

03 La economía se contraerá 0,4% en 2016, pero volverá a crecer más de 3% a partir de 2017

04 El gobierno pone foco en la política monetaria pero la inflación recién empezará a ceder en 2S2016

## Índice

1 Editorial	3
2 Crecimiento global frágil y supeditado a China	5
3 Avances de la agenda del gobierno y fin del default	7
4 La economía se contraerá 0,4% en 2016 pero volverá a crecer 3,2% en 2017	8
Recuadro 1. Revisión al alza del PIB potencial argentino tras el giro de políticas	10
5 El gobierno pone foco en la política monetaria para desacelerar la inflación que comenzará a ceder a fin 2T	12
6 El acuerdo con los hold-outs permitirá sostener el gradualismo fiscal	14
7 Argentina entra en una etapa de déficit comercial que difícilmente se revierta en los próximos años	16
8 Exportaciones agrícolas y flujos de cartera presionan transitoriamente a la baja el tipo de cambio en 2T16	18
9 La política monetaria logra estabilizar la inflación pero el aumento del déficit cuasifiscal y el estancamiento del crédito condicionan su continuidad	20
Recuadro 2. La UVI constituye una solución parcial pero bienvenida a la falta de crédito de largo plazo en Argentina	22
10 Argentina conseguirá financiamiento a tasas más bajas cuando las reformas económicas rindan frutos	26
11 Tablas	28

Fecha de cierre: 12 de mayo de 2016

## 1 Editorial

---

En diciembre de 2015 asumió la presidencia Mauricio Macri de la alianza Cambiemos y comenzó a abordar rápidamente la pesada herencia económica-institucional dejada por el gobierno anterior. Tras nombrar un prestigioso equipo económico, comenzó a recomponer el sistema nacional de estadísticas, quitó —con éxito— la mayoría de las restricciones cambiarias existentes, eliminó regulaciones sobre las tasas de interés, comenzó a reducir el déficit fiscal y estableció objetivos de reducción de déficit hasta 2019, anunció también metas de inflación para todo el mandato, y dio un giro a la política exterior (reclamo a Venezuela por los DDHH, reanudación de negociaciones con los *holdouts*, anuncio de que solicitará un Art. 4 del FMI, impulso al tratado de libre comercio UEM-Mercosur).

Este conjunto de políticas va en la dirección correcta para atacar los diferentes desequilibrios macroeconómicos con los que llegaba Argentina a finales de 2015, pero su impacto es aún incierto. La conjunción del ajuste del tipo de cambio, aceleración de la inflación, aumento de tarifas, desaceleración del gasto público y suba de tasas de interés lastrarán el consumo en el primer semestre del año y, por ende, la actividad y el empleo. Aunque esto se comenzaría a revertir previsiblemente a partir del segundo semestre, impulsado por la inversión y las exportaciones, la actividad en promedio caerá levemente en 2016 en 0,4%. Cuando el plan integral comience a dar los resultados esperados, el PIB crecerá en el entorno de 3,2% en 2017 y los años subsiguientes, en línea con el PIB potencial que estimamos (Recuadro 1)

Aún es temprano para evaluar los resultados de la gestión en materia de inflación ya que recién se empezará a implementar un régimen de metas de inflación formal a partir de septiembre. De todos modos, las nuevas autoridades del BCRA ya dieron un giro en la política monetaria y cambiaria, buscando disociar la dinámica devaluación/inflación, reduciendo la expansión monetaria y usando la tasa de interés como instrumento esencial para reducir la tasa de inflación. Sin embargo, la inflación del 1T16 y 2T16 será aún alta por el *pass-through* del tipo de cambio a precios —si bien menor del que se habría esperado— y el ajuste de tarifas. Con todo, a pesar de la relativa tranquilidad en el mercado de cambios y el perfil contractivo de la política monetaria, la inflación en 2016 podría acercarse a 32% a/a, si bien con tendencia fuertemente decreciente en la segunda mitad del año. Ya en 2017, la inflación continuará reduciéndose, en el marco de metas decrecientes para los próximos cuatro años en la medida que el menor financiamiento monetario del déficit fiscal siga dando sus frutos.

En el plano fiscal, tras el fuerte déficit de 2015, se lanzó el previsto retiro de subsidios y suba de tarifas energéticas y de transporte, anunciándose también objetivos de reducción gradual del déficit fiscal para los próximos 4 años. Esta búsqueda de reducir el desequilibrio fiscal es positivo, pero todavía hay que demostrar la consistencia de las metas ya que por ahora, los datos del primer trimestre del año todavía no muestran una tendencia a la baja del déficit fiscal. El gradualismo propuesto, además, refleja los límites políticos que enfrenta el gobierno, ya que el grueso del ajuste recaerá sobre los sectores medios del sector privado, con la reducción de los subsidios y no tanto en la reducción del resto del gasto primario.

El sector externo no será de gran ayuda en este primer año. Las exportaciones seguirán cayendo en 2016 pese a la corrección parcial de la apreciación real del tipo de cambio y al retiro de las retenciones a la exportación, por la fuerte recesión en Brasil y el menor precio promedio de los granos, en tanto que las cantidades importadas recuperarán impulso con el fin del “cepo” pese al escaso dinamismo de la actividad. En los años siguientes, estimamos que las exportaciones reaccionarán al nuevo entorno económico, pero como las importaciones crecerán a un ritmo mayor, seguirá habiendo déficit comercial y la cuenta corriente continuará creciendo gradualmente, siendo financiada por entradas de IED y colocaciones de deuda.

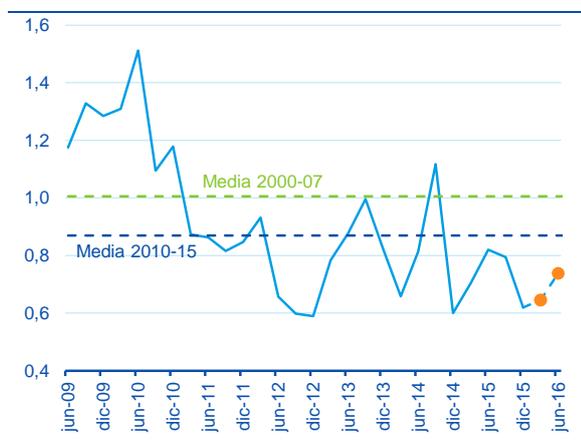
Argentina se enfrenta, así, a una nueva oportunidad de recuperar la senda del crecimiento sostenido con baja inflación y estabilidad macro-financiera y creemos que el gobierno actual la aprovechará. Sin embargo, aún permanecen importantes desafíos ya que se deberán afrontar los grandes desequilibrios con restricciones políticas y en un entorno global poco favorable. En particular, es crucial que se consoliden los lineamientos del programa fiscal y monetario a pesar de los riesgos a corto plazo sobre la actividad económica. Sólo resultados positivos en términos de una reducción persistente de la inflación permitirán a Argentina recuperar una senda de crecimiento sostenible en el tiempo.

## 2 Crecimiento global frágil y supeditado a China

Los datos disponibles para el primer trimestre de 2016 confirman nuestros pronósticos de estabilización del crecimiento de la economía mundial en tasas reducidas pero ligeramente superiores a las de finales de 2015. El indicador BBVA-GAIN<sup>1</sup> cifra el aumento trimestral del PIB mundial en 0,6% (2,6% en tasa anualizada), bien por debajo del promedio registrado entre 2010 y 2015 (Gráfico 2.1). Un ritmo de crecimiento que podría acelerarse ligeramente en el segundo trimestre si se consolidan las señales de menor deterioro que arrojan los indicadores disponibles de producción, comercio y confianza empresarial, pero que todavía resulta insuficiente para que el avance anual de la economía mundial se sitúe en torno al 3,2% (nuestra previsión para el conjunto de 2016).

El fuerte aumento de la volatilidad financiera observado entre diciembre de 2015 y febrero de 2016, además de responder a la propia desaceleración de la actividad global, amenazaba con acentuarla si persistía con la misma intensidad y terminaba por traducirse en una contracción de las decisiones de gasto. El balance mejor de lo esperado de los indicadores económicos de China, junto con las menores presiones bajistas sobre la cotización del yuan, la recuperación de los precios de las materias primas y la moderación de las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Fed, ha sido clave en la remisión de las tensiones financieras a partir de entonces y en la reducción, a su vez, de la probabilidad de ocurrencia de un escenario de estrés de dimensión global a corto plazo.

Gráfico 2.1  
**PIB mundial, % t/t. Previsiones 1T y 2T para 2016 en base a BBVA-GAIN**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)**



Fuente: BBVA Research y Haver

### China: menores riesgos a corto plazo, pero más dudas a largo plazo

El refuerzo de las políticas de estímulo, tanto monetario como fiscal, por parte de las autoridades chinas ha contribuido a suavizar los efectos del reajuste del sector manufacturero sobre la producción agregada y, por tanto, sobre los flujos comerciales del país con el resto del mundo. A corto plazo, la implementación de medidas contra-cíclicas puede facilitar una desaceleración de la economía más gradual de lo esperado; sin embargo, si ello trae aparejado un retraso en la corrección de desequilibrios fundamentales como el elevado apalancamiento del sector corporativo o el exceso de oferta en algunas ramas de la industria y la construcción, la vulnerabilidad financiera de China ante *shocks* como el observado en el verano de 2015 se estaría incrementando y, con ello, su potencial desestabilizador sobre el resto del mundo. Tomado en conjunto, estos

1: Véase <https://www.bbva.com/en/publicaciones/global-gdp-growth-remains-stuck-at-2-6-yoy-in-q1-less-cloudy-outlook-but-the-same-risks/>

factores nos llevan a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento en China en 2016, hasta el 6,4% en 2016, y mantener un crecimiento de 5,8% en 2017.

## El entorno internacional condiciona las decisiones de la Fed y contribuye a aliviar las presiones sobre los emergentes

El peso otorgado por los agentes al deterioro del entorno internacional en la función de reacción de la Fed explica el retraso en las expectativas sobre la próxima subida de tipos de interés. Frente a los dos aumentos que pronostican los miembros del FOMC para 2016, el mercado ha trasladado el siguiente incremento a principios de 2017. La respuesta del dólar, depreciándose pese al buen comportamiento relativo que sigue exhibiendo la demanda doméstica de EE.UU., y la relajación de los tramos largos de la curva dólar han contribuido a aliviar las restricciones de financiación del bloque emergente, como refleja: (i) el índice BBVA de tensiones financieras para esta región, que ha corregido todo el repunte observado en los primeros meses de 2016 (Gráfico 2.2), y (ii) la reactivación de las entradas de capital extranjero, en donde se ha producido entradas netas de capital en los países emergentes desde mediados de febrero debido, en parte, a la relocalización de flujos de inversión hacia instrumentos con mayor rentabilidad.

Además, en la medida en que los bancos centrales desarrollados mantengan la dirección de política monetaria de los últimos meses (refuerzo o mantenimiento de los estímulos en el caso del BCE y el Banco de Japón; prudencia en la normalización de tipos de interés por parte de la Fed), las autoridades emergentes dispondrán de mayor margen de maniobra para priorizar, entre sus objetivos, la recuperación económica. La gradualidad esperada para la Fed (factor de soporte a los flujos de capital hacia la región) y la recuperación reciente de las divisas (contención del posible aumento de la inflación por encarecimiento de los bienes importados) limitan la necesidad de acometer subidas agresivas de tipos de interés.

Con todo, la mejora relativa del escenario económico global en el último trimestre continúa siendo frágil y supeditada, a corto plazo, tanto a la evolución de la economía china como a la resolución de los focos de inestabilidad geopolítica presentes en Europa. En cualquier caso, no es descartable que se repitan episodios de volatilidad financiera como el de principios de este año (de mayor o menor intensidad), en un contexto de incertidumbre elevada sobre la capacidad del bloque emergente para sortear su desaceleración y de los bancos centrales desarrollados para relanzar el crecimiento.

### 3 Avances de la agenda del gobierno y fin del default

---

En diciembre de 2015 asumió la presidencia Mauricio Macri y comenzó rápidamente a ejecutar el programa de gobierno anunciado, implementando una serie de medidas de gran envergadura tales como la eliminación de las restricciones cambiarias existentes (conocidas como el “cepo”), la gradual reducción del déficit fiscal a través del aumento de tarifas energéticas y de transporte y la reanudación de negociaciones con los *holdouts* de los canjes de 2005 y 2010 para volver a insertar Argentina en la relaciones comerciales y financieras internacionales.

Tras un período relativamente corto de negociaciones a través del mediador Daniel Pollack en las cortes de Nueva York, Argentina logró que cerca de 90% de los hold-outs aceptaran su propuesta y que el Juez Griesa dispusiera que su orden restringiendo los pagos de Argentina fuera levantada si el Congreso nacional removía las leyes Cerrojo y de Pago Soberano y una vez que se hubiese concretado el pago a los acreedores que aceptaron la propuesta.

A pesar de no contar con mayoría ni en la Cámara de Diputados, ni en la de Senadores, el Presidente Macri logró, con el apoyo de los gobernadores provinciales, que las leyes para salir del default fueran aprobadas por 66% de los Diputados y 77% de los Senadores. Finalmente, el 19 de abril se realizó una exitosa colocación de bonos que permitió cancelar en efectivo la deuda con hold-outs. El pago a los tenedores de deuda de los canjes que no habían recibido pagos a partir de junio 2014 se concretó luego del levantamiento de la medida cautelar con lo cual Argentina salió efectivamente del default lo cual se reflejó en mejoras de su calificación crediticia.

## 4 La economía se contraerá 0,4% en 2016 pero volverá a crecer 3,2% en 2017

Desde fines de 2011 cuando se impusieron las restricciones al mercado cambiario (conocidas como “el cepo”), la economía argentina ha registrado muy bajo crecimiento o incluso un virtual estancamiento de acuerdo a las estimaciones privadas. La falta de credibilidad de las estadísticas oficiales de actividad e inflación producidas por el INDEC llevó al nuevo gobierno, que asumió en diciembre 2015, a decretar la “emergencia estadística” por lo cual la disponibilidad de información de cuentas nacionales sólo abarca datos preliminares agregados de 2015. Estos indican que la economía creció 2,1% en 2015 con una desaceleración de 3,9% a/a en 2T a 0,9% a/a en el último trimestre del año. En el contexto de un año electoral, el crecimiento estuvo liderado principalmente por el sector público (+3,3% a/a) y construcción (+5%) a la vez que una cosecha récord de cereales y oleaginosas en el segundo trimestre impulsó la actividad en el sector agropecuario (+6,4%).

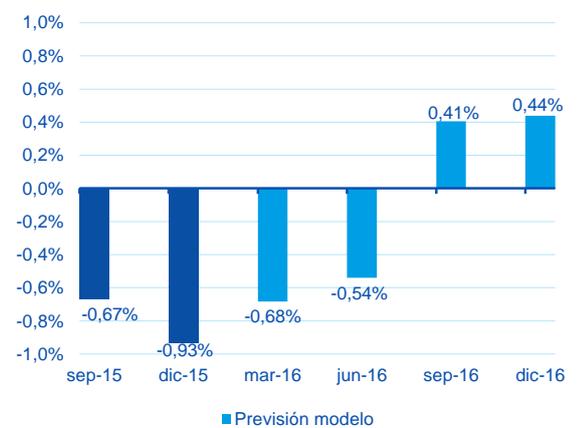
En el primer cuatrimestre de 2016, la suba de tarifas de los servicios públicos y la aceleración de la inflación por la liberación del tipo de cambio han deteriorado el salario real y harán mella en el consumo y la actividad. La consolidación fiscal –aunque aún tibia- también restará impulso a la demanda agregada. La tasa de interés, que subió sustancialmente desde fines de febrero para contener la inflación y la depreciación del peso, también tendrá un impacto negativo en la actividad económica. La recuperación de la inversión por el mejor ambiente regulatorio y macroeconómico, que estimula el ingreso de capitales, y la gradual recuperación de las cantidades exportadas por el salto del tipo de cambio y la eliminación de retenciones y de restricciones a importar insumos, podría compensar parcialmente estos efectos recesivos. Sin embargo, ambas –inversión y exportaciones- tardarán en reaccionar, con lo que su efecto se verá como mucho a partir del 4T16, e incluso podría demorarse más. En definitiva, la actividad se mantendrá poco dinámica en 2016, con una leve contracción del PIB de 0,4%. Los escasos datos de actividad conocidos a la fecha confirman, aunque con considerable margen de error, (Gráfico 4.1) una moderada recesión en el primer semestre de 2016 en el que el PIB caería 0,2% promedio desestacionalizado cada uno de los trimestres. En la última parte del año, estimamos una recuperación significativa del PIB (+2,2% a/a en 4T16) liderada principalmente por la inversión (+8,9% a/a) luego de que el acuerdo con los *hold-outs* terminara de despejar dudas sobre el riesgo argentino.

La reinserción de Argentina en los mercados mundiales ha producido gran cantidad de anuncios de inversión, tanto de infraestructura como de proyectos privados (incluyendo inversión extranjera directa) que se materializarán en el mediano plazo. Sin embargo, en el corto plazo la construcción registra una fuerte caída por la paralización de la obra pública debido a las restricciones fiscales luego del desborde del ciclo electoral, lo cual hará que la recuperación de la inversión sólo se manifieste en 4T16. Excepcionalmente, las exportaciones se expanden a una tasa de 14% a/a en volúmenes en 1T16 a pesar de la continuada recesión en Brasil ya que incluyen saldos remanentes de cosechas de años anteriores ahora liberados por el levantamiento del cepo y la fuerte rebaja de retenciones impositivas a las exportaciones agropecuarias. Sin embargo, el sector externo no será el gran “driver” de actividad en el corriente año (crecimiento de 2% en el año) en especial por la menor demanda de productos industriales desde Mercosur y lo inelástico de la oferta de productos agrícolas en el corto plazo a los cambios de precios relativos que se produjeron luego de la siembra de la cosecha gruesa.

El gobierno continúa dando los pasos correctos para corregir los graves desequilibrios heredados de la gestión anterior sin mayores dilaciones. Tras el inevitable y necesario ajuste de precios relativos (tipo de cambio, tarifas, etc), la economía argentina podrá volver a crecer a tasas más cercanas al potencial de 3% a partir de 2017 ya que no se verá estrangulada por la restricción externa ni por la falta de financiamiento tras la exitosa liberación del “cepo” y la salida del default.

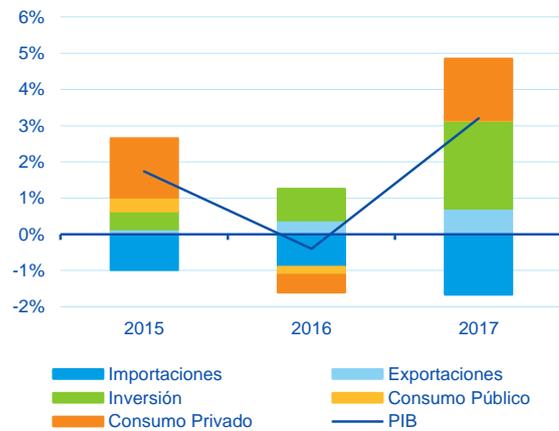
Por lo tanto, esperamos que el plan integral pro-mercado por el que ha optado Argentina pronto comience a mostrar resultados en términos de actividad, y el PIB crezca 3,2% en 2017, impulsado principalmente por la inversión y las exportaciones (Gráfico 4.2), y una mejora gradual del consumo privado. Los pasos que se están dando actualmente en términos de reducción de la carga impositiva del sector agrícola e inversión en infraestructura vial y de comunicaciones tenderán a aumentar la competitividad de las exportaciones argentinas. Al mismo tiempo, tras la depreciación del tipo de cambio, la eliminación de las restricciones al pago de dividendos y la salida del default disminuye la prima de riesgo para las inversiones en Argentina con lo cual estimamos que el ratio de inversión a PIB continuará creciendo hasta alcanzar ratios similares a los máximos de 25% del PIB que a su vez contribuirán a generar un mayor crecimiento potencial.

Gráfico 4.1  
**Estimaciones MICA- BBVA (Var. % a/a)**



Fuente: FIEL y BBVA Research

Gráfico 4.2  
**Contribución al PIB**



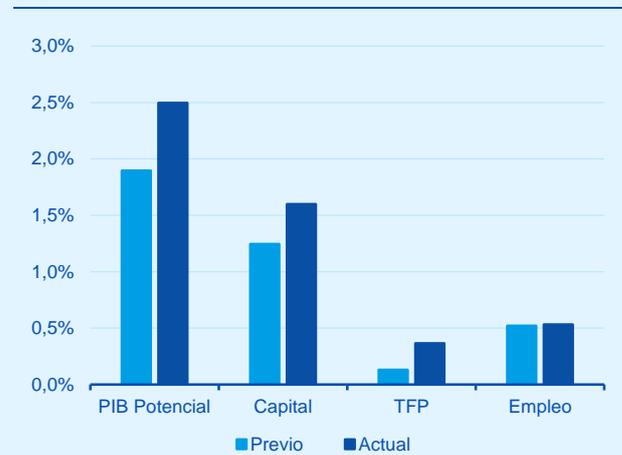
Fuente: FIEL y BBVA Research

## Recuadro 1. Revisión al alza del PIB potencial argentino tras el giro de políticas

El PIB potencial es un concepto teórico que define el nivel de producción máximo que un país puede alcanzar, sin provocar presiones inflacionarias, utilizando los factores de la producción disponibles (trabajo y stock de capital) y la tecnología existente (resumida en el concepto de “Productividad Total de los Factores”, que puede entenderse como la eficiencia con la que se combinan los factores capital y trabajo). Por lo tanto, la inversión en capital fijo, la evolución demográfica o la innovación tecnológica, estrechamente vinculadas a las reformas estructurales, son algunos de los factores que explican la evolución del PIB potencial de una economía. En esta breve nota comentamos los resultados de reestimar el PIB potencial argentino en el largo plazo (esto es, para el período 2016-24) tras el cambio de gobierno ocurrido en diciembre y el giro de políticas que este nuevo gobierno ha generado.

Nuestras últimas estimaciones del PIB potencial argentino del período 2016-2024 muestran un crecimiento anual promedio de 2,5%, versus el crecimiento promedio de 1,9% que habíamos estimado en mayo de 2015 (Gráfico R.1.1), cuando nuestro escenario base contemplaba la continuación de las políticas del anterior gobierno. Este incremento del PIB potencial proyectado se origina, básicamente, en una mayor contribución del factor capital, de los 1,25pp que aportaba al crecimiento del potencial en la estimación anterior al 1,5pp que lo hace en la actual, y de una mayor Productividad Total de los Factores, que pasa a contribuir 0,37pp del magro 0,13pp que lo hacía antes. La contribución del factor trabajo, en tanto, apenas varía y de 0,52pp antes a 0,53pp ahora.

Gráfico R.1.1  
Crecimiento anual del PIB potencial entre 2016 y 2024 (%)



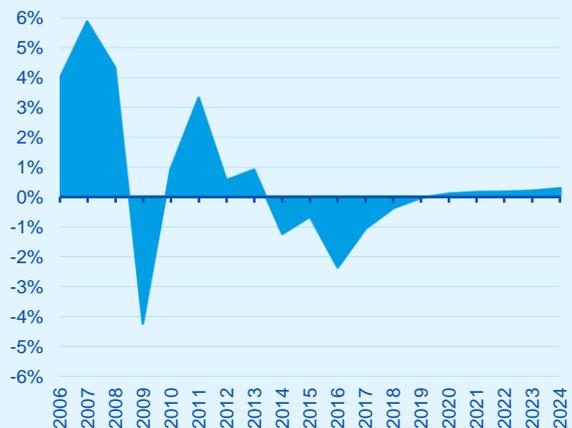
Fuente: BBVA Research

¿A qué se debe esta mayor contribución del factor capital? Por una lado, el giro realizado por el nuevo gobierno hacia políticas que buscan una mayor estabilidad macroeconómica (menor inflación, reducción del déficit fiscal) e institucional (regularización de la estadísticas oficiales y del INDEC), menor intervención del Estado en la economía (fin del cepo cambiario, eliminación de barreras para-arancelarias, quita de retenciones), una nueva integración financiera al mundo (arreglo con holdouts, CIADI, Art. 4 FMI), un incremento del comercio internacional (reducción de barreras para-arancelarias, lanzamiento de tratados comerciales, eliminación de las retenciones a la exportación), y desarrollo del sistema financiero (créditos indexados, fin de regulaciones de tasas de interés), impulsarán la inversión privada tanto de residentes como de no residentes, lo que incrementará el stock de capital de la economía. Por otro lado, el propio gobierno nacional ha anunciado un ambicioso plan de infraestructura que modernizará puertos, caminos, ferrocarriles, etc., incrementando también el stock de capital. Por último, esperamos también una menor depreciación del capital que en la década pasada, depreciación que volvería a los promedios históricos; ya que esperamos que los equipos más modernos tengan menor tasa de obsolescencia.

En cuanto a la Productividad Total de los Factores, la mayor contribución se origina, parcialmente, también en el mejor (y más estable) entorno macroeconómico y de negocios con menor intervención estatal, que estimulan la mayor eficiencia en el uso de los recursos, pero también será impulsada por cambios en la legislación laboral, adaptándola a tecnologías y realidades más modernas, a la introducción de mayor flexibilidad laboral (negociación salarial por compañía y ligada a la productividad), y a la reducción de los impuestos al trabajo.

El PIB observado difiere, en general, del potencial y a la diferencia entre ambos se le denomina “Brecha del producto”, concepto que es importante para los hacedores de política que buscan estabilizar sus economías. En las fases expansivas, la actividad económica se mantiene durante un periodo de tiempo por encima de su potencial, generándose un output gap positivo, asociado con presiones inflacionistas y que requiere políticas macroeconómicas más restrictivas. En las recesiones, ocurre lo contrario: la actividad económica cae por debajo de su nivel potencial y el output gap es negativo, caracterizando a periodos de ajuste en la actividad que generan tensiones a la baja sobre la inflación y sustentan el uso de políticas macroeconómicas expansivas. Como vemos en el Gráfico R.1.2, Argentina tiene actualmente una brecha del producto negativa. Esto es importante para la política anti-inflacionaria que está aplicando el actual gobierno, ya que las presiones a la baja ayudarán a la desinflación. La recuperación del crecimiento de 2017 en adelante irá cerrando paulatinamente esta brecha, que se tornará positiva desde 2020 en adelante; pero será muy baja no generando presiones inflacionarias significativas.

Gráfico R.1.2

**Crecimiento anual del PIB potencial entre 2016 y 2024 (%)**

Fuente: BBVA Research

En resumen, el concepto de PIB potencial subraya la necesidad de que los países impulsen reformas estructurales y políticas de oferta para elevar el nivel potencial de producción y su crecimiento con aumentos de la productividad. En este sentido, se observa una correlación histórica entre el Índice de Reformas Estructurales de un país y la contribución de la PTF a su crecimiento potencial. En el caso de Argentina, las principales reformas deberán estar encaminadas a aumentar la inversión en capital físico (especialmente infraestructura) y capital humano (mayor calidad de la educación y salud). Al mismo tiempo, debe promoverse el aumento del ahorro para financiar esas inversiones y la reducción de las altas tasas de informalidad, que minan los incentivos para que empresas y familias acometan ambos tipos de inversión. Nuestro escenario base asume que parte de este trabajo se realizará en los próximos años, pero las reformas estructurales no se harán en la cuantía suficiente como para que el PIB potencial argentino muestre un crecimiento realmente dinámico. Para ello se requerirían de reformas adicionales aún no anunciadas y que, esperemos, el gobierno encare una vez que realizó la tarea inicial de normalizar la macroeconomía. Así, esperemos que tras ocuparse primero de lo urgente, el gobierno se dedique luego a lo importante.

## 5 El gobierno pone foco en la política monetaria para desacelerar la inflación que comenzará a ceder a fin 2T

El nuevo gobierno anunció metas de inflación para 2016 de 20-25%, que bajará a 12-17% para 2017, a 8-12% para 2018 y a 3,5-6,5% para 2019 (Gráfico 5.2). Así, tras 10 años desatendiendo el problema, la nueva administración encara - aunque de modo gradual - la desaceleración de la inflación. De hecho, el presidente del BCRA ha declarado que recién se establecerá un sistema formal de metas de inflación a partir de septiembre 2016 y con miras al 2017, mientras que el 2016 será un año de transición donde se tratará de acercarse lo más posible a la meta. Dada la magnitud del desequilibrio fiscal y monetario heredado, el gobierno no busca una reducción más rápida que implique un mayor impacto recesivo. Es clave que el gobierno haya dado estas precisiones para coordinar expectativas, dado el pico de inflación del 1T16 por el pass-through de la devaluación y la corrección de tarifas de energía y transporte, en momentos que se negocian los acuerdos salariales.

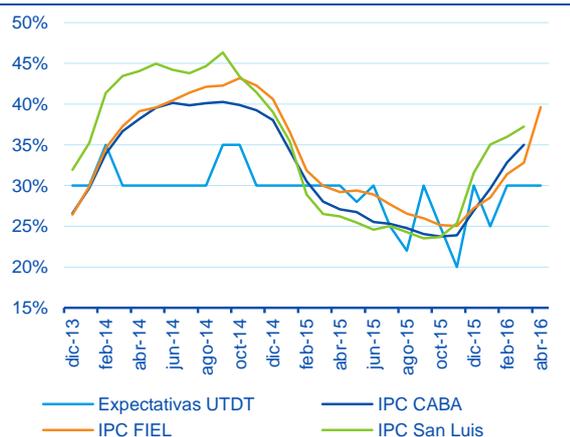
La inflación mensual del primer trimestre del año (medida por el índice de la Dirección Estadística de la Ciudad de Buenos Aires (CABA)) se ha mantenido por encima 3% y la de abril se ubicó en 6,5% por el ajuste conjunto de tarifas de gas, agua y transporte público en el área metropolitana de Buenos Aires. Sin embargo, el pass-through del salto cambiario (excluyendo aumento de precios regulados) se ubica sólo en 27,7%, muy por debajo de lo esperado y de otras experiencias históricas. En el mismo sentido, la inflación subyacente muestra una gradual tendencia a la baja desde 4,5% en diciembre a 2,8% en abril. Sin embargo, estos niveles aún son superiores a los observados en el trimestre previo a la devaluación (2% mensual) y resulta difícil impulsar una baja sustancial en las expectativas del público que se mantienen en torno a 30% a/a (Gráfico 5.1). A su vez, la ausencia de un índice oficial y la disparidad de mediciones regionales por el impacto diferencial del ajuste de tarifas entre las provincias del interior y el Gran Buenos Aires (con mayor atraso relativo de precios) dificultan el anclaje de las expectativas y las negociaciones salariales, que avanzan lentamente, pero sin mayores desbordes.

En todo caso, la apreciación nominal del tipo de cambio desde fines de febrero junto con el mantenimiento de tasas de interés de las letras del BCRA cercanas a 38% en gran parte del 2T16 permitirán continuar reduciendo la inercia inflacionaria que (excluyendo el fuerte ajuste de tarifas de abril) estimamos promediará 2,4% m/m en 2T y 1,4% en 3T. Teniendo en cuenta los rezagos de la política monetaria (entre 6 meses y 1 año) y el potencial de apreciación del peso por los flujos de entrada de capital, estimamos un aumento de precios entorno al 1% mensual hacia el último trimestre del año. Sin embargo, debido al impacto de los ajustes de inicios de año, el nivel general del IPC GBA acumulado en 2016 podría acercarse a 32% a/a, probablemente superando la meta inicialmente anunciada del 25%.

De hecho, este probable incumplimiento de la meta anunciada ha llevado a declaraciones de funcionarios calificando a la meta de inflación como "federal" en el sentido que no debería incluir totalmente el fuerte impacto del ajuste de precios de energía y transporte sobre el IPC CABA. El BCRA señala en sus comunicados semanales que no bajará las tasas de interés hasta observar signos concretos y persistentes de reducción de inflación, lo cual probablemente se demorará hasta fines de mayo. El riesgo es que el desalineamiento de las expectativas junto con las dudas que ocasiona el continuar financiando (aunque limitadamente) al Tesoro haga más lenta la trayectoria de descenso de la inflación y obligue al BCRA a mantener una política monetaria fuertemente contractiva durante un período prolongado, con el consecuente impacto negativo sobre la actividad económica. Bajar la inflación es un objetivo primordial para garantizar el éxito del programa y su impacto positivo en crecimiento en el futuro cercano.

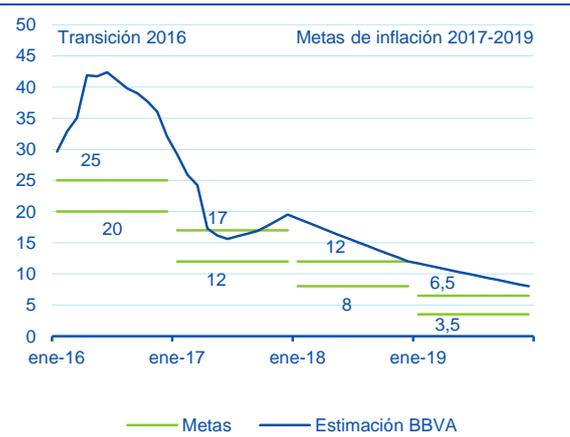
Si bien nuestro escenario base asume que el gobierno tendrá éxito parcial en su labor anti-inflación en el corriente año, valoramos la referencia que brinda en la trayectoria y el compromiso explícito. Para los años siguientes estimamos reducciones continuas de la inflación (por el menor financiamiento monetario del déficit y la política activa de “inflation targeting”) que se mantendrá cerca de la banda superior de los rangos anunciados (Gráfico 5.2) pero con un sendero claramente descendente desde 19% en 2017 hasta terminar en 8% en 2019.

Gráfico 5.1  
**Inflación y expectativas (var. % a/a)**



Fuente: UTDT, GCBA, FIEL, Gob. Pcia de San Luis y BBVA Research

Gráfico 5.2  
**Metas de inflación del gobierno (var. % a/a)**



Fuente: BCRA y BBVA Research

## 6 El acuerdo con los hold-outs permitirá sostener el gradualismo fiscal

Las cuentas fiscales confirman el deterioro del déficit fiscal en el último año de gobierno de Cristina F. de Kirchner, que habría llegado a un déficit primario de 5,4% del PIB en 2015 contabilizando la deuda flotante impaga. El nuevo gobierno anunció el compromiso de reducir el déficit fiscal de 2016 en adelante, con una mejora del resultado fiscal menor a 1 punto porcentual del PIB en el 2016 y de alrededor de 1,5 puntos año a año hasta 2019, para llevar el déficit primario a 0,3% del PIB, sin considerar los ingresos del BCRA y la Seguridad Social (ANSES) (Gráfico 6.1). El anuncio de reducción del déficit (y por ende de su monetización) es positivo aunque el grueso del ajuste recaerá sobre el sector privado con la reducción de los subsidios a los sectores de energía y transporte (1,5% del PIB) ya que las mejoras en la eficiencia del gasto público aportarán sólo 0,8% del PIB según se anunció.

Además del anuncio de suba de tarifas eléctricas, gas natural, agua y transporte, se han instrumentado medidas como la eliminación de la mayoría de las retenciones a las exportaciones (y la baja gradual de a 5 pp anuales de la retención remanente sobre la soja), se elevó el mínimo no imponible del Impuesto a las Ganancias y se envió al congreso un proyecto de rebaja del IVA para los productos de primera necesidad para moderar el impacto de la devaluación sobre los sectores de bajos recursos. Estas medidas apuntan a una caída de los ingresos tributarios que podría superar el 1,4% del PIB y, por tanto, obligan a una reducción sustancial de los subsidios a sectores de energía y transporte teniendo en cuenta que han adoptado medidas que tienden a aumentar el gasto primario, tales como aumento en la Asignación Universal por Hijo (AUH) y en las jubilaciones para moderar el impacto de del incremento de precios en los sectores más vulnerables.

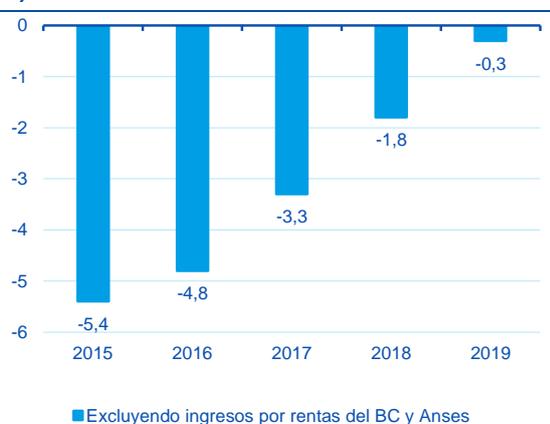
Si bien ya se han anunciado aumentos entre 300-500% en las tarifas de energía y de 50/100% en las transporte y una reducción de 10.000 empleados públicos sin tareas asignadas, es difícil cuantificar el impacto de estas medidas en las cuentas públicas ya que se cuenta con información sólo del primer trimestre donde aún no tuvieron efecto pleno. Los datos fiscales muestran un aumento del déficit primario del 12,2% a/a en este período a pesar de un aumento menos que proporcional en los gastos (28,3%) que en los ingresos (31,1%), impulsada principalmente por baja en los gastos de capital y gastos corrientes en Bienes y Servicios

Es factible llegar a un déficit primario de alrededor de \$ 350 mM (bajo la nueva metodología que no considera como ingreso las rentas del BCRA ni del ANSES) al que apunta el gobierno, pero para lograrlo el gasto primario debería crecer bien por debajo de los ingresos tributarios que deberían seguir aumentando a las tasas actuales, levemente negativas en términos reales. Aún es temprano para decir si la suba de tarifas anunciada será suficiente para lograr este ahorro (teniendo en cuenta la volatilidad del precio internacional del petróleo) y si la recaudación no se verá más afectada por la caída de actividad.

Luego del arreglo con los hold-outs, la Secretaría de Finanzas lanzó una exitosa colocación de bonos de jurisdicción Nueva York que permitió realizar el pago a los fondos litigantes el 22 de abril de 2016 y dar por finalizado el default. El monto ofertado más que cuadruplicó el que se pensaba colocar a una tasa promedio (7,14%) también inferior a la esperada. En estas circunstancias, se decidió ampliar la colocación y parte del exceso por sobre el pago destinado a los hold-outs (USD 7500 millones) se destinarán a cubrir las necesidades de financiamiento del sector público en 2016 (Tabla 6.1). El resto se cubrirá, según lo anunciado en enero, con préstamos del BCRA (\$ 160mM), de fondos del ANSES y refinanciación de vencimientos por parte de otras agencias públicas, organismos multilaterales y nuevas colocaciones en el mercado domésticos por USD 3mM. En este sentido, el Ministro de Hacienda ha declarado que no se llevarán a cabo nuevas emisiones este año en el mercado de Nueva York, aunque probablemente habrá nuevas colocaciones corporativas y por parte de provincias argentinas como el último ejemplo de Neuquén.

Gráfico 6.1

Proyecciones de déficit primario del Gobierno (% PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Finanzas y BBVA Research

Tabla 6.1

Programa financiero 2016

	Pesos mil mill.	Dólares mil mill.	% PIB
Déficit primario	358,2	24,3	4,80%
Vtos de capital e interés	183,8	12,5	2,46%
Títulos públicos	132,0	9,0	1,77%
Organismos	51,8	3,5	0,69%
<b>Necesidades de financiamiento</b>	<b>542,0</b>	<b>36,7</b>	<b>7,26%</b>
<b>Fuentes</b>			
Organismos	44,3	3,0	0,6%
Banco Central (AT+Utilidades)	160,0	10,8	2,1%
FGS y otros entes públicos	39,8	2,7	0,5%
Mercado externo	106,2	7,2	1,4%
Mercado interno	118,0	8,0	1,6%
Refinanciación capital	73,8	5,0	1,0%
Nuevas emisiones	44,3	3,0	0,6%
Otro financiamiento (CP, RMB, etc.)	73,8	5,0	1,0%

Fuente: Ministerio de Hacienda y Finanzas y BBVA Research

## 7 Argentina entra en una etapa de déficit comercial que difícilmente se revierta en los próximos años

Una de las primeras estadísticas dadas a conocer por el INDEC bajo la nueva conducción fueron las de balanza comercial que mostró que había existido una fuerte sobrestimación de las exportaciones en el período 2010-2015. La corrección de las estadísticas con datos de la Aduana estableció que finalmente se había producido un déficit comercial de USD 3mM en 2015, comparado con el superávit de USD 2,3 mM estimado previamente.

No vemos cambios sustanciales en las tendencias (caída de precios de materias primas, contracción del PIB en Brasil) que afectan a las exportaciones argentinas desde fines de 2015. Luego de 3 años de caídas sistemáticas, los términos de intercambio de Argentina se recuperarán levemente en 2016 (+0,5%, Gráfico 7.2) por menor reducción en el precio de los granos que en las materias primas metálicas y energéticas, pero las cantidades exportadas crecerán a menor tasa que las importadas, debido principalmente a menor demanda externa de productos industriales con lo cual el déficit comercial aumentará 15% en 2016 hasta llegar a USD 3,5 mM.

En el primer trimestre del año, se destaca el dinamismo de las exportaciones de productos primarios y MOA (+65% y 43% a/a respectivamente), alentados por la devaluación y la eliminación de retenciones y otros obstáculos burocráticos, mientras que continúan contrayéndose en volúmenes las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI), afectadas especialmente por la recesión de Brasil y Combustibles por la escasez de la oferta local. Sin embargo, la caída de los precios hace que las exportaciones totales sólo aumenten 3% a/a en 1T16. Las cantidades importadas también muestran dinamismo (+20% a/a) luego de finalizadas las restricciones administrativas del "cepo", especialmente en autos y autopartes, pero la caída de precios también las afecta con lo cual en valores nominales se reducen 3% a/a en el primer trimestre del año.

Aparte de la esperada normalización de las exportaciones agrícolas en el resto del año, luego de que se volcaran al mercado en 1T16 gran parte de lo retenido en 2015, éstas podrían desacelerar en mayor medida según el impacto final de las inundaciones y exceso de lluvias que afectaron a amplias zonas productoras en el período de cosecha. Se estima que la cosecha total de soja podría reducirse a 51 millones de toneladas en el escenario más pesimista pero que la suba de precios por la menor producción de Argentina a más de USD 380 por tonelada compensaría parcialmente la pérdida en valor de las exportaciones que podría ascender a USD 500 millones.

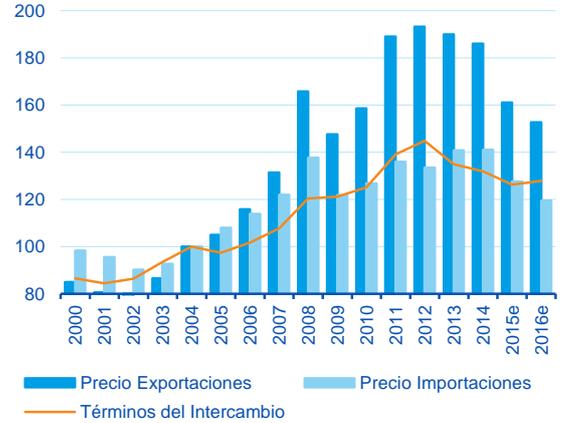
En los años subsiguientes esperamos una reacción de las exportaciones al nuevo entorno económico (menor apreciación real, retenciones impositivas nulas o cayendo, baja de la inflación, ausencia de trabas a la importación de insumos y maquinaria) y éstas crecerían en valor 7,9% promedio hasta 2019, pero como las importaciones lo harían a un ritmo superior 10,2% en promedio, el déficit comercial continuará creciendo (Gráfico 7.1). Esperamos una leve mejora en la balanza por turismo y en las exportaciones de servicios reales luego de la depreciación, pero con cierto rezago dado que muchos viajes habían sido contratados previo a la devaluación. Sin embargo, no será suficiente para compensar la balanza de rentas que tenderá a normalizarse luego del fin del aislamiento financiero, con lo cual la cuenta corriente continuará subiendo hacia 3,9% del PIB en 2016. Crece la importancia de asegurar flujos de IED similares a los recibidos por otros países de la región para financiar el déficit de la cuenta corriente que estimamos se reducirá gradualmente hasta alcanzar 3,4% en 2018 gracias al mayor dinamismo de las exportaciones netas de servicios reales y el crecimiento de la economía.

Gráfico 7.1  
**Exportaciones, Importaciones y Saldo comercial (USD millones)**



Fuente: Indec y BBVA Research

Gráfico 7.2  
**Términos del intercambio (índices base 2004=100)**



Fuente: Indec, y BBVA Research

## 8 Exportaciones agrícolas y flujos de cartera presionan transitoriamente a la baja el tipo de cambio en 2T16

El 17 de diciembre pasado, la nueva administración, anunciando que contaba con respaldo en divisas de diversas fuentes (exportadores, “repos” de bancos internacionales) por USD 15 mM (de los cuales se efectivizaron USD 10,3 mM, USD 5,3 mM de los exportadores y USD 5 mM del acuerdo con los bancos), liberó la mayoría de las restricciones a las operaciones cambiarias y se retiró del mercado cambiario, dejando que la oferta y demanda de privados determine el nuevo precio. El peso se depreció 40% en el día, hasta llegar a 13,76 ARS/USD. Este salto, aunque alto, fue menor al esperado (los peores pronósticos auguraban un tipo de cambio en el entorno de \$15,5/USD). Así, se finalizó con relativa tranquilidad con la ineficaz política cambiaria previa, lográndose la unificación del mercado cambiario en el marco de un plan de gobierno más general de control de la inflación y reducción de los desequilibrios macroeconómicos.

El tipo de cambio flotó prácticamente sin intervención del BCRA entre \$12,8 y \$14,5/USD hasta mediados de febrero a la vez que las tasas de interés de las letras del Banco Central se redujeron rápidamente a 30% anual, niveles similares a los vigentes pre-unificación del mercado cambiario. Sin embargo la disminución de los flujos de exportadores luego de cumplido el acuerdo inicial, junto con una sostenida demanda de dólares del sector privado produjo una escalada de la cotización hacia \$15/USD a fines de febrero.

En estas circunstancias, las medidas que adoptó el BCRA (intervenciones aisladas pero contundentes de USD 675 millones en la última semana de febrero y nueva suba de 800 bp en la tasa de rendimiento de LEBAC de corto plazo) fueron efectivas para contener la rápida depreciación del tipo de cambio, que se apreció más de 10% desde entonces hasta mediados de mayo. Si bien la actual política monetaria apuesta a permitir mayor volatilidad en el tipo de cambio de modo de quebrar el vínculo entre tipo de cambio e inflación, la intervención de fines de febrero junto con el incremento en abril en las compras de bancos públicos sugiere que el Banco Central busca evitar una excesiva depreciación/apreciación nominal más allá de cierto rango de fluctuación (que podría estimarse entre \$14-16/USD) y desde luego controlar su volatilidad.

A pesar de demoras por las inundaciones en la zona agrícola núcleo, a partir de marzo aumentaron las liquidaciones de exportaciones de soja (Gráfico 8.1) que se mantendrán firmes este trimestre a la vez que la salida del default y las elevadas tasas de interés de los instrumentos de corto plazo del BCRA alentarán la entrada de flujos de portafolio. En este contexto, la presión a la baja del tipo de cambio será contrarrestada por mayor demanda del sector privado para saldar deuda por importaciones y por remisión de dividendos atrasados, con lo cual esperamos que el tipo de cambio se mantenga relativamente estable entorno a \$14,5/USD hasta junio. En el segundo semestre y con menor abundancia estacional de oferta de divisas, estimamos que el tipo de cambio seguirá depreciándose lentamente hasta cerrar 2016 en 16 ARS/US., dado que aún hay demanda potencial que puede realizarse (importaciones aún no efectivizadas, utilidades y dividendos retenidos) y que se seguirán levantando restricciones impuestas sobre los stocks. En este sentido, a inicios de mayo, el BCRA elevó el monto mensual máximo de compra de dólares por parte de privados de USD 2 a 5 millones por mes.

En los años posteriores, el tipo de cambio seguiría depreciándose levemente, aunque apreciándose en términos reales (Gráfico 8.2) ya que la inflación convergerá a un dígito recién en 2019. En cualquier caso, se trataría de un mercado cambiario único y libre, en un régimen cambiario de flotación (aunque algo administrado) y en el marco general de un BCRA siguiendo un esquema de metas de inflación, en el que el tipo de cambio no cumple ningún rol anti-inflación ni tampoco constituye un objetivo de política.

Según nuestras estimaciones, el tipo de cambio real estaría aun relativamente apreciado, un 13% respecto al promedio histórico de multilateral y 6% respecto a nuestros modelos de PPP ajustada por productividad. Sin

embargo, estas mediciones no toman en cuenta otras mejoras de la competitividad ya materializadas como la rebaja de retenciones a las exportaciones agropecuarias o las que llegarían de la mano del ambicioso plan de infraestructura del gobierno (que luego de la colocación de bonos del 19/4 ya tiene financiación). Es por lo tanto dudoso que Argentina necesite seguir mejorando la competitividad por vía de fuertes depreciaciones, sobre todo en el contexto de inflación todavía elevada.

Gráfico 8.1

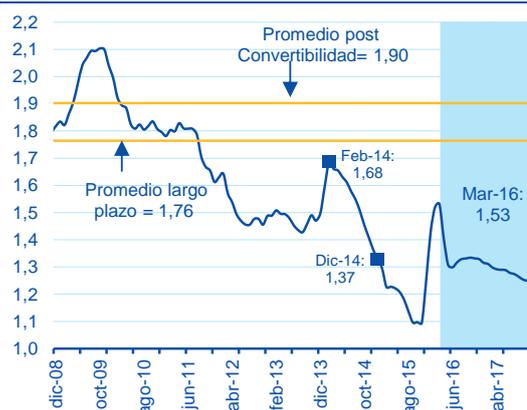
**Liquidación divisas de exportadores de granos vs intervención cambiaria BC (USD millones)**



Fuente: BCRA, Cec y Ciara y BBVA Research

Gráfico 8.2

**Tipo de cambio efectivo real (2001:12=1)**



Fuente: Haver, BCRA, y BBVA Research

## 9 La política monetaria logra estabilizar la inflación pero el aumento del déficit cuasifiscal y el estancamiento del crédito condicionan su continuidad

Las medidas fundamentales para impulsar una recuperación de la economía ya han sido adoptadas: levantamiento del cepo, corrección de precios de energía y transporte y acceso a los mercados de capitales. El impacto en términos de inflación es alto en el corto plazo, pero el éxito de la política económica podrá medirse en función de que efectivamente se concrete el “círculo virtuoso” de aumento en la demanda de pesos y recuperación del crédito. El acceso al financiamiento externo tendrá un efecto positivo en el sentido de reducir significativamente la monetización del déficit fiscal sin requerir un ajuste fiscal abrupto. Al mismo tiempo la entrada de capitales del exterior generará mayor oferta de divisas en el mercado cambiario que será absorbida por la demanda del sector privado, presionando a la baja el tipo de cambio ya que el BCRA no intervendrá para sostener la paridad cambiaria. A su vez, esto aumentará la demanda de saldos reales en pesos, permitiendo una reducción de las tasas de interés y una reactivación de la demanda de crédito y la actividad económica.

El Presidente del BCRA ha expuesto recientemente los lineamientos de la política monetaria a partir de 2016. El principal objetivo será reducir la inflación principalmente usando como instrumento la tasa de interés y dejando flotar el tipo de cambio. La intención es disociar la dinámica devaluación/inflación que ha mostrado sistemáticamente la economía argentina. Si bien se anunció que se implementará un régimen de metas de inflación, éste sólo comenzará a hacerse efectivo el año próximo cuando las nuevas estadísticas de precios estén disponibles. A partir de 2017, habrá mecanismos de corrección y se procederá a explicar los posibles desvíos con respecto a las metas anunciadas. Como novedad, habrá un Comunicado de Política monetaria posterior a la publicación del futuro índice de precios IPAMBA del INDEC a mediados de junio de 2016.

En este año de transición, el Banco Central anunció metas cuantitativas de los agregados monetarios M2 privado y Base Monetaria basadas en estimaciones sobre una función de demanda de dinero. En los hechos, la banda media objetivo de crecimiento de estos agregados será 20% a/a y 25,4% a/a respectivamente para todo el año (Tabla 9.1). Con respecto a la Base Monetaria, mirando el nivel actual de este agregado todavía quedaría margen para crecer en los 3 últimos trimestres del año aproximadamente un 33% debido a la considerable absorción monetaria que se produjo en el primer trimestre. De esta forma, existe capacidad para seguir expandiendo dinero aún después de haber satisfecho el tope de financiamiento al Tesoro por \$ 120 mil millones que resta para el año. En este contexto, el Banco Central plantea dos opciones de política: 1) emitir vía sector externo comprando divisas lo cual recompondría el stock de reservas internacionales o 2) liberar stock de Lebac a su vencimiento, o también es posible aplicar una combinación de ambas estrategias.

En el escenario actual en el cual el Banco Central decidió dejar flotar el tipo de cambio y permitir que haya volatilidad en ese mercado, creemos que la segunda opción será la elegida. Si bien la política monetaria contractiva implementada hasta ahora por el BCRA ha contribuido fuertemente a estabilizar las expectativas de depreciación e inflación, no se pueden ignorar los costos que tendría mantener las tasas de interés fuertemente positivas en términos reales durante un tiempo prolongado y seguir absorbiendo mediante Lebac para compensar la intervención en el mercado de cambios. El stock de letras del Banco Central (Lebac) ha aumentado 42% a/a en el primer cuatrimestre del año, mientras que su plazo se redujo a la mitad (45 días). Con una tasa de interés promedio de 35%, la carga de intereses de la política de esterilización es creciente y genera necesidades de absorción también crecientes. El déficit cuasifiscal podría continuar creciendo y llegar a niveles que pongan en duda la posibilidad de lograr el objetivo de baja de la inflación si se mantiene esta política durante un tiempo prolongado. Tampoco pueden ignorarse los impactos sobre la actividad económica

que tienen las altas tasas de interés sobre todo en un entorno de caída de confianzas e incertidumbre de ingresos futuros. El crédito al sector privado ha estado prácticamente estancado en el primer cuatrimestre del año, especialmente los préstamos a empresas, más allá de los efectos estacionales que habitualmente caracterizan a esta parte del año. Si bien es poco probable una significativa relajación de la astringencia monetaria en 2T16, esperamos que las tasas de interés gradualmente comiencen a descender en la medida que baje la inflación para llegar a una tasa Badlar de 25% a fin de año (Gráfico 9.1).

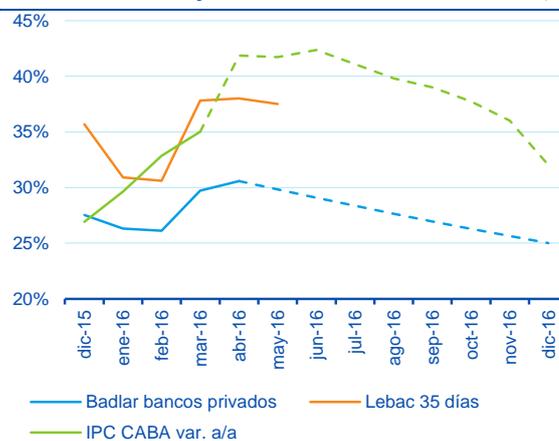
Con respecto al fortalecimiento de la demanda de dinero en el mediano plazo, el BCRA ha adoptado numerosas medidas para aumentar la bancarización tal como la universalización de la caja de ahorro gratuita y las transferencias y uso de ATM sin costo para los titulares de estas cuentas. En el plano de impulsar la penetración del crédito, ha implementado una nueva unidad indexada (UVI's) para depósitos y préstamos de más largo plazo que permitiría desarrollar un mercado de crédito hipotecario, hasta ahora prácticamente inexistente en Argentina (Recuadro 2).

Tabla 9.1  
Proyecciones programa monetario 2016 (\$ mil mill. promedio mensual)

	mar-16		dic-16	
	\$ mil mill.	var. a/a	\$ mil mill.	var. a/a
			1043	23,0%
M2 privado	816	27,4%	1016	19,9%
			989	16,7%
			802	28,8%
Base Monetaria	587	29,5%	781	25,4%
			760	22,0%

Fuente: BCRA y BBVA Research

Gráfico 9.1  
Tasas de interés y Tasa de inflación interanual (%)



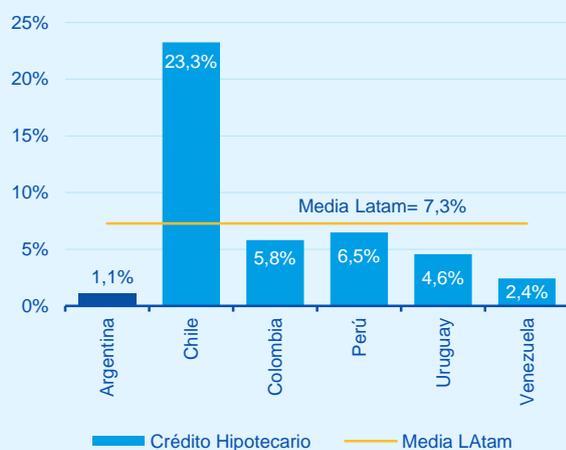
Fuente: BCRA, CABA y BBVA Research

## Recuadro 2. La UVI constituye una solución parcial pero bienvenida a la falta de crédito de largo plazo en Argentina

### Las razones del escaso desarrollo del mercado hipotecario

**La penetración del crédito hipotecario en Argentina apenas supera el 1% del PIB**, muy por debajo de los niveles alcanzados en países desarrollados e incluso por debajo de otros países de la región que comparten problemas similares.

Gráfico R.2.1  
Crédito Hipotecario/PIB en Latam



Fuentes: BBVA Research en base a Bancos Centrales LATAM.-

**El escaso financiamiento a la vivienda en América Latina obedece principalmente a restricciones vinculadas con la incapacidad de pago de las familias, las dificultades para recuperar garantías, el riesgo de fluctuaciones en las tasas de interés y el riesgo de descalce de plazos que supone para el acreedor.** En mayor o menor medida, estos factores están presentes en los diversos países y los gobiernos han buscado formas creativas de moderar estas dificultades y de facilitar el acceso al principal activo físico en el que invierten las familias.

**En Argentina, la implementación de la UVI apunta a reducir el riesgo de fluctuaciones en la tasa de interés pero no constituye una solución**

para los otros 3 problemas mencionados. El bajo nivel y la irregularidad de ingresos, frecuentemente asociado a la informalidad, hacen que no sean fácilmente demostrables y aumentan el riesgo de incumplimiento para el acreedor. Una posible solución a este problema es el otorgamiento de subsidios explícitos y focalizados al demandante de vivienda en base a su buen comportamiento de ahorro como sucede en Chile.

**En el caso de las dificultades para recuperar las garantías hipotecarias, el problema es particularmente agudo en Argentina** ya que el costo de recuperación de garantías absorbe entre 25-33% del valor de la misma y el proceso demora de 10 a 18 meses.<sup>2</sup> La falta de existencia de títulos de propiedad y las deficiencias de registro junto con las trabas legales que suponen múltiples jurisdicciones federales reducen la oferta de crédito hipotecario ya que elevan sustancialmente los costos de recuperación para el acreedor.

### La implementación de una unidad indexada reduce el riesgo de volatilidad de las tasas de interés

**La elevada inflación de Argentina ha producido fuertes fluctuaciones en la tasa de interés cuya volatilidad oscila entre 15-20%** muy por encima del 5% que promedian los países latinoamericanos. Este factor hace inestable el costo de captación de recursos, pero el riesgo de suba de la tasa de interés no puede ser trasladado del acreedor al deudor ya que por el valor de la vivienda en relación a los ingresos esto significaría un ajuste difícil de sobrellevar para un presupuesto familiar.

El sistema de indexación del capital, como la UF chilena o próximamente la UVI en Argentina, permite reducir este riesgo cuando la mayor parte de las fluctuaciones de la tasa de interés provienen

2: Ver "Progreso Económico y Social en América Latina". Informe 2005. BID. Página 238.

2 Ver "Progreso Económico y Social en América Latina". Informe 2005. BID. Página 238.

de la inflación. Este sistema traslada el riesgo de tasa de interés al acreedor que deberá contar con fondeo denominado también en unidades indexadas para cubrir este riesgo.

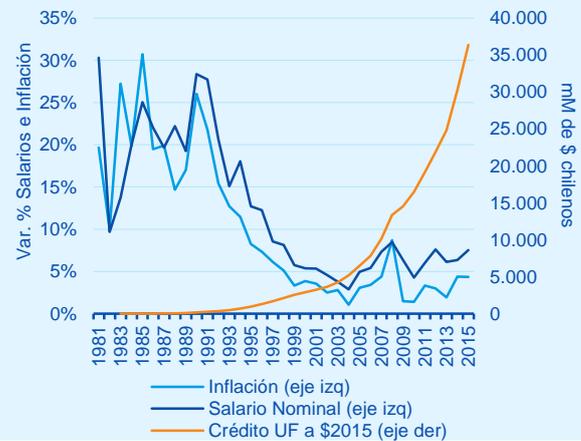
Sin embargo, aún cuando las entidades financieras pudiesen fondearse con depósitos indexados, subsiste el problema de descalce de plazos ya que las fuentes de recursos son de corto plazo y las colocaciones hipotecarias de largo plazo. La solución a este problema a menudo involucra un tercer actor como los fondos de pensiones o las compañías de seguros que canalizan ahorros de largo plazo, y requiere también un funcionamiento eficiente del mercado de capitales para “titular” las hipotecas.

### La experiencia chilena muestra que el sistema indexado fue exitoso para ampliar el crédito para la vivienda

La Unidad de Fomento (UF) empezó a utilizarse para financiar préstamos hipotecarios en Chile a mediados de 1970's y sobrevivió con mayores o menores tensiones a períodos de alta inflación y fuertes cambios de precios relativos con caídas del salario real (Gráfico 2). Sin embargo, el crédito ajustable por inflación recién despegó y alcanzó más de 64% del crédito total de largo plazo hacia fines de los 90's cuando las expectativas de inflación y salarios convergieron a la meta del Banco Central, pero también cuando la creación del sistema privado de pensiones (AFP's) proveyó una fuente estable y profunda de financiamiento de largo plazo.

Gráfico R.2.2

#### Chile: salarios nominales, inflación y crédito hipotecario ajustable (variación % a/a)



Fuentes: Banco Central de Chile, INE Chile y BBVA Research.-

Similarmente, la implementación en Argentina de un instrumento como la UVI que se actualizará diariamente por el Coeficiente de Referencia (CER) basado en el IPC genera una nueva modalidad de ahorro y de préstamos a largo plazo. Cada Unidad de Vivienda (UVI) representa un milésimo del costo de un metro cuadrado de construcción y puede aplicarse a contratos de captación (plazos fijos a más de 180 días) y a contratos de préstamos a más de un año. En un contexto de alta inflación, la indexación del capital permite una cuota inicial más baja, pero que crece en el tiempo con la inflación, manteniéndose constante en términos reales.

La experiencia chilena sugiere que es conveniente una cláusula de reajuste única cuando los precios relativos son de equilibrio para evitar distorsiones en la asignación de recursos y distribución del ingreso. En el sistema argentino, y dada la incertidumbre de precios relativos actual, el BCRA ha dispuesto que las entidades financieras deberán dar al cliente la opción de extender 25% el plazo del crédito en caso de que la cuota hipotecaria resulte un 10% superior a la que se hubiera observado si se ajustase por la variación de salarios (coeficiente CVS).

### El nuevo sistema facilitaría el acceso a la vivienda a un segmento de los asalariados formales

A pesar de la escasa penetración del crédito hipotecario, la accesibilidad a la vivienda en Argentina no muestra mayores distorsiones, e incluso la vivienda resulta relativamente más accesible que la media de la región. Como puede verse en el Gráfico R.2.3, para el promedio de precios de la ciudad capital, en Argentina se requieren 83 salarios mensuales medios para comprar un departamento standard de 60m2 mientras que en Lima se requieren 154 y en la ciudad de México 128 salarios. Adicionalmente, el precio del m2 en dólares en Buenos Aires no luce excesivo en relación a la región, sobre todo teniendo en cuenta la calidad de prestaciones que ofrece la ciudad.

Gráfico R.2.3

#### Cuadro comparativo precios y salarios Latam

Variables	en USD				
	Argentina	Chile	Colombia	México	Perú
Precio m2 (promedio Ciudad Capital)	1790	1917	1329	1055	1541
Valor Departamento 60 m2	107400	115000	79723	63328	92460
Salarios Promedio Trabajador Registrado	1290	750	703	494	600
Accesibilidad (meses) 1/	83	153	113	128	154

1/Calculada como cantidad de sueldos mensuales necesarios para adquirir un departamento de 60 m2.

Fuentes: BBVA Research.-

Sin embargo, la elevada tasa de interés nominal (debido a la alta inflación) deja afuera del mercado hipotecario a gran parte de las familias interesadas ya que la cuota inicial supera ampliamente el 30/40% del ingreso familiar, nivel tradicionalmente aceptable de peso de la cuota hipotecaria en el presupuesto familiar. La clave del sistema indexado es que reduce la tasa de interés real, permitiendo una cuota inicial que puede ser asumida por familias de ingresos medios.

En el Gráfico 4, comparamos la relación cuota/ingreso para Chile y Argentina bajo los dos sistemas tomando los supuestos de plazos y tasas planteados por el BCRA para Argentina y los observados en Chile luego de más de 30 años de

funcionamiento del sistema. Sin dejar de lado las debilidades que implica un análisis basado en precios y salarios promedios, se puede ver que en el sistema de UVI's la cuota del departamento promedio antes mencionado llega a 26% de los ingresos familiares en Argentina (suponiendo dos ingresos por familia), mientras que en el sistema de tasa fija llegaría a 82% de los ingresos, imposibilitando el acceso a grandes sectores de la clase media.

Gráfico R.2.4

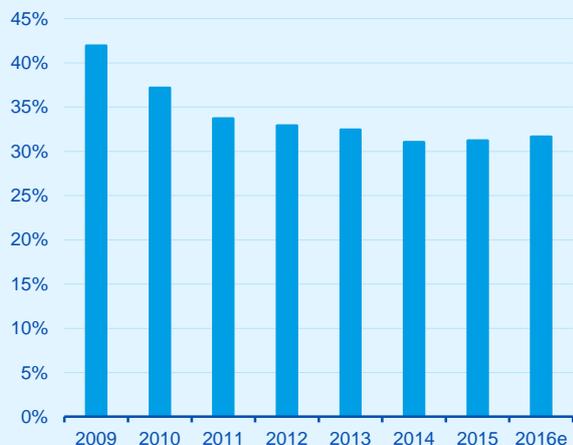
#### Adquisición de Departamento de 60 m2

Variables	Chile	Argentina	Argentina
	(UF)	(UVIS)	USD
Valor propiedad en USD	115000	107400	107400
Valor propiedad en UF/UVIS	3010	118	-
Financiamiento	80%	80%	80%
Total Financiado UF/UVIS	2408	94,4	85920
Plazo en meses	240	180	180
Tasa Efectiva	3,89%	5,00%	24,00%
Valor Cuota en UF/UVIS	14,37	0,74	-
Valor Cuota \$ locales	370918	10400	33078
Salario Promedio Formalen \$ locales	500000	20025	20025
Relación Cuota/Salario Promedio	74,2%	51,9%	165,2%
Relación Cuota/Ingreso familiar (2 p)	37,1%	26,0%	82,6%
Relación Alquiler/Cuota	28,3%	65,8%	15,4%

Fuentes: BBVA Research y Reporte Inmobiliario.-

Así, bajo la nueva modalidad indexada la cuota de un préstamo hipotecario resultaría un 65% superior a un alquiler promedio (Gráfico R.2.5 Relación Alquiler/Salario). Si bien los alquileres se ajustan por inflación de forma anual en Argentina, no sufren el ajuste mensual que se aplicaría a las cuotas de UVI's lo cual, junto con la incertidumbre de ingresos futuros (el salario se retrasará frente al IPC?), podría desalentar la demanda de créditos hipotecarios indexados sobre todo en un país habituado a que la inflación suele erosionar rápidamente el peso de la deuda en los ingresos familiares.

Gráfico R.2.5

**Relación Alquileres Prom. Cap. Fed./Salarios Prom.**

Fuentes: BBVA Research y Reporte Inmobiliario

Sin embargo, creemos que considerando el valor aspiracional de acceder a la vivienda propia en lugar de pagar un alquiler, este tipo de crédito sería atractivo para una porción de asalariados formales

de ingresos medios altos que actualmente no cuentan con la posibilidad de asistencia crediticia para la compra de vivienda. Estimamos que los asalariados formales en Argentina ascienden a 8 millones de personas, de los cuales y en una hipótesis de máxima sólo 25% tendrían ingresos por encima de la media salarial y podrían, sumando ingresos de 2 integrantes por familia y contando con ahorros previos del 20% del valor de la propiedad, acceder a un crédito para la compra de un departamento standard de 60m<sup>2</sup>.

Si se superasen los temores asociados a los cambios de precios relativos cuando la inflación comience a converger a la baja, podría efectivizarse una demanda sustancial de préstamos indexados para la vivienda. El interrogante es qué podría suceder con el precio de los inmuebles en las ciudades argentinas si la oferta no reacciona al mismo ritmo.

## 10 Argentina conseguirá financiamiento a tasas más bajas cuando las reformas económicas rindan frutos

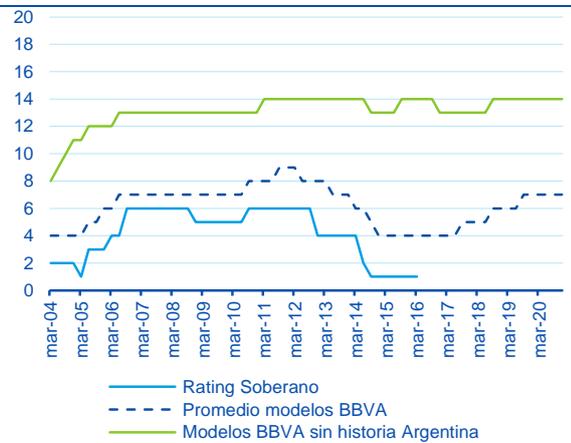
---

La volatilidad financiera internacional parece haber disminuido en el último trimestre al igual que la aversión al riesgo global lo cual sin duda ha contribuido al éxito de la colocación de deuda que llevó a cabo Argentina en abril. Sin embargo, las incertidumbres sobre el rebalanceo de la economía china y su impacto sobre el precio del petróleo y otros *commodities* seguirán latentes, al igual que la crisis política en Brasil. Aunque estas variables podrán afectar a futuro la valoración del riesgo país de Argentina, los principales determinantes de la prima de riesgo deben encontrarse en el plano doméstico.

Tras el cambio de gobierno, Argentina se enfrenta a una nueva oportunidad de recuperar la senda del crecimiento sostenido con baja inflación y estabilidad macro-financiera, y asignamos una alta probabilidad a que el actual gobierno la aproveche. De hecho, la fuerte demanda por bonos argentinos en la reciente colocación de abril y la sostenida baja de la prima de riesgo soberano parecen indicar que estas políticas tienen credibilidad en los mercados, aún frente a las dificultades que presenta para Argentina la crisis política en Brasil y la desaceleración del crecimiento en toda la región. La mejora en el "rating" crediticio a B3 al realizarse el pago a los hold-outs es aún incipiente pero esperamos que los buenos fundamentos de la economía generarán nuevas alzas en la calificación en 2017 (Gráfico 10.1). Esta mejora en la calificación crediticia genera la posibilidad de que mayor cantidad de fondos de inversión sean demandantes de deuda argentina al igual que se espera que la nueva emisión de deuda aumente la participación de bonos argentinos en los fondos indexados llevando a la deuda argentina a ponderaciones más acordes con el tamaño de la economía (Gráfico 10.2). El salto cualitativo que significaría dejar de ser mercado de frontera y volver a ser mercado emergente demandará más tiempo y probablemente recién se produzca en 2017.

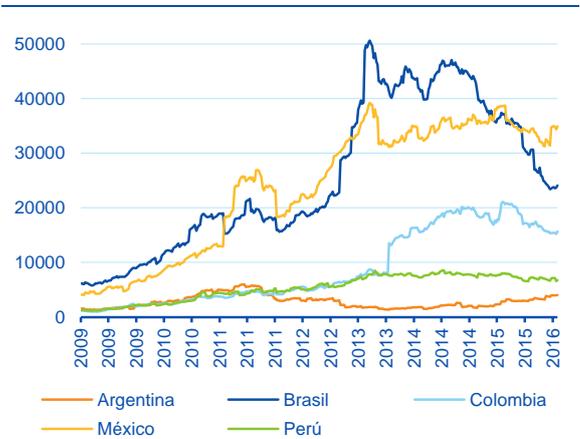
Sin embargo, pese esta visión relativamente optimista de que la nueva administración querrá y podrá realizar la mayoría de los cambios económicos necesarios, no se debe descartar los límites que puede encontrar el nuevo gobierno a su plan económico por su impacto sobre los sectores más vulnerables. Dado que los costos de la normalización de la economía se "pagan" inmediatamente, mientras que los beneficios en términos de crecimiento del producto, mayores inversiones y exportaciones, ingreso de capitales, etc., se ven luego de varios meses, ese período de transición requiere una dosis de tolerancia y confianza por parte de la sociedad. La confianza en el gobierno se mantiene aún alta según el índice de la UTDT y el Presidente ha tomado medidas para aumentar los subsidios sociales y la protección a los sectores de bajos ingresos, pero una transición más prolongada con mayor conflictividad social podría erosionar la imagen del gobierno. En cambio, una rápida recuperación de la actividad y una baja drástica en la inflación en la segunda mitad del año fortalecerá a la actual administración, asegurando la continuidad de las reformas económicas y la posibilidad de alternancia democrática entre distintos partidos políticos.

Gráfico 10.1  
**Rating de Argentina y estimaciones modelo BBVA**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 10.2  
**Stock de bonos Latam en Fondos de inversión (USD mill.)**



Fuente: BBVA Research

## 11 Tablas

Tabla 11.1

## Previsiones macroeconómicas anuales

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
PBI INDEC Base 2004 (% a/a)	0,8	2,9	0,5	2,1	-0,4	3,2
Inflación CABA (% a/a, fdp)	---	26,6	38,0	26,9	32,0	19,5
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	4,9	6,5	8,6	13,0	16,0	17,0
Tasas de interés (% fdp)	15,4	20,2	20,0	27,5	25,0	15,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-2,2	-2,0	-2,6	-5,3	-4,1	-3,1
Cuenta Corriente (% PIB)	-0,3	-2,1	-1,6	-2,8	-3,9	-3,8

Fuente: BBVA Research

Tabla 11.2

## Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB Oficial (% a/a, promedio)	Inflación CABA (% a/a, f.d.p.)	Tipo de cambio (vs. USD, f.d.p.)	Tasa de Interés (%, f.d.p.)
T1 13	( <sup>1</sup> )	---	5,08	14,8
T2 13	( <sup>1</sup> )	---	5,33	16,6
T3 13	( <sup>1</sup> )	---	5,74	18,0
T4 13	( <sup>1</sup> )	26,6	6,32	20,2
T1 14	( <sup>1</sup> )	36,7	7,93	26,2
T2 14	( <sup>1</sup> )	36,8	8,13	23,0
T3 14	( <sup>1</sup> )	40,3	8,42	20,3
T4 14	( <sup>1</sup> )	38,0	8,55	20,0
T1 15	-0,3	28,0	8,78	20,8
T2 15	3,9	25,5	9,04	20,4
T3 15	3,5	24,0	9,37	21,2
T4 15	0,9	26,9	11,43	27,5
T1 16	-0,9	35,0	14,96	29,7
T2 16	-1,6	42,5	14,98	29,1
T3 16	-1,1	39,1	15,70	27,0
T4 16	2,2	32,0	15,95	25,0

(<sup>1</sup>) Cifras sujetas a revisión aún no publicadas.-

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

María Celeste González  
celestegonzalez@bbva.com

Adriana Haring  
aharing@bbva.com

Jorge Lamela  
jorge.lamela@bbva.com

Juan Manuel Manias  
juan.manias@bbva.com

Andrea Savignone  
asavignone@bbva.com

## BBVA Research

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

*España*

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

*Europa*

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

*Estados Unidos*

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

*Análisis Transversal de Economías Emergentes*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Asia*

Le Xia  
le.xia@bbva.com

*México*

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

*Turquía*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Coordinación LATAM*

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

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

*Sistemas Financieros*

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

*Inclusión Financiera*

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

*Regulación y Políticas Públicas*

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

*Regulación Digital*

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Áreas Globales**

*Escenarios Económicos*

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

*Escenarios Financieros*

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

*Innovación y Procesos*

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@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](http://www.bbvaresearch.com)