

Situación Argentina

3^{er} TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE ARGENTINA



01 El *Brexit* trajo consigo un aumento sustancial de la volatilidad financiera global y los bancos centrales ajustan sus políticas monetarias a este escenario

02 El PIB de Argentina caerá 1% este año pero el impacto del cambio de políticas económicas se evidenciará en 2017 con un crecimiento de 3,2% anual

03 La inflación baja más lentamente que lo esperado pero la política monetaria restrictiva mantiene las expectativas ancladas en 22%

04 Gradual depreciación del peso en 2S16 por factores estacionales y la baja de la tasa de interés aunque el BCRA pondrá freno a movimientos abruptos

Índice

1 Editorial	3
2 Entorno global: los bancos centrales atajan el Brexit	4
3 Un primer semestre más recesivo llevará la caída del PIB a -1% en 2016 pero a partir de 2017 la economía crecerá al 3%	6
4 La inflación continúa descendiendo a paso lento pero las expectativas se mantienen ancladas en 22% para 2017	8
5 La política monetaria sigue siendo contractiva pese a la rápida baja del rendimiento de las Lebac	9
6 Las medidas anunciadas harán difícil cumplir con las metas fiscales salvo un resultado extraordinario de la exteriorización	10
7 Un déficit comercial menor al previsto por mejora de los términos de intercambio contiene el impacto negativo de la escasez energética	12
8 Las reservas empiezan a subir de la mano colocaciones de deuda pero dejarán de presionar a la baja el tipo de cambio	13
9 Se disipan algunos riesgos externos pero es clave para la confianza interna que la economía vuelva a crecer	14
10 Tablas	15

Fecha de cierre: 4 de agosto de 2016

1 Editorial

Los datos revisados de cuentas nacionales finalmente publicados por el INDEC confirmaron que la economía se encuentra en recesión tras tres trimestres consecutivos de caída del PIB. Atento a ello, bajamos nuestra previsión de contracción del PIB hasta -1% en 2016. Sin embargo, las encuestas de opinión pública revelan que los consumidores son optimistas respecto a las perspectivas futuras de la economía y prevemos que el consumo privado deje de caer en el segundo semestre del año en la medida que se materialicen aumentos salariales y los incrementos en los haberes jubilatorios por la implementación de la Ley de Reparación Histórica a Jubilados. Aun así, continuamos previendo que el mayor impulso provendrá de la inversión.

En el primer semestre de 2016 la inflación, medida por el índice de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, alcanzó 47,1% interanual a junio por la liberación del ancla cambiaria y al incremento de tarifas. Si bien la política monetaria y cambiaria logró moderar el impacto de este fuerte ajuste de precios relativos, la inflación aún se encuentra por encima de lo esperado y evidencia cierta resistencia a la baja. Hemos revisado al alza nuestra previsión de IPC CABA para diciembre 2016 a 44,1% a/a. Sin embargo, las expectativas, tanto de analistas como del público continúan ancladas a la baja, en línea con nuestra previsión de 19,5% a/a a diciembre 2017, mostrando credibilidad en la política del BCRA.

Las tensiones inflacionarias y cambiarias llevaron al BCRA a impulsar una fuerte suba de la tasa de Lebac de 30 a 38% a principios de marzo que logró estabilizar la demanda de pesos. A lo largo de mayo y junio, el gradual descenso de la inflación subyacente y la apreciación del peso permitieron una reducción de casi 800 bp en esta tasa. A pesar de ello, la política monetaria se sigue manteniendo en terreno restrictivo ya que las expectativas de inflación para los próximos 12 meses se ubican en torno a 22% con lo cual la tasa de interés real actual es significativamente positiva. Estimamos que la tasa continúe cayendo gradualmente hasta alcanzar 25% a fin de año en línea con el sendero de desinflación que prevé el consenso de los analistas.

Las medidas fiscales anunciadas mayormente implican aumento del gasto público y complicarán el cumplimiento de las metas de reducción del déficit primario a partir de 2017. La contención del gasto en los primeros meses del año junto con la revisión al alza del PIB nominal hará posible alcanzar el déficit meta de 4,8% del PIB en 2016. Si bien es probable que el sinceramiento fiscal sea exitoso (dadas las presiones internacionales para combatir los paraísos fiscales) es poco probable que en los años subsiguientes los ingresos fiscales aumenten fuertemente como consecuencia del mismo excepto que se logre una drástica reducción de la informalidad de la economía, aumentando efectivamente la base de la recaudación impositiva.

En el sector externo se produjo un cambio sustancial en la cuenta capital ya que los préstamos financieros, las entradas por inversión de cartera y la colocación de deuda en mercados internacionales comenzaron a crecer, produciendo un incipiente aumento en las reservas. Este flujo disminuirá en el resto del año a la vez que la gradual reducción de la tasa de interés hará menos atractivas las inversiones de cartera en Argentina, con lo cual la presión a la apreciación del tipo de cambio disminuirá permitiendo que la paridad cambiaria acompañe en mayor medida que en la primera mitad del año el aumento de precios domésticos. Las declaraciones del presidente del Banco Central hacen suponer que la autoridad monetaria continuará tratando de evitar una excesiva apreciación nominal del peso a la vez que pondrá freno a depreciaciones abruptas.

Se han disipado algunos riesgos externos como Brexit e internamente no hay señales de preocupación respecto a la gobernabilidad. Sin embargo, si las expectativas de la población de una recuperación de la actividad y baja de la inflación hacia inicios del año próximo se ven frustradas, el clima social y la confianza podrían volver a erosionarse haciendo más lento el proceso de despegue de la economía en 2017. En este sentido, es clave que se comiencen a mostrar resultados contundentes en materia de inversión para volver a dinamizar la generación de empleo y comenzar a reducir los niveles de pobreza

2 Entorno global: los bancos centrales atajan el Brexit

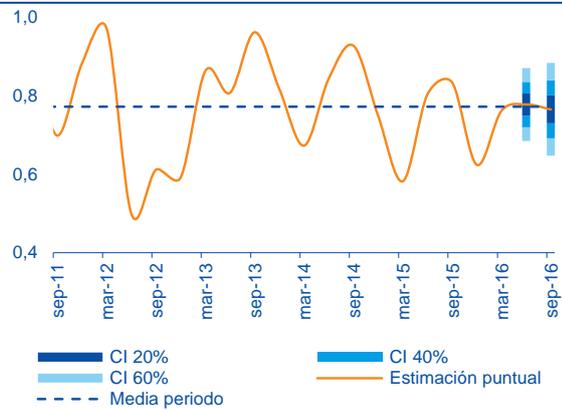
La economía global ha continuado en los tres últimos meses su evolución moderada de los trimestres precedentes, con tasas de crecimiento en torno al 3% (Gráfico 1), claramente por debajo de los ritmos anteriores a la crisis. Dentro de este promedio, las economías desarrolladas no muestran signos de recuperación, mientras se empieza a ver un cierto punto de mejora en las economías emergentes, especialmente las asiáticas. Así, los datos agregados a nivel global han mejorado parcialmente o han frenado su deterioro.

El Brexit trajo consigo un aumento sustancial de la volatilidad financiera, común al grueso de activos. Su efecto, sin embargo, fue transitorio y no sistémico (Gráfico 2), en parte por la respuesta de los bancos centrales, retrasando el proceso de normalización de los tipos de interés (en el caso de la Fed) o manteniendo la predisposición a reforzar su esquema de estímulos (BCE, BoE y Banco de Japón). En particular, la respuesta de la Fed fue determinante para explicar la resistencia de los mercados emergentes. La búsqueda de rentabilidad, en un contexto de tipos de interés muy reducidos, y el alivio generado por el retraso de la Fed sobre las condiciones de financiación, han fomentado la reorientación de flujos de capital hacia el bloque emergente, que en julio recibieron las mayores entradas de capital extranjero desde 2013.

En EE.UU., los malos datos del primer y segundo trimestre siguen sin mostrar la recuperación esperada. Esto, sumado a la incertidumbre ligada a las elecciones en la segunda mitad del año y a los riesgos globales (Brexit y otros riesgos en Europa, China más a largo plazo) nos llevan a reducir nuestra previsión de crecimiento en 2016-17 del entorno de 2.5% al entorno del 2%. Por su parte, la Reserva Federal ha mostrado en sus últimas reuniones mayores dudas sobre el potencial de crecimiento de la productividad y el PIB de la economía americana a largo plazo, lo que, unido a los riesgos de la economía global, le ha hecho retrasar su proceso de normalización de tipos. Así, ahora prevemos una subida adicional este año (probablemente el diciembre) y dos en 2017.

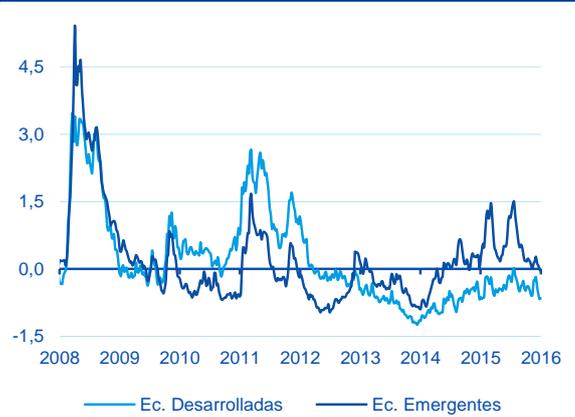
Por su parte, en China, los temores a una desaceleración brusca de la economía se han disipado en parte tras registrar un crecimiento del PIB estable del 6,7% en el segundo trimestre del año, si bien hay señales menos optimistas provenientes de la debilidad de la inversión (sobre todo privada). Con todo, se mantiene la previsión de una desaceleración del crecimiento hasta el 6,4% en 2016 (desde el 6,9% 2015) y el 5,8% en 2017. Continúan los riesgos a corto plazo sobre la de estabilidad financiera, la depreciación del renminbi y la salida de capitales, así como el mercado inmobiliario y el endeudamiento de las empresas, mientras que a largo plazo continúan las dudas sobre las perspectivas de crecimiento debido al lento progreso de las reformas estructurales en algunas áreas clave, en particular las empresas públicas.

Gráfico 2.1
PIB mundial, % t/t. Previsiones 2T y 3T para 2016 en base a BBVA-GAIN



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)



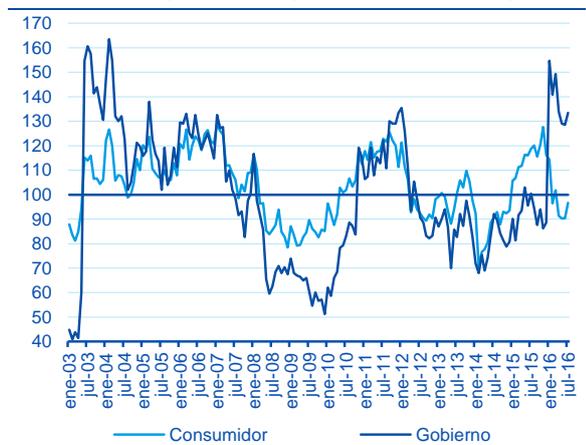
Fuente: BBVA Research

3 Un primer semestre más recesivo llevará la caída del PIB a -1% en 2016 pero a partir de 2017 la economía crecerá al 3%

Los datos revisados de cuentas nacionales finalmente publicados por INDEC a fines de junio confirmaron que la economía se encuentra en recesión, tras tres trimestres consecutivos de caída del PIB a partir del segundo trimestre de 2015. La contracción del primer trimestre (-0,7 t/t, ajustado por estacionalidad) fue superior a lo previsto, a la vez que los indicadores de coyuntura del 2T16 apuntan también a una caída mayor de la actividad que la estimada hace 3 meses (-1,1% t/t) . En este sentido, estimamos ahora que el PIB se habrá contraído 1% a/a en el primer semestre principalmente por impacto de la caída de la confianza (Gráfico 3.1) y del ingreso disponible de las familias debido al aumento de la inflación y las tarifas a lo que se adicionó una política monetaria más contractiva que en 1T16 y el shock negativo que significó el exceso de lluvias e inundaciones que afectaron al sector agrícola en plena cosecha.

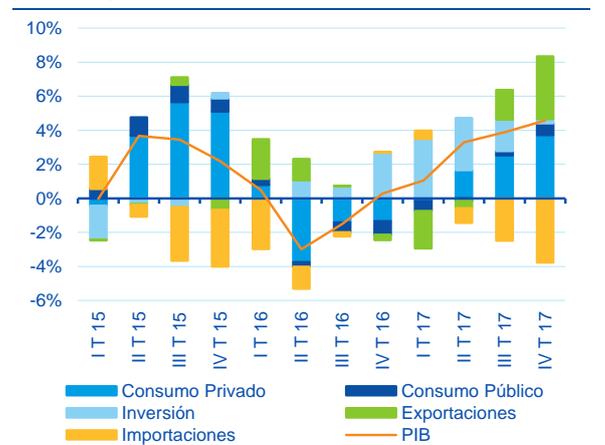
Sin embargo, como muestran las encuestas de opinión pública, los consumidores son optimistas respecto a las perspectivas futuras de la economía y prevemos que el consumo privado deje de caer en el segundo semestre del año en la medida que finalicen los ajustes de precios relativos y se materialicen los aumentos salariales y del incremento en los haberes jubilatorios por la implementación de la Ley de Reparación Histórica a Jubilados. De todos modos, continuamos previendo que el mayor impulso provendrá de la inversión (Gráfico 3.2) donde ya se empiezan a vislumbrar algunos brotes verdes, principalmente en el sector agropecuario en el que prevalece no sólo la compra de equipos sino también la retención de vientres para aumentar el stock ganadero y los planes de siembra de trigo, maíz y girasol suponen un aumento de casi 2,5 millones de hectáreas (Gráfico 3.3). El repunte del mercado inmobiliario se evidencia en un aumento de 13,8% de las escrituras firmadas en los primeros 6 meses del año en Capital Federal de 15,3% a/a y un repunte en los permisos de construcción que se acercan a los promedios históricos. Esto junto con el ambicioso programa de infraestructura en Transporte anunciado por el gobierno contribuirá a una recuperación del sector de la construcción que según el ISAC cayó 12% a/a en el primer semestre. Al mismo tiempo, comenzarán a ejecutarse las inversiones correspondientes a las licitaciones para generación de electricidad, tanto de energías renovables como convencionales.

Gráfico 3.1
Índice de Confianza del Consumidor y Confianza del Gobierno (Base 100: promedio histórico)



Fuente: Universidad T. di Tella y BBVA Research

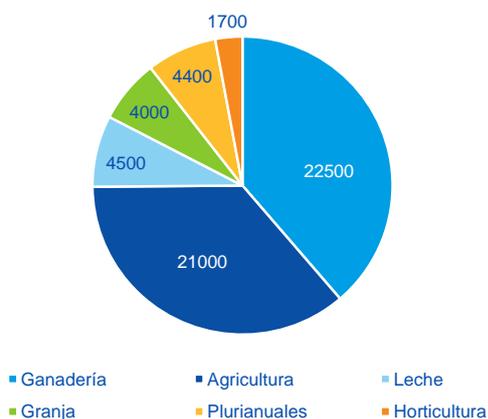
Gráfico 3.2
PIB (var.% real a/a) y contribuciones al crecimiento por componente



Fuente: BBVA Research sobre datos de IINDEC

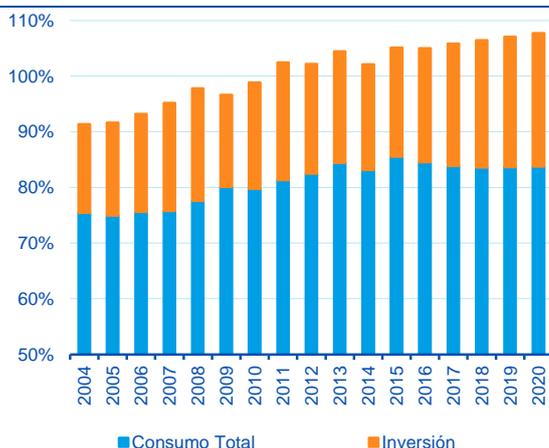
De este modo, la economía comenzará a recuperarse lentamente a partir del 3T16, pero se contraerá 1% en el promedio del año debido a la recesión del primer semestre. En 2017, se mantendrá el impulso inversor iniciado a finales de 2016 con lo cual continuamos previendo un crecimiento de 3,2% para el año próximo. En los años subsiguientes, la economía podría recuperar tasas de crecimiento cercanas al 3% acorde con su potencial de largo plazo siempre y cuando la reducción de desequilibrios monetarios y fiscales y el mantenimiento de las reglas del juego permitan aumentar el horizonte de planeamiento e incentiven la inversión. En los próximos 5 años, es de esperar que se produzca un rebalanceo de la economía, disminuyendo la participación del consumo total (público más privado), que creció 10 pp del PIB entre 2004 y 2015. Será necesario, entonces, continuar incrementando la participación de la inversión hasta llegar a niveles del 24% más acordes con máximos históricos (Gráfico 3.4). Un crecimiento sustentable en el mediano plazo requerirá un aumento de productividad que sólo podrá concretarse con una dotación mayor de capital por trabajador.

Gráfico 3.3
Inversiones previstas en Sector Agropecuario 2016/17 (USD Millones)



Fuente: BBVA Research y Sociedad Rural Argentina

Gráfico 3.4
Participación del Consumo y la Inversión (% del PIB)



Fuente: BBVA Research sobre datos de INDEC

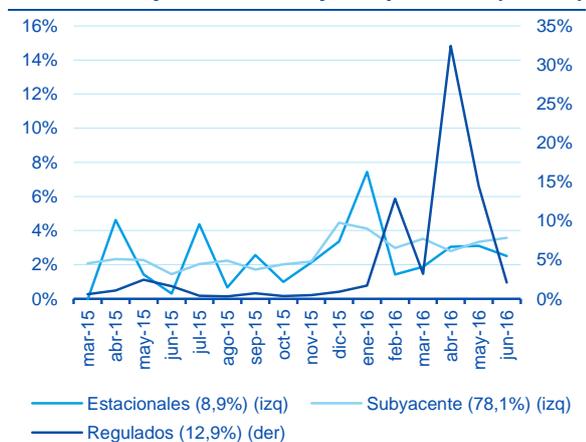
4 La inflación continúa descendiendo a paso lento pero las expectativas se mantienen ancladas en 22% para 2017

En el primer semestre de 2016 la inflación, medida por el índice CABA, alcanzó 47,1% interanual a junio, incluso por encima de los niveles alcanzados luego de la devaluación de enero de 2014. Esta significativa aceleración de la inflación respecto al 24,9% registrado en junio de 2015 obedece no solamente a la liberación del ancla cambiaria sino también a un sustancial incremento de tarifas energéticas y de transporte, que prácticamente no habían sido actualizadas desde 2002. Así, los precios regulados subieron 88,8% a/a a junio 2016 mientras que la inflación subyacente alcanzó 41% a/a ya que el *pass-through* fue mucho más bajo que en 2014 (sólo 38% de una devaluación del 56%, versus 89% en 2014).

Si bien la política monetaria y cambiaria logró moderar el impacto de este fuerte ajuste de precios relativos, la inflación aún se encuentra por encima de lo esperado y evidencia cierta resistencia a la baja. El nivel general de la inflación descendió a 3,2% mensual en junio luego de haber promediado 5,8% m/m en abril-mayo y 4,8% en 1T16, pero la inflación núcleo no muestra una clara tendencia a la baja. Si bien se redujo de 3,5% promedio mensual en 1T16 al 3,1% en abril-mayo en junio volvió a subir a 3,6% (Gráfico 4.1). No es evidente si esto se debe a efectos de segunda ronda del aumento de tarifas o la depreciación de casi 10% del tipo de cambio producida en la segunda quincena de junio, pero sin duda indica que aún se mantiene un importante grado de inercia inflacionaria. Los dos datos publicados por INDEC de inflación en el Gran Buenos Aires confirman que si bien la inflación mensual cae de 4,2% en mayo a 3,1% en junio, la inflación subyacente aumenta de 2,7% a 3%.

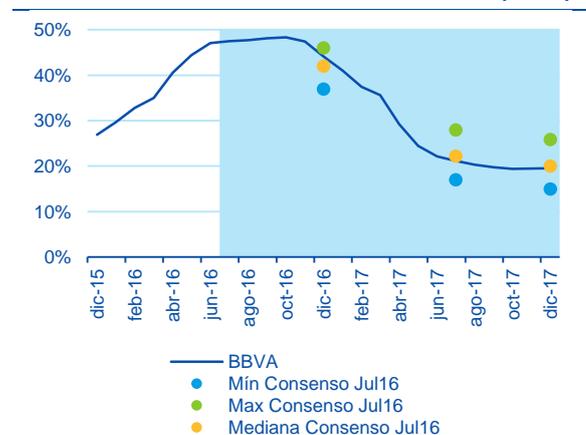
Con la evidencia de los datos observados del primer semestre y teniendo en cuenta que estimamos una moderada depreciación del peso y recuperación del nivel de actividad en la segunda mitad del año, hemos revisado al alza nuestra previsión de IPC CABA para diciembre 2016 a 44,1% a/a, lo que implica un descenso más gradual de la inflación en el segundo semestre hacia valores ligeramente más altos entorno al 1,6% mensual en el último trimestre del año. A pesar de la mayor persistencia de la inflación, pero en coincidencia con nuestras previsiones, las expectativas, tanto de analistas como del público continúan ancladas a la baja (Gráfico 4.2), mostrando que se sostiene la credibilidad de la política del BCRA. En este sentido, mantenemos nuestra previsión de inflación de 19,5% para 2017 que incluye 2 pp de aumento de IPC por impacto de un ajuste adicional de tarifas energéticas de alrededor del 100%.

Gráfico 4.1
Inflación Subyacente CABA y componentes (% m/m)



Fuente: BBVA Research y GCBA

Gráfico 4.2
Inflación estimada BBVA Research vs. REM (% a/a)



Fuente: BBVA Research, GCBA y Relevamiento Expectativas de Mercado BCRA

5 La política monetaria sigue siendo contractiva pese a la rápida baja del rendimiento de las Lebac

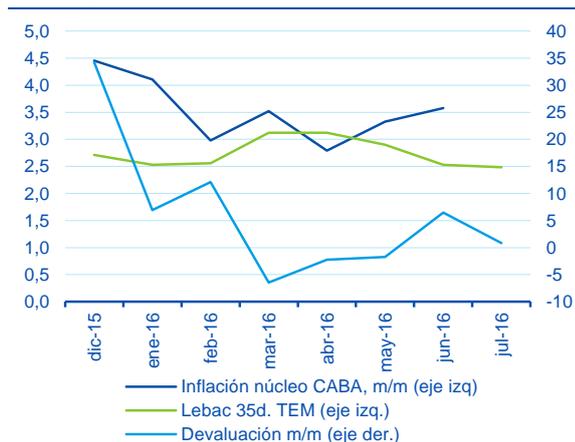
Durante el segundo trimestre de 2016, la política monetaria se concentró casi exclusivamente en el uso de la tasa de interés para señalar un carácter restrictivo, a diferencia del primer trimestre del año en que la tarea principal del BCRA había sido la absorción de la “resaca monetaria” de 2015 a través de la colocación de Lebac.

Las tensiones inflacionarias y cambiarias llevaron al BCRA a impulsar una fuerte suba de la tasa de interés de 30 a 38% a principios de marzo que logró estabilizar la demanda de pesos, incentivando la entrada de capitales para inversiones de cartera y presionando a la baja el tipo de cambio. A lo largo de mayo y junio, el gradual descenso de la inflación subyacente y la apreciación del peso permitieron una reducción de casi 800 bp en la tasa de Lebac que a fines de julio alcanzó nuevamente 30%. (Gráfico 5.1).

A pesar de la esta baja, la política monetaria se mantiene en terreno restrictivo ya que las expectativas de inflación para los próximos 12 meses se ubican en torno a 22% con lo cual la tasa de interés real actual es significativamente positiva. Luego de la reciente pausa del BCRA hasta inicios de julio, estimamos que la tasa continuará cayendo gradualmente hasta alcanzar 25% a fin de año en línea con el sendero de desinflación que prevé el consenso de los analistas (Gráfico 5.2).

Las tasas activas y pasivas han seguido similar trayectoria a la tasa de Lebac aunque con cierto rezago y menor volatilidad. La tasa Badlar de depósitos mayoristas que había alcanzado un máximo de 30% en mayo, promedió 26% en julio y prevemos que continuará acompañando el descenso de la tasa de Lebac hasta llegar a 25% a fin de año. La liquidez en el sistema financiero sigue siendo abundante ya que la demanda de préstamos permanece estancada. El crédito al sector privado en pesos aumentó sólo 3% entre julio 2016 y diciembre 2015, mientras que los depósitos en pesos crecieron 11,2% en el mismo período.

Gráfico 5.1
Tasa Lebac (% TEM), Devaluación e Inflación (% m/m)



Fuente: BBVA Research, BCRA y GCBA

Gráfico 5.2
Relevamiento expectativas de mercado del BC: Tasa LEBAC 35 días vs Inflación (%m/m)



Fuente: BBVA Research y REM BCRA julio 2016

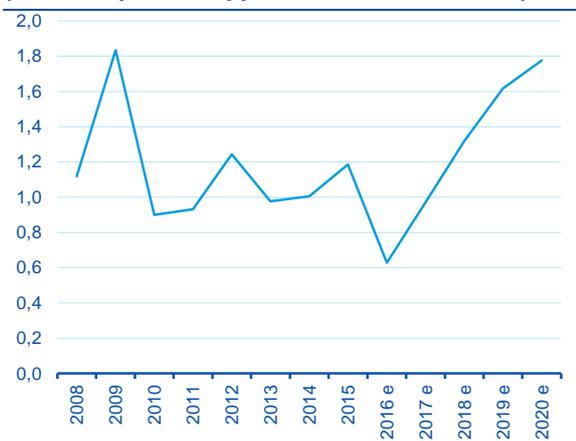
6 Las medidas anunciadas harán difícil cumplir con las metas fiscales salvo un resultado extraordinario de la exteriorización

En los primeros 6 meses del año, el déficit primario aumentó 27,5%, lo que implica una caída en términos reales entorno al 15%. Los ingresos tributarios también crecieron menos que la inflación (26,8% a/a) principalmente debido a la eliminación/reducción de retenciones a las exportaciones y ajustes en el mínimo no imponible del Impuesto a las Ganancias, a la vez que se dejó de recaudar la percepción de 35% a cuenta de Ganancias por compras de divisas y gastos de turismo que se había implementado por el “cepo cambiario”. El gasto primario aumentó 27% a/a en el mismo período impulsado principalmente por las Prestaciones a la Seguridad Social (+38,9%) ya que se contrajeron los Gastos de Capital y Otros Gastos corrientes. Las transferencias al sector privado comenzaron desacelerando en el primer trimestre por la reducción de subsidios energéticos, pero actualmente el efecto positivo del recorte de subsidios se está diluyendo y esto podría agravarse luego del fallo que frenó los aumentos en las facturas de gas y electricidad. De todas formas, el déficit primario del primer semestre (\$121,2 mil millones) anualizado quedaría sustancialmente por debajo de los \$350 mil millones anunciados como objetivo por el gobierno en el Programa Financiero.

Sin embargo, si se tiene en cuenta que estacionalmente el déficit es mayor en el segundo semestre y que los anuncios recientes del gobierno tendrían mayoritariamente un impacto fiscal expansivo, la probabilidad de cumplir con esta meta luce más complicada, aunque seguramente se alcance el déficit comprometido de 4,8% del PIB, dada la revisión al alza del PIB nominal en las nuevas series publicadas por INDEC. En particular, la devolución gradual a las provincias de parte de la Coparticipación Federal asignada anteriormente a sostener la Seguridad Social, el pago de deudas a jubilados y aumento de las jubilaciones (Ley de Reparación Histórica) y los frenos judiciales al aumento de tarifas tienen impacto más allá de 2016 y ponen en duda la consecución de los objetivos de 2017, salvo una fuerte recuperación de la actividad o de la elasticidad de la recaudación tributaria (Gráfico 6.1).

El gobierno ha estimado un costo anual cercano al 1% del PIB por la regularización de las deudas contingentes previsionales que sería financiado parcialmente por el blanqueo de capitales en el exterior. Si bien es probable que el sinceramiento fiscal sea exitoso (dadas las presiones internacionales para combatir los paraísos fiscales y el hecho de que los acuerdos de intercambio tributario celebrados por Argentina entran en vigencia en 2017) y que se declaren alrededor de USD 50mM de los USD 240 mM que se estima tienen los residentes argentinos en el exterior, la recaudación se incrementaría entorno a los USD 5000 millones, suficiente sólo para cubrir el aumento de jubilaciones del primer año. Debido a la estructura tributaria de Argentina donde gran parte de las rentas por activos financieros (títulos públicos, intereses sobre depósitos a plazo fijo) no tributan impuesto a las Ganancias, es poco probable que en los años subsiguientes los ingresos fiscales aumenten fuertemente como consecuencia del blanqueo salvo que se logre una drástica reducción de la informalidad de la economía, aumentando efectivamente la base de la recaudación impositiva. Esto requeriría mayores incentivos post moratoria a regularizar los flujos fiscales futuros ya sea a través de una reducción de las alícuotas para cumplidores, una simplificación del sistema para pequeñas empresas o mayores penalidades por evasión.

Gráfico 6.1
Elasticidad ingreso de la Recaudación Tributaria (aumento por cada pp de crecimiento del PIB)



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Economía

Tabla 6.1
Vencimientos de deuda sector público nacional 2017 (bonos + organismos internacionales) (USD mM)

	Deuda nominada en		Total 1/
	Pesos	Dólares	
Capital	11,1	12,2	23,4
Interés	3,5	5,3	8,8
Total 1/	14,6	17,5	32,2

1/ Excluye vencimientos de deuda de Letras del Tesoro, y deudas con Banco Nación y Banco Central
Fuente: BBVA Research y Secretaría de Financiamiento

El financiamiento del Tesoro nacional se mantiene en línea con lo anunciado: un aporte total de \$ 160 mM del BCRA en el año y sin nuevas colocaciones netas de deuda soberana en el exterior luego del acuerdo con hold-outs, aunque continúan las emisiones en el mercado local de LETES en dólares y títulos públicos en pesos ajustables por Badlar o CER de acuerdo a lo programado por el Ministerio de Hacienda. Las provincias siguen muy activas en el mercado internacional y han colocado a la fecha USD 5,6mM en bonos internacionales. El EMBI de Argentina no ha descendido significativamente desde la asunción de Macri, pero sigue habiendo apetito por deuda argentina post-Brexit ya que se mantiene la búsqueda de rendimientos más altos en un contexto de tasas de interés extremadamente bajas en los países desarrollados. De cara a 2017, si bien el monto total de vencimientos de deuda del sector público nacional será similar al 2016 (Tabla 6.1), habrá mayor necesidad de financiamiento en moneda extranjera por el vencimiento del Bonar 17 en el mes de abril (USD 7.3 mil millones) lo cual exigirá producir resultados en materia de reducción del déficit fiscal para mantener la confianza de los inversores y lograr reducir las tasas de las nuevas emisiones.

7 Un déficit comercial menor al previsto por mejora de los términos de intercambio contiene el impacto negativo de la escasez energética

El superávit comercial de USD 479 millones acumulado a junio muestra que nuestras previsiones de déficit de USD 3500 M para 2016 han resultado demasiado pesimistas. Si bien esperamos un deterioro del saldo comercial en el segundo semestre, tanto por la estacionalidad de las exportaciones agrícolas como por factores excepcionales que estuvieron presentes en el primer semestre y no se repetirían (por ejemplo, liquidación de exportaciones de cosecha 2015 retenidas), creemos que el déficit comercial finalmente se reducirá a sólo USD 900 millones este año, principalmente debido a una fuerte recuperación de los precios de la soja y una caída en los precios de importación, vinculados a petróleo, mayor a la esperada. En 2017, en cambio, se producirá un deterioro de los términos de intercambio (Gráfico 7.1) básicamente por una mejora más rápida en los precios de hidrocarburos que en el de los cereales y oleaginosas que, junto con mayor dinamismo en la actividad y las importaciones, conducirá a un aumento del déficit a USD 4000 M.

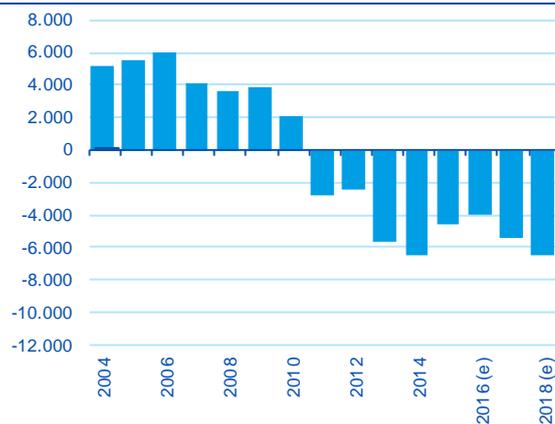
Estas proyecciones ponen de relieve uno de los problemas estructurales del sector externo de Argentina que es el déficit de la balanza energética que en 2016 alcanzará USD 3900 M. Si bien esto supone una mejora respecto a los USD 4600 M registrados en 2015, ésta se explica básicamente por menores precios pagados por el gas natural importado. (Gráfico 7.2). Aún si empiezan a materializarse inversiones en el sector, Argentina no estará al menos por 4-5 años en condiciones de abastecer la demanda con producción local por lo que prevalecerá la necesidad de seguir importando y el déficit podría seguir agrandándose hasta superar los USD 7000 millones en 2019.

Gráfico 7.1
Precios de Exportación y de Importación e Índice de Términos de Intercambio. Índices Base 100 = 2004



Fuente: BBVA Research en Base a datos del INDEC

Gráfico 7.2
Balanza comercial energética en millones de USD



Fuente: BBVA Research en base a datos del INDEC

La cuenta corriente registrará poca mejora pese al menor desequilibrio comercial ya que el déficit de servicios reales aumentará nuevamente en 2016 principalmente por decisiones de turismo adoptadas con anterioridad a la devaluación. Por otra parte, la depreciación real del peso ha sido acotada con lo cual los cambios en los flujos de servicios reales no fueron sustantivos. Así, el déficit en cuenta corriente aumentará de 2,5% del PIB en 2015 a 2,8% del PIB en 2016 para reducirse gradualmente a partir de 2017 en la medida en que el ajuste de precios relativos y la recuperación económica en Brasil empiecen a tener impacto positivo en las exportaciones argentinas.

8 Las reservas empiezan a subir de la mano colocaciones de deuda pero dejarán de presionar a la baja el tipo de cambio

Dentro del sector externo, el cambio más sustancial se produjo en la cuenta capital ya que los préstamos financieros, las entradas por inversión de cartera y la colocación de deuda en mercados internacionales comenzaron a crecer, produciendo un incipiente aumento en las reservas de USD 2,29 mM en 2T16. Suponiendo que no se cancela totalmente antes de fin de año el repo de USD 1000 millones renovado por el BCRA con bancos internacionales en julio, ni los préstamos del BIS y de China, aun sin tener en cuenta la posible entrada de capitales por el sinceramiento fiscal, las reservas podrían crecer casi USD 2,5 mM en el año.

Por lo pronto, el BCRA ha dejado de lado su política de prácticamente nula intervención en el mercado de cambios para comenzar a hacer compras en el mercado ya sea en forma directa o a través de bancos oficiales, las cuales acumularon USD 2,13mM en 2T cuando las liquidaciones de exportaciones de cereales y oleaginosas sumaron USD 7,38 mM por la salida de la cosecha de soja y maíz. Es indudable que este flujo disminuirá en el resto del año a la vez que la gradual reducción de la tasa de interés hará menos atractivas las inversiones de cartera en Argentina, con lo cual la presión a la apreciación del tipo de cambio disminuirá en lo que resta del año, permitiendo que la paridad acompañe en mayor medida que en la primera mitad del año el aumento de precios domésticos. Mantenemos por tanto nuestra previsión de \$ 15,95/USD como promedio de diciembre 2016, y de 17,45 para diciembre 2017. La reciente liberación de prácticamente todas las restricciones cambiarias remanentes del cepo junto con el desaliento a la entrada de capitales declarados por el blanqueo, que sugieren las declaraciones del presidente del BCRA, hace suponer que la autoridad monetaria continuará tratando de evitar una excesiva apreciación nominal del peso a la vez que pondrá freno a depreciaciones abruptas. Si bien continúa enfatizando como objetivo una mayor volatilidad del peso, se ha mostrado más dispuesto a la acción cuando el tipo de cambio sale fuera de la banda de 14 – 16/USD por un tiempo prolongado.

9 Se disipan algunos riesgos externos pero es clave para la confianza interna que la economía vuelva a crecer

La volatilidad financiera originada por *Brexit* ha tendido a diluirse de la mano de la decidida acción de los bancos centrales. Los flujos de capitales retornaron a emergentes a partir de julio pero no puede descartarse que un nuevo episodio de inestabilidad financiera en China provoque un incremento en la aversión al riesgo en el corto plazo. Difícilmente un evento transitorio de esta naturaleza afecte significativamente a Argentina pero si se prolongara en el tiempo y causase una fuerte caída en el precio de las materias primas, terminaría teniendo un impacto negativo, aunque menor, sobre la actividad económica local. En el plano regional, la situación de Brasil muestra ciertas señales de mejora en línea con nuestra previsión de salida de la recesión en 2017, pero un aumento de la incertidumbre política en el principal socio del Mercosur continuará siendo un factor de riesgo para Argentina, aunque su probabilidad haya disminuido.

En el plano doméstico, los principales riesgos provienen de los conflictos que resultan de la transición política y económica. La reducción de subsidios al consumo energético y la unificación del tipo de cambio han provocado un profundo cambio de precios relativos con impacto negativo en sectores medios de la población. A pesar de las recientes protestas por el "tarifazo" y el freno transitorio a los aumentos del precio del gas y la electricidad que impuso la Justicia, la imagen del Presidente se mantiene alta y ha logrado que la mayor parte de sus iniciativas importantes sean aprobadas por fuertes mayorías en el Congreso. No hay por el momento señales de preocupación respecto a la gobernabilidad y la confianza del consumidor y en el gobierno (ver Gráfico 3.1) empezó a repuntar tibiamente en julio. Sin embargo, si las expectativas de la población de una recuperación de la actividad y baja de la inflación hacia inicios del año próximo se ven frustradas, el clima social y la confianza podrían volver a erosionarse haciendo más lento el proceso de despegue de la economía en 2017. En este sentido, es clave que se comiencen a mostrar resultados contundentes en materia de inversión para volver a dinamizar la generación de empleo y comenzar a reducir los niveles de pobreza.

10 Tablas

Tabla 10.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
PBI INDEC Base 2004 (% a/a)	-1,1	2,3	-2,6	2,4	-1,0	3,2
Inflación Ciudad de Bs As (CABA) (% a/a, fdp)	---	26,6	38,0	26,9	44,1	19,5
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	4,9	6,5	8,6	13,0	16,0	17,5
Tasa de interés Badlar (% fdp)	15,4	20,2	20,0	27,5	25,0	15,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-2,1	-1,9	-2,7	-4,8	-4,7	-3,5
Cuenta Corriente (% PIB)	-0,2	-2,0	-1,4	-2,5	-2,8	-2,7

Fuente: BBVA Research

Tabla 10.2

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 Badlar (%, f.d.p.)
T1 14	-0,8	36,7	7,93	26,18
T2 14	-2,0	40,2	8,13	23,02
T3 14	-4,2	40,3	8,42	20,28
T4 14	-3,1	38,0	8,55	19,98
T1 15	0,0	28,0	8,78	20,80
T1 15	3,7	25,5	9,04	20,37
T3 15	3,5	24,0	9,37	21,15
T4 15	2,2	26,9	11,43	27,54
T1 16	0,5	35,0	14,96	29,72
T2 16	-3,0	47,1	14,14	28,95
T3 16	-1,5	48,2	15,70	25,60
T4 16	0,3	44,1	15,95	25,00
T1 17	1,0	35,6	16,33	22,00
T2 17	3,3	22,2	16,63	19,36
T3 17	3,9	19,7	17,00	17,04
T4 17	4,6	19,5	17,45	15,00

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