

Situación Argentina

4º TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE ARGENTINA



01 Se demora la recuperación de la economía y el PIB caerá 2% en 2016, pero crecería 3,2% en 2017

02 Señales positivas de desaceleración en la inflación como resultado de la política monetaria del Banco Central

03 El déficit fiscal del 2017 será similar al de 2016 y se financiará con mayor endeudamiento. La falta de consolidación fiscal podría ser un problema a mediano plazo

04 El tipo de cambio real tiende a apreciarse por auge de entrada de divisas

Índice

1. Editorial	3
2. Entorno global: lenta recuperación con el apoyo de los bancos centrales	4
3. Un primer semestre más recesivo llevará la caída del PIB a -2% en 2016 ...	6
4. Continúan las señales de desaceleración en la inflación	8
5. El Banco Central lanza un esquema formal de metas de inflación	10
6. El gobierno extiende la estrategia de ajuste gradual sin mayor reducción de déficit fiscal en 2017	12
7. El déficit de cuenta corriente de 2,5% de PIB con fluido financiamiento externo	14
8. Presiones hacia la baja del tipo de cambio contenidas por el Banco Central	16
9. La falta de un avance sostenido en resolver los problemas económicos podría ser un factor de riesgo a mediano plazo	18
10. Tablas	19

Fecha de cierre: 9 de noviembre de 2016

1. Editorial

Durante el segundo trimestre del año el PIB cayó 2%, una caída mayor a la esperada lo que lleva a ampliar la caída de la actividad económica del -1% del PIB al -2% en 2016. Si bien todavía no hay mejoras claras y generalizadas en los indicadores de actividad, el EMAE (estimador mensual de la actividad económica que anticipa el PIB) arrojó una suave variación positiva en términos desestacionalizados en el mes de agosto por lo que la recesión podría estar llegando a un piso durante el 3T del año para empezar a crecer en 4T y alcanzar el 3,2% previsto para 2017.

Los últimos datos de inflación confirman las expectativas del mercado de que la tasa de inflación mensual podría estabilizarse en cerca de 1,5% m/m, excluyendo los efectos excepcionales de la reversión de la rebaja en las tarifas de gas que afecta el índice de octubre. La inflación seguirá descendiendo lentamente acompañada por una política monetaria restrictiva y un mercado de cambios relativamente estable.

El Banco Central se muestra fuertemente comprometido con el objetivo de bajar la inflación y lanzó el esquema de metas de inflación que se implementará a partir de 2017. Las metas oficiales de ese año son relativamente ambiciosas (12% - 17%) en tanto que las expectativas de mercado promedian hoy un 20%. Esta disparidad hará que el Banco Central mantenga las tasas de interés positivas en términos reales en el curso del año próximo, por lo menos, hasta que la autoridad monetaria considere que las expectativas convergen hacia las metas previstas.

Se cumplirá la meta de déficit fiscal del 2016 pero el gobierno extiende la estrategia de ajuste gradual y prevé un déficit primario similar al de este año para 2017, del 4,2% del PIB. La decisión de reducir los subsidios a sectores económicos está siendo más difícil de implementar y durante la transición el gobierno se financiará con mayor endeudamiento en los mercados, estrategia que éstos han estado dispuestos a convalidar hasta ahora dado el éxito que tuvieron las colocaciones a mediano plazo en moneda doméstica y a tasa fija.

Argentina mantendrá un déficit en cuenta corriente los próximos años de alrededor de 2,5% del PIB especialmente porque no esperamos que se genere superávit comercial. La resolución del default de la deuda y la eliminación de restricciones al mercado de cambios a partir de este año afianzan la perspectiva de que el déficit se financiará con entradas de capital.

El tipo de cambio mantendrá presiones a la baja durante este año y el próximo alentado por la entrada de divisas, el sinceramiento fiscal, las emisiones de deuda y las tasas de interés domésticas positivas en términos reales. Como contrapartida, el exceso de divisas ha provocado un fuerte aumento en el stock de reservas internacionales que tocaron los USD 40 mil millones a fin de octubre.

2. Entorno global: lenta recuperación con el apoyo de los bancos centrales

Los últimos meses han deparado pocas novedades sobre el desempeño de la economía mundial. Las tensiones financieras se han mantenido moderadas al tiempo que la actividad global parece dar señales de una ligera mejora (Gráfico 2.1), tras una primera mitad del año débil y cierta estabilización del comercio internacional. Todo ello con el continuo apoyo de las autoridades económicas, sobre todo los bancos centrales de los países desarrollados. En particular, el tono más cauto de la Fed confirma una normalización muy gradual de los tipos de interés, después de que se materialice la segunda subida, previsiblemente el próximo mes de diciembre.

Mientras tanto, en las economías emergentes continúa la entrada de capitales impulsada por la búsqueda de rentabilidad y la baja volatilidad, a lo que se une la recuperación del precio del petróleo y de otras materias primas. Respecto a las divisas, el esperado aumento de tipos de interés por parte de la Fed antes de fin de año está favoreciendo la apreciación generalizada del dólar.

En lo que respecta a las dos principales economías con más influencia en América Latina, EEUU y China, los cambios en las previsiones han ido en direcciones opuestas. En EEUU los datos más recientes apuntan a un crecimiento en la segunda mitad del año menos fuerte de lo previsto hace tres meses, tras un primer semestre ya débil, que nos lleva a revisar a la baja el crecimiento para este año en 0,4pp hasta el 1,6% (Gráfico 2.2). Esto supone una clara moderación de la actividad respecto al avance medio cercano al 2,5% en el bienio 2014-15, a lo que se suma cierta incertidumbre respecto a las políticas económicas que podría adoptar el recientemente elegido presidente Trump.

La composición del crecimiento sigue alentando las preocupaciones sobre el potencial a medio plazo, al continuar mostrando una economía a dos velocidades con un consumo privado sólido pero una inversión que podría retroceder ligeramente en el conjunto de 2016, tras haber avanzado algo por debajo del 1% en promedio en los últimos cinco años. Las expectativas de un menor potencial de crecimiento a largo plazo podrían estar lastrando las decisiones de inversión y a su vez podría retroalimentar un menor avance de la productividad en el futuro, con un mercado de trabajo prácticamente en pleno empleo. Con todo, seguimos esperando un avance moderado del 2,1% en 2017.

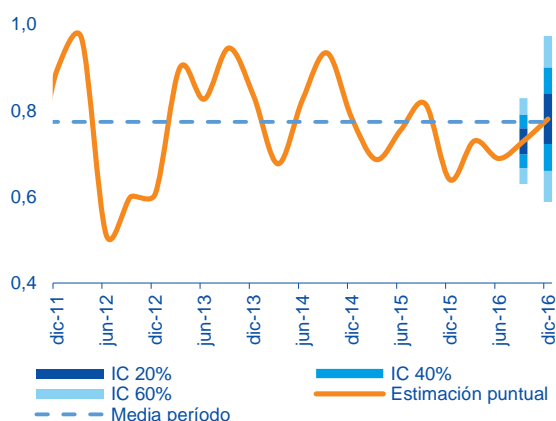
Por el lado de China, los impulsos fiscal y monetario puestos en marcha a principios de año para estabilizar el crecimiento han dado sus frutos y van a permitir alcanzar el objetivo de crecimiento a corto plazo marcado por las autoridades, a costa de acumular crecientes desequilibrios. Así, revisamos al alza la previsión de crecimiento para 2016 hasta el 6,6% (Gráfico 2.2). No obstante, el escenario continúa siendo de una gradual desaceleración hasta el 5,8% en 2017. Y aumentan los riesgos a medio plazo sobre todo el calentamiento del sector inmobiliario, la estabilidad financiera, la depreciación del renminbi y la salida de capitales, así como el endeudamiento de las empresas. A largo plazo, las dudas sobre las perspectivas de crecimiento continúan ante el lento progreso de las reformas estructurales en algunas áreas clave, en particular de las empresas públicas.

En cuanto a Brasil, cuya economía tiene gran importancia para Argentina, en BBVA Research seguimos esperando que la economía brasileña se contraiga 3,0% en 2016, y los datos más recientes de actividad sugieren que los riesgos asociados a esta previsión están sesgados a la baja. Sin embargo, mantenemos nuestra previsión de crecimiento de 0,9% del PIB de Brasil en 2017, recuperación que será favorecida por factores como la menor inflación, la relajación de las condiciones monetarias y la reducción de la incertidumbre política. En este último punto, algunos avances recientes hacen más probable la adopción de un tope para el gasto público, que de ser aprobado por el Congreso limitaría los riesgos fiscales y apoyaría al crecimiento a partir de 2017.

En este contexto, hemos revisado ligeramente a la baja nuestra previsión de crecimiento mundial, en parte por los resultados peores de lo esperado en la primera mitad del año en algunas áreas, como por un menor crecimiento previsto en EEUU. En cualquier caso, el crecimiento se mantendrá en el entorno del 3% en 2016, con un ligero aumento al 3,2% en 2017.

Gráfico 2.1

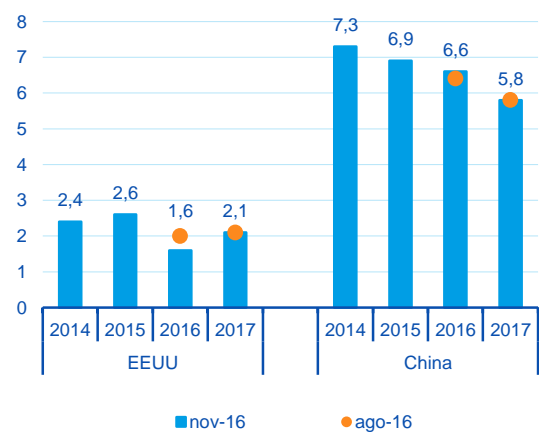
PIB mundial, % t/t. Previsiones 3T y 4T para 2016 en base a BBVA-GAIN



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2

Crecimiento del PIB en EEUU y China (%)



Fuente: BBVA Research

3. Un primer semestre más recesivo llevará la caída del PIB a -2% en 2016...

... para recuperarse creciendo 3,2% el año próximo

Luego de un primer y segundo trimestre en los que se acentuó la caída de la actividad económica, ésta se encontraría en un piso que está durando más de lo esperado pero podría anticipar el fin del ciclo recesivo. El EMAE (estimador mensual de actividad económica que adelanta el PIB) finalmente tuvo una variación positiva de 0.2% m/m en agosto. Aunque la variación sigue siendo negativa en la serie original (-2.6% a/a en ese mes), fue menor que en los meses inmediato anteriores. La industria continúa deprimida ya que el EMI (estimador mensual industrial) sigue arrojando caídas hasta septiembre (-7.3% a/a en ese mes) y también la actividad de la construcción medida por el índice ISAC cayó 13.1% a/a en septiembre.

La caída del PIB propiamente dicho alcanzó a -3.4% a/a en el 2T16, casi 1 pp más de lo estimado, esto nos condujo a bajar a -2% la caída estimado del PIB para el año 2016 (antes -1%). Considerando datos preliminares hasta agosto 2016, nuestro modelo MICA apunta a un sendero de recuperación similar al anterior pero con crecimientos trimestrales desestacionalizados más moderados en los últimos trimestres del presente año conduciendo a una recesión más profunda que lo pensado anteriormente. Esperamos mejoras en los próximos meses en aquellas actividades industriales orientadas al mercado externo, a partir de la mayor demanda prevista de Brasil. Nuestros modelos indican que en el 4T16 el crecimiento del PIB t/t desestacionalizado tendrá un signo positivo ya que finalmente las medidas de política económica tomadas para eliminar distorsiones y revertir los problemas con los que asumió el gobierno comenzarían a dar sus resultados (Gráfico 3.1).

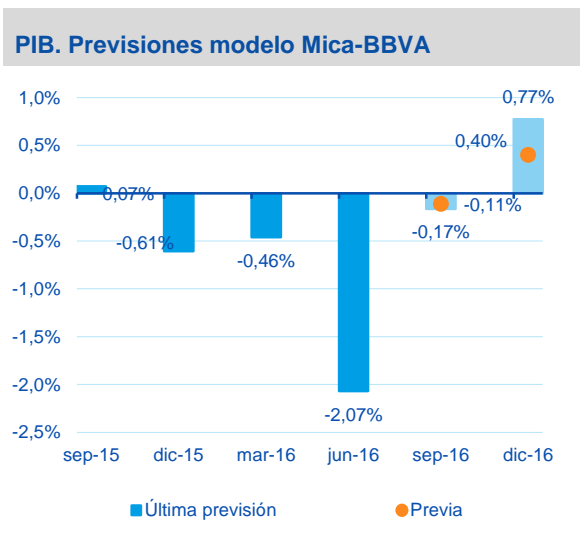
El consumo de los hogares comenzaría una incipiente recuperación en el último trimestre del año por los mayores ingresos de los jubilados debido a la implementación del Programa de Reparación Histórica y por los bonos de fin de año a trabajadores acordados entre sindicatos, empresas y gobierno. El compromiso de consolidar el proceso de desinflación a partir de la entrada en vigencia del esquema de metas de inflación reforzará las condiciones necesarias para una más pronta recuperación del consumo frente a un primer semestre en que los aumentos salariales se retrasaron frente a la aceleración de la inflación.

Mantenemos la previsión de crecimiento de 3,2% para 2017 en vista de que la política fiscal será más laxa y podría compensar el nulo arrastre estadístico de 2016. También seguimos manteniendo la perspectiva de que la inversión será el principal conductor del crecimiento los próximos años lo que aseguraría un sendero más sustentable a mediano plazo para lo cual deberían darse conjuntamente aumentos en la productividad y una reforma estructural que torne más eficiente el sector público. En varios sectores ha habido anuncios de inversión, especialmente en minería, energía e industria manufacturera, el que más en firme se encuentra es el de inversión en energías renovables, del cual ya se concretó el proceso de licitación pública. Nuestro horizonte de crecimiento es del 3% anual para más largo plazo, acorde a su potencial.

En cuanto a los datos de empleo, el INDEC comenzó nuevamente a publicar los resultados de la EPH (Encuesta Permanente de Hogares). La misma consiste en un relevamiento de carácter trimestral que abarca a los 31 principales aglomerados urbanos del país. Como consecuencia de la emergencia estadística declarada por las autoridades sus resultados no pueden compararse con los registrados anteriormente ya que los mismos no serán revisados.

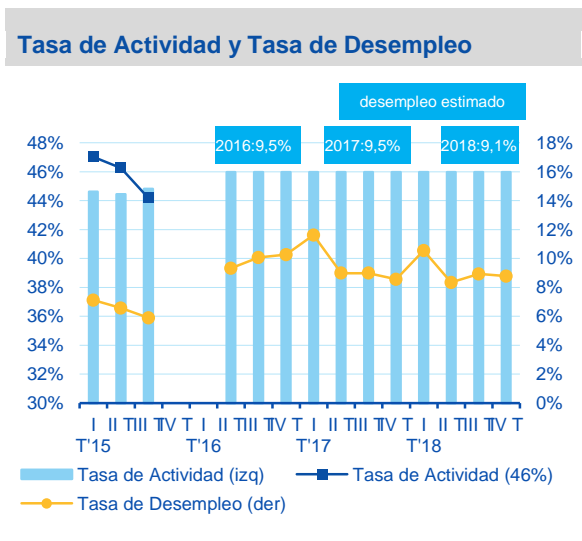
Los resultados presentados corresponden al 2T del año y dan cuenta de una Tasa de Desocupación del 9,3%, con una Tasa de Actividad (personas empleadas o buscando empleo) del 46,0%. Los problemas de empleo dentro del contexto recesivo de la economía se agravan si tomamos en cuenta la tasa de subocupación, estén o no buscando activamente trabajo, que son aquellas personas que trabajan menos de 35 horas semanales y alcanzaron al 11,2%. De esta manera, el total de personas con problemas de empleo suma el 20,5% de la población activa siendo el Gran Rosario el aglomerado urbano con mayor problema de desempleo con el 11,7%, seguido por Mar del Plata con el 11,6% y el Gran Córdoba con el 11,5%. No esperamos mejoras sustanciales en las tasas de actividad y de desempleo los próximos años ya que los puestos de trabajo creados por una economía creciendo entorno al 3% pero con baja elasticidad/empleo serán absorbidos por los nuevos entrantes al mercado de trabajo por crecimiento vegetativo de la población (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1



Fuente: Indec y BBVA Research

Gráfico 3.2



Fuente: Indec y BBVA Research

4. Continúan las señales de desaceleración en la inflación

Sin embargo, resta continuar ganando batallas para afianzar la política monetaria para alcanzar las metas del BCRA

Los últimos datos de inflación confirman las expectativas del mercado de que la tasa de inflación mensual podría estabilizarse en cerca de 1,5% m/m, excluyendo los efectos excepcionales de la reversión de la rebaja en las tarifas de gas que afectará la inflación de octubre (Gráfico 4.2). El aumento en el IPC proyectado para 2016 es de 40,5% a/a, se trata del índice del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires el cual mostró una tasa acumulada del 32.8% en los primeros nueve meses del año.

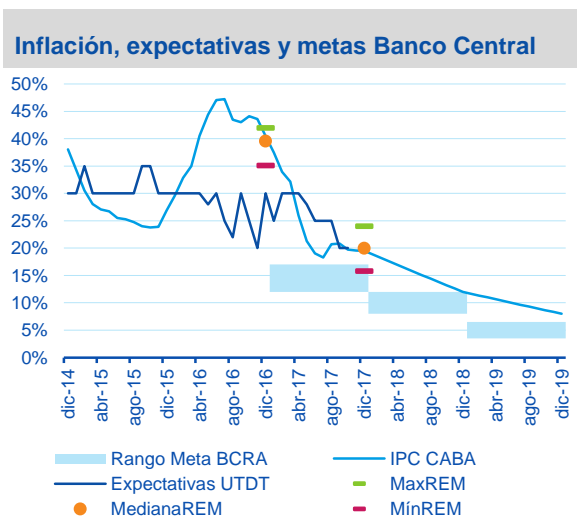
Con expectativas ancladas en torno a 20% a/a (Gráfico 4.1), la inflación seguirá descendiendo lentamente el año próximo, acompañada por una política monetaria restrictiva y un tipo de cambio relativamente estable. Mantenemos entonces nuestra previsión de 19,5% para 2017 (aún por encima de la meta de 12% / 17% del Banco Central), que incluye un impacto de aumento de tarifas de 200 BP ya que el año próximo se mantendrá la política de reducir los subsidios a energía y transporte. Este impacto podría ser mayor dependiendo de las decisiones que se tomen en las audiencias públicas requeridas antes de implementar un nuevo ajuste. Como punto a favor, en lo transcurrido de este año se ha ido afirmando la credibilidad en la política del Banco Central y en sus esfuerzos de transparencia, el mercado comienza a confiar en que la autoridad monetaria seguirá manteniendo una política de sesgo antiinflacionario para llegar lo más cerca posible al objetivo planteado.

A pesar de los éxitos obtenidos en materia de inflación, en 2017 todavía podría presentarse un escenario de conflictividad para alcanzar las metas debido a distintos factores. En primer lugar todavía no ha comenzado la discusión por los ajustes salariales que generalmente se negocian durante el primer trimestre del año. El gobierno pretenderá que los ajustes se acerquen más a la inflación esperada mientras que los sindicatos comenzarán a presionar por ajustes más cercanos a la inflación pasada, ninguno de los dos frentes de batalla tiene asegurado de antemano el triunfo. En segundo lugar, la urgencia por reactivar la economía y postergar el ajuste fiscal podría atentar de alguna forma hacia una desinflación más lenta que la esperada, dado que por el momento, la política monetaria es el único instrumento que se está aplicando para alcanzar la ansiada baja de la tasa de inflación.

En este sentido, es útil revisar los resultados de un modelo econométrico que elaboramos relacionando la inflación de Argentina con el nivel de actividad (medido por el output gap), las expectativas de inflación a un año y la variación interanual del tipo de cambio (una suerte de “curva de Phillips aumentada”), e incluyendo un rezago de la propia inflación para reflejar la inercia del proceso. Este modelo nos permite ver qué senderos de inflación son compatibles, con determinados senderos de las variables explicativas. Así, para nuestro escenario base que delineamos en este informe (Gráfico 4.3) y tomando las expectativas de inflación del consenso de Latinfocus (que están por encima del rango objetivo del BCRA), resultaría una inflación a/a promedio en el 4T17 de 16,7% (vs. nuestra previsión de 19,7%), de 12,6% en el 4T18 (mismo número que nuestra previsión) y de 8,9% en el 4T19 (8,3%). Si, por el contrario, delineamos un escenario más optimista

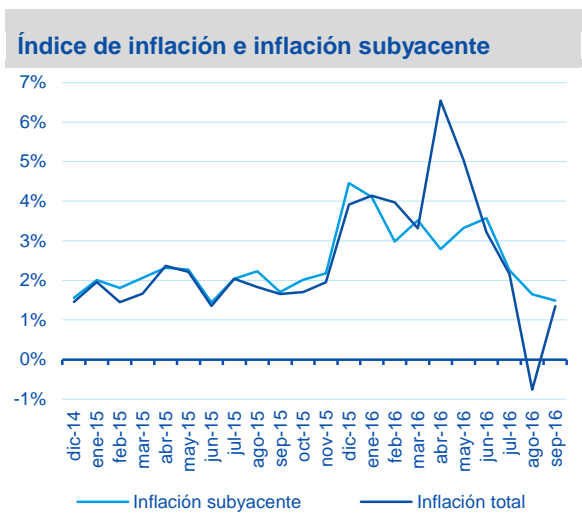
(Gráfico 4.4), donde el BCRA logra “anclar” las expectativas de inflación en el medio de su rango objetivo, y, además, la baja de la inflación resulta “expansiva” en términos de actividad (como suele afirmar el Presidente del BCRA, Federico Sturzenegger) y el producto crece –en promedio- 5% cada año, entonces el sendero de inflación consistente con el modelo es 12,4% para el 4T17, 8,0% para el 4T18 y 4,5% para el 4T19; todos valores dentro del rango objetivo del BCRA. Por supuesto, se trata de un modelo muy simple que no considera muchas cosas (como, por ejemplo, los futuros ajustes de tarifas). Sin embargo, transmite cierto optimismo sobre la posibilidad de tener conjuntamente una baja de la inflación y un crecimiento robusto, siempre y cuando el BCRA logre anclar las expectativas.

Gráfico 4.1



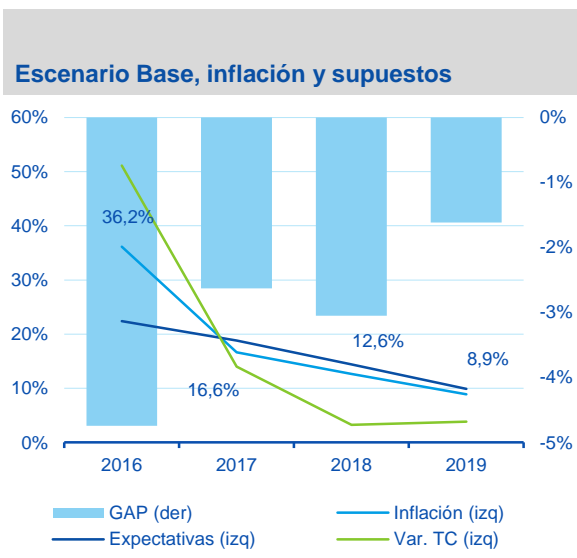
Fuente: Indec, BCRA y BBVA Research

Gráfico 4.2



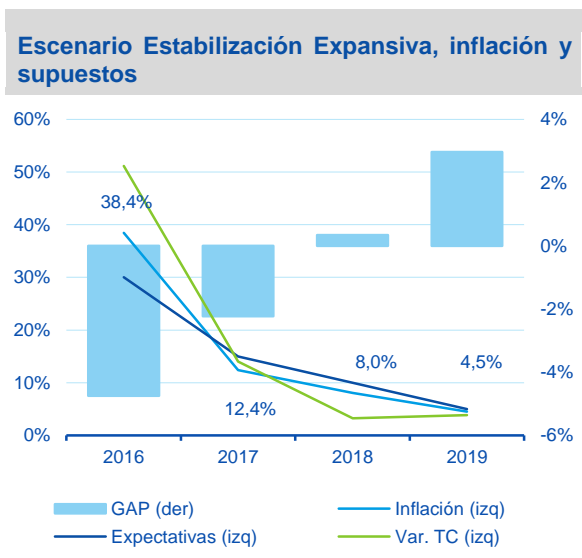
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.3



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.4



Fuente: BBVA Research

5. El Banco Central lanza un esquema formal de metas de inflación

Y anticipa que mantendrá la tasa de interés real en terreno positivo

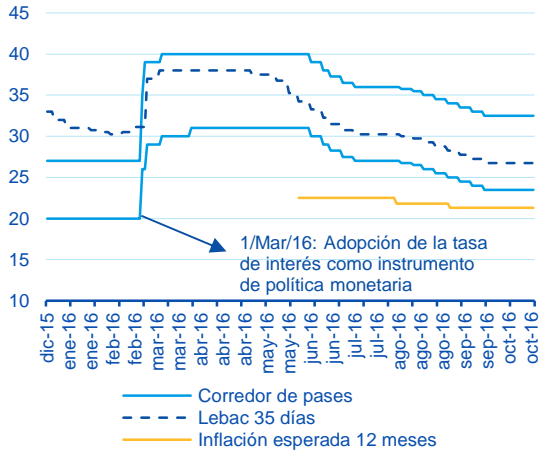
Durante el tercer trimestre de 2016 el Banco Central siguió avanzando con lo que definió como su principal objetivo de política monetaria: bajar la inflación. A medida que se fue confirmando la baja en la tasa mensual de inflación y el anclaje de las expectativas, el Banco Central fue reduciendo la tasa de Lebac a 35 días de 38% a inicios de mayo a 26,75% a fin de septiembre. Este proceso se detuvo en las últimas 3 licitaciones y estimamos que continuará bajando más gradualmente en lo que resta de 2016 hasta 25% en diciembre ya que las expectativas de inflación del consenso se mantienen aún por encima de la banda superior de la meta de 17% a/a para los próximos 12 meses. De todos modos, el BCRA sostiene que la tasa de interés real elevada no tiene impacto significativo sobre la actividad económica que se verá beneficiada principalmente por la baja de la inflación. Aunque esperamos que la tasa de política monetaria continuará bajando hasta 18% a fin de 2017 a medida que se reduzca la inflación, seguirá siendo positiva en términos reales frente a la inflación esperada, hasta que se alcance la meta de reducir la tasa de inflación a un dígito.

La novedad del trimestre fue el anuncio del funcionamiento del esquema de metas de inflación oficialmente a partir de 2017. La meta de ese año se ubicará en el rango 12%/17% y el objetivo es cerrar en 2019 con una inflación cercana al 5% anual. Habrá un Consejo de Política monetaria compuesto por 6 funcionarios del Banco Central y a partir de enero del año próximo las licitaciones de Lebac se harán en forma mensual con el objetivo de reducir la cantidad de especies de este instrumento que hoy hay en circulación y aumentar la liquidez de cada especie. La tasa de política monetaria pasará a ser el centro del corredor de la tasa de pasés a 7 días que se dará a conocer semanalmente luego de la decisión del Consejo de política monetaria (Gráfico 5.1).

El otro flanco sobre el que se seguirá actuando es el financiamiento del Banco Central al Tesoro, otra de las fuentes determinantes del proceso inflacionario. Si bien no se cortó abruptamente, se irá reduciendo gradualmente en términos nominales. Al respecto, cabe señalar que este objetivo se está cumpliendo, pero ha habido una fuerte emisión monetaria este año proveniente de la compra de divisas originada de la emisión de deuda del Tesoro (alrededor de USD 5000 millones hasta la fecha, Gráfico 5.2). Esto ha obligado a intensificar la colocación de Lebac para neutralizar la emisión de dinero, además de otras medidas como la suba de encajes de depósitos que apunta a que el sistema financiero comparta el costo de esta política de absorción. El alto stock de Lebac (86% de la base monetaria) y su elevado rendimiento es uno de los flancos débiles de la actual política monetaria ya que podría ser una fuente potencial de aceleración de la inflación si no se corrige a mediano plazo el déficit fiscal.

Gráfico 5.1

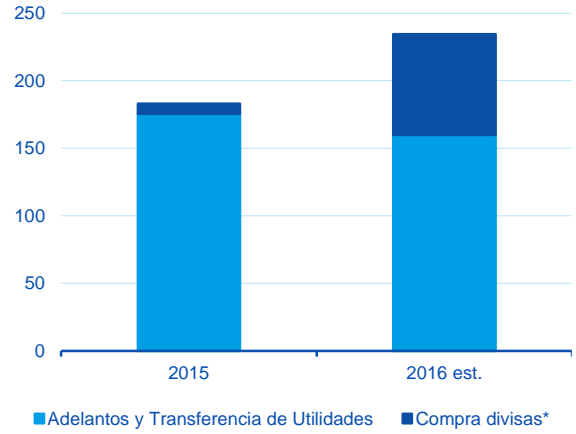
Corredor de países, inflación esperada y tasa Lebac



Fuente: BCRA y BBVA Research

Gráfico 5.2

Financiamiento del BC al Tesoro 2015 vs 2016



1/ En 2016 es el acumulado hasta octubre.
Fuente: Mecon, BCRA y BBVA Research

6. El gobierno extiende la estrategia de ajuste gradual sin mayor reducción de déficit fiscal en 2017

El resultado primario, sin computar ingresos por rentas del Banco Central y de la seguridad social (ANSES), alcanzaría a 4,7% del PIB en 2016 y sería financiado esencialmente con la emisión de deuda. Los datos observados de las cuentas fiscales hasta el mes de agosto van en esa línea y no hay motivos para suponer que no se logrará. Si bien la meta original de déficit del 2016 no se modificó, la nueva serie de PIB amplió el margen nominal para expandir el déficit y cumplir con ella, con lo que en cierta forma quedó velado el escaso avance que habrá este año en la reducción de subsidios energía y transporte. La intención inicial era implementar una reducción de subsidios de 1.5 pp del PIB en 2016 que finalmente se transformará en un 0.6 pp del PIB debido al conflicto social que se produjo por la magnitud del aumento de tarifas conjuntamente con la judicialización de todo el mecanismo de aumento (esencialmente tarifas de gas) dispuesto originalmente por la Secretaría de Energía.

En 2017 dicho déficit primario sería de 4,2% del PIB según el proyecto de presupuesto, frente a la meta inicial del 3,3% anunciada en el primer trimestre del año. El resultado financiero total que proyectamos (neto del pago de intereses de deuda y de los ingresos por rentas del Banco Central y el ANSES) mostraría una mejora más acotada que el resultado primario recién mencionado durante los primeros años: -4.9% y -4.7% del PIB en 2016 y 2017 respectivamente, ya que pesa más la carga de intereses de la deuda por el mayor endeudamiento mientras que tienden a comprimirse gradualmente los ingresos por rentas no tributarias mencionados (Gráfico 6.2).

Mientras que en otras áreas del manejo económico se ha implementado una estrategia rápida para corregir los desequilibrios, en el área fiscal la tendencia parece ser hacia mayor gradualismo. El gobierno está ahora mejor posicionado frente a esta estrategia gradualista ya que la solución al conflicto con los "hold-outs" abrió la oportunidad de financiamiento en los mercados internacionales de crédito. A pesar de la fuerte emisión de deuda que ya realizó el gobierno este año tanto para renovar vencimientos como para cubrir déficit (supera los USD 40 mil millones), el mercado parece hasta ahora dispuesto a convalidar una consolidación fiscal más lenta aunque la prima de riesgo podría verse afectada a futuro por un escenario internacional más adverso al riesgo ante la incertidumbre sobre las políticas económicas que adoptará EEUU tras la victoria electoral de Donald Trump.

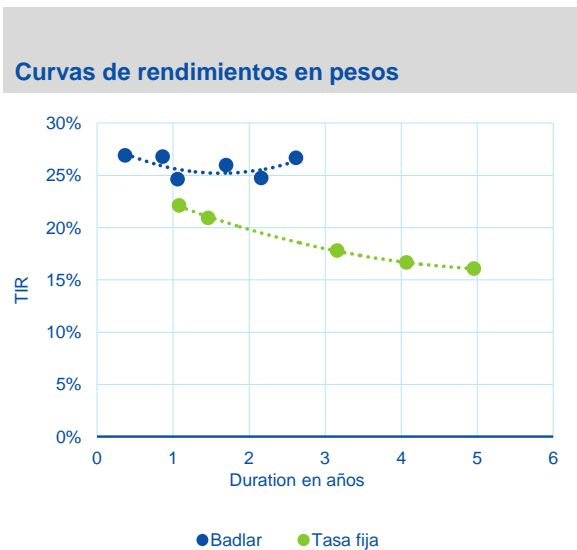
La principal noticia en el tema financiamiento ha sido la emisión de dos bonos en pesos a tasa fija bajo ley argentina a mediano plazo (7 y 10 años), éste último a una tasa de 15,5%, que se agregan a otras emisiones con vencimiento en 2018 y 2021 que se había concretado en septiembre. Una operación en moneda doméstica a ese plazo y condiciones es inédita para la historia de Argentina y pone de manifiesto que en el mercado subyace la expectativa de una devaluación nominal del peso muy baja y un retroceso de la inflación creíble en el mediano plazo. Argentina está cada vez más activa en los mercados de deuda y lleva emitidos

unos USD 42000 millones hasta el mes de octubre de los cuales casi el 40% corresponde a emisiones concretadas para cerrar el juicio con los holdouts.

El apetito por deuda argentina ha logrado que la curva de rendimientos en dólares se desplace hacia abajo y además, que estemos asistiendo a la conformación de una curva de rendimiento en pesos a más largo plazo, anteriormente sólo reservada a las Lebac (Gráfico 6.1). Las implicancias de esto último son importantes porque libera al Banco Central de financiar al Tesoro y es el pilar para el desarrollo de un mercado de deuda en pesos que funcione como referencia para el sector privado, hasta ahora casi ausente. El gobierno también enviará al Congreso un nuevo proyecto de Ley de Mercado de capitales cuya intención es reformar la ley aprobada en 2012. La idea es profundizar el mercado local multiplicando el volumen de transacciones, agilizar el financiamiento de largo plazo y reducir la injerencia del Estado que promovía ésta última ley de 2012.

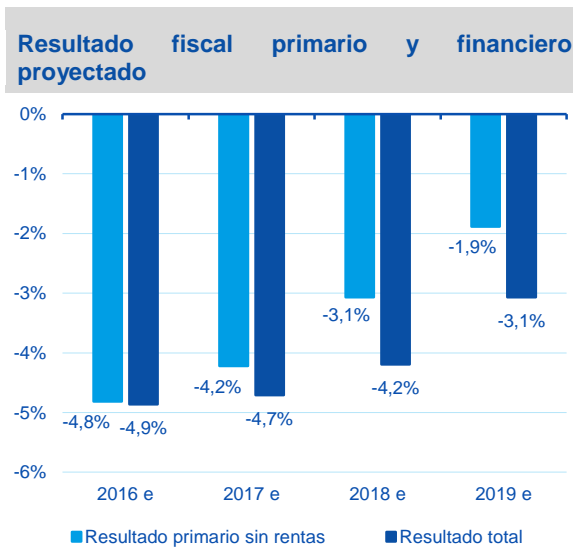
Por último, no podemos soslayar que no será viable financiar todos los años déficits de esta magnitud y en algún momento se hará necesaria una reforma del sector público más estructural. La alta presión tributaria existente aún luego de la baja de algunos impuestos, la inflexibilidad a la baja de la mayoría de rubros de gastos del sector público y las recientes leyes aprobadas (Ley de Reparación histórica para jubilados, devolución a las provincias del 15% de ingresos por Coparticipación) tienden a deteriorar la solvencia fiscal y todavía no está claro que el aumento del PIB sólo o los ingresos provenientes del régimen de sinceramiento fiscal sean suficientes para corregir el desequilibrio fiscal a mediano plazo.

Gráfico 6.1



Fuente: BCRA y BBVA Research

Gráfico 6.2



Fuente: Mecon y BBVA Research

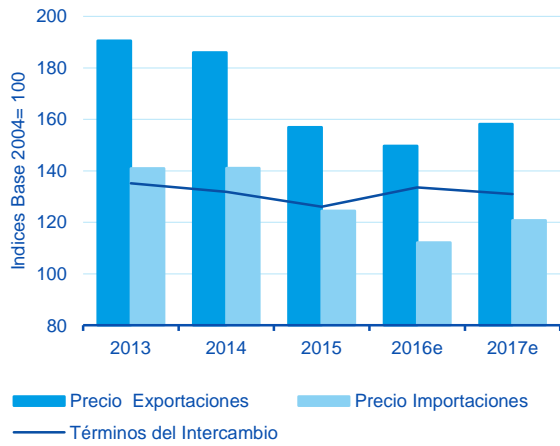
7. El déficit de cuenta corriente de 2,5% de PIB con fluido financiamiento externo

Tras una importante suba de los términos del intercambio en 2016 que estimamos en alrededor de 6,1%, los precios de importaciones subirán más que los de exportaciones en 2017 arrastrados por la recuperación del precio del petróleo y determinando una variación de los términos del intercambio negativa de algo más del 2% el próximo año (Gráfico 7.1). Estos peores términos del intercambio junto con un mayor aumento de las cantidades importadas por el crecimiento de la economía y en ausencia de granos retenidos como está ocurriendo este año, determinará una balanza comercial negativa que estimamos en USD 1200 millones, tras el superávit de alrededor de USD 1500 millones que estimamos en 2016. Hacia adelante el déficit comercial se irá incrementando en la medida que el mayor crecimiento económico de Argentina requiera de mayores importaciones y éstas se regularicen luego de la represión sufrida durante varios años de restricciones impuestas al comercio. El problema estructural que sufre el país por falta de autoabastecimiento de hidrocarburos persistirá por algunos años por una lenta maduración de las inversiones en el sector energético con lo cual el déficit comercial energético seguirá creciendo hasta alcanzar los USD 6000 millones estimamos en 2018 dependiendo de cuál sea la evolución de los precios.

El déficit de cuenta corriente tendrá un ligero incremento ubicándose en torno a -2,4% / 2,5% del PIB en 2016 y 2017 (Gráfico 7.2). Estará influenciada por un mayor déficit en servicios reales, principalmente por gastos en turismo al aumentar los viajes al exterior propiciados por un tipo de cambio apreciado que restará parte de las divisas obtenidas por comercio. Para 2017, el aporte del comercio exterior disminuirá mientras que comenzará a ser más evidente el pago de intereses de la deuda, principalmente provenientes del sector público a raíz del incremento del endeudamiento. También comenzará a normalizarse el flujo de utilidades y dividendos remitidos al exterior.

Gráfico 7.1

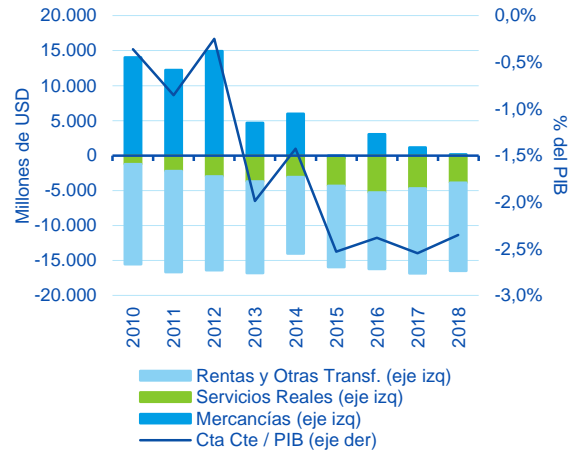
Términos del intercambio



Fuente: Indec y BBVA Research

Gráfico 7.2

Cuenta Corriente y principales componentes



Fuente: Indec y BBVA Research

8. Presiones hacia la baja del tipo de cambio contenidas por el Banco Central

El comportamiento del tipo de cambio se ha mantenido en línea con lo previsto y se ha depreciado mínimamente durante el tercer trimestre del año (6% en promedio). De todas formas, la liberación total del cepo cambiario para incentivar la demanda de divisas y la caída estacional de exportaciones comenzaron a presionar levemente al alza el tipo de cambio en septiembre luego de dos meses de estabilidad. Estimamos que esta tendencia de lenta depreciación se mantendrá el resto del año hasta alcanzar \$15,96/USD en diciembre apoyada por varios factores que actuarán en contra de un aumento brusco del tipo de cambio como: ingreso de divisas por adhesión al sinceramiento fiscal, nuevas emisiones de deuda de los gobiernos nacional y provinciales, demanda de pesos de fin de año para el pago de aguinaldos y bonus y por último, tasas de interés muy atractivas en términos reales.

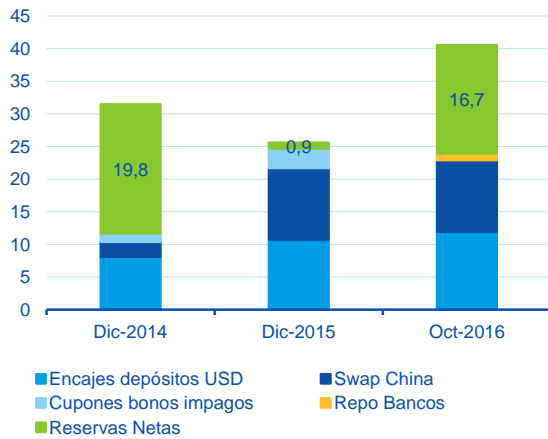
Aunque no es un tema que el Banco Central afirme que le aflija, existe inquietud por la pérdida de competitividad que implica esta tendencia a la apreciación del tipo de cambio. De hecho, el Banco Central ha estado activo durante el trimestre comprando las divisas del sector público resultantes de colocaciones de deuda a pesar del adverso efecto monetario que asume para sostener esta estabilidad monetaria-cambiaria, como ya comentamos en el apartado 4.

El aumento en el stock de reservas internacionales ha sido la contrapartida de este inédito exceso de oferta de divisas. A fines de octubre el stock de reservas brutas superó los USD 40 mil millones (algo que no ocurría desde septiembre de 2013) alcanzando un aumento de USD 15 mil millones en el acumulado del año (Gráfico 8.1). Parte de este aumento también se explica por los fondos depositados en los bancos originados en el sinceramiento fiscal. Esta situación de aumento de reservas permitió cancelar en el mes de julio USD 4 mil millones del total de USD 5 mil millones del repo de bancos internacionales que se había constituido a principios de año para reforzar la posición de reservas.

La necesidad de financiar el déficit fiscal, aun relativamente alto en 2017, con emisión de bonos en mercados internacionales seguirá aumentando la oferta de dólares y continuará presionando a la baja el tipo de cambio que aumentará menos que la inflación en 2017 hasta \$17,65/USD en diciembre. Es probable que el tipo de cambio real se aprecie 7,6% en 2017 luego de una depreciación en torno a 10% en 2016 (Gráfico 8.2), pero la mayor volatilidad financiera tras las elecciones norteamericanas podría resultar en menores presiones hacia la apreciación.

Gráfico 8.1

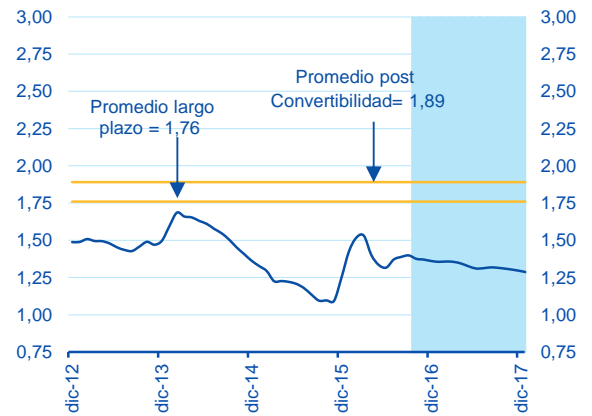
Reservas internacionales brutas y netas



Fuente: BCRA y BBVA Research

Gráfico 8.2

Índice de tipo de cambio real multilateral



Fuente: Haver, BCRA y BBVA Research

9. La falta de un avance sostenido en resolver los problemas económicos podría ser un factor de riesgo a mediano plazo

Los 10 primeros meses de gestión del nuevo gobierno han resultado arduos debido a la complejidad de los problemas económicos heredados. El combinado de bajo crecimiento, alta inflación, déficit externo y fiscal, ausencia de financiamiento y restricciones en el mercado de cambios resultaron en una economía que funcionaba con respiración asistida a fin del 2015. En varios de estos frentes se ha avanzado, en algunos de ellos los resultados esperados se han producido rápidamente, en otros todavía se percibe la sensación de estar en una transición cuyo éxito final todavía no está claro y en otros, prácticamente no se ha avanzado o los avances son exiguos. Es sobre estos últimos puntos que creemos recaen los factores de riesgo para la economía argentina a corto y mediano plazo.

La demora en el ajuste fiscal que esperan los inversores y el mercado podría conducir a un deterioro en la credibilidad del gobierno que implique un aumento en los costos de financiación y el acceso al crédito en los mercados de capital, además de una caída en los niveles de inversión privada. Por último, un fracaso en la estrategia de bajar la inflación podría intensificar el malestar social e incrementar los ya altos niveles de pobreza con las dificultades y costos que ello implica.

Con respecto a los riesgos externos, siguen latentes los riesgos del impacto de una desaceleración en el crecimiento de China y un retraso en la recuperación de Brasil, nuestros principales socios comerciales. Después de muchos años de aislamiento, Argentina es ahora mucho más vulnerable a la volatilidad de los mercados financieros. Las expectativas de suba de la tasa de política monetaria de la Reserva Federal y la incertidumbre generada por el resultado de las elecciones en EEUU podrían afectar el necesario flujo de financiamiento que requiere Argentina y del cual ahora depende para transitar esta etapa.

10. Tablas

Tabla 10.1

Previsiones macroeconómicas anuales						
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
PBI INDEC Base 2004 (% a/a)	-1,0	2,4	-2,5	2,5	-2,0	3,2
Inflación Ciudad de Bs As (CABA) (% a/a, fdp)	---	26,6	38,0	26,9	40,5	19,5
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	4,9	6,5	8,6	13,0	15,8	17,7
Tasa de interés Badlar (% fdp)	15,4	20,2	20,0	27,5	21,0	16,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-2,1	-1,9	-2,7	-4,8	-4,9	-4,7
Cuenta Corriente (% PIB)	-0,2	-2,0	-1,4	-2,5	-2,4	-2,5

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	-0,9	36,7	7,9	26,2
T2 14	-2,0	40,2	8,1	23,0
T3 14	-4,2	40,3	8,4	20,3
T4 14	-2,8	38,0	8,5	20,0
T1 15	0,1	28,0	8,8	20,8
T1 15	3,8	25,5	9,0	20,4
T3 15	3,5	24,0	9,4	21,2
T4 15	2,3	26,9	11,4	27,5
T1 16	0,4	35,0	15,0	29,7
T2 16	-3,4	47,1	14,1	28,9
T3 16	-3,0	43,1	15,1	23,0
T4 16	-1,7	40,5	16,0	21,0
T1 17	-1,3	32,2	16,7	19,6
T2 17	2,8	19,1	16,7	18,3
T3 17	4,8	20,9	17,3	17,1
T4 17	6,5	19,5	17,6	16,0

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Argentina

Economista Jefe de Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Marcos Dal Bianco
marcos.dalbiano@bbva.com

María Celeste González
celeste.gonzalez@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

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

China

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com