

# Situación Argentina

1<sup>ER</sup> TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE ARGENTINA



01 La economía comenzó a recuperarse en el 4T16 y crecería 2,8% en 2017 de la mano de la inversión, principalmente pública

02 La resistencia a la baja de la inflación núcleo y los aumentos de tarifas mantendrán la inflación en 20,8% a/a en 2017, y al BCRA en modo contractivo

03 Escasa consolidación fiscal en 2017 pese a la baja programada de subsidios energéticos debido a los compromisos con jubilados y obra pública

04 Las necesidades financieras de USD 40mM se cubrirán con emisión de deuda que provocará entradas de capitales y tenderá a apreciar el tipo de cambio real

# Índice

1. Editorial	3
2. Entorno global: mayor crecimiento y más incertidumbre	5
3. Por fin los brotes verdes	7
4. La Inflación seguirá en descenso	9
5. La política monetaria seguirá mostrando astringencia	11
6. Continuará el gradualismo fiscal	13
7. Déficit externo levemente mayor por aumento de la carga de intereses	16
8. La entrada de divisas continuará apreciando el peso en términos reales	18
9. Mayor incertidumbre global requiere enfrentar los desafíos estructurales sin mayores dilaciones	20
10. Tablas	21

Fecha de cierre: 10 de febrero de 2017

# 1. Editorial

Los indicadores más recientes confirman el aumento del PIB de 0,6 % t/t que prevemos para el último trimestre de 2016, pero la salida más lenta de la recesión de 2016 nos lleva a reducir el crecimiento del PIB del año 2017 (de 3,2% a 2,8%), manteniendo el crecimiento del 3% para el 2018. La inversión seguirá siendo el principal motor de la expansión este año, aunque redujimos el aumento esperado del 11,1% a 9 % a/a ya que la puesta en marcha de las inversiones anunciadas ha sido más lenta que lo previsto. De todos modos, de la mano del ambicioso plan de inversión pública en infraestructura e inversiones privadas en agro y energías renovables alentadas por los cambios regulatorios, la recuperación será importante frente a un 2016 donde la inversión se habría contraído 4% a/a.

Esperamos que la tasa de inflación (índice CABA) se reduzca a 20,8% en 2017 y el 12,9% en 2018 luego de alcanzar 41 % el año pasado. Si bien la tendencia de la inflación es claramente decreciente desde 2016, elevamos la proyección en relación a nuestra publicación anterior debido a la resistencia a la baja que muestra la inflación núcleo y a ajustes ya programados en precios de energía. La reducción en el financiamiento del Banco Central al Tesoro de 0,5% del PIB, la política de tasas de interés positivas en términos reales del BCRA, las expectativas a la baja y la relativa estabilidad cambiaria facilitarán la convergencia de la inflación hacia niveles más bajos. Los principales riesgos al alza podrían provenir de posibles efectos de segunda ronda de los incrementos en precios regulados o de su impacto negativo sobre las expectativas de inflación y las negociaciones salariales.

El BCRA se ha fijado metas de inflación ambiciosas (12-17% a/a en 2017) que buscará alcanzar manteniendo tasas de interés reales positivas. Los desafíos de la política monetaria no son menores ya que deberá lograr una fuerte reducción de la inflación en un contexto de consolidación de las cuentas públicas y reducción de la dominancia fiscal muy gradual. Habiendo superado las trabas legales, esperamos que a partir de 2017 pueda concretarse la reducción de los subsidios a sectores económicos. Sin embargo, los gastos en seguridad social continuarán creciendo por el Programa de Reparación Histórica y la inversión en obra pública también, con lo cual en 2017 el gasto primario se reducirá sólo en torno a 2% del PIB mientras que los ingresos caerán 1,7% del PIB por las rebajas de impuestos aprobadas. El déficit primario caerá entonces gradualmente a 4,2%, lo que no se trasladará en la misma proporción al resultado total (4,7% del PIB) debido al incremento en la carga de intereses de la deuda. Las necesidades financieras ascenderán a USD 40 mil millones de los cuales se proyectan colocaciones de deuda en el mercado doméstico por USD 14 mil millones tanto en pesos como dólares. El gobierno emitió deuda en mercados internacionales en enero en condiciones favorables por USD 7 mil millones y adicionalmente negocia un préstamo por USD 6 mil millones con bancos internacionales con lo cual estarían prácticamente cubiertas las necesidades financieras en dólares del año.

El déficit en cuenta corriente se deteriorará levemente a 2,8% del PIB en 2017 ya que la balanza comercial registrará un déficit de USD 200 millones en 2017 debido a una leve caída en los términos del intercambio y a un crecimiento en las cantidades exportadas menor al de las cantidades importadas. En un contexto de levantamiento de las últimas restricciones cambiarias, tasas de interés reales positivas, flujos de inversión privada y emisiones de deuda pública, es de esperar que en 2017 las entradas de capital también superen al

déficit en cuenta corriente y se acumulen reservas y presiones a la baja sobre el tipo de cambio, sin descartar episodios de volatilidad a corto plazo que puedan producirse por ciclo electoral local o el escenario internacional. La relativa incertidumbre sobre el futuro de los acuerdos comerciales, el aumento esperado de las tasas de interés internacional y el moderado deterioro de los términos de intercambio subrayan que la apreciación del tipo de cambio real que prevemos se mantenga constituye un importante desafío para Argentina que necesitará mejorar su competitividad y acrecentar el dinamismo de sus exportaciones por otros medios tales como la inversión en infraestructura, la reducción de la carga tributaria o la mejora de la productividad laboral.

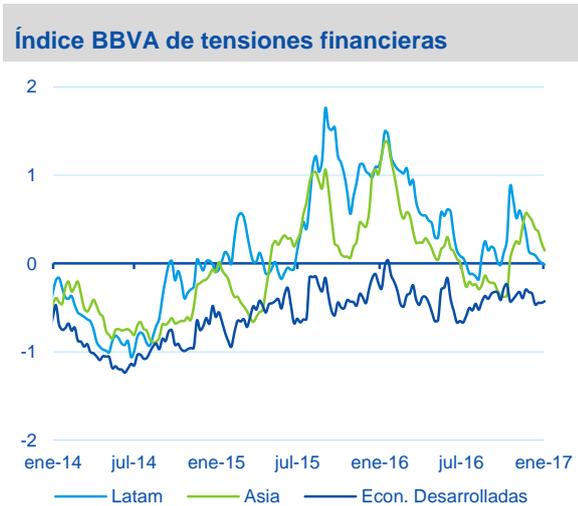
## 2. Entorno global: mayor crecimiento y más incertidumbre

### Pero también mayores riesgos a largo plazo

El entorno global mejoró en los últimos meses de 2016 y continúa haciéndolo a principios de 2017. El crecimiento mundial se aceleró en el último trimestre de 2016, las confianzas han mejorado claramente en todas las áreas, y los indicadores del sector industrial están creciendo junto a una incipiente mejora del comercio global.

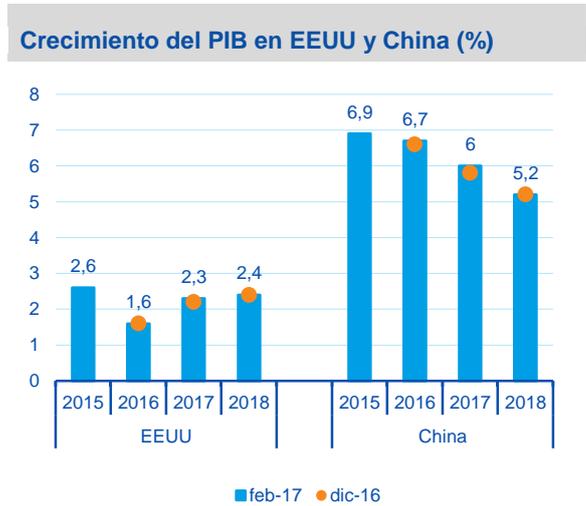
A pesar de esta aceleración, las perspectivas para 2017 y 2018 están plagadas de incertidumbres. La principal está asociada a la política económica de la nueva administración estadounidense, todavía por definir en buena parte. Se han anunciado medidas de estímulo fiscal y desregulación en diversos sectores, lo que fue recibido positivamente por los mercados en las economías desarrolladas, pero no así en las emergentes, que registraron salidas de capitales y depreciación en sus divisas, reflejado en un aumento de las tensiones financieras a finales de 2016 (Gráfico 2.1). Sin embargo, los anuncios de medidas proteccionistas pueden dañar gravemente el comercio internacional a medio y largo plazo y afectar a la confianza en un futuro más cercano, sobre todo fuera de EE.UU. Asimismo, las incertidumbres aún pendientes sobre las políticas económicas en EE.UU parecen estar moderando el optimismo de los mercados desde inicios de año.

Gráfico 2.1



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2



Fuente: BBVA Research

La magnitud de las presiones inflacionistas es otra incógnita que se abre a nivel global. Los precios de las materias primas (en particular, el petróleo) han repuntado en los últimos meses algo más de lo previsto, tras el acuerdo de la OPEP y la mejora de la actividad. Si a ello se une el tamaño de los balances acumulados por los bancos centrales de los países desarrollados en los últimos años por los programas de expansión cuantitativa y las perspectivas de estímulos fiscales, el resultado es que los riesgos de deflación de hace

pocos trimestres han sido sustituidos por presiones inflacionistas en las economías desarrolladas, lo que genera interrogantes sobre la reacción de sus políticas monetarias.

En principio, la Reserva Federal mantiene una actitud cauta y sigue apuntando a una normalización de tipos relativamente lenta. Nuestra previsión es que se produzcan dos subidas de tipos este año y otras dos en 2018. Por su parte, esperamos que el BCE comience el proceso de retirada del QE a principios de 2018 y decida la primera subida de tipos de interés a finales de ese año.

En conjunto, nuestras proyecciones de crecimiento para 2017 en las principales economías no se han revisado sustancialmente, aunque están sometidas a un mayor grado de incertidumbre de lo habitual. El efecto base de un mayor crecimiento a finales de 2016 y su efecto inercial, junto al impulso fiscal esperado en EE.UU., nos hacen revisar muy ligeramente al alza las previsiones de EEUU y Europa, y algo más en China, mientras que las previsiones para los países latinoamericanos se ven revisadas a la baja principalmente por factores idiosincráticos. En particular, en EEUU anticipamos un crecimiento de 2,3% y 2,4% en 2017 y 2018 (Gráfico 2.2). En China esperamos un crecimiento del 6% en 2017, que se reduciría a 5,2% en 2018, dadas las vulnerabilidades a las que se enfrenta la economía y una política económica más orientada a garantizar la estabilidad financiera que a mantener el crecimiento. De este modo, el crecimiento global debería aumentar ligeramente del 3% en 2016 al 3,2% en 2017 y 3,3% en 2018.

---

### El crecimiento mundial aumentará de 3% en 2016 a 3,2% en 2017 y 3,3% en 2018

---

Los riesgos están sesgados mayoritariamente a la baja y se ven dominados por la mencionada incertidumbre ligada al proteccionismo en EE.UU., una actitud menos amigable hacia la inmigración y al peligro de que las políticas de estímulo fiscal no tengan efectos sobre el crecimiento y generen inflación, o que la desregulación anunciada en diversos sectores no sea bien gestionada. A esto se añade la posible

reacción de otros países o regiones a estos impulsos proteccionistas. Un aumento inesperado de la inflación puede llevar al endurecimiento de la política monetaria de los grandes bancos centrales, con consecuencias globales. A largo plazo, los riesgos de acumulación de desequilibrios en China, junto a la falta de reformas estructurales en las empresas públicas, pueden tener un impacto sobre sus flujos de capital, su moneda y llevar a un ritmo brusco de desaceleración. En Europa, el riesgo político es elevado, en un año cargado de citas electorales. Y, en general, los riesgos geopolíticos continúan siendo elevados.

### 3. Por fin los brotes verdes

El estimador de actividad económica del INDEC (EMAE) (ver gráfico 3.1), que es una proxy mensual del PIB, registró en noviembre, y por segundo mes consecutivo, un aumento mensual; tras la suba de 0,5% (desestacionalizada) en octubre creció 1,4% en noviembre, en línea con el punto de giro de la economía en 4T que señalaban nuestras estimaciones de *nowcasting* (MICA). Sin embargo, pese al crecimiento del PIB de 0,6 % t/t que prevemos para el último trimestre de 2016, el año pasado habría cerrado con una caída del PIB de 2,2% algo superior a la esperada anteriormente (-2%) ya que los datos del PIB del 3T16 fueron más negativos (-0.2 % t/t s.a. y -3.8 % a/a) que lo proyectado, especialmente en lo que se refiere a inversión aunque el consumo privado también mostró mayor debilidad. La recuperación de la actividad en el período, tanto en industria como en el agro, es confirmada por otros indicadores como la producción de autos que creció 2,2% a/a en 4T16 y la cosecha de trigo que aumentó 30% respecto al año anterior ante la liberación de restricciones que afectaban el sector.

Aun así, una salida más lenta de la recesión de 2016, según arrojan los resultados de nuestro modelo MICA, nos lleva a reducir el crecimiento del PIB del año 2017 (de 3,2% a 2,8%), manteniendo el crecimiento del 3% para el 2018 en que el consumo privado impulsará un dinamismo ligeramente mayor de la economía. La demanda doméstica será el principal impulsor del PIB este año y el próximo, pese a que seguimos esperando un buen desempeño de las exportaciones, aunque no tan sobresaliente como en 2016 en que se liquidaron remanentes de cosecha de años previos tras la liberación del “cepo cambiario”. Se estima que la cosecha de los 4 principales granos superará en 12% (dependiendo del impacto final de las inundaciones sobre la producción de soja) la de 2016. La suave recuperación de la economía de Brasil (+0,9% a/a) contribuiría a dinamizar las exportaciones industriales que en el caso de las colocaciones de automóviles ya comenzaron a mostrar un crecimiento de 12% a/a en 4T16. Sin embargo, el sector externo tendrá una contribución negativa al PIB en 2017 y 2018 de 0,8% ya que las importaciones tanto de insumos como bienes de capital crecerán a mayor ritmo que las exportaciones ante la recuperación de la inversión (Gráfico 3.2).

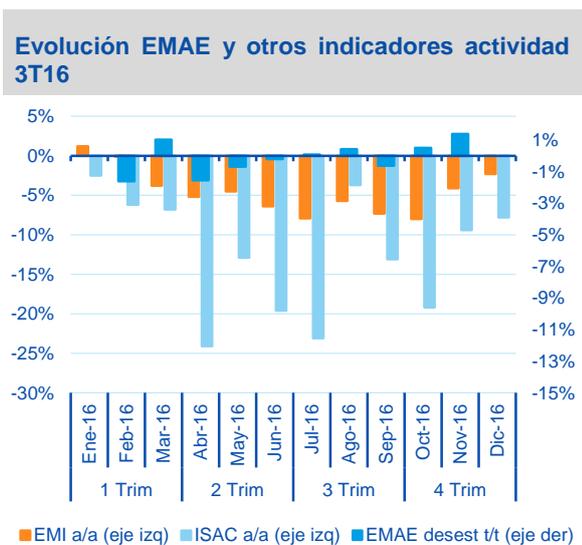
El consumo privado también tendrá un comportamiento positivo en 2017 en la medida en que, probablemente, el aumento de los salarios nominales supere en promedio la inflación prevista para el año. La confianza del consumidor aún se mantiene por debajo de los promedios históricos, pero con algunos altibajos ha comenzado a recuperarse lentamente a partir de agosto 2016. Es factible que esta tendencia se mantenga ante la sostenida baja de la inflación y se profundice en 2018 llevando a un aumento del consumo privado de 2,9% a/a el año próximo, por encima del 2,2% de 2017.

La inversión seguirá siendo el principal motor de crecimiento este año, pero ahora esperamos algo menos de dinamismo (redujimos el aumento en 2017 del 11,1% a 9,0% a/a) ya que la última información oficial disponible sugiere que la puesta en marcha de las inversiones anunciadas ha sido más lenta que lo previsto. De todos modos, de la mano del ambicioso plan de inversión pública en infraestructura (USD 11mM según el presupuesto) e inversiones privadas en agro y energías renovables (USD 4mM en 2/3 años) alentadas por los cambios regulatorios, la recuperación será importante frente a un 2016 donde la inversión se habría contraído 4% a/a. Gran parte del pobre desempeño de la inversión en 2016 obedeció a considerables retrasos

en el avance de la obra pública por dificultades de implementación vinculadas con la necesidad de transparentar el legado del gobierno anterior y establecer circuitos de adjudicación libres de corrupción. La construcción privada tampoco mostró mayor dinamismo ya que los costos de edificación no registraron un abaratamiento en relación a los precios de los inmuebles mientras que el crédito hipotecario en unidades indexadas aún no despegó. Estos proyectos, en general plurianuales, también incidirán en que la formación activos de capital en 2018 crezca 7%, luego de caer en promedio 2,3% por año desde la imposición del cepo.

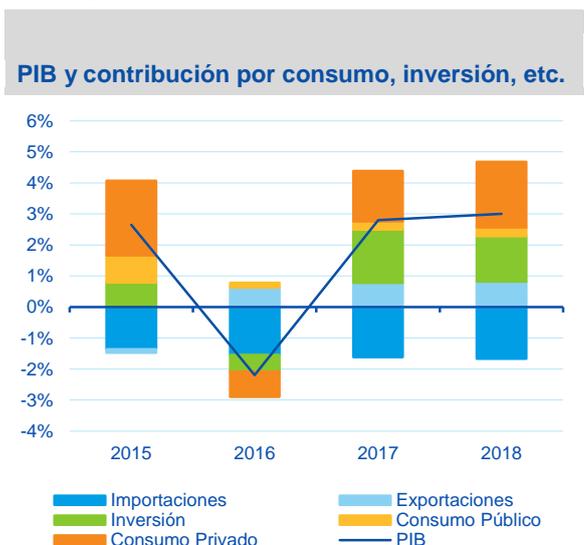
Si bien los resultados de la primera y segunda etapa del sinceramiento de activos no declarados fueron muy significativos, en torno a USD 92mM, todavía es un interrogante si los nuevos bienes declarados (15% del PIB) se van a traducir en mayores inversiones dentro del país dado que más del 80 % de los nuevos capitales declarados permanecen radicados en el exterior. Pero esta posibilidad que se abre y potencialmente podría volcarse al sector inmobiliario y a otros proyectos de inversión de corto plazo. Esto, conjuntamente con los recientes cambios en el Ministerio de Hacienda y Finanzas que auguran un mayor control del déficit fiscal que preocupa a los potenciales inversores, podrían ser dos acontecimientos que fortalezcan la confianza e impulsen mayores niveles de inversión imprimiendo un sesgo a mayor alza del PIB en el corriente año.

Gráfico 3.1



Fuente: INDEC y BBVA Research

Gráfico 3.2



Fuente: INDEC y BBVA Research

## 4. La Inflación seguirá en descenso

### Aunque al compás de aumentos programados en tarifas y ajustes salariales

Esperamos que la tasa de inflación (índice oficial de CABA, Ciudad de Buenos Aires) se reduzca a 20,8% en 2017 y el 12,9% en 2018 luego de alcanzar 41 % el año pasado (ver Gráfico 4.2), en línea con las expectativas del consenso de analista que estiman una inflación descendente aunque aún por encima de las metas del BCRA. Si bien la tendencia de la inflación es claramente decreciente desde 2S16, el último dato registro de enero 2017 de la inflación subyacente fue de 2% m/m (CABA) significativamente por encima del 1,3% registrado por INDEC, por lo que elevamos alrededor de 1 pp la proyección de ambos años en relación a nuestra publicación anterior debido a la resistencia a la baja que muestra la inercia de la inflación núcleo y a ajustes ya programados en precios de energía y combustibles. Según los incrementos de tarifas, combustibles, peajes y precios de servicios de salud y educación anunciados para el año, estimamos que la incidencia del aumento de precios regulados en la inflación de CABA de 2017 será de 4,4 puntos porcentuales. Esto implica que la inflación subyacente, que aísla el impacto de precios regulados y estacionales sobre el nivel general de inflación, deberá continuar descendiendo gradualmente en 2017 para promediar 1,3% mensual de modo de alcanzar nuestra previsión anual de 20,8% en total. Los primeros datos de enero apuntan en esta dirección, lo que significa un progreso sustancial frente al de 1,7% promedio mensual registrado en el segundo semestre de 2016.

En cambio, en el IPC del INDEC que incluye el Gran Buenos Aires (AMBA), el impacto de aumento de tarifas será de sólo 3,5 pp, más reducido que en CABA debido a la menor participación del gasto en energía eléctrica y agua y saneamiento en el conurbano bonaerense. Con similar evolución de la inflación subyacente, pero distinta participación en el índice de regulados y núcleo, estimamos un aumento del IPC INDEC de 18,2% para 2017.

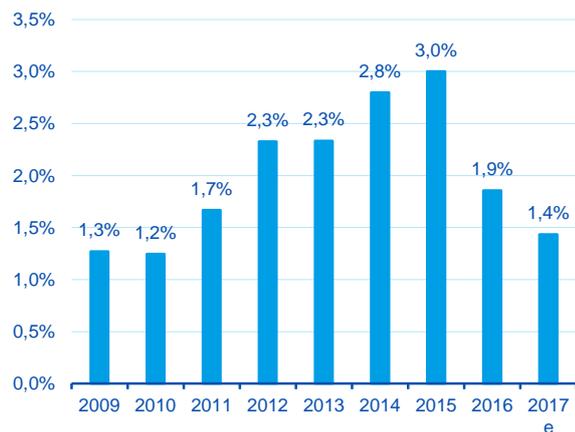
Nuestras previsiones se basan en que la reducción en el financiamiento del Banco Central al Tesoro de 0,5% del PIB (ver gráfico 4.1), la política de tasas de interés positivas en términos reales establecida por el BCRA, las expectativas a la baja y la relativa estabilidad cambiaria facilitará la convergencia de la inflación hacia niveles más bajos que continuarán descendiendo gradualmente hasta alrededor del 1% mensual promedio en 2018. En este contexto, los principales riesgos al alza podrían provenir de un impacto negativo de los aumentos de tarifas sobre las expectativas de inflación o de posibles efectos de segunda ronda de los incrementos en precios regulados sobre los márgenes del comercio minorista.

Dado que gran parte de estos incrementos de precios regulados en 2017 se concentrarán entre febrero y abril, esto podría subir el piso de las demandas salariales, dificultando las negociaciones paritarias que se inician de lleno a partir de marzo. En nuestro escenario base, estimamos que los incrementos salariales de 2017 sean acordados más en base a la inflación esperada que a la inflación pasada, aunque superarán en 1-2 pp la inflación promedio de este año. Este escenario contempla el hecho de que el desempleo bajará lentamente en 2017 y que los ajustes en el Impuesto a las Ganancias mejorarán los salarios de bolsillo lo que

contribuirá a atemperar las demandas salariales de los sindicatos. Sin embargo, el proceso de negociaciones recién se inicia y es temprano para decir con certeza que las negociaciones convergerán a nuestro escenario central.

Gráfico 4.1

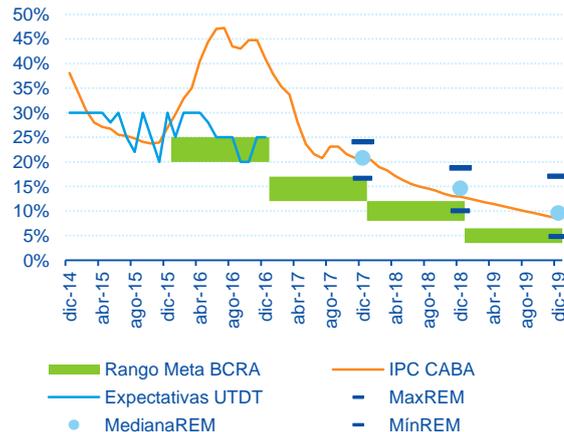
**Financiamiento BC al Tesoro en % del PIB de 2010 a 2017**



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

Gráfico 4.2

**Inflación, Expectativas y metas del BCRA**



Fuente: BCRA, UTDT, CABA y BBVA Research

## 5. La política monetaria seguirá mostrando astringencia

### Hasta lograr la convergencia de las expectativas de inflación

El Banco Central fijó sus metas de inflación en rangos más ambiciosos (12%/17% en 2017 y 12%/8% en 2018) sobre el IPC INDEC, que al momento constituye el índice oficial de mayor cobertura geográfica ya que aún no se cuenta con un IPC nacional. La autoridad monetaria afirmó que creará las condiciones necesarias en materia de política monetaria y cambiaria para cumplir con esos objetivos como lo hizo durante 2016, manteniendo la tasa de política monetaria en terreno positivo en términos reales. Las estrategias para lograr alcanzarla se basarán en un sistema de flotación del tipo de cambio, uso de la tasa de interés como instrumento de política monetaria, quiebre de la dominancia fiscal y comunicación transparente de las decisiones de política monetaria. Sin embargo, este año se estrenarán algunos cambios de metodología: la tasa de política monetaria será la tasa promedio del corredor de Pases que se anunciará cada 15 días y habrá sólo una licitación de Lebac al mes para lo cual se intentará concentrar los vencimientos que hasta ahora han sido semanales. También se espaciarán las reuniones de política monetaria a frecuencia quincenal a partir de marzo, buscando alcanzar una periodicidad mensual o menor como otros Bancos Centrales a medida que avance el programa de desinflación.

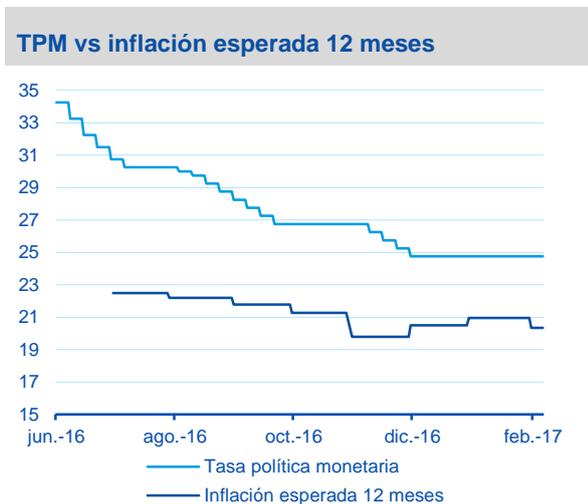
En este nuevo esquema, los desafíos del BCRA no son menores ya que deberá lograr una fuerte reducción de la inercia inflacionaria en un contexto de consolidación de las cuentas públicas y reducción de la dominancia fiscal muy gradual. El éxito del programa de desinflación dependerá crucialmente de su credibilidad y de las señales que emita sobre la astringencia monetaria a través del único instrumento de la tasa de política monetaria, teniendo en cuenta su limitado impacto en un país donde el ratio de crédito a PIB alcanza sólo al 13%. Creemos que el tipo de cambio no constituirá un factor desestabilizante ni en 2017 ni en 2018, pero no se puede desconocer que aún resta recorrer un importante camino para lograr la convergencia de las expectativas de inflación de consenso a las metas oficiales, especialmente en un contexto donde aún se requieren cambios significativos de precios relativos.

En los meses recientes, señales poco claras respecto a una continuada baja en la tasa de inflación condujeron al Banco Central a mantener la tasa de política monetaria en un nivel de 24,75% durante diciembre del año pasado y enero de éste, luego de haber ensayado bajas escalonadas desde un máximo de 38% en abril 2016 hasta noviembre. Estimamos que el Banco Central continuará reduciendo más gradualmente la tasa de intervención en el resto de 2017 hasta llegar a 19% en diciembre ya que las expectativas de inflación del consenso de analistas se mantienen en 20,8% aún por encima de la banda superior de la meta del BCRA para los próximos 12 meses (Gráfico 5.1). Sin embargo, tampoco se puede descartar que el Banco Central decida subir la tasa puntualmente en algún momento si se observa que la resistencia a la baja de la inflación persiste o las expectativas comienzan a aumentar. En línea con el compromiso de mediano plazo del BCRA de mantener una tasa de política nominal por encima de la inflación esperamos para fines de 2018 un tasa

de política descendiendo a alrededor de 11% frente a una inflación esperada para los siguientes 12 meses de 8,5%, o sea una tasa real positiva cercana al 2,5%.

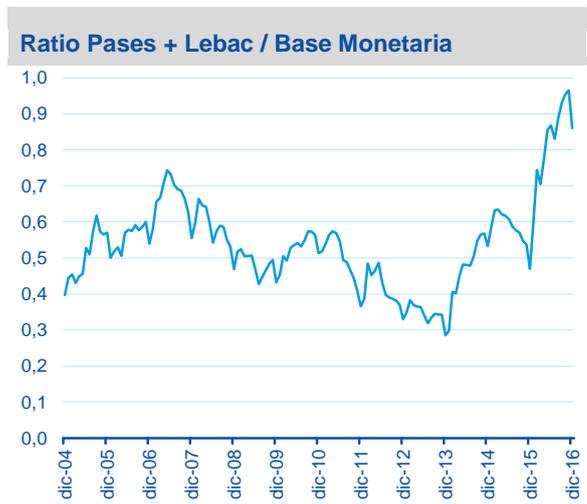
El único objetivo monetario cuantitativo anunciado para el 2017 será reducir el ratio Lebac+Pases / Base Monetaria a 81,1% (finalizó en 85% a fin de 2016). Si bien es un objetivo deseable, podría complicarse su consecución en tanto el Banco Central siga comprando divisas que deban ser esterilizadas mediante la emisión de Lebac para regular la cantidad de dinero. El stock de Lebac ha tenido un crecimiento exponencial el último año (ver Gráfico 5.2) que conjuntamente con el aumento de tasa de interés continuarían elevando la carga de intereses del Banco Central a cifras incompatibles con el objetivo de bajar la tasa de inflación. El BCRA sostiene que los riesgos son menores dado que el mayor stock de Lebac estará respaldado por reservas líquidas que pueden ser utilizadas en caso de turbulencia a la vez que un manejo más profesional de las reservas como el que piensa hacer permitirá aumentar su rendimiento y reducir el déficit cuasifiscal.

Gráfico 5.1



Fuente: BCRA y BBVA Research

Gráfico 5.2



Fuente: BCRA y BBVA Research

## 6. Continuará el gradualismo fiscal

### Mayor compromiso de reducción de déficit en 2017

El déficit fiscal primario (excluyendo rentas del Banco Central y del fondo de la seguridad social ANSES) de 2016 fue 4,4% del PIB (tomando nuestra estimación de PIB nominal del año), ligeramente más bajo que el 4,8% anunciado al comienzo del año. En términos nominales el déficit alcanzó a \$ 359,4 mil millones, un aumento del 53% con respecto al déficit de 2015. Se produjo un aumento importante de los ingresos fiscales del 35,3% a/a reforzado por la recaudación proveniente de la penalidad cobrada por el sinceramiento fiscal en el último trimestre del año que, sin embargo, fue superado por el aumento en el gasto primario de 38,2%. En particular las cifras de diciembre reflejan un aumento del gasto primario de 84% a/a impulsado por los rubros de transferencias al sector privado y a provincias. El gobierno habría aprovechado para cancelar deuda flotante pendiente, transferir fondos a empresas públicas como CAMMESA y a la provincia de Buenos Aires (\$ 25mM) para compensar su baja participación en la Coparticipación federal de impuestos. Luego del pago de intereses de la deuda pública y de ingresos por rentas el déficit total alcanzó a 4,7% del PIB, por encima del 3,9% de 2015 (que no computa deuda flotante).

Los resultados de la primer y segunda etapa del sinceramiento fiscal sorprendieron favorablemente ya que se declararon activos del orden de los USD 92 mil millones. Hubo un aumento de ingresos por única vez originado en el pago de la penalidad por los activos sincerados (ascendía hasta diciembre a alrededor de 1,3% del PIB) y también a partir de este año los nuevos activos declarados comenzarán a tributar impuestos, pero según la ley, parte de estos ingresos serán destinados a financiar el programa de reparación histórica de jubilados por lo que tendrá escaso impacto en el resultado fiscal de 2017.

En 2016 no fue posible alcanzar la consolidación fiscal comprometida a inicios de año básicamente porque, debido a presiones sociales y legales, no se pudo lograr la baja en subsidios a sectores energéticos a la que se aspiraba. De hecho, como porcentaje del PIB estos subsidios aumentaron ligeramente de 2,4% a 2,6% como consecuencia del retraso en el rebalanceo tarifario y el pago de deuda atrasada. Habiendo superado los pasos procesales requeridos y con un cronograma de aumentos de tarifas energéticas trianual ya aprobado, esperamos que a partir de 2017 pueda concretarse tanto la reducción de estas transferencias al sector privado como las realizadas para cubrir el déficit de empresas públicas. Sin embargo, los gastos en seguridad social continuarán creciendo por el Programa de Reparación Histórica a jubilados y la inversión en obra pública también, con lo cual en 2017 el gasto primario se reducirá en torno a 2% del PIB mientras que los ingresos caerán 1,7% del PIB por las rebajas de impuestos aprobadas (ver Gráfico6.1).

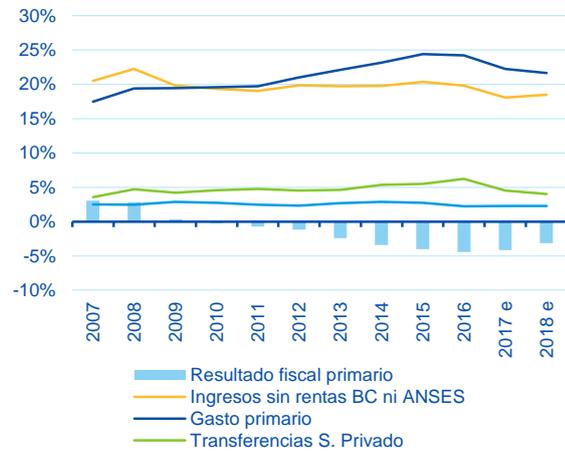
El objetivo enunciado por el nuevo ministro de Hacienda, Nicolás Dujovne, es cumplir con las metas del presupuesto nacional aprobado en diciembre 2016 lo cual resulta alcanzable y supone un déficit primario de 4,2% del PIB similar al que proyectamos considerando lo anterior. Mantenemos nuestra senda de proyección del déficit (estimamos un resultado total después de intereses de -4,7% y -4,2% del PIB en 2017 y 2018 respectivamente). La estimación supone una gradual reducción del déficit primario (-4.2% y -3.2% del PIB en dichos años) principalmente por menores subsidios energéticos y al transporte, pero que no se traslada en la

misma proporción al resultado total debido al incremento en la carga de intereses de la deuda. Uno de los compromisos del nuevo ministro de Hacienda es concretar una reforma tributaria más profunda que no esperamos conduzca a una reducción sustantiva del déficit fiscal en su período de transición.

Aunque han mejorado las expectativas acerca de la evolución en las cuentas fiscales, solo esperamos una reducción de la vulnerabilidad fiscal a mediano plazo y por lo tanto Argentina seguirá dependiendo de los mercados de deuda. Todavía no queda claro que el resultado exitoso del sinceramiento de activos y los cambios en el gabinete económico se trasladaría a mejoras en el déficit fiscal a corto plazo, si bien el nuevo Ministro de Hacienda está comprometido con el objetivo de control del presupuesto y de los números fiscales en general y ha anunciado que definirá y monitoreará objetivos trimestrales para las cuentas públicas.

En cuanto al financiamiento del déficit, el Programa Financiero de 2017 fue presentado por el Ministro de Finanzas (Tabla 6.1). Las necesidades financieras ascienden en 2017 a USD 40 mil millones. Se proyectan colocaciones de deuda en el mercado doméstico por USD 14 mil millones, de los cuales fueron colocados USD 733 millones el 26 de enero en Boncer 2021 ajustable por inflación. El gobierno también emitió deuda en mercados internacionales en enero en condiciones favorables por USD 7 mil millones y adicionalmente negoció un préstamo por USD 6 mil millones con bancos internacionales. Con esto las necesidades financieras en dólares del año estarían prácticamente cubiertas si suponemos que nuevos desembolsos refinancian los vencimientos de deuda de organismos internacionales y en consecuencia, en un escenario optimista el resto de emisiones podría ser en el mercado doméstico tanto en pesos como en dólares. El gobierno ha actuado asegurándose el financiamiento necesario en un entorno internacional que podría volverse desfavorable para la Argentina luego del resultado de las elecciones de EEUU.

Gráfico 6.1

**Resultado fiscal 2016-17**


Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

Gráfico 6.2

**Programa financiero**

	USD millones	% PIB	1T17
<b>Necesidades financieras</b>	<b>40.350</b>	<b>7,4</b>	
Déficit primario	23.000	4,2	
Intereses de la deuda	8.603	1,6	
Vencimientos de capital sector privado	20.247	3,7	
Organismos internacionales	2.819	0,5	
Títulos públicos	17.428	3,2	
Ley reparación histórica	-3.100	-0,6	
Banco Central	-8.400	-1,5	
<b>Fuentes de financiamiento</b>	<b>40.350</b>	<b>7,4</b>	<b>14.381</b>
Organismos internacionales	3.850	0,7	
Repo bancos	6.000	1,1	6.000
Refinanciación Letras en USD	4.500	0,8	647
Mercado doméstico	14.000	2,6	734
Mercado internacional	10.000	1,8	7.000
Entes públicos	2.000	0,4	
Tipo de cambio promedio (ARS/USD)	17,98	17,98	
PBI (\$ millones)	9.750.000	542.269	

Fuente: Ministerio de Finanzas y Research BBVA

## 7. Déficit externo levemente mayor por aumento de la carga de intereses

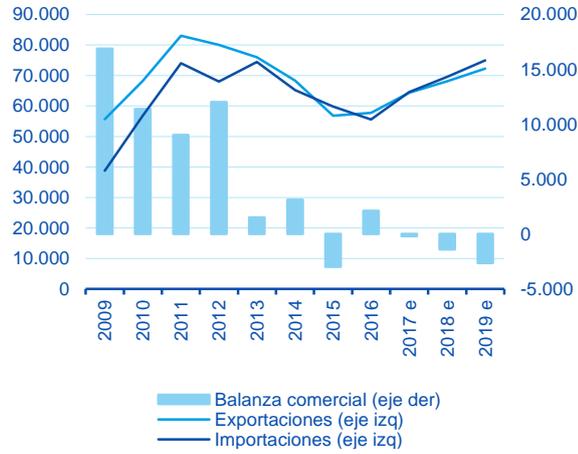
El déficit en cuenta corriente se deteriorará más que lo esperado (del -2,5% que esperábamos antes a -2,8% del PIB en 2017, y -2,4% a -2,6% del PIB en 2018) debido esencialmente a la mayor carga de intereses del sector público por las emisiones de deuda para financiamiento del déficit fiscal.

La balanza comercial, en tanto, se mantendrá en línea con las previsiones anteriores (ver Gráfico 7.2), registrando un déficit de USD 200 millones en 2017 y cerca de USD 1400 millones en 2018, tras el superávit de USD 2,1mM de 2016, debido al deterioro en los términos del intercambio y a un crecimiento en las cantidades exportadas menor al de las cantidades importadas que se verán impulsadas por la recuperación del PIB. De todas formas, las exportaciones mostrarán un mayor dinamismo que en 2016 (descontando el efecto de las liquidaciones extraordinarias de granos luego del levantamiento del “cepo cambiario”) debido a un aumento previsto de la cosecha de los 4 principales granos de 12% en 2017 y la moderada recuperación del crecimiento que esperamos en Brasil.

Las expectativas de aumento en la cosecha podrían verse algo frustradas si los problemas climáticos en la zona de núcleo de Argentina persisten. En la misma línea, el clima en Sudamérica suma sostén a los precios de corto por posible retraso de la cosecha en Brasil y retardo de la siembra en Argentina por exceso de lluvias. En este contexto (ver Gráfico 7.2) corregimos al alza el precio de la soja a USD 360 para diciembre de este año (+6% a/a) en vista del factor climático y de la fortaleza mostrada por la demanda durante los últimos meses a lo que se suma un diferencial positivo en el crecimiento de China respecto a la revisión anterior. En un mercado muy cerca del equilibrio en cuanto a inventarios, las posiciones especulativas compradas validan un escenario de precios más tonificados para 2017 – 2018 (+2,7% a/a). En el mediano y largo plazo, el dólar más fortalecido, una menor tasa de crecimiento en China y un aumento marginal de la oferta argentina por mejoras fiscales determinan una convergencia ligeramente descendente para el precio de la soja en el entorno de USD 353 por tonelada.

Gráfico 7.1

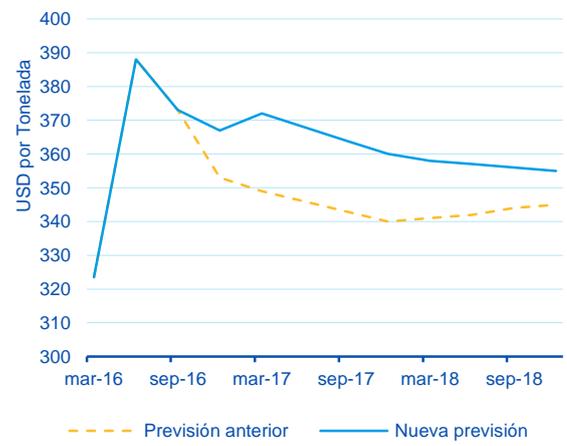
**Proyección balanza comercial.**  
Cifras en millones de dólares



Fuente: INDEC y BBVA Research

Gráfico 7.2

**Precio soja cambio previsiones**  
Dólares por tonelada



Fuente: CBot, Haver y BBVA Research

## 8. La entrada de divisas continuará apreciando el peso en términos reales

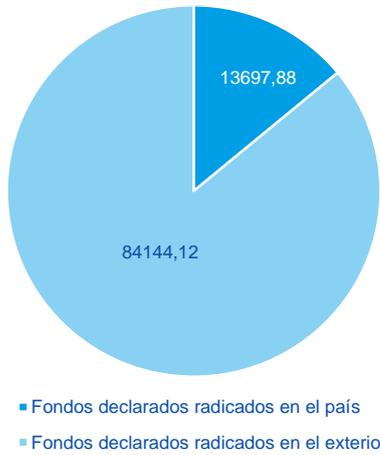
Luego de la eliminación de las restricciones al mercado de cambios a fines de 2015, el año 2016 cerró con una depreciación nominal del tipo de cambio cercana al 40%, concentrada casi exclusivamente en el primer semestre. En la segunda mitad del año comenzó a materializarse un escenario de política monetaria y de financiamiento externo que estimamos prevalecerá también en 2017 por lo cual no esperamos fuertes deslizamientos del tipo de cambio en el mediano plazo. El tipo de cambió aumentará 13,2% en 2017 hasta promediar \$17,8/USD en diciembre 2017 y \$ 18,4/USD (+3,4%) en 2018, en ambos casos una devaluación menor que la inflación.

Este pronóstico se apoya en diversos factores como la política cambiaria de libre flotación del Banco Central, el mantenimiento de tasas de interés positivas en términos reales que desalientan el ahorro doméstico en divisas, las entradas de capital para financiar inversión privada en parte debido al éxito del sinceramiento fiscal (Gráfico 8.1) y por último, las colocaciones de deuda para financiamiento del déficit del sector público. Recientemente, el BCRA ha levantado algunas de las últimas restricciones que aún afectaban al mercado cambiario, extendiendo el plazo de liquidación de exportaciones a 10 años y eliminando la regla de permanencia de 120 días para inversiones financieras. Es de esperar entonces que en 2017 las entradas de capital también superen al déficit en cuenta corriente y se acumulen reservas y presiones a la baja sobre el tipo de cambio. En el marco de esta tendencia de mediano plazo no podemos descartar totalmente puedan producirse episodios de volatilidad a corto plazo teniendo en cuenta el ciclo electoral local o episodios de aversión al riesgo gatillados por el escenario internacional.

En este contexto, esperamos se consolide un período de apreciación real del tipo de cambio a lo largo de los próximos años. Aunque en ausencia de controles cambiarios y teniendo en cuenta que el BCRA prácticamente no interviene en el mercado de cambios, puede decirse que el tipo de cambio spot refleja fielmente las tendencias de oferta y demanda de divisas de la economía, existen preocupaciones sobre la excesiva fortaleza del peso y la sostenibilidad del esquema. En este sentido, es posible que la economía pueda sostener un tipo de cambio real de equilibrio más apreciado actualmente (Gráfico 8.2) teniendo en cuenta que se ha producido una rebaja considerable de impuestos a la exportación y una sustancial reducción en el costo de capital para Argentina tras el arreglo con los hold-outs, pero mucho dependerá de lo que suceda en los principales socios comerciales.

Gráfico 8.1

**Resultados sinceramiento fiscal**



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

Gráfico 8.2

**Tipo de cambio real**



Fuente: Haver y BBVA Research

## 9. Mayor incertidumbre global requiere enfrentar los desafíos estructurales sin mayores dilaciones

Luego de más de un año a cargo de la administración del país, el gobierno se encuentra más asentado y ha podido concretar importantes reformas al mismo tiempo que ha demostrado racionalidad y gobernabilidad, consiguiendo la aprobación de leyes claves como el Presupuesto con 70% de los votos pese a estar en minoría en ambas cámaras del parlamento. Mirando hacia atrás, algunos de los riesgos económicos potenciales que se vislumbraban al inicio de la gestión van quedando atrás. Sin embargo, los desafíos más importantes que restan de aquí en más son asegurar un sendero de crecimiento sostenible y reducir la aún alta tasa de inflación.

Con respecto a los riesgos externos, sigue latente el riesgo del impacto de una desaceleración en el crecimiento de China a raíz de sus problemas estructurales no resueltos. Las preocupaciones sobre la política que llevaría a cabo el nuevo gobierno en Estados Unidos parecen confirmarse y ya es un hecho que la incertidumbre global será mayor. Esto podría afectar a Argentina ahora salió de su aislamiento financiero y es más vulnerable ante la volatilidad de los mercados de capitales internacionales. Si la Reserva Federal llegase a implementar un alza de tasas de interés más abrupta que la de nuestro escenario base, esto afectaría el necesario flujo de financiamiento requerido por Argentina durante este año.

Sin embargo, en un escenario internacional de relativa incertidumbre sobre el futuro de los acuerdos comerciales, aumento gradual de las tasas de interés internacional y moderado deterioro de los términos de intercambio, está claro que el principal desafío para Argentina se centra en mejorar su competitividad y acrecentar el dinamismo de sus exportaciones. Las iniciativas del gobierno en este sentido abarcan desde un ambicioso plan de infraestructura hasta la reducción de la carga tributaria de las empresas pasando por los acuerdos sectoriales para aumentar la productividad laboral. En todos los casos, alcanzar consensos con gobiernos provinciales, sindicatos, cámaras empresarias y legisladores de la oposición para avanzar en esta dirección luce como un paso ineludible, aunque no exento de dificultades sociales y políticas, para resolver los problemas estructurales de Argentina.

## 10. Tablas

Tabla 10.1

Previsiones macroeconómicas anuales				
	2015	2016	2017e	2018e
PBI INDEC Base 2004 (% a/a)	2,6	-2,2	2,8	3,0
Inflación CABA (% a/a, fdp)	26,9	41,0	20,8	12,9
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	11,4	15,8	17,8	18,4
Tasas de política monetaria (% fdp)	--	24,8	19,0	11,0
Consumo Privado (% a/a)	3,5	-1,2	2,2	2,9
Consumo Público (% a/a)	6,8	1,0	2,0	2,0
Inversión (% a/a)	3,8	-4,0	9,0	7,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-3,9	-4,7	-4,7	-4,4
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,7	-2,7	-2,8	-2,6

Fuente: BBVA Research

Tabla 10.2

Previsiones macroeconómicas trimestrales				
	PIB INDEC (% a/a)	Inflación CABA (% a/a, f.d.p.)	Tipo de cambio (vs. USD, f.d.p.)	Tasa de Política Monetaria (% f.d.p.)
T1 15	0,0	28,0	8,8	-
T2 15	3,9	25,5	9,0	-
T3 15	3,8	24,0	9,4	-
T4 15	2,6	26,9	11,4	-
T1 16	0,6	35,0	15,0	38,0
T2 16	-3,7	47,1	14,1	30,8
T3 16	-3,8	43,1	15,1	26,8
T4 16	-1,5	41,0	15,8	24,8
T1 17	-0,9	33,7	16,4	24,5
T2 17	3,4	21,6	16,7	22,5
T3 17	3,7	23,1	17,2	20,7
T4 17	4,8	20,8	17,8	19,0
T1 18	3,8	18,3	18,1	16,6
T2 18	3,2	15,5	18,2	14,5
T3 18	2,9	14,1	18,3	12,6
T4 18	2,1	12,9	18,4	11,0

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

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