

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

**BBVA** | Research

# Situación Argentina

1° TRIMESTRE DE 2018 | UNIDAD DE ARGENTINA

## Índice

<b>1. Resumen</b>	<b>3</b>
<b>2. El crecimiento global se reafirma</b>	<b>5</b>
<b>3. Argentina: tras las elecciones se acelera el crecimiento y avanza el programa de reformas</b>	<b>7</b>
<b>4. Difícil proceso de desinflación en un contexto de aumento de tarifas y elevada inercia</b>	<b>9</b>
<b>5. El relajamiento de la política monetaria se trasladará lentamente a las tasas del sistema financiero</b>	<b>12</b>
<b>6. El sobrecumplimiento de 2017 y la reforma previsional facilitarán los objetivos fiscales de 2018</b>	<b>14</b>
<b>7. El rápido deterioro del balance comercial muestra la vulnerabilidad a un cambio de condiciones globales</b>	<b>16</b>
<b>8. La reforma tributaria y el consenso fiscal con provincias permitirán una reducción del “costo argentino” aunque a un ritmo gradual</b>	<b>18</b>
<b>9. Tablas</b>	<b>19</b>

Fecha de cierre: **2 de febrero de 2018**

## 1. Resumen

**Los resultados mejores de lo previsto para el gobierno en las elecciones parlamentarias de octubre 2017 despejaron dudas sobre la continuidad de los cambios de política económica post-2019**, alentando el dinamismo de la inversión en Argentina. El mayor capital político le permitió al gobierno anunciar rápidamente una serie de reformas estructurales, muchas de las cuales ya fueron aprobadas por el Congreso. Al mismo tiempo, ha aumentado el optimismo sobre la recuperación de la economía mundial y una revisión al alza cercana a 0,5 pp del crecimiento de Brasil y de 1 pp a partir de 2019 en China implican una mejora relevante en la demanda externa. En este contexto y teniendo en cuenta también que los datos más recientes confirman que la economía argentina continúa creciendo en torno al 0,9% trimestral, **estimamos ahora un aumento del PIB de 3,3% en 2018 y 2019, levemente mayor al previsto anteriormente.**

La inflación de 2017 cerró en 24,8% a/a, bien por encima de las expectativas iniciales por un impacto mayor al esperado de la corrección de precios regulados y una mayor inercia de la inflación subyacente. Ante esta realidad, y dada la falta de convergencia de las expectativas de los analistas a la meta de 10%(+/-2%) para 2018, el Poder Ejecutivo anunció que posterga un año (a 2020) el objetivo de alcanzar una inflación de 5%. La meta para 2018 será 15% y de 10% (antes 5% +/-1,5%) para 2019. La perspectiva de un relajamiento de la política monetaria post modificación de las metas, que el BCRA convalidó con la baja de 150 pb de la TPM en enero, provocó una revisión al alza de las expectativas de los analistas y una rápida depreciación del tipo de cambio. **Teniendo en cuenta el impacto que podría tener el desanclaje de las expectativas sobre las negociaciones salariales y las señales de un BCRA más “dovish”, modificamos nuestra previsión de aumento del IPC a 18,5% para 2018 y a 12,2% para 2019. Estimamos que el BCRA continuará reduciendo muy gradualmente la tasa de política monetaria**, especialmente en el primer cuatrimestre de 2018, dado que los datos de inflación no darán lugar al optimismo, hasta alcanzar 21% a fin de año. De todos modos, la TPM en términos reales se ubicará en torno a 8% a fin de 2018, aún fuertemente positiva.

El acuerdo fiscal con las Provincias y la reforma tributaria aprobada en diciembre 2017 implican una fuerte redistribución de ingresos tributarios, pero al tratarse de una reducción de impuestos muy gradual de 1,5% del PIB en 5 años, no generará una merma importante de los ingresos públicos. La Ley de Responsabilidad Fiscal permitirá una reducción gradual de impuestos distorsivos como Ingresos Brutos sin deteriorar las finanzas provinciales. El déficit fiscal primario de 2017 fue 3,9% del PIB, por debajo de la meta, lo que permitió adelantar gastos de 2018. Adicionando a esto la reducción de subsidios a la energía y transporte y el ahorro generado por el ajuste en la fórmula de cálculo previsional, **es altamente probable que el sector público pueda cumplir con holgura la meta de déficit de 3,2% del 2018.**

El mayor dinamismo de la demanda interna junto con la apreciación real del peso contribuyó en 2017 a una fuerte aceleración de las importaciones sin que las exportaciones muestren aún señales claras de recuperación. Estimamos

que con la economía creciendo cerca del 3% potencial, las importaciones seguirán aumentando a un ritmo sostenido, pero que las reformas para mejorar la competitividad y la recuperación del crecimiento de los socios comerciales resultarán en un mayor dinamismo de las exportaciones y una estabilización del déficit comercial en torno a 1,5% del PIB. **Dado el lento ajuste fiscal y que las empresas continuarán financiando sus planes de expansión en el exterior, el déficit en cuenta corriente seguirá siendo elevado en los próximos años hasta 2020, promediando un 5% del PIB.** El financiamiento de este déficit continuará siendo abundante, manteniendo la oferta excedente de dólares más allá de episodios puntuales de volatilidad, dando lugar a una depreciación del peso por debajo de la tasa de inflación, a la vez que la política monetaria, aunque más relajada, hará que las tasas de interés se mantengan por encima de la inflación esperada, reforzando el atractivo de las inversiones en pesos para no residentes.

Este esquema pone de relieve la vulnerabilidad de Argentina a un cambio de las condiciones internacionales por lo cual es crucial que las reformas que lleva adelante el gobierno de Macri comiencen a rendir frutos en términos de mejora de la productividad de modo que el financiamiento de la cuenta corriente se canalice mayoritariamente vía inversión externa directa en lugar de a través de inversiones de cartera sujetas a “sudden stops”. Es probable que existan importantes limitaciones políticas para avanzar más rápidamente con una agenda de reformas por el lado de la oferta, pero el gobierno continúa orientado al objetivo de reinsertar a Argentina en el mundo para ampliar el tamaño del mercado y generar economías de escala

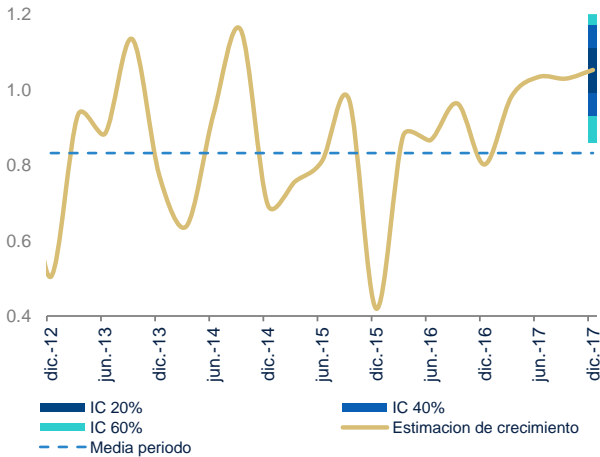
## 2. El crecimiento global se reafirma

El crecimiento de la economía mundial se ha consolidado a finales de 2017 en torno al 1% trimestral (Gráfico 2.1), reflejando mejores resultados en todas las grandes áreas y perspectivas de mantener el buen tono en los próximos trimestres. El apoyo de la política económica, sobre todo en las economías desarrolladas, ha tenido finalmente un impacto claro en la economía real: la recuperación de la inversión que ha ganado tracción, apoyada por el aumento de la demanda y el comercio global que, a su vez, sigue impulsando la recuperación del sector industrial. Por su parte, el consumo privado sigue mostrando un buen comportamiento en las economías avanzadas y ha ido ganando impulso en las economías emergentes. Además, las perspectivas y la confianza en muchas de estas últimas se han visto favorecidas por el aumento del precio de las materias primas, así como por la relativa calma en los mercados financieros. En éstos últimos, en ausencia de choques globales negativos, los fundamentos han seguido apoyando la toma de riesgo por parte de los inversores (Gráfico 2.2) que continúan propiciando la entrada de capitales a las economías emergentes, aunque con alguna moderación gradual en los últimos meses. Así, el crecimiento mundial podría haberse acelerado en cuatro décimas, hasta el entorno del 3,7% en 2017, es decir dos décimas más de lo previsto hace tres meses.

Durante los últimos tres meses han aumentado las razones para mantener cierto optimismo en todas las grandes áreas. En EE.UU. la recuperación se ha ido afianzando a lo largo del año, con tasas de crecimiento algo por encima de lo esperado, y mejoras en el mercado de trabajo. La reforma fiscal ha sido finalmente aprobada, lo que podría alargar la recuperación cíclica aunque no vaya a tener efectos muy significativos a largo plazo. Asimismo, los recientes nombramientos en la Fed apuntan a una política monetaria continuista, lo que se debería reflejar en una normalización muy gradual de la misma. En China, las medidas aprobadas por las autoridades han conseguido estabilizar la economía a la vez que se han puesto en marcha algunas reformas estructurales y se ha aprobado una estrategia económica más centrada en controlar los desequilibrios y menos en cumplir los objetivos de crecimiento. Finalmente, en la eurozona se ha registrado un crecimiento de la actividad mayor de lo esperado en 2017, apoyado en la mejora del entorno global y en una demanda interna más robusta, que se está beneficiando de la menor incertidumbre política.

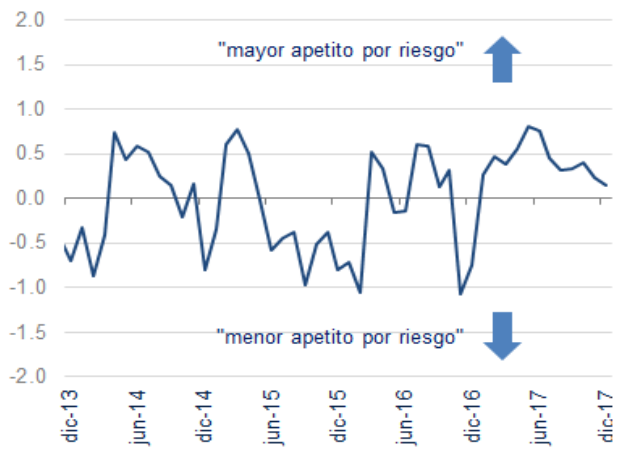
Este entorno de mayor crecimiento y aumento de la demanda ha venido acompañado hasta ahora por una inflación moderada, a pesar de las medidas expansivas de los principales bancos centrales y de la gradual reducción de la capacidad ociosa en las economías desarrolladas. En todo caso, el mayor crecimiento y el aumento del precio del petróleo deberían presionar al alza la inflación en el corto plazo, facilitando el avance en la normalización de la actuación de los bancos centrales en las economías desarrolladas, mientras que muchos de los de las economías emergentes tienen aún margen de maniobra para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento.

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



Fuente: BBVA Research

**Gráfico 2.2** Indicador de apetito por el riesgo (factor global usando flujos EPFR)



Fuente: BBVA Research a partir de EPFR

**Los riesgos globales se moderan respecto a hace tres meses, pero siguen siendo relevantes, especialmente los de carácter político**

Nuestras previsiones apuntan a que el crecimiento global se acelerará ligeramente en el bienio 2018-19 (alrededor de una décima) hasta el 3,8%, lo que supone una revisión al alza de unas tres décimas respecto al escenario presentado hace tres meses. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto ahora tanto para EE.UU. como China y la Eurozona en 2018, debido fundamentalmente a la mejor evolución de la actividad en los últimos trimestres, pero también a las medidas económicas en marcha en las dos primeras áreas. En particular, anticipamos que EEUU crecería 2,6% en 2018 (cuatro décimas más que hace tres meses) y 2,5% en 2019, impulsado por los efectos de la reforma fiscal y los mejores fundamentos externos y domésticos. Para China, prevemos una desaceleración más moderada (gracias al mejor entorno internacional y a la estrategia de política económica tras el XIX Congreso del Partido Comunista), con un crecimiento de 6,3% en 2018 y 6% en 2019, frente al 6,7% de 2017. Por su parte en la zona del euro revisamos al alza el crecimiento en cuatro décimas en 2018, hasta el 2,2%, que sería seguido por 1,8% en 2019, apoyado en la fortaleza de la demanda interna y la aportación positiva de las exportaciones netas. Por último, en las economías de América Latina ahora esperamos una recuperación algo más fuerte este año, por la revisión al alza de la demanda global y el aumento del precio de las materias primas. A pesar de la estabilidad del crecimiento mundial previsto, seguimos viendo cierta moderación del crecimiento en las economías desarrolladas para 2019, mientras que en la mayoría de las economías emergentes se seguirá consolidando la recuperación.

Los riesgos a este panorama mundial relativamente benigno siguen existiendo, aunque son menores que hace tres meses. Sobre todo, destacan los riesgos de carácter político y geopolítico, que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados financieros.

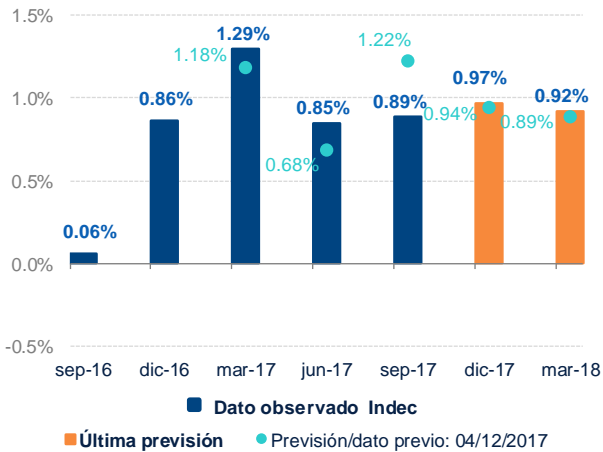
### 3. Argentina: tras las elecciones se acelera el crecimiento y avanza el programa de reformas

El oficialismo logró en las elecciones parlamentarias de octubre 2017 casi 42% de los votos a nivel nacional, al tiempo que obtuvo el primer puesto para senador de la crucial provincia de Buenos Aires, dejando en segundo lugar a la ex Presidente Cristina Fernández de Kirchner, que será representante de la primera minoría. Este triunfo electoral superó las expectativas previas y deja al Presidente Mauricio Macri posicionado favorablemente para lograr un segundo término a partir de 2019. *Cambiamos* aumentó su participación tanto en la Cámara de Senadores (agregó 9 Senadores) como la de Diputados (sumó 21 Diputados) aunque sin llegar a tener mayoría en ninguna de las dos. El mayor capital político le permitió, tal como esperábamos, anunciar rápidamente una serie de reformas estructurales, algunas incluso ya enviadas al Congreso y aprobadas, pero la aprobación completa del paquete de leyes requirió y requerirá igualmente alcanzar consensos con la oposición y una dosis no menor de pericia política.

Tanto la confianza en la gestión de gobierno como la del consumidor evidenciaron una marcada recuperación a partir de junio que, junto con la aceleración del crédito, explican un mayor dinamismo de la economía que creció 0,9% t/t en el 3T17. En términos interanuales, el PIB creció 4,2% mientras que la inversión (liderada por construcción) avanzó fuertemente 13,9 % a/a en el período, lo que resultó en un fuerte crecimiento de las importaciones (+18,7% a/a) y de la contribución negativa del sector externo que restó 4,8% al crecimiento en el trimestre.

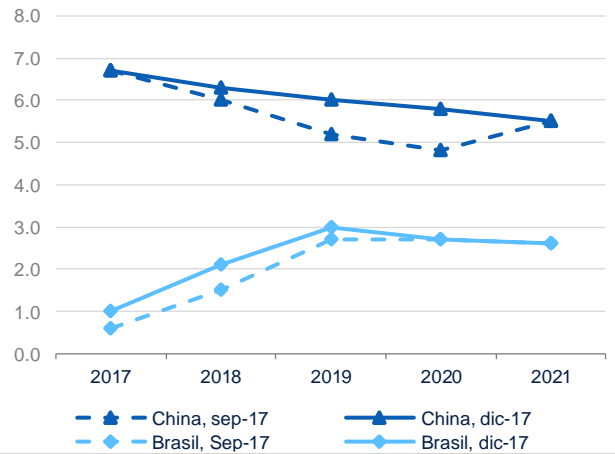
Nuestro modelo MICA de nowcasting estima que la economía continuará creciendo a tasas superiores al 0,9% t/t en los próximos trimestres (Ver gráfico 3.1), lo cual es corroborado por los datos parciales del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). En este contexto, nuestra estimación de incremento del PIB de 2,8% para 2017 tiene un sesgo al alza ya que supone un incremento de sólo 0,6% t/t (3,7% a/a) en 4T17. Para 2018 y 2019, hemos revisado levemente al alza nuestras previsiones de crecimiento a 3,3% en base tanto a factores domésticos como internacionales. Los resultados electorales mejores de lo previsto para el gobierno despejan dudas sobre la continuidad de los cambios post-2019 y alientan la inversión, a la vez que una revisión al alza cercana a 0,5 pp del crecimiento de Brasil y de 1 pp a partir de 2019 en China (Gráfico 3.2) implica una mejora en la demanda externa. La política fiscal continuará encaminada a una reducción gradual del déficit que contribuirá a sostener el acceso al financiamiento internacional a tasas en descenso, sin provocar un brusco descenso de la actividad económica.

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



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC, FIEL y Construya

**Gráfico 3.2** Revisión del crecimiento en Brasil y China



Fuente: BBVA Research

**Se reducirá la contribución negativa del sector externo gracias a la recuperación de exportaciones en 2018-19**

Al igual que 2017, la inversión será el factor más dinámico de la economía en 2018 y 2019 con un aumento de 11,4% y 6,6% a/a respectivamente, tanto por el programa de infraestructura vial en curso como por los mayores flujos de inversión privada que se concretarán en la medida en que se ha extendido el horizonte de previsibilidad de políticas amistosas hacia los mercados y que las reformas en curso redunden en mejoras de productividad. Se espera también que el consumo privado continúe creciendo a un ritmo similar al PIB de la mano de un gradual crecimiento del empleo, los salarios reales y el crédito. Gracias a una mejora en la tasa de crecimiento de las exportaciones, tanto por mayor oferta como por mayor demanda, la contribución negativa del sector externo se reducirá tanto en 2018 como 2019 pese a que las importaciones seguirán aumentando a una tasa elevada.



## 4. Difícil proceso de desinflación en un contexto de aumento de tarifas y elevada inercia

Pese al sesgo muy contractivo de la política monetaria en el 2S17, ni la inflación ni las expectativas convergieron a las metas y esto condujo a una “recalibración”

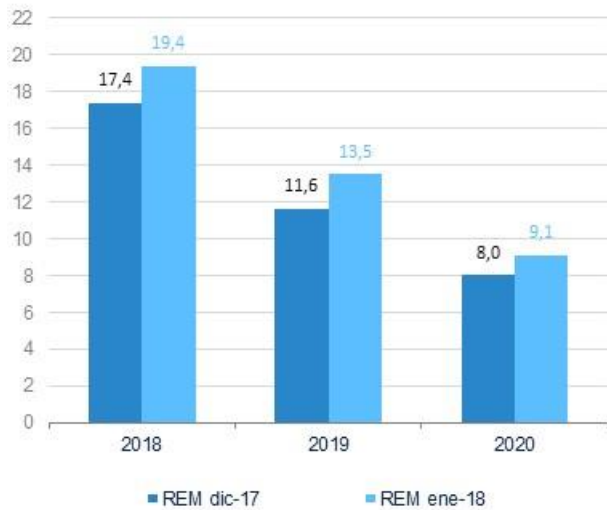
La inflación de 2017 cerró en 24,8% a/a, bien por encima de nuestras expectativas iniciales (esperábamos 19,5% en dic-2016) y las del mercado (REM-BCRA dic-16: 19,6%) por un impacto mayor al esperado de la corrección de precios regulados atrasados y una mayor inercia inflacionaria de la prevista inicialmente. La baja de la inflación subyacente a un promedio mensual de 1,4% en el 4T17, el menor promedio móvil desde 2012, fue insuficiente para que las previsiones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA convergieran a niveles menores para fin de año teniendo dados los aumentos previstos para diciembre en las tarifas de electricidad, gas, combustibles, medicina prepaga y otras. La desregulación de los precios de combustibles (ahora fluctuantes con el precio internacional del crudo y el tipo de cambio), junto con un adelantamiento del cronograma de aumentos de tarifas de electricidad y gas natural, resultó en que los precios regulados aumentasen 38,7% a/a en 2017 con una incidencia de 7 puntos porcentuales en la inflación del año, superando ampliamente el incremento de la inflación subyacente de 21,1% a/a.

El sesgo sumamente contractivo de la política monetaria reflejado en el aumento de la Tasa de Política Monetaria de 250 pb del último trimestre de 2017 tampoco logró acercar las expectativas de los analistas, que a fines de 2017 habían vuelto a aumentar a 17,4% para diciembre de 2018, frente a la meta de 10% +/-2% de la autoridad monetaria. Finalmente, a fin de diciembre el gobierno anunció una “recalibración” de las metas de inflación.

En una conferencia de prensa conjunta del Jefe de Gabinete, Ministro de Hacienda, Ministro de Finanzas y Presidente del BCRA, el Ministro Dujovne anunció que se decidió modificar las metas de inflación originalmente anunciadas en enero 2016 en base a la información ahora disponible y considerando el actual programa fiscal y financiero. Se postergó así en un año la meta de alcanzar una inflación de 5% a/a, pasando además a metas puntuales en vez de rangos. La meta puntual de inflación para 2018 ahora es 15% (antes 10% +/-2%), para 2019 10% (antes 5% +/- 1,5%) y para 2020 5%. La presentación dejó en claro que la meta de inflación es definida por el Poder Ejecutivo y que la autonomía del BCRA es operativa respecto a cómo alcanzar estos objetivos, despejando las críticas que se centraban en que las metas del “BCRA” eran demasiado rígidas y que estaban “descoordinadas” con el resto del programa económico.

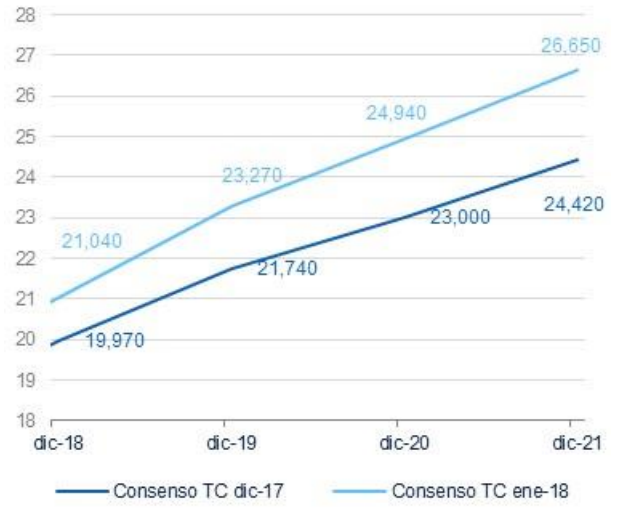
Aún es temprano para evaluar el impacto sobre la credibilidad del BCRA de este cambio, pero el efecto inmediato fue una suba de las expectativas de inflación de los analistas de la REM a una mediana de 19,4% (Gráfico 4.1). La perspectiva de un relajamiento de la política monetaria tras el cambio de las metas, que el BCRA convalidó con dos bajas sucesivas de 75 pb en enero de 2018, provocó además una rápida depreciación del tipo de cambio que alcanzó 10% en un mes, y un alza en las expectativas de depreciación del peso (Gráfico 4.2).

**Gráfico 4.1** Expectativas de inflación del REM-BCRA (var. a/a IPC-Nac. esperada en diciembre de cada año)



Fuente: BCRA y BBVA Research

**Gráfico 4.2** Expectativas de tipo de cambio (ARS/USD esperado para diciembre de cada año)



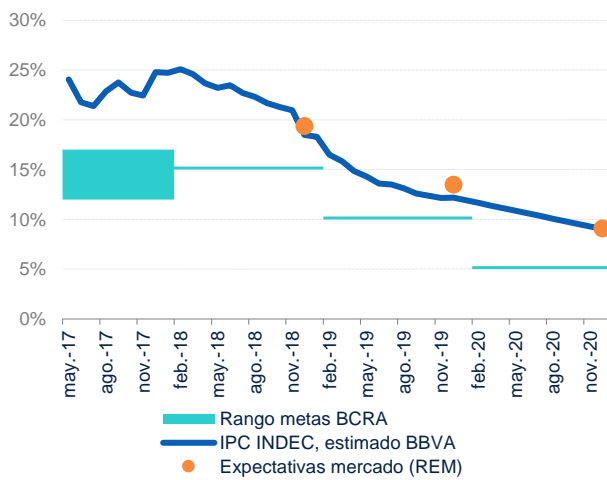
Fuente: Latinfocus y BBVA Research

## El desanclaje de las expectativas impulsa una revisión al alza de nuestras estimaciones de inflación

En 2018, el cronograma de reducción de subsidios energéticos y al transporte, concentrado en el primer semestre, resultará en un impacto de aumento de precios regulados en 2018 de 21,9% a/a, menor al de 2017, con una incidencia también menor de 4 puntos porcentuales (Gráfico 4.4). La entrada de capitales para financiar el déficit fiscal y la suave recuperación de las inversiones extranjeras de largo plazo contribuirán a contener el la tasa de depreciación del peso en el resto del año, pero deberá evaluarse el impacto en el “*pass-through*” de la abrupta suba del tipo de cambio de enero. Si bien en episodios anteriores post-levantamiento del “cepo”, el traslado a precios de la devaluación ha sido bajo, ahora podría ser mayor ya que no se observa un rápido retroceso en la paridad cambiaria y la devaluación se produce en un contexto de relajamiento de la política monetaria. Aunque la recuperación del precio de los commodities agrícolas y el petróleo podría jugar en contra de la contención de precios, es poco probable que impacte fuertemente en el resto del año ya que estimamos que el precio del petróleo retrocederá frente a los valores actuales, evitando un fuerte ajuste en el precio de combustibles, que se ha desregulado y ahora se mueve con el precio internacional. Sin embargo, lo que definirá el partido probablemente sean los acuerdos salariales que se negocien en 1T18 y en qué medida estos se acercan a la meta del 15% del BCRA o la expectativa de mercado. Las escasas paritarias cerradas para 2018 muestran fuertes disparidades y el gobierno ahora impulsa acuerdos de suba salarial en torno a 15% con una cláusula de “revisión salarial” en el último trimestre en caso de que la inflación supere los aumentos otorgados.

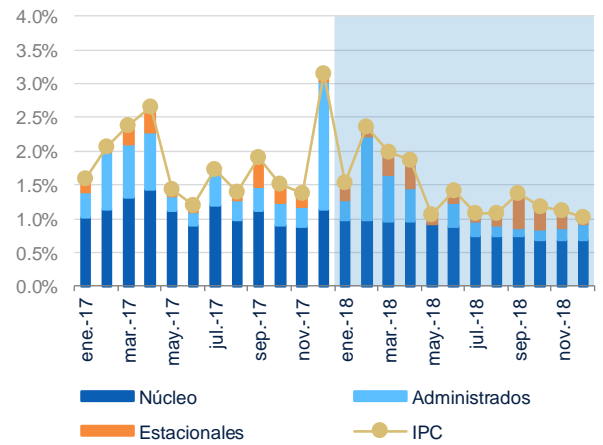
El debilitamiento de la credibilidad del BCRA dificulta la convergencia de los acuerdos salariales y las expectativas al 15%, resultando en un aumento de las estimaciones de inflación a 19,4% por encima del 17,4% previo al cambio. Teniendo en cuenta el aumento de las expectativas, la mayor tasa de depreciación y las señales de un BCRA más “dovish”, modificamos nuestra previsión de aumento del IPC a 18,5% para 2018 y a 12,2% % para 2019 (Gráfico 4.3). En cualquier caso, tanto nosotros como el mercado prevé un sendero de desinflación que terminará con una inflación de un dígito en 2020, aunque no a la velocidad que exigen los objetivos de inflación recientemente re-definidos.

**Gráfico 4.3** Expectativas de inflación, previsiones y metas BCRA



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC y BCRA

**Gráfico 4.4** Inflación Aumento de precios regulados por meses de IPC Nacional 2017 y 2018



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC

## 5. El relajamiento de la política monetaria se trasladará lentamente a las tasas del sistema financiero

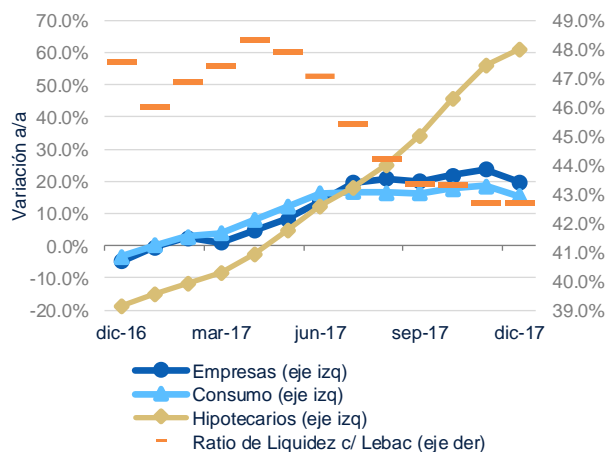
Merced a la fuerte esterilización a través de Lebac, la expansión de la base monetaria cerró 2017 con una variación en torno al 21,8% a/a, por debajo de la inflación. El crédito al sector privado se expandió a tasas del 50,2 % a/a a diciembre 2017, mientras que los depósitos totales (pesos más dólares) crecieron a tasas sensiblemente inferiores del 37,8 % a/a, dado el fuerte interés en las inversiones en Lebac. Sin embargo, considerando la liquidez que aún prevalece en el sistema financiero, el traslado del aumento de la tasa de intervención del BCRA de 250 pb, en el último trimestre de 2017, a las tasas de corto plazo, fue lento y recién se manifestó un incremento de 200/250 pb en las tasas activas y pasivas hacia principios de diciembre (Gráfico 5.1).

El alargamiento de las metas del proceso de desinflación recientemente anunciado le permite al presidente del BCRA cierto relajamiento de la política monetaria luego de las fuertes subas de tasas que llevó a cabo en el último trimestre de 2017 en un intento por cumplir con las anteriores metas. De hecho, en la licitación de Lebac el día posterior al anuncio, las tasas de corte se redujeron en 200-300 pb según el plazo, baja que fue luego convalidada con un recorte de la TPM de 75 pb en cada una de las dos decisiones de política monetaria de enero. El principal argumento del presidente del BCRA fue que las tasas de interés reales entorno al 10,8 % con que había terminado 2017 eran excesivamente elevadas frente a la nueva meta y los avances logrados en la reducción de la inflación por lo que correspondía una reducción del sesgo contractivo de la política monetaria de forma “cautelosa”. Sin embargo, el rápido aumento de las expectativas de inflación tras el cambio de metas, implican que la tasa real esperada de política monetaria haya tenido una baja de 300 pb en enero de 2018.

En este contexto, estimamos que el BCRA continuará reduciendo muy gradualmente la tasa de política monetaria, especialmente en el primer cuatrimestre de 2018, dado que los datos de inflación que se conocerán (se espera que la inflación se mantenga cercana al 2 % mensual) no darán lugar al optimismo, al tiempo que las expectativas de inflación se han desplazado significativamente al alza. Un mayor progreso en la reducción de la inflación subyacente en el segundo semestre le permitirá al BCRA aumentar el ritmo de reducción de la TPM hasta alcanzar 21% a fin de año. De todos modos, si las expectativas convergen a nuestras estimaciones de inflación núcleo para inicios de 2019, la TPM en términos reales se ubicará en 8% a fines de 2018, aún fuertemente positiva en términos reales (Gráfico 5.2).

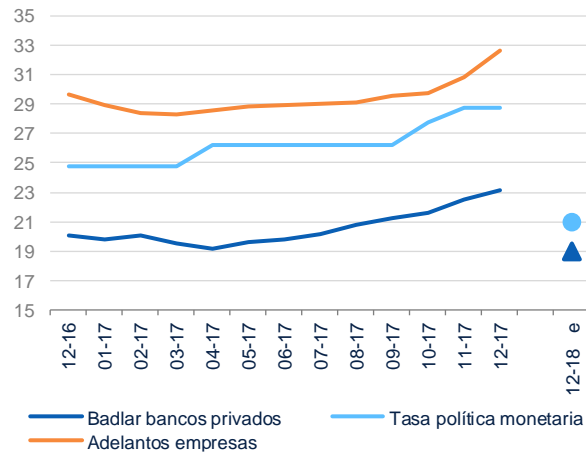
La baja de la TPM se trasladó lentamente a las tasas de préstamos de corto plazo y en menor medida a la tasa de depósitos a plazo fijo en enero. Como los bancos seguirán desprendiéndose de sus tenencias de Lebac para asignar crédito al sector privado, el proceso de ajuste de exceso de liquidez iniciado en el segundo trimestre de 2017 continuará profundizándose, culminando a lo largo de 2018. Es probable que a futuro las tasas de depósitos caigan a menor ritmo que las de préstamos, reflejando una menor holgura del coeficiente de crédito a depósitos y un mayor apalancamiento en el sistema.

**Gráfico 5.1** Crecimiento del crédito en términos reales y ratio de liquidez del sistema financiero (%)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA

**Gráfico 5.2** Tasa de Política Monetaria y tasas de interés bancarias activas y pasivas (%)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA

## 6. El sobrecumplimiento de 2017 y la reforma previsional facilitarán los objetivos fiscales de 2018

El déficit fiscal primario acumulado a diciembre de 2017 se ubicó en 3,9% del PIB, por debajo de la meta de resultado primario de 4,2% del PIB prevista para 2017 (Gráfico 6.1). Pese al aumento estacional de gasto en diciembre y el adelantamiento de erogaciones de 2018 de \$ 25mM y la reducción de deuda flotante, el resultado fue mejor a lo esperado ya que primera vez desde 2004, los ingresos (+22,6%) crecieron más que los gastos (21,8%) y ambos lo hicieron por debajo de la inflación promedio del año (25,7%). El menor aumento de los ingresos fiscales se debe a la menor recaudación por sinceramiento fiscal respecto a 2016 y a la devolución parcial del 15% de la coparticipación a las provincias que antes se destinaba al Anses. Si bien las prestaciones sociales, lideradas por las jubilaciones, crecieron al 36,7% a/a en 2017, la contracción en los subsidios a sectores económicos (energía) del 22% y las caídas en términos reales de las transferencias a provincias y gastos de capital, permitieron reducir el gasto primario en 1,1% del PIB en 2017. Sin embargo, la mayor carga de intereses por el aumento del endeudamiento implicó que el déficit total haya sido de 5,4% del PIB según las estimaciones oficiales.

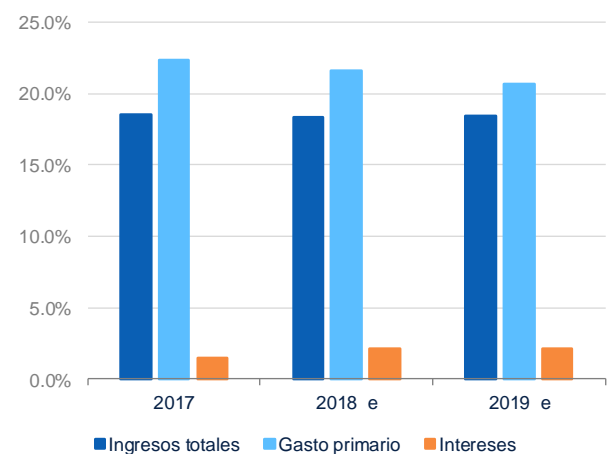
El acuerdo fiscal con las Provincias y la reforma tributaria aprobada en diciembre 2017 implican una fuerte redistribución de ingresos tributarios entre distintos actores (seguridad social y provincias, provincias entre sí, individuos vs. empresas), pero al tratarse de una reducción de impuestos muy gradual de 1,5% del PIB en 5 años, no generará una merma importante de los ingresos públicos. La Ley de Responsabilidad Fiscal destinada a mejorar la solvencia fiscal de las provincias (esencialmente a través de pautas para controlar la expansión del gasto público provincial) también fue aprobada en el Congreso lo que permitirá una reducción gradual de impuestos distorsivos como Ingresos Brutos y Sellos en línea con los objetivos de la reforma tributaria.

Adicionando a la reducción de subsidios a la energía y transporte programada para 2018, el ahorro generado por el ajuste en la fórmula de cálculo de la movilidad previsional sancionado en diciembre 2017, es altamente probable que el sector público pueda cumplir con holgura la meta de 3,2% del 2018. El sistema de movilidad de las prestaciones sociales se creó en 2009 de acuerdo a una fórmula que dependía de dos factores: variación de la recaudación tributaria y aumento de salarios dada la inexistencia en ese momento de un índice de inflación oficial creíble. Si bien la variación del índice de movilidad (IM) depende del ciclo económico, desde su inicio hasta fin de 2017 acumuló un aumento mayor que la inflación, el PIB nominal y los salarios del sector privado registrado (Gráfico 6.2). Las prestaciones sociales que se ajustan por el IM son más del 50% del Gasto primario y componen el rubro que más aumentó en detrimento de otros gastos. La reforma del índice de ajuste previsional modifica el IM para que varíe en línea con la inflación lo que redundará en un fuerte ahorro que el gobierno estima en unos \$ 70.000 millones respecto a lo presupuestado para 2018.

En 2019, se requiere una reducción adicional del gasto primario de 1% del PIB para alcanzar el objetivo de 2,2% del PIB que se proyecta lograr con un ajuste final de tarifas energéticas y el congelamiento en términos reales de algunos

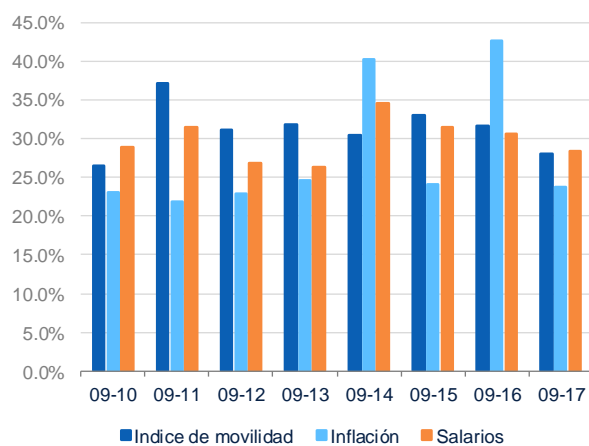
rubros de gastos corrientes. En términos de previsibilidad de mediano plazo, fue positivo que en la presentación que efectuó el Ministro de Economía al anunciar el cambio de metas de inflación, también se presentara el programa financiero con necesidades financieras decrecientes para 2018 y 2019 y el cronograma de baja de financiamiento del BCRA al Tesoro de alrededor de 0,5% del PIB por año hasta reducirse sólo al señoreaje en 2020. Así, en 2018, las necesidades financieras netas de la asistencia del BCRA del Tesoro (sin incluir vencimientos de capital) ascienden a USD 30mM que se planea colocar mayoritariamente en el mercado doméstico. En enero 2018, se llevó a cabo una emisión de bonos en el mercado internacional por USD 9mM que anticipa financiamiento por alrededor de un tercio de las necesidades del año.

**Gráfico 6.1** Ingresos y gastos del sector público nacional (% del PIB)



Fuente: BBVA Research sobre datos Ministerio de Hacienda

**Gráfico 6.2** índice de movilidad previsional comparado con inflación y salarios ( var.% a/a)



Fuente: BBVA Research, INDEC y Ministerio de Hacienda

## 7. El rápido deterioro del balance comercial muestra la vulnerabilidad a un cambio de condiciones globales

El mayor dinamismo de la demanda interna junto con la apreciación real del peso ha contribuido a lo largo de 2017 a una fuerte aceleración de las importaciones que crecieron 19,7% en el año, sin que las exportaciones muestren aún señales claras de recuperación (+0,9% a/a). El resultado fue un déficit comercial de USD 8.471 millones, que contrasta fuertemente con un superávit de USD 1.969 millones en 2016. A excepción de combustibles, debido a un clima más benigno y el aumento de tarifas de energía, todos los rubros de importación registran fuertes tasas de incremento de volúmenes en el acumulado del año, destacándose Piezas y accesorios para Bienes de Capital (+19,2% a/a) y vehículos automotores (+39,9%). En este último caso, el dinamismo de la venta de automotores en Argentina, en particular los modelos fabricados en Brasil junto con el estancamiento de la demanda brasileña contribuyó a incrementar aceleradamente el desequilibrio de la balanza comercial del sector.

Teniendo en cuenta estas tendencias, estimamos que la balanza comercial alcanzará un déficit de USD 11.200 millones en 2018 aun suponiendo una cierta baja de la elasticidad importaciones/PIB el año próximo luego del reajuste de 2017. También es de esperar un mayor dinamismo de las cantidades exportadas, tanto por mayor demanda de Brasil en productos industriales como por menor retención de productos primarios y manufacturas de origen agropecuario tras la rebaja de retenciones a las exportaciones sojeras y la reciente depreciación del peso. Estimamos que con la economía creciendo cerca del 3% potencial en los próximos años, las importaciones de insumos y bienes de capital seguirán aumentando a un ritmo sostenido, pero que las reformas para mejorar la competitividad de las exportaciones resulten en una estabilización del déficit comercial en torno a 1,7% del PIB a partir de 2019.

Es probable que otros componentes de la cuenta corriente como el balance de servicios reales reduzcan muy lentamente su saldo negativo, en especial en turismo, ya que el tipo de cambio real continuará relativamente apreciado respecto a los principales socios de Argentina. Pese a la reducción de más de 100 pb en el riesgo país en 2017, los intereses pagados al exterior se mantendrán por encima de 2% del PIB en 2018 y 2019 ya que la reducción del déficit fiscal procede lentamente y las empresas continuarán financiando sus planes de expansión con emisión de deuda externa. Por lo tanto, el déficit en cuenta corriente seguirá siendo elevado en los próximos años hasta 2020, promediando un 5 % del PIB.

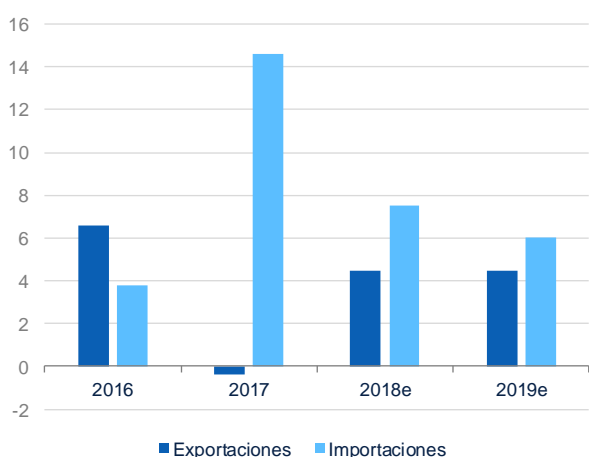
El financiamiento de este déficit ha sido abundante dando lugar a un aumento de las reservas de 2,7% del PIB en 2017, manteniendo la oferta excedente de dólares en el mercado local. Estimamos que más allá de episodios puntuales de volatilidad como los registrados tras los cambios en la política monetaria, esta situación seguirá prevaleciendo en 2018 y 2019, dando lugar a una depreciación del tipo de cambio por debajo de la tasa de inflación en los 2 próximos años. La política monetaria que prevemos para 2018, aunque más relajada que a fines de 2017, hará que las tasas de interés se mantengan aún por encima de la inflación esperada, reforzando el atractivo de las inversiones en pesos tanto para residentes como para no residentes.



La sorpresiva depreciación del tipo de cambio de 8% en la segunda quincena de diciembre 2017 anticipó el relajamiento de las metas de inflación y una política monetaria menos contractiva a futuro, aunque de todos modos el promedio del mes de diciembre se ubicó apenas por encima de nuestra estimación de \$17,6/USD. En este sentido, hemos modificado levemente al alza las previsiones de tipo de cambio de 2018 en adelante, suponiendo una tasa de depreciación ligeramente mayor a la previa hasta alcanzar ARS 20,2/USD a fin de año y 22,4ARS /USD a fin de 2019. El presidente del BCRA ha vuelto a remarcar el rol del régimen tipo de cambio flotante para contener choques externos y el bajo “*pass-through*” a inflación de los recientes episodios de volatilidad con lo cual es de esperar escasa intervención del Banco Central en el mercado cambiario. Pese a esto y dado que mantiene el objetivo de acumular reservas internacionales hasta alcanzar 15% del PIB, es probable que en 2018 continuemos viendo al BCRA adquiriendo de forma directa las divisas provenientes de las colocaciones de bonos del Tesoro y reduciendo las presiones a la baja de la cotización que prevalecerían si este flujo se volcase directamente al mercado cambiario.

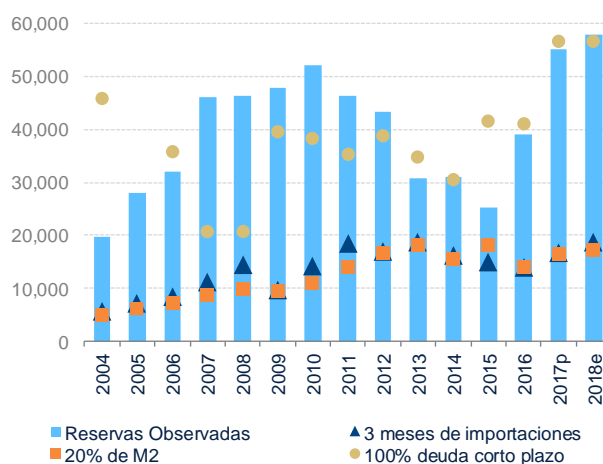
Sin embargo, el actual nivel de reservas cercano a 9% del PIB es aun relativamente bajo comparado con los otros países de la región, poniendo de relieve la vulnerabilidad de Argentina frente a un shock externo que reduzca el financiamiento disponible ya que parte de la entrada de capitales al país se ha dirigido a la acumulación de activos externos del sector privado (atesoramiento de dólares). Es crucial que las reformas que lleva adelante el gobierno comiencen a rendir frutos en términos de mejora de la productividad de modo que el financiamiento de la cuenta corriente se canalice mayoritariamente vía inversión externa directa en lugar de inversiones de cartera sujetas a “sudden stops”.

**Gráfico 7.1** Balanza comercial: crecimiento de las cantidades exportadas e importadas (Var. % a/a)



Fuente: Indec y BBVA Research

**Gráfico 7.2** Ratios de reservas



Fuente: Indec, BCRA, Haver y BBVA Research

## **8. La reforma tributaria y el consenso fiscal con provincias permitirán una reducción del “costo argentino” aunque a un ritmo gradual**

Más rápido que lo esperado, el gobierno logró plasmar en leyes los acuerdos fiscales alcanzados con 23 de las 24 provincias luego de su triunfo electoral de octubre. Las leyes de responsabilidad fiscal y consenso fiscal aprobadas en diciembre permiten contener el crecimiento del gasto primario provincial en términos reales a la vez que posibilitan una reducción gradual de la presión tributaria sobre el sector privado, en especial de los impuestos provinciales más distorsivos como Ingresos Brutos y Sellos. Se han reasignado fondos entre provincias, por ejemplo, aumentando la participación de la provincia de Buenos Aires, a la vez que se ha modificado el porcentaje de recursos recibidos por la Nación y la Seguridad Social, pero sin un gran retroceso para ninguno de los actores ya que la caída de ingresos fue compensada por un menor aumento del gasto previsional debido a la modificación de la fórmula de movilidad finalmente aprobada por el Congreso tras fuertes disturbios y enfrentamientos con la oposición.

La conflictividad asociada a la votación de la reforma previsional hace suponer que el envío del proyecto de reforma laboral al congreso (que no cuenta con el aval de todo el arco sindical) será suspendido momentáneamente. Por contraposición, la reforma tributaria y el proyecto de presupuesto 2018 fueron convertidos rápidamente en ley a finales de diciembre durante las sesiones extraordinarias. Los cambios pretenden reducir los costos impositivos que pesan sobre las empresas y estimular la inversión, pero son de implementación gradual. Así, la unificación y rebaja de contribuciones patronales a la seguridad social para salarios mínimos, la eliminación del impuesto a los débitos y créditos bancarios y la reducción del impuesto a las Ganancias sobre los dividendos no distribuidos recién se concretarán a lo largo de un cronograma de 4-5 años.

Es probable que existan importantes limitaciones políticas para avanzar más rápidamente con una agenda de reformas por el lado de la oferta que permitan al país mejorar su competitividad, pero el gobierno continúa orientado al objetivo de reinsertar a Argentina en el mundo para ampliar el tamaño del mercado y generar economías de escala. Pese a los obstáculos para permitir el ingreso de productos cárnicos, azúcar y biocombustibles a Europa, se sigue negociando el acuerdo entre Mercosur y la Unión Europea con el objetivo compartido de lograr un acuerdo político que contemple las necesidades de ambos bloques antes de mitad de 2018. Argentina ha avanzado en el proceso de solicitud de inclusión en la OCDE y protagonizará la presidencia del G20 lo cual le dará una posibilidad de mejora de la calidad institucional, pero aún es temprano para saber cuándo la economía estará en condiciones de satisfacer la potencial mayor demanda mundial a precios competitivos. En esta dirección, apunta el decreto de simplificación y desburocratización recientemente sancionado por el Poder Ejecutivo que busca reducir los costos para el sector privado de trámites para producir y exportar en alrededor de 1% del PIB.

## 9. Tablas

**Tabla 9.1** Previsiones macroeconómicas anuales

	2015	2016	2017e	2018e	2019e
PBI INDEC Base 2004 (% a/a)	2,6	-2,2	2,8	3,3	3,3
Inflación IPC Nacional (% a/a, fdp)	26,9	39,4	24,8	18,5	12,2
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	11,4	15,8	17,7	20,1	22,1
Tasa de política monetaria (% fdp)	33,0	24,8	28,8	21,0	14,0
Consumo Privado (% a/a)	3,5	-1,4	3,0	2,9	3,3
Consumo Público (% a/a)	6,8	0,3	2,0	2,6	2,1
Inversión (% a/a)	3,8	-5,1	10,0	11,6	6,5
Resultado Fiscal (% PIB)	-5,2	-5,9	-5,8	-5,1	-4,1
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,7	-2,7	-5,1	-5,3	-5,0

Fuente: BBVA Research

**Tabla 9.2** Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB INDEC (% a/a)	Inflación Nacional (% a/a, f.d.p.)	Tipo de cambio (vs. USD, f.d.p.)	Tasa de política monetaria (%, f.d.p.)
T1 16	0,6	35,0	15,0	38,0
T2 16	-3,7	45,7	14,1	30,8
T3 16	-3,7	42,7	15,1	26,8
T4 16	-1,9	39,4	15,8	24,8
T1 17	0,4	32,2	15,5	24,8
T2 17	2,9	21,8	16,1	26,3
T3 17	4,2	23,8	17,2	26,3
T4 17	3,7	24,8	17,7	28,8
T1 18	3,0	24,6	18,6	26,8
T2 18	3,6	23,5	18,9	25,5
T3 18	3,2	21,7	19,4	24,0
T4 18	3,3	18,5	20,1	21,0
T4 19	3,2	15,8	20,6	19,0
T4 20	3,3	13,6	21,0	17,1
T4 21	3,2	12,6	21,5	15,5
T4 22	3,5	12,2	22,1	14,0

Fuente: BBVA Research

## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Argentina

**Economista Jefe de Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

Marcos Dal Bianco  
marcos.dalbiano@bbva.com

Juan Manuel Manias  
juan.manias@bbva.com

María Celeste González  
celeste.gonzalez@bbva.com

Andrea Savignone  
asavignone@bbva.com

Adriana Haring  
aharing@bbva.com

Jorge Lamela  
jorge.lamela@bbva.com

**BBVA Research****Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Análisis Macroeconómico**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Escenarios Económicos Globales**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Mercados Financieros Globales**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Modelización y Análisis de Largo**

Plazo Global  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Coordinación entre Países**

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

**Regulación Digital**

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Regulación**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**España y Portugal**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serrano@bbva.com

**Turquía, China y Big Data**

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](http://www.bbvaresearch.com)