



BBVA Research

Situación Argentina

Segundo trimestre 2018

Unidad Argentina

Índice

1. Resumen	3
2. Economía global: se mantiene el ritmo de crecimiento, pero se intensifica el riesgo proteccionista	4
3. Argentina: La economía sigue creciendo pero la sequía aminora el ritmo de expansión en 2018	7
4. Menor inflación a partir de abril aunque sin alcanzar la meta del BCRA	9
5. Las cuentas públicas y el financiamiento del déficit anticipan un año sin mayores sobresaltos	12
6. Giro en la política cambiaria en un contexto de mayor demanda de dólares	14
7. La mejora de exportaciones disminuye el ritmo de deterioro del sector externo	16
8. Los principales riesgos provienen de un escenario externo adverso que frene el acceso al financiamiento	18
9. Tablas	19

Fecha de cierre: **6 de abril de 2018**

1. Resumen

Se reafirma el crecimiento del comercio y la economía mundial pese a que los riesgos proteccionistas y los riesgos políticos continúan vigentes o se acrecientan. Este marco favorece la demanda externa de Argentina ya que en importantes socios comerciales, como EEUU y Eurozona, se ha revisado al alza el PIB a la vez que se mantienen firmes las expectativas de crecimiento en Brasil, pese a la volatilidad política del ciclo electoral. Nuestras estimaciones más recientes indican que en el primer semestre de 2018, la actividad seguirá aumentando a un ritmo de alrededor de 0,8/0,9% trimestral en términos desestacionalizados. La economía volverá a crecer en 2018, tras un aumento de 2,9% en 2017, pero sólo alcanzará una mejora de 2,6% debido a la fuerte sequía que afecta a la zona núcleo agrícola. Este factor exógeno no afecta de manera permanente el potencial de la economía con lo cual en el próximo año, el PIB crecerá 3,3% tal como preveíamos a inicios de año.

El primer cuatrimestre de 2018 mostrará los peores datos de inflación debido principalmente a una fuerte incidencia de los aumentos de precios regulados que aportarán 3 puntos porcentuales al aumento del nivel general del IPC sobre un total de 8,7%. Sin embargo de mayor importancia en la aceleración de la inflación, es el aumento de la inflación subyacente que se produjo por la revisión al alza de las expectativas de inflación tras el cambio de metas del BCRA y el moderado *pass-through* de la reciente depreciación del peso. Si bien con acuerdos salariales entorno al 15% anual y mayor estabilidad cambiaria la inflación desacelerará a un promedio de 1,2% mensual en lo que resta del año, igualmente mostrará una reducción de sólo 5 puntos porcentuales respecto al año previo, cerrando 2018 en 19,8%. En 2019, el IPC Nacional continuará cayendo a 13,5% a/a de la mano de menores aumentos de tarifas y el mantenimiento de un sesgo contractivo de la política monetaria.

Pese a que estimamos una significativa baja en la Tasa de Política Monetaria a 21% a fin de 2018, la tasa real ex ante de política monetaria sería en promedio del año, claramente superior a la de 2017 en que hubo una importante relajación inicial de la política monetaria. En 2019, estimamos que el BCRA continuará reduciendo la tasa en línea con la caída de la inflación pero también en términos reales para obtener un promedio anual de 4,5%, más cercano a sus objetivos de mediano plazo. Tras dos años de enfatizar la utilidad del régimen de tipo de cambio flotante, en marzo el Banco Central inauguró una nueva etapa de política cambiaria “complementaria” a la política monetaria absorbiendo pesos con ventas en el mercado cambiario USD 2.000 millones y poniendo límite a la depreciación del peso. El año 2018 terminará con un tipo de cambio a \$ 21,5/USD y una depreciación que superará, tras 2 años, a la tasa de inflación, resultando en una mejora de la competitividad multilateral del 4%.

Con los positivos resultados fiscales a la fecha, estimamos que el crecimiento de ingresos siga superando el del gasto primario para llegar a la pauta de un déficit de 3,2% del PIB. En 2019, la tarea será más compleja ya que la mayor parte de la reducción de subsidios a sectores económicos habrá concluido y la relación Jubilaciones a PIB se mantendrá relativamente constante según la nueva fórmula de ajuste. La ley de modernización del estado contribuirá a reducir el peso de otros rubros del gasto público de modo de cumplir con la meta de déficit primario de 2,2% del PIB en un contexto de baja gradual de la carga impositiva. La reducción del déficit en cuenta corriente será más lenta y se mantendrá cerca de 5,5% del PIB en 2018/19 ya que el vigoroso crecimiento de las importaciones continuará superando al de las exportaciones ante el lento avance en la mejora de competitividad.

El moderado avance de las reformas económicas en 2018/19 podría resultar insuficiente para atraer las inversiones necesarias para frenar el aumento del endeudamiento externo y aumentar el potencial de la economía en el largo plazo. En un escenario de riesgo muy adverso, un freno en la llegada de capitales podría llevar a un ajuste abrupto en el nivel de actividad. Si bien el descontento social frente a las presiones inflacionarias parece estar contenido y no ofrece un flanco importante de riesgo, una caída del nivel de actividad y aumento del desempleo no sólo pondría en riesgo la consecución de las metas fiscales, sino también la posibilidad de cumplir con la aspiración declarada del presidente Macri de reducir significativamente los ratios de pobreza.

2. Economía global: se mantiene el ritmo de crecimiento, pero se intensifica el riesgo proteccionista

La economía global se encuentra sometida a fuerzas divergentes. Los nuevos estímulos fiscales aprobados por la administración estadounidense llevarán a prolongar el buen momento cíclico de la economía mundial, favorecido hasta ahora por niveles de confianza elevados y el tono positivo de la actividad industrial y del comercio internacional, que benefician también a China y Europa. Por otro lado, la mayor vulnerabilidad que ese mismo estímulo fiscal genera en las cuentas públicas americanas, unida a unos mercados financieros que previsiblemente estarán sometidos a un entorno de mayor volatilidad que en 2017, hacen que el escenario sea más incierto. A ello se une la aceleración de la retórica proteccionista en EE.UU., que ha empezado a materializarse en medidas concretas. Todo ello en un entorno de normalización de políticas monetarias tras años de estímulos extraordinarios, que también puede generar dudas adicionales.

El crecimiento global se mantenido estable a principios de 2018 (Gráfico 2.1), con mayor dinamismo en economías emergentes y algunos signos de moderación en países desarrollados. Los datos conocidos de los primeros dos meses del año sugieren que el crecimiento global del primer trimestre se ubicaría en niveles similares al promedio del 2017 (1% trimestral). Este crecimiento se ve favorecido, en primer lugar, por el buen desempeño del comercio mundial, que se aceleró significativamente, en especial las exportaciones de las economías emergentes, y en particular -en febrero- los países asiáticos (principalmente China e India). Un segundo factor es la sólida expansión de la producción industrial, también en especial en los países emergentes.

Probablemente la mayor novedad en los últimos tres meses en el entorno global ha sido el estímulo fiscal aprobado en EEUU en febrero. Este debería tener un efecto moderado en el crecimiento a corto plazo (ya que la economía estadounidense se encuentra ya muy cerca del pleno empleo) y podría ejercer una presión al alza sobre las tasas de interés (en plena normalización de la Fed). Por todo ello, estimamos que tendrá un efecto multiplicador pequeño sobre la actividad (de alrededor del 0,4), que supondría una revisión al alza en el PIB de alrededor de entre 0,2 y 0,3pp tanto en 2018 como en 2019.

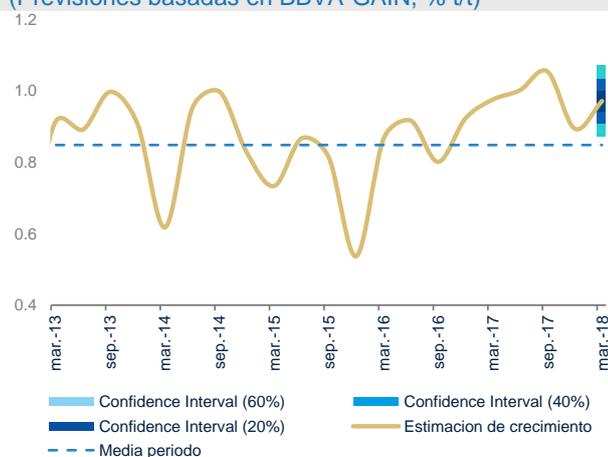
Dicho esto, en el corto plazo el impulso fiscal de EE.UU. puede prolongar el ciclo expansivo a nivel global, alargando la recuperación cíclica y redundando en un aumento de la demanda a nivel mundial. No obstante, dicho efecto se verá compensado en nuestro escenario por el aumento de la volatilidad a nivel global o por el resurgimiento de una mayor incertidumbre política en algunas áreas, así como por el posible efecto negativo de la incertidumbre asociada a las medidas proteccionistas.

Tras un año 2017 dominado por el optimismo y la toma de riesgo en los mercados financieros, en el primer trimestre del año se aprecia un tono más cauto. Por un lado, las condiciones financieras, que han sido muy acomodaticias, han empezado a ajustarse. Y, sobre todo, el entorno de volatilidad, que ha sido inusualmente bajo, parece estar transitando un régimen más “normal” (mayor volatilidad y, posiblemente, shocks de volatilidad más persistentes), al tiempo que la política monetaria sigue normalizándose. En particular, en el caso de la Fed, esperamos que el proceso se acelere un poco (cuatro subas de las tasas de referencia de 25 pb cada una en 2018, frente a las tres subas previstas anteriormente) tras el impulso fiscal. Además, las tasas de interés de largo plazo están consolidándose en niveles más elevados, sobre todo en EE.UU. por el mayor crecimiento y el deterioro fiscal, que implica mayores necesidades de financiación y añade una prima de riesgo a la financiación del Tesoro norteamericano.

Por otro lado, el episodio de volatilidad de principios de febrero, que provocó una fuerte corrección de las bolsas en países desarrollados, ha tenido por ahora poco traslado a otro tipo de activos. Todo ello ha contribuido a elevar nuestro indicador de tensiones financieras tanto en economías desarrolladas como en emergentes (Gráfico 2.2).

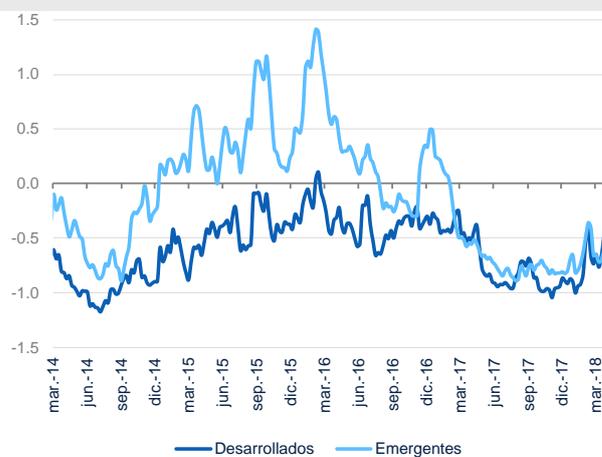
En este entorno, mantenemos las previsiones de crecimiento global en 3,8% para el periodo 2018-19. No obstante, esto supone una corrección al alza en las perspectivas de crecimiento tanto para EE.UU. como para la Eurozona, que son compensados por un leve menor impulso en economías emergentes, sobre todo en Sudamérica.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Indicador BBVA de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

En China mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en 6,3% y 6,0% para 2018-19. La mayoría de los datos recientes muestran que se mantiene el impulso tanto de la demanda interna como de las exportaciones. La confirmación de la línea de política económica que combina una política monetaria prudente con una política fiscal expansiva, junto a la aprobación de medidas restrictivas de regulación financiera nos hacen ser algo más optimistas sobre los riesgos domésticos asociados a la economía china.

En el caso de EE.UU., las cifras positivas de actividad y comercio exterior de los últimos meses se suman a los efectos mencionados de corto plazo de una política fiscal más expansiva, que combina tanto reducciones de impuestos aprobadas en diciembre (ya incorporadas en nuestras previsiones anteriores) como el nuevo estímulo fiscal. Con todo ello, el crecimiento para EE.UU. se estima en un 2,8% tanto en 2018 como en 2019 (lo que supone una revisión al alza de 0,2pp y 0,3pp, respectivamente).

En Europa, las sólidas cifras de exportaciones e inversión fija en el último trimestre, sumado a un consumo privado resiliente, nos hacen mantener la previsión de crecimiento para la Eurozona (revisada ligeramente al alza hasta un 2,3% en 2018). Para 2019, seguimos proyectando una moderación de la actividad, con una expansión en torno al 1,8%, dado un cierto agotamiento en el impulso cíclico, ya anticipado por los indicadores adelantados.

A pesar de mantener sin cambios las previsiones de China, prevemos que el bloque de países emergente se expanda algo menos, afectado por factores idiosincráticos (en el caso de Sudamérica). A los débiles datos de actividad en los últimos meses, se suma la materialización de algunos riesgos políticos, en unos casos, y shocks de oferta en el sector agrícola, en otros, lo que en conjunto termina por compensar el mayor crecimiento esperado en países avanzados. A pesar ello, las economías latinoamericanas continuarán recuperando el crecimiento

respecto a los años precedentes, apoyadas en el dinamismo del comercio externo y la mejora en los términos de intercambio gracias al aumento de los precios de las materias primas.

Los riesgos globales en China se moderan, pero aumentan en EEUU, especialmente el proteccionismo

Los riesgos en torno a nuestro escenario global han crecido por las amenazas proteccionistas, materializadas en el aumento de aranceles por parte de EEUU y la respuesta China. Aún cuando el impacto de las medidas adoptadas hasta el momento sobre la actividad global sea reducido se eleva la incertidumbre sobre una posible escalada de las restricciones comerciales entre las principales áreas económicas que termine retrayendo la inversión a nivel global. Otras fuentes de incertidumbre residen en la normalización de las políticas monetarias, en particular una salida más rápida de lo previsto por parte de la Fed que no vaya asociada a un mayor crecimiento sino a una aceleración inesperada de la inflación. Por otro lado, el riesgo ligado a un ajuste brusco de la economía china ha disminuido en cierto modo, tras las medidas aprobadas a raíz del congreso del PCCh en octubre y las señales de contención progresiva del endeudamiento.

3. Argentina: La economía sigue creciendo pero la sequía aminora el ritmo de expansión en 2018

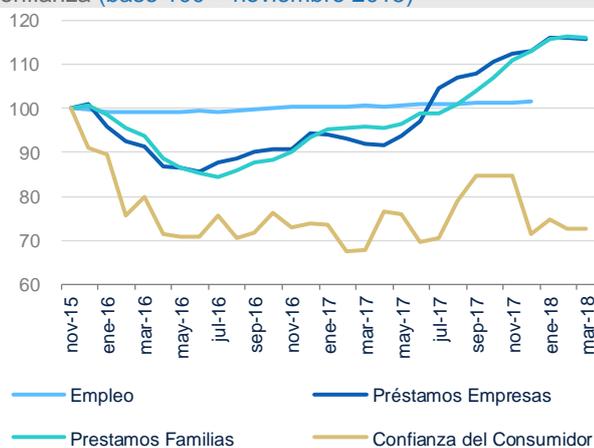
El año 2017 cerró con un crecimiento del PIB de 2,9%, levemente por encima de nuestra previsión de 2,8% y con una leve aceleración en la tasa de aumento trimestral del PIB en el 4T17 a 1% en términos desestacionalizados. El principal impulso provino de la inversión que creció 11,3% en el año, tanto en Maquinaria y Equipo (+13,9% a/a) como Construcción (+12,4%). El consumo privado también se recuperó 3,6% de la mano del aumento de la confianza y el fuerte crecimiento del crédito que se evidenció en la segunda parte del año (Gráfico 3.1). En sentido inverso, el sector externo tuvo una contribución negativa de 3,8%, muy superior al -0,6% de 2016, debido al fuerte crecimiento de las importaciones (+14,7%). El aumento del nivel de actividad también se reflejó en una creación de empleo en similar proporción lo que produjo una caída de la tasa de desempleo a 7,2% (desde 8,3% en 3T18) pese al aumento de la tasa de participación laboral.

Si bien la confianza del consumidor no se ha recuperado de la caída que tuvo tras el conflicto por la aprobación de la reforma del ajuste previsional y la concentración de aumentos de tarifas de energía y transporte entre diciembre y febrero, los datos preliminares del 1T18 sugieren que el consumo privado continúa creciendo en promedio a un ritmo similar al del último trimestre de 2017 pese a algo de desaceleración en las ventas de automóviles de 27,8% a/a hasta 17,5% a/a. Así, la recaudación del IVA interno crece en términos reales 16,2% a/a vs. 9,6% a/a en 4T17. Nuestro modelo MICA de *nowcasting* muestra una muy leve desaceleración del crecimiento de 0,96% t/t en 4T17 a 0,89% trimestral en la primera parte de 2018.

Sin embargo, la razón fundamental detrás de nuestra revisión a la baja de la previsión de crecimiento de 2018 de 3,3% a 2,6% es la fuerte sequía que afecta a la zona núcleo agrícola y que, tanto por menor cosecha como por menores rendimientos, producirá una merma en la producción de soja de 2018 de 18/30% a/a y de 14/24% a/a en maíz (Gráfico 3.2). Si bien, parte del impacto sobre la demanda será compensado por el aumento de los precios internacionales de estos granos de 7%/10% que se produjo entre marzo y diciembre, estimamos que el crecimiento del PIB se podría reducir en 0,7% respecto a nuestra estimación anterior tanto por impacto directo sobre el sector Agropecuario como por *spill-over* a otros sectores relacionados como Transporte y Comercio.

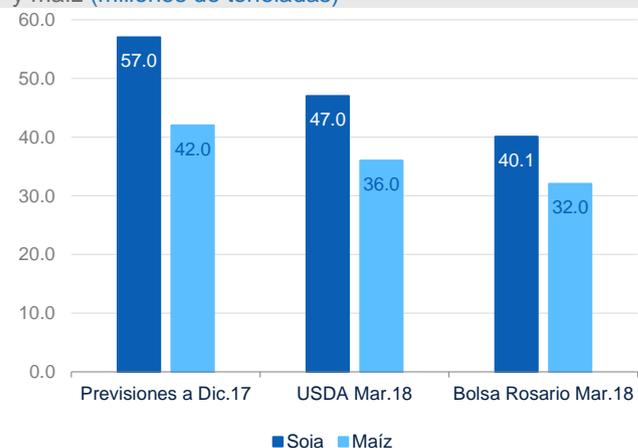
En términos de demanda doméstica, las pérdidas ocasionadas por el stress hídrico afectarán tanto a la inversión (menor demanda de maquinaria agrícola) como el consumo privado (menor demanda de bienes y servicios en zonas rurales) por lo que hemos revisado 0,6% y 0,3% a la baja respectivamente las previsiones respecto a lo estimado anteriormente. Si bien en valores nominales la caída de exportaciones se verá atemperada por la suba de precios, en términos de volúmenes, estimamos que crecerán 4,6% a/a en 2018 comparado con 5,4% de nuestra estimación previa. Luego de un crecimiento prácticamente nulo en 2017, el mejor desempeño de las exportaciones se explica principalmente por la aceleración del crecimiento en Brasil que impulsa las colocaciones de Manufacturas de Origen Industrial y la reducción de impuestos a las exportaciones sobre la soja que incentiva la liquidación de inventarios de granos de cosechas previas retenidos por los productores.

Gráfico 3.1 Evolución del crédito, el empleo y la confianza (base 100 = noviembre 2015)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA y SIPA

Gráfico 3.2 Impacto de la sequía sobre producción de soja y maíz (millones de toneladas)



Fuente: BBVA Research sobre datos USDA y Bolsa de Comercio de Rosario

La inversión alcanzará 23% del PIB en 2019, el mayor valor desde inicio de los 80's

Luego de un pobre desempeño post-implementación del “cepo cambiario”, por primera vez la inversión completará 3 años de crecimiento consecutivo con un aumento de 11% en 2018 y 7,7% a/a en 2019 impulsada tanto por la construcción de infraestructura como por la incorporación de maquinaria y equipos. De este modo, se recupera gradualmente la participación de la inversión en el PIB aunque aún sin alcanzar los ratios más elevados de

otros socios regionales como Chile. La propensión media a consumir, en cambio, se mantendrá relativamente constante en alrededor de 73% ya que el consumo privado se expandirá a un ritmo similar al PIB por el aumento de la masa salarial, en tanto el consumo público continuará perdiendo participación en el margen dado el ajuste fiscal en curso. Las mejores perspectivas de la economía harán que no vuelva a caer significativamente la tasa de participación en el mercado laboral del 46,4% actual, pero estimamos que la tasa de desocupación igualmente continuará reduciéndose hasta alcanzar un promedio de 7,9% en 2018 y 7,7% en 2019 ya que suponemos que la capacidad de la economía de crear empleo estará levemente por encima de los promedios de la década previa.

Las perspectivas de crecimiento de la economía global se mantienen firmes e incluso se han revisado al alza en EEUU y Europa, lo que contribuye a moderar la revisión a la baja del PIB en 2018. Probablemente, el mayor riesgo que enfrentan las proyecciones de crecimiento es un menor dinamismo de la inversión, teniendo en cuenta las demoras en el financiamiento de proyectos de infraestructura que puede generar la reciente implementación de la ley de PPP y un avance lento en las reformas estructurales tendientes a mejorar la productividad argentina. Salvo una prolongación más allá de lo previsto, entendemos que la sequía es un evento transitorio que no afecta el potencial de la economía en el mediano plazo, por lo que mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para 2019 en 3,3%. Como en los 2 años previos, estimamos que la economía continuará rebalanceándose hacia una mayor participación de la inversión y exportaciones, aunque el fuerte crecimiento de las importaciones hará que la contribución del sector externo siga siendo negativa. Tras la sistemática caída registrada desde 2011, el ahorro bruto de la economía argentina finalmente comenzará a recuperarse 3,6% en 2018 y 5,6% en 2019, pero recién alcanzará los niveles previos a la implementación de controles de capital en 2022.

4. Menor inflación a partir de abril aunque sin alcanzar la meta del BCRA

Los precios regulados explican más de un tercio de la inflación del 1° cuatrimestre pero la aceleración de la inflación subyacente tiene mayor incidencia

En febrero, el IPC nacional aumentó 2,4% m/m con una incidencia de precios regulados de 1 punto porcentual debido principalmente al ajuste de tarifas de transporte automotor y por ferrocarril. La inflación acumulada en el 1T18 probablemente supere 6% principalmente por el impacto de los precios regulados, que explican más de 2,2 pp del total acumulado. Considerando además el cronograma de aumentos de precios de gas y electricidad que culmina en abril, estimamos que en los primeros 4 meses del año 2018, la incidencia del aumento de precios regulados habrá ascendido a 3 puntos porcentuales, mientras que en el resto del año acumulará sólo 1,5 pp fundamentalmente por nuevos aumentos de tarifas de energía en el último trimestre y algunos ajustes adicionales en transporte. De todos modos, en el total del año el impacto de los precios administrados será menor que los 7 pp registrados en 2017 y probablemente superior al que se registrará en 2019 dado el adelantamiento del cronograma de ajustes de tarifas al corriente año.

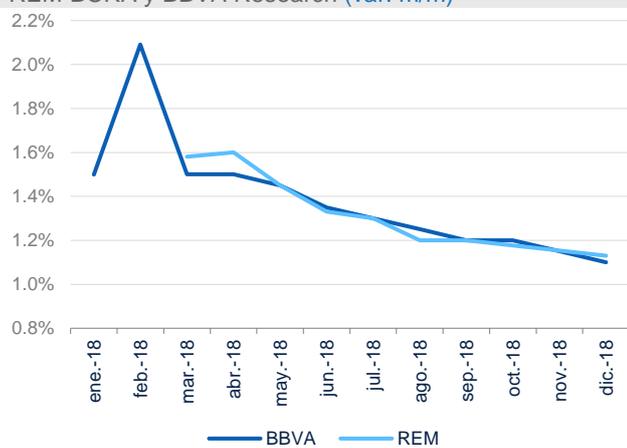
En el primer bimestre del año, también aceleró la inflación núcleo a un promedio de 1,8% mensual, significativamente mayor a la media de 1,4% m/m del 4T17, pero prevemos que se reduzca gradualmente a partir de mediados de año para alcanzar un promedio de 1,15% m/m en el último trimestre (Gráfico 4.1). Si bien las expectativas de inflación de los analistas se han revisado al alza en casi 400 bp luego del cambio de metas del BCRA, el consenso aún estima un descenso de la inflación de más de 4 puntos porcentuales en 2018 y otra baja adicional de 6 pp en 2019, lo cual implica, más allá del cronograma de ajuste de tarifas, una baja sostenida en la inflación núcleo a alrededor de 1,15% en el 4T18 y 0,88% en el 4T19. Esta baja es más gradual que la anteriormente anticipada y probablemente refleja, tal como admite el BCRA, posibles impactos de segunda ronda del aumento de precios regulados sobre la inflación subyacente y cierto traslado a precios de la reciente devaluación especialmente en Combustibles y también en Alimentos que aumentaron más de 2% mensual en el primer bimestre del año, casi 1 pp por encima del promedio de 4T17.

Si bien la escasez de datos hace difícil valorar la magnitud actual del *pass-through* de la devaluación a precios, nuestro análisis preliminar sugiere que se habría reducido bajo el esquema de metas de inflación, considerando un modelo que relaciona la inflación con el tipo de cambio, controlando por la propia inercia de la inflación y por la inflación de EEUU (al usar datos mensuales, no incluimos el *output-gap*).

Las estimaciones señalan que para toda la muestra (1960-2018) el coeficiente de *pass-through* de Argentina es de 3,7 pp ante una depreciación de 10% en un período de 12 meses (Gráfico 4.2). Este valor es elevado en comparación con el resto de América Latina donde el traslado a precios es más cercano a 0,5% (salvo Uruguay). Sin embargo, si consideramos sólo el período post-crisis 2002-15, el coeficiente de traslado a precios baja a 2,8 pp, y si incluimos también el gobierno de Cambiemos, considerando todo el período 2002-18 el coeficiente se reduce a 2 pp.

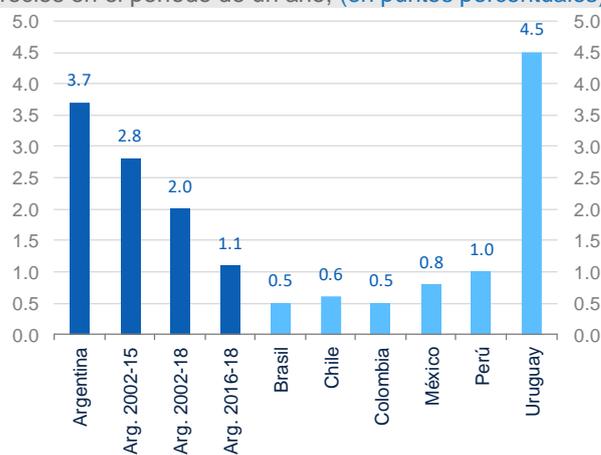
Por último, si sólo estimamos el *pass-through* entre 2015:11 y 2018:2 (con las salvedades que corresponden por las pocas observaciones), el coeficiente baja a 1,1 pp. mostrando una relación entre inflación y tipo de cambio mucho menor bajo el esquema de *Inflation Targeting* (valores similares a Perú).

Gráfico 4.1 Expectativas de inflación subyacente del REM-BCRA y BBVA Research (var. m/m)



Fuente: BCRA y BBVA Research

Gráfico 4.2 Pass-through de 10% de depreciación a precios en el período de un año, (en puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA e INDEC

La política monetaria encuentra apoyo en los acuerdos salariales y el mercado de cambios

Nuestro escenario base respecto a la trayectoria de la inflación es similar al del consenso de analistas ya que la evidencia reciente apunta a una baja más lenta de la inflación subyacente y una incidencia mayor de los ajustes de tarifas que la que preveíamos en diciembre. Estimamos que el IPC Nacional aumentará 19,8% en 2018 y 13,5% en 2019, pero con una notable desaceleración a partir de mayo.

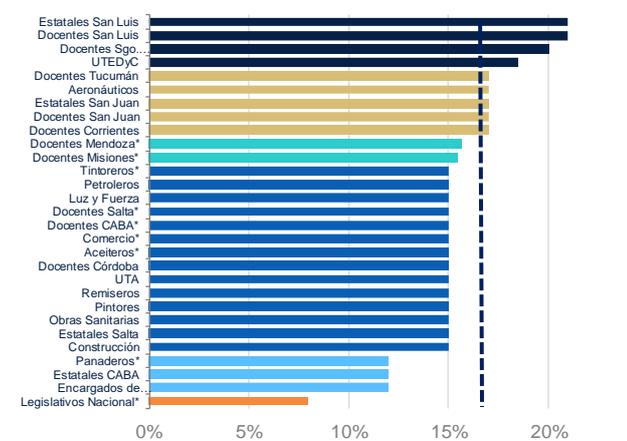
Si bien el aumento del tipo de cambio, aún en un entorno de menor traslado a precios, potenció las presiones inflacionarias en el primer trimestre del año, la relativa estabilidad que prevemos para el peso en lo que resta del primer semestre contribuirá a atemperar el aumento de precios de los transables. Pese al incremento en las expectativas de inflación, la gran mayoría de los acuerdos salariales que se han negociado hasta la fecha para 2018 no se distancian significativamente de la meta de inflación de 15%, aunque incluyen en algunos casos una cláusula de revisión en caso que la inflación supere el objetivo del BCRA (ver Gráfico 4.3). El proceso aún no ha finalizado y quedan algunos acuerdos significativos por lograr como es el caso de docentes, pero lo actuado hasta la fecha sugiere que las negociaciones salariales podrían estar actuando más bien como un ancla nominal.

La política monetaria muestra cierto relajamiento respecto a lo que esperábamos a fin de 2017 vista la reducción de 150 bp en la Tasa de Política Monetaria de enero, los comunicados del BCRA se han hecho más *hawkish* en febrero-marzo, sugiriendo primero que no habrá una baja de la tasa de interés hasta tanto no haya señales claras de que la inflación se ha reducido y luego afirmando que “el BCRA está listo para actuar, ajustando su tasa de política monetaria” si la inflación no converge al nivel buscado luego de estos impactos transitorios. Adicionalmente, a partir de mediados de marzo el Banco Central ha comenzado a intervenir de manera importante en el mercado cambiario para poner un “techo” a la depreciación y absorber pesos, lo cual ha endurecido también la política monetaria.

En este contexto, y considerando que las expectativas de inflación muestran un importante descenso a partir de mayo, la fuerte relajación de la política monetaria que se produjo en enero se irá corrigiendo en la medida que la tasa permanezca sin cambios. Pese a que estimamos una significativa baja en la TPM a 21% a fin de año, la tasa real ex ante (comparada con la inflación subyacente esperada para los siguientes 3 meses anualizada) sería

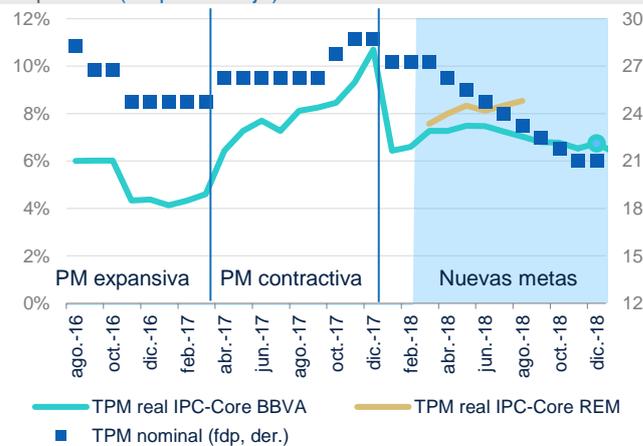
fuertemente positiva en 8,5%, sólo levemente por debajo del 10% registrado a fines de 2017. En promedio del año, la tasa de intervención en términos reales será claramente superior a la de 2017 en que hubo una importante relajación de la política monetaria en el primer cuatrimestre (Gráfico 4.4). En 2019, estimamos que el Banco Central continuará reduciendo la tasa de pases a 7 días en línea con la caída de la inflación hasta alcanzar 14% a fin de año, lo que equivale a una tasa real de interés (comparada con la inflación núcleo esperada en los próximos 3 meses anualizada) cercana a 3%. En el promedio del año, la tasa real se ubicará en 4,5%, 250 bp por debajo de la media de 2018.

Gráfico 4.3 Aumentos pactados en acuerdos salariales por sindicato (en porcentaje)



(*) Sin cláusulas de revisión o gatillo
Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC y BCRA

Gráfico 4.4 Tasa de política monetaria vs. Inflación núcleo esperada (en porcentaje)



La TPM real es la TPM nominal descontada por la inflación resultante de anualizar el promedio de la tasa de inflación núcleo mensual esperada para los 3 meses siguientes
Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC

5. Las cuentas públicas y el financiamiento del déficit anticipan un año sin mayores sobresaltos

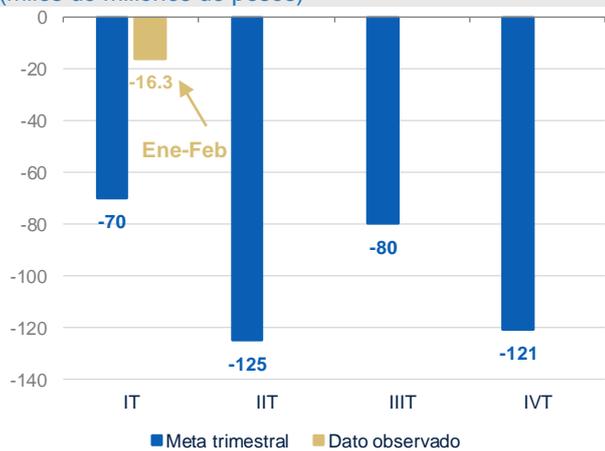
En el primer bimestre del año, el déficit primario se redujo casi 30% a/a y anticipa un sobrecumplimiento importante de las metas del primer trimestre de 2018. Mientras los ingresos aumentaron 22,6% impulsados por impuestos internos como IVA y Débitos y Créditos bancarios, el gasto primario creció 18,9% a/a en virtud de la reducción de subsidios a energía y transporte (-18,5% a/a) y del gasto de capital (-27,9% a/a). Así, se acumula un déficit primario de \$ 16,3 mil millones en el período enero-febrero frente a una meta trimestral de \$ 70 mil millones. En cambio, el déficit total aumentó más de 50% a/a, reflejando el fuerte incremento de 200% en la carga de intereses (Gráfico 5.1).

En el resto del año, esperamos que el crecimiento de los ingresos continúe superando el del gasto primario para alcanzar un déficit de 3,2% del PIB según lo pautado. En 2019, salvo un significativo sobrecumplimiento de los objetivos de 2018 que permita anticipar gastos del año siguiente, la tarea será más compleja ya que la mayor parte de la reducción de subsidios a sectores económicos habrá concluido. Con la nueva fórmula de ajuste de las Jubilaciones y Subsidios sociales, este rubro del Gasto no crecerá significativamente en términos del PIB como sucedió en los últimos años, pero al estar indexado a la inflación pasada recién comenzará a perder peso cuando finalice el proceso de baja y la inflación se estabilice en la meta de largo plazo. En este sentido, el proyecto de modernización del estado y simplificación burocrática contribuirá a aumentar la eficiencia y continuar reduciendo el peso de otros rubros del gasto público, en un contexto de baja gradual de la carga impositiva según lo aprobado en la reforma tributaria de diciembre 2017 (ver Gráfico 5.2).

Las necesidades financieras netas del 2018 ascienden a alrededor de USD 30 mil millones, pero en un entorno internacional menos favorable y en el que la aversión al riesgo ha crecido, las colocaciones en países emergentes se hacen menos atractivas. Afortunadamente, Argentina pudo anticipar la colocación externa de bonos del año con una emisión por USD 9 mil millones en enero antes de la caída de las paridades de bonos americanos. El financiamiento internacional se completará con otro tipo de crédito (por ejemplo, el reciente repo por USD 1.000 millones) y el resto se colocará en el mercado de bonos doméstico. Hasta la fecha se ha emitido bonos en el mercado local por USD 6,2 mil millones con lo cual en total ya se ha asegurado un poco más de 50% de las necesidades del año. Los principales vencimientos de deuda en 2018 (unos USD 15 mil millones) se concentran en Letes en dólares de corto plazo también colocadas en el mercado doméstico y que se han refinanciado hasta ahora sin problemas.

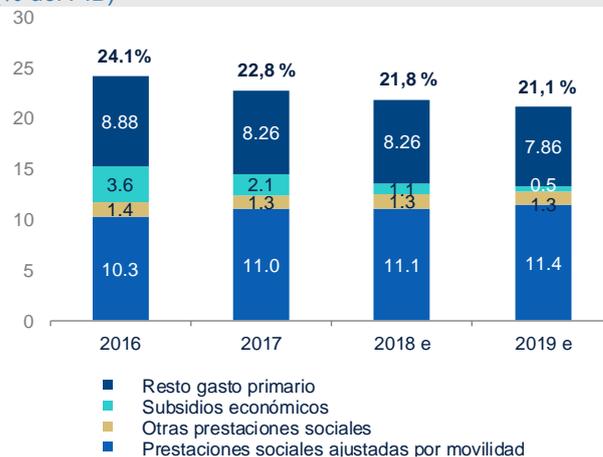
Si bien se han encarecido los rendimientos de la deuda argentina en más de 90 bp y las nuevas colocaciones se hacen a tasas superiores a las del año pasado, Argentina aún podría compensar a futuro el aumento de la tasa de UST10y con una baja del riesgo país si continúa mejorando su desempeño macroeconómico. En este sentido, nuestro modelo de rating propio (que se obtiene de promediar varios modelos) indica que la calificación de Argentina podría subir un escalón en 2018 aún en un escenario más bien conservador que está anclado al promedio histórico de la prima de riesgo global (BAA). Si en lugar de la media histórica utilizáramos un valor más cercano a los valores actuales del BAA, probablemente obtendríamos una mejora adicional del rating. La posible inclusión de Argentina en la categoría emergentes (desde mercado de frontera) en el índice MSCI también permitiría expandir el universo de fondos dispuestos a financiar la transición de Argentina.

Gráfico 5.1 Metas trimestrales de déficit fiscal primario (miles de millones de pesos)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA

Gráfico 5.2 Reducción del gasto primario (% del PIB)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA

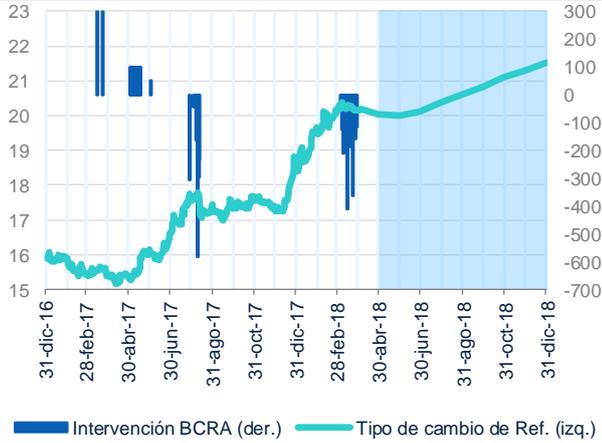
6. Giro en la política cambiaria en un contexto de mayor demanda de dólares

El influjo de dólares proveniente de la colocación internacional de deuda de enero fue adquirido por el BCRA y se acumularon reservas por más de USD 8 mil millones en el primer bimestre, pero esto no atemperó la depreciación del tipo de cambio que se había iniciado a mediados de diciembre y acelerado tras el cambio de metas de inflación. La expectativa de una política monetaria menos astringente junto con la mayor volatilidad internacional de inicios de febrero contribuyeron a potenciar la demanda de divisas y el peso se depreció 15% entre diciembre y enero, luego de prácticamente 6 meses de estabilidad o leve apreciación.

Inicialmente, el BCRA volvió a insistir con la importancia del tipo de cambio flotante para absorber shocks externos y se mantuvo al margen de las operaciones del mercado cambiario dejando que las fuerzas de mercado determinaran la cotización. Sin embargo a inicios de marzo, ante la evidencia de que la pausa en la relajación de la política monetaria no lograba frenar las expectativas de devaluación y se sumaban preocupaciones por el impacto de ésta sobre la inflación, comenzó a intervenir más activamente vendiendo dólares en el mercado cambiario privado, sosteniendo que una depreciación adicional a la ocurrida no estaría justificada por efectos económicos reales. Así, inaugura una etapa de política cambiaria “complementaria” a la política monetaria incluyendo un nuevo instrumento aparte de la tasa de interés. El BCRA acumula ventas USD 2.040 millones en marzo, logrando mantener desde el 9 de marzo el tipo de cambio de referencia por debajo del pico histórico de \$20,387/USD alcanzado el 8 de marzo (Gráfico 6.1). Estimamos que en los próximos 3 meses prevalecerá cierta estabilidad del tipo de cambio en torno a estos valores en consonancia con la acción del BCRA en el mercado y la liquidación estacional de exportaciones agrícolas. En el segundo semestre esperamos una suave depreciación en línea con la reducción gradual de la tasa de interés y los menores flujos de exportación hasta alcanzar \$ 21,5/USD en diciembre. Si bien luego de 2 años, por primera vez la tasa de depreciación (21,5%) superaría a la inflación en 2018, cabe destacar que la mayor parte del debilitamiento del peso se produjo en los primeros meses del año y que en el segundo semestre sólo perdería fortaleza en un 7%. Este proceso se revertiría nuevamente en 2019 ya que el tipo de cambio se depreciaría 9,5%, por debajo de la inflación, hasta alcanzar \$ 23,5/USD a fin de año.

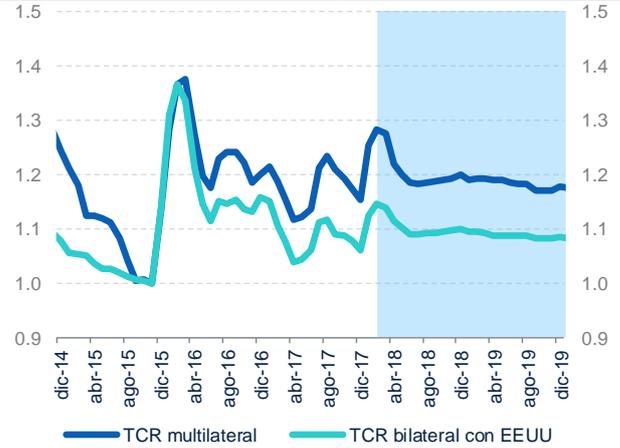
Así, en términos del índice de tipo de cambio real multilateral (ITCER), en el corriente año el peso mejorará su competitividad en un 4%, mientras que en relación al dólar estadounidense se depreciará 3,8% en términos reales. Actualmente, el tipo de cambio real multilateral se ubica en niveles similares a los de enero 2016, inmediatamente posterior a la liberación del cepo, y un 19% más apreciado que su promedio de largo plazo pese a que el BCRA considera que está en un nivel “relativamente elevado”. Si bien prevemos que la gradual erosión de la inflación continúe apreciando el ITCER en 1,8% hasta fin de 2019 (Gráfico 6.2), las reformas estructurales y la mejora de productividad permitirán un tipo de cambio de equilibrio más apreciado que en el contexto previo de distorsiones macroeconómicas y debilidad institucional.

Gráfico 6.1 Tipo de cambio de referencia e intervención del BCRA (USD millones)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA

Gráfico 6.2 Tipo de cambio real bilateral y multilateral (índice base 1= noviembre 2015)



Fuente: BBVA Research, INDEC, BCRA y Haver

7. La mejora de exportaciones disminuye el ritmo de deterioro del sector externo

En 2017, el déficit en cuenta corriente aumentó más de 2 puntos del producto llegando al récord de los últimos 20 años de 4,8% del PIB. Es probable que el ajuste en el tipo de cambio real que ya se ha producido en 2018 tenga un efecto positivo, aunque acotado, sobre el déficit en cuenta corriente. Si bien la elasticidad de las exportaciones e importaciones de bienes al tipo de cambio real es baja en Argentina -ver "Exportaciones Argentinas: ¿Cómo lograr un mayor dinamismo?" Ago.2017 ([link](#)) -, prevemos que la devaluación ponga cierto freno a las salidas por turismo y el déficit de servicios reales y en el margen modere el deterioro del déficit en cuenta corriente que se ve afectado principalmente por el rápido crecimiento de la economía y en particular de la inversión. Así, el déficit externo aumentaría a un menor ritmo en 2018 a 5,4% del PIB principalmente por el deterioro del balance comercial ya que asumimos que el déficit de servicios reales y de rentas de la inversión se mantendrá relativamente constantes en términos del PIB. Suponiendo un nuevo aumento moderado del desequilibrio comercial, compensado parcialmente por menores salidas por dividendos y turismo, el déficit en cuenta corriente se aumentaría ligeramente a 5,5% del PIB en 2019.

En el primer bimestre de 2018, el déficit comercial se mantuvo entorno a USD 900 millones mensuales, similar nivel al observado en el último trimestre del año anterior. Las exportaciones mostraron un crecimiento acumulado de 5,8% a/a (muy superior al -0,4% a/a del 4T17) en tanto las importaciones también aceleraron de 14% al 25,9% a/a. El aumento de cantidades estuvo acompañada por una mejora en precios de exportación (+ 4,6%) en relación a los precios de importación (+2,7%) que sufrieron el impacto de caídas en los precios de bienes de capital y piezas y accesorios importados.

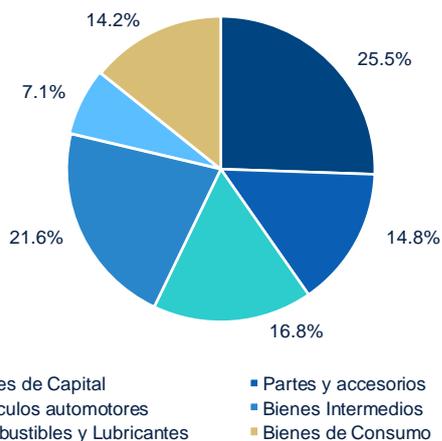
Este comportamiento de las exportaciones obedece principalmente a la mayor exportación de productos primarios por el aumento en la cosecha de trigo y la baja de retenciones a la soja ya que las exportaciones de productos manufacturados (MOI) mantienen el ritmo de crecimiento de 10% del año pasado. Estimamos que en el total del año, las cantidades exportadas desacelerarán hasta +4,5% por el efecto de menor oferta de maíz y soja debido a la sequía, en parte compensado por la liquidación de inventarios acumulados en 2017 ante los mayores incentivos provenientes de la depreciación del tipo de cambio, la suba del precio internacional de la soja y la reducción de impuestos a la exportación. A su vez, las exportaciones de autos y otros productos industriales seguirán sostenidas por la mayor demanda de Brasil. También prevemos que las importaciones desaceleren significativamente en lo que resta del año tras el fuerte impulso de 2017, en gran parte basado en el dinamismo de los bienes de capital y sus repuestos que explican el 40% del aumento de importaciones del año. Si incluimos las importaciones de automóviles (una parte de las cuales pueden incluirse dentro bienes de capital) la suma de bienes de capital y de consumo durable explica un 57% del incremento de las importaciones ocurrido en 2017.

Así, mantenemos la previsión de déficit comercial en USD 12,1mil millones en 2018 y USD 14,5 mil millones en 2019 ya que las importaciones, aun considerando una elasticidad ingreso similar a promedios históricos, continuarán creciendo a tasas superiores a las exportaciones hasta que empiecen a sentirse los efectos de las reformas tendientes a mejorar la competitividad. Los términos de intercambio jugarán un rol positivo en 2018 debido a la mejora del precio de la soja y los aceites, pero volverían a deteriorarse levemente en 2019.

En lo que se refiere a la cuenta capital, no se evidencia aún un rápido aumento de la IED y adicionalmente hay cierta desaceleración de los flujos de portafolio hacia Argentina luego del cambio de metas de inflación y la volatilidad reciente del mercado cambiario. Sin embargo, estimamos que la continuidad de tasas de interés reales elevadas seguirá atrayendo flujos de *carry trade* en el resto del año (aunque no al ritmo que se verificó en 2017). Al mismo tiempo, la depreciación del peso reducirá algo el grado de dolarización de portafolios, permitiendo que

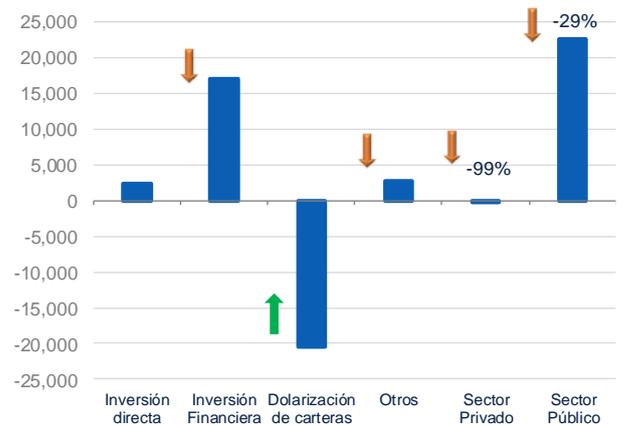
en el año las reservas internacionales del BCRA acumulen una mejora de USD 4 mil millones. Al igual que en 2017, el principal factor detrás del ingreso de capitales serán las colocaciones de deuda del sector público, tanto en el mercado internacional como en el local, ya que la cuenta capital del sector privado seguirá siendo levemente deficitaria considerando que los flujos financieros y de inversión extranjera directa aún son insuficientes para compensar las salidas por el ahorro de residentes en activos externos (Gráfico 7.2)

Gráfico 7.1 Crecimiento de las importaciones en 2017: participación por rubro (en %)



Fuente: Indec y BBVA Research

Gráfico 7.2 Estimación Cuenta Capital Balanza Cambiaria 2018 (millones de dólares y variación % a/a respecto 2017)



Fuente: Indec, BCRA, Haver y BBVA Research

8. Los principales riesgos provienen de un escenario externo adverso que frene el acceso al financiamiento

Escaso avance de las reformas económicas en 2018-2019 no estimula fuerte crecimiento de la inversión

Los dos principales proyectos económicos que se tratarán en el Congreso son la Ley de Financiamiento Productivo (ex Mercado de Capitales) y el de Modernización y desburocratización del estado. Ambos cuentan cierto grado de avance en la discusión y buenas posibilidades de ser aprobados y tendrían un impacto favorable en términos de estimular la inversión y mejorar la competitividad de la economía. En el primer caso, permitiría atraer la entrada al mercado de más participantes extranjeros brindando mayor seguridad jurídica, lo cual es clave para uno de los ejes del programa del gobierno que es la expansión del programa de infraestructura basado en Participación Pública y Privada. La reducción de los costos burocráticos del estado, a su vez, mejoraría la rentabilidad de las empresas y su potencial de competencia en el mercado internacional.

El proyecto de reforma laboral completa (que reducía costos de indemnización y litigiosos) probablemente no sea tratado este año pero se logrará en cambio avanzar con las iniciativas de blanqueo de trabajadores informales y recalificación de trabajadores desocupados. El impacto económico será menor al del proyecto original pero al menos un pequeño avance en la dirección correcta que cuenta con el aval de las organizaciones sindicales.

En un contexto financiero internacional más complejo con probabilidad de mayor suba de tasas en EEUU y riesgo proteccionistas (aunque por el momento Argentina ha sido exceptuada de los aranceles sobre acero y aluminio que impuso EEUU), se profundizará la estrategia de continuar privilegiando la “inserción inteligente” en el mundo con el probable inicio del proceso de acceso a la OCDE a partir de mayo y la no desdeñable posibilidad de llegar a un acuerdo político (aún sin limar las asperezas comerciales) con la Unión Europea.

Sin embargo, este moderado avance en mejorar la competitividad de la economía argentina podría resultar insuficiente para atraer las inversiones necesarias. El aumento de la inversión extranjera no sólo es un requisito para frenar el aumento del endeudamiento externo que se ha producido en el último año, sino también para aumentar el potencial de crecimiento de la economía en el largo plazo. En un escenario internacional de riesgo muy adverso, el riesgo de un “*sudden stop*” en los flujos de capital podría llevar a un ajuste abrupto en el nivel de actividad de modo de balancear el déficit externo. Si bien el descontento social frente a las presiones inflacionarias parece estar contenido y no ofrece un flanco importante de riesgo, una caída del nivel de actividad y aumento del desempleo no sólo pondría en riesgo la consecución de las metas fiscales, sino también la posibilidad de cumplir con la meta declarada del presidente Macri de reducir la pobreza y sus chances electorales para 2019.

9. Tablas

Tabla 9.1 Previsiones macroeconómicas anuales

	2016	2017	2018e	2019e
PBI INDEC Base 2004 (% a/a)	-1,8	2,9	2,6	3,3
Inflación IPC Nacional (% a/a, fdp)	39,4	24,8	19,8	13,5
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	15,8	17,7	21,5	23,5
Tasa de política monetaria (% fdp)	24,8	28,8	21,0	14,0
Consumo Privado (% a/a)	-1,0	3,6	2,6	3,1
Consumo Público (% a/a)	0,3	2,0	1,6	2,4
Inversión (% a/a)	-4,9	11,3	11,0	7,7
Resultado Fiscal (% PIB)	-5,8	-6,0	-5,2	-4,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,7	-4,8	-5,4	-5,5

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	1,0	35,0	15,0	38,0
T2 16	-3,6	45,7	14,1	30,8
T3 16	-3,3	42,7	15,1	26,8
T4 16	-1,1	39,4	15,8	24,8
T1 17	0,6	32,2	15,5	24,8
T2 17	3,0	21,8	16,1	26,3
T3 17	3,8	23,8	17,2	26,3
T4 17	3,9	24,8	17,7	28,8
T1 18	1,8	25,0	20,2	27,3
T2 18	2,6	24,5	20,1	25,3
T3 18	2,8	22,8	20,7	23,0
T4 18	3,1	19,8	21,5	21,0
T4 19	4,1	16,3	21,9	19,0
T4 19	3,6	14,6	22,4	17,1
T4 19	3,1	14,0	23,0	15,5
T4 19	2,4	13,5	23,5	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 y Uruguay

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Marcos Dal Bianco
marcos.dalbiano@bbva.com

María Celeste González
celeste.gonzalez@bbva.com

Adriana Haring
aharing@bbva.com

Mario Iparraguirre
mario.iparraguirre@bbva.com

Juan Manuel Manias
juan.manias@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA
Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Economía Digital

Alejandro Neut
robertoalejandro.neut@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

Regulación Digital y

Tendencias
Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Sistemas Financieros

Olga Cerqueira
olga.gouveia@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 Big Data

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

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: Av. Córdoba 111 piso 23. C1054AAA - Buenos Aires (Argentina).
Tel.: (+54) 11 4346 4000 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com