

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Argentina

Tercer trimestre 2018

The BBVA logo, consisting of the letters "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, set against a teal square background.

Creando Oportunidades

Índice

1. Resumen	3
2. Economía global: crecimiento robusto pero con ciertos signos de moderación e intensificación de los riesgos	5
3. Argentina: abrupto fin del sueño gradualista	7
4. Pese al buen desempeño de la actividad en el 1T18, la economía crecerá sólo 0,5% en 2018 por la sequía y la crisis cambiaria	9
5. Las nuevas metas más laxas de inflación incorporan el impacto de la devaluación pero podrían verse superadas nuevamente	11
Recuadro: Una medida alternativa de inflación subyacente para Argentina	13
6. El fuerte endurecimiento de la política monetaria para combatir la corrida cambiaria no sería relajado en el corto plazo	15
7. Un ajuste fiscal a mayor ritmo requerirá acuerdos políticos para alcanzar las metas acordadas con el FMI en 2019	17
8. El ajuste del sector externo requiere un tipo de cambio real depreciado y estable	19
9. En un escenario internacional aún adverso, el programa de ajuste requerirá navegar con cuidado el clima político y social para no poner en riesgo los avances estructurales	21
10. Tablas	23

Fecha de cierre: **20 de julio de 2018**

1. Resumen

La economía internacional sigue estando sometida a las tensiones de fuerzas dispares, entre el buen desempeño económico y factores potencialmente negativos como el impacto sobre inflación del aumento del precio del petróleo y las medidas proteccionistas. En un contexto de mayor aversión al riesgo, las tensiones financieras en países emergentes han aumentado de forma generalizada por la depreciación de las divisas y la ampliación de las primas de riesgo, aunque se han diferenciado negativamente los países con mayores necesidades de financiación externa, tal es el caso de Argentina. La consolidación fiscal y los avances de productividad de Argentina fueron demasiado lentos como para asegurar la sostenibilidad de deuda en este entorno, lo que sumado a errores de política propios, provocó el cierre de los mercados de crédito para el país, y fuertes tensiones en el mercado de cambios local. Para recuperar la credibilidad y lograr un proceso de ajuste ordenado, en junio el gobierno firmó un acuerdo *stand-by* con el FMI por USD 50 mil millones, sujeto al cumplimiento de metas fiscales más estrictas y objetivos de aumento de reservas internacionales, junto con compromisos de reforzar la autonomía del BCRA.

Sin embargo, la volatilidad cambiaria se mantuvo hasta principios de julio, con una depreciación acumulada del peso de 47% desde fin de 2017, obligando al BCRA a subir y mantener la tasa de intervención en 40% y profundizar la astringencia monetaria a través de intervenciones en el mercado secundario de Lebac y suba de encajes. Es probable que la reducción de la tasa de política monetaria recién se inicie a fines del 3T hasta llegar a 32% a fin de 2018, sin descartar niveles más altos y mayor volatilidad en las tasas de Lebac ante el nuevo esquema de política monetaria de seguimiento cercano de los agregados monetarios

Como consecuencia de la fuerte incertidumbre y políticas monetarias y fiscales más contractivas, estimamos que la economía sufrirá una contracción en 2T (-2,1% t/t) y 3T (-0,8% t/t) que se sumará al fuerte impacto de la sequía. Sin embargo, en el año la economía crecerá 0,5% debido principalmente al desempeño muy positivo del 1T18. Las buenas perspectivas para el sector transable post-devaluación, en particular para el sector agrícola, impulsará la recuperación de la economía en 4T18 que creemos se consolidará en 2019 ante la mejora de la confianza y el salario real para alcanzar un crecimiento promedio de 1,5%.

La rápida depreciación del peso produjo una aceleración de la inflación subyacente que promedió casi 3 % mensual en 2T18. Esperamos una lenta desaceleración, en línea con la estabilización del mercado cambiario, hasta alcanzar un aumento del IPC de 29,6% a/a en diciembre 2018 y 21% en 2019, algo por encima del objetivo central, pero dentro de las bandas externas del FMI. La consecución de las nuevas metas dependerá fundamentalmente de los niveles de *pass through* que esperamos se vean contenido por la caída de actividad y la dureza de la política monetaria.

Considerando la caída del déficit primario de 26,7% a/a a junio, es probable que la meta corregida de 2,7% del PIB podrá ser cumplida inclusive con cierta holgura lo cual mejora la factibilidad de alcanzar el objetivo de déficit primario de 1,3% del PIB pactado para 2019. Esto requerirá no sólo continuar con la baja prevista de subsidios a la energía y transporte y el recorte de obra pública anunciado, sino una mayor reducción de gastos salariales y de transferencias discrecionales a provincias que deberá ser negociada con los gobernadores para la aprobación del Presupuesto 2019 en el Congreso.

La devaluación y el menor crecimiento económico tenderán a ajustar el desequilibrio externo principalmente por menor crecimiento de importaciones y por la reducción del déficit en servicios, especialmente turismo, pero el proceso será lento, de alrededor de 0,2 pp del PIB en 2018 y de 0,6 pp en 2019 en parte por la debilidad de las exportaciones debido al impacto de la sequía. El ajuste del desequilibrio en cuenta corriente es crucial para detener la pérdida de reservas internacionales, pero la moderada recuperación de las reservas en línea con lo

pactado con el FMI sólo se logrará si la fuerte depreciación frena, como esperamos, el atesoramiento de dólares por parte de residentes.

Es clave que la ganancia de competitividad cambiaria de 25% en lo que va de 2018, se mantenga en el tiempo ya que las exportaciones reaccionan no sólo a un tipo de cambio real alto, sino estable. Estimamos que el tipo de cambio nominal se mantendrá relativamente estable en 2018, en tanto que en 2019 tendrá una variación inferior a la tasa de inflación (32,9 ARS/USD fdp), con lo cual en términos reales el peso se fortalecerá moderadamente en alrededor de 3% en los próximos 18 meses.

El entorno internacional podría continuar deteriorándose y no pueden descartarse nuevos episodios de riesgo que afecten con severidad a Argentina dado que, pese al auxilio del FMI, el Tesoro necesitará seguir colocando deuda de relativo corto plazo para absorber el excedente de Lebac. Se ha logrado evitar un ajuste desordenado en el nivel de actividad, pero los próximos meses verán un deterioro en la economía y empleo junto con una aceleración de la inflación que podría repercutir sobre la conflictividad social. En el mediano plazo, el mayor riesgo para la economía es que la atención de las urgencias coyunturales, junto con el costo político de rebalancear la economía hacia un mayor ahorro, lleve al gobierno no sólo a pausar las reformas estructurales (como la laboral) sino a dar marcha atrás con los pactos fiscales ya alcanzados, poniendo en peligro la reducción de impuestos distorsivos. En lo que hace al potencial de Argentina como destino de inversión extranjera directa, no sólo cuenta la dotación de recursos naturales y el tamaño del mercado sino que la estabilidad jurídica e institucional es una variable clave a la hora de determinar el atractivo de una economía para los inversores de largo plazo.

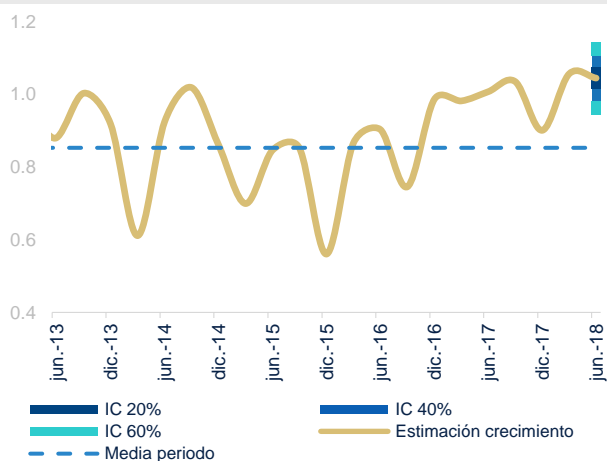
2. Economía global: crecimiento robusto pero con ciertos signos de moderación e intensificación de los riesgos

La economía internacional sigue estando sometida a las tensiones de fuerzas dispares, entre el buen desempeño económico de los últimos trimestres, prolongado ahora por el estímulo fiscal de la economía estadounidense y la estabilidad de la economía china, y varios factores potencialmente negativos que se han ido generando en lo que va de año, pero que de momento no han tenido reflejo directo en la actividad.

El crecimiento mundial se habría desacelerado ligeramente en el segundo trimestre del año (Gráfico 2.1). Aunque el ritmo de expansión se mantiene sólido, lo está haciendo de una manera menos sincronizada, con una aceleración del crecimiento en EE.UU. que contrasta con ciertas señales de moderación en China y algunas economías emergentes y de manera más intensa en la Eurozona.

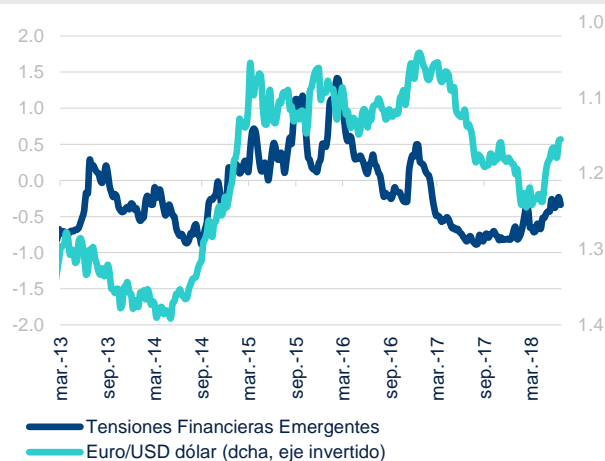
El mayor crecimiento de la economía estadounidense, impulsada por las medidas fiscales y la recuperación del comercio global a principios de año, siguen sustentando la fortaleza de la recuperación global. Sin embargo, se han ido desvaneciendo algunos de los apoyos al crecimiento que existieron durante los últimos años, a la vez que ha aumentado la incertidumbre.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial (variación % t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Tipo de cambio euro-dólar e índice BBVA de tensiones financieras en mercados emergentes



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Un primer factor proviene de la retirada de EE.UU. del acuerdo nuclear con Irán, que supuso un shock en la oferta en el mercado de crudo que ha aumentado el precio del petróleo en alrededor del 20% en lo que llevamos de año. Lo anterior presionará al alza la inflación de manera adicional y ha propiciado que los bancos centrales hayan dado un paso más en la normalización de la política monetaria. En particular la de la Fed, que en lo que va de año acumula una suba de 50 puntos básicos de sus tasas de referencia hasta el 2% y proyecta acelerarlas al 2,50% al cierre del año y al 3,25% a finales de 2019. El diferencial de tasa de interés y de crecimiento favorable en EE.UU. frente al resto de geografías ha resultado en una apreciación generalizada del dólar.

Un factor adicional de incertidumbre durante los últimos meses viene asociado al aumento de las tensiones comerciales. Todavía es pronto para saber qué medidas prevalecerán finalmente de las ya aprobadas por la administración americana, de las preanunciadas y de las posibles contramedidas de los socios comerciales, y tampoco es fácil discernir su impacto en el comercio y la actividad. En principio, el efecto directo a través del canal comercial de las medidas anunciadas hasta ahora sería limitado. Sin embargo, en estos momentos están bajo discusión medidas adicionales por parte de EE.UU. y posibles represalias por parte de los países afectados, con un efecto que ya sería significativo sobre el crecimiento, a lo que habría que añadir potenciales efectos indirectos sobre la confianza de los mercados financieros y los agentes económicos en función de la magnitud del conflicto comercial.

Como consecuencia de estas incertidumbres, se ha producido ya un reajuste en la percepción de riesgo global, especialmente en los países emergentes. Las tensiones financieras en países emergentes han aumentado de forma generalizada (Gráfico 2.2), por la depreciación de las divisas y la ampliación de las primas de riesgo, aunque se han diferenciado negativamente los países con mayores necesidades de financiación externa.

Las previsiones globales para los próximos dos años se mantienen sin cambios, en 3,8%, apoyadas en el sólido crecimiento de EEUU. No obstante, el menor grado de sincronización observado recientemente se refleja en una revisión a la baja en el crecimiento esperado para 2018-19 tanto para la Eurozona como Sudamérica (principalmente Argentina y Brasil), mientras que mantenemos las previsiones para los próximos años en EE.UU. y China, tras registrar un buen desempeño económico en la primera parte del año y con unos fundamentales aún sólidos para la demanda interna.

El escenario global sigue estando sujeto a riesgos mayoritariamente negativos, que en los últimos meses han aumentado. Por un lado, el riesgo de una guerra comercial se ha intensificado tras las últimas medidas adoptadas por EE.UU. y la respuesta por parte de China, principalmente, y en menor medida por el resto de países afectados. A esto se suman nuevas amenazas proteccionistas que involucrarían los intereses de sectores importantes en otras regiones, como el sector del automóvil en Europa, México, Canadá o Japón. Si bien el impacto directo de las medidas, comentado más arriba, sería limitado, el riesgo de una guerra comercial podría lastrar la confianza, aumentar la aversión al riesgo de los mercados y frenar los flujos globales de inversión directa, con el consecuente impacto en el potencial de crecimiento global.

Por otro lado, en un entorno financiero más volátil, se incrementaría el riesgo sistémico en economías emergentes. La combinación de un mayor riesgo proteccionista sumado a los de una normalización más acelerada de la política monetaria en EE.UU. y una posible desaceleración en la economía mundial podría disparar la percepción de riesgo en los mercados financieros emergentes, elevando la probabilidad de una disminución brusca o incluso reversión de los flujos de capital. En este contexto, el riesgo de un ajuste brusco de la economía China se mantiene, ya que algunas medidas para responder a una posible guerra comercial podrían limitar y retrasar el proceso de desapalancamiento y de reestructuración de esa economía.

3. Argentina: abrupto fin del sueño gradualista

Diferenciación negativa de Argentina al aumentar la aversión al riesgo global

En nuestro informe anterior alertábamos sobre el riesgo de un *sudden stop* del financiamiento externo para Argentina dado su creciente déficit en cuenta corriente (4,9% del PIB en 2017) y el inadecuado nivel de reservas para enfrentar un abrupto endurecimiento de las condiciones en el mercado de crédito internacional. Sin embargo, el impacto sobre el mercado de cambios local de las tensiones financieras globales fue muy superior al estimado, en parte por errores de política previos y por las dudas sobre el manejo de la crisis cambiaria.

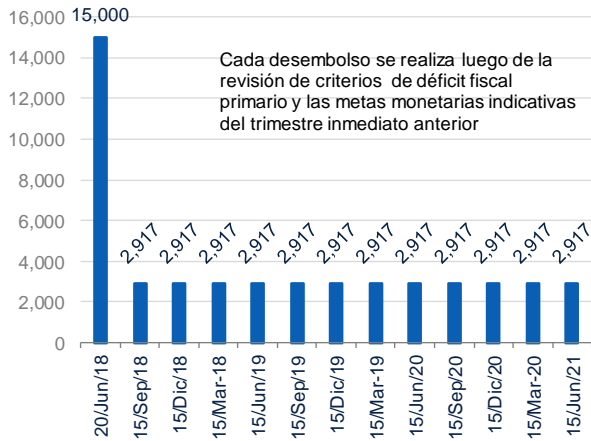
Para mediados de mayo, la devaluación del tipo de cambio ya había alcanzado 32% respecto a diciembre 2017 y 20% desde fin de abril, pese a frecuentes intervenciones y una pérdida de reservas del BCRA de casi USD 12mM de los máximos de enero. La falta de credibilidad del BCRA para moderar la corrida cambiaria y la fuga de capitales llevó al gobierno a solicitar asistencia al FMI para recuperar la credibilidad de los mercados y lograr un proceso de ajuste ordenado de la economía sin *crowding out* del sector privado. Hacia mediados de junio el acuerdo estaba cerrado y anunciado: un préstamo *Stand by* de alto acceso por USD 50.000 millones a 3 años sujeto al cumplimiento de metas fiscales más estrictas y objetivos de reservas internacionales netas, pero con metas de inflación más relajadas y sin pedido de reformas estructurales más amplias. Se enfatizó la necesidad de dar mayor independencia al Banco Central con reformas que incluyen principalmente la prohibición inmediata de seguir financiando al Tesoro y el saneamiento del balance del BCRA a través de la reducción del stock de Lebac, pero el acuerdo no incluyó otros condicionamientos como reformas estructurales en el terreno laboral o previsional, aunque sí previó un piso para el gasto social que pudiera elevarse en 0,2% del PIB en caso de deterioro profundo de las condiciones de los sectores más vulnerables.

A pesar de la contundencia del monto del crédito y la velocidad con que se obtuvo el primer desembolso de USD 7.500 millones (ver Tabla 3.1), el mercado de cambios recién comenzó a estabilizarse a principios de julio, tras el cambio de Presidente del Banco Central y la implementación de un nuevo apretón monetario. En un país acostumbrado a cambios abruptos de precios relativos con una elevada propensión a la dolarización de carteras por parte de los ahorristas, la corrida cambiaria incrementó significativamente la incertidumbre respecto al futuro económico, deteriorando la imagen del gobierno y la confianza del consumidor hacia niveles de mayor pesimismo.

El abundante financiamiento internacional de 2016-2017 posibilitó la aspiración inicial del gobierno de Macri de evitar que la necesidad de corregir los desequilibrios macroeconómicos heredados de la gestión anterior resultase en un ajuste abrupto de la economía. Sin embargo, la consolidación fiscal y los avances de productividad logrados por Argentina fueron, a ojos de los mercados, demasiado lentos como para asegurar la sostenibilidad de los ratios de deuda en un entorno global de fuerte caída de la liquidez y los flujos hacia emergentes. En este contexto, y sumado a errores de política propios como el cambio de metas del BCRA en diciembre de 2017 y la consiguiente baja de tasas de interés de enero de 2018, provocó la retirada de capitales privados extranjeros de Argentina y el cierre de los mercados para el país, y resultó inevitable ir hacia una reducción del desequilibrio fiscal y externo a mayor ritmo que el verificado en los dos primeros años de gestión, con el consiguiente deterioro (Gráfico 3.2) de las expectativas de mejora de ingresos que había marcado el primer período de la administración de Cambiemos.

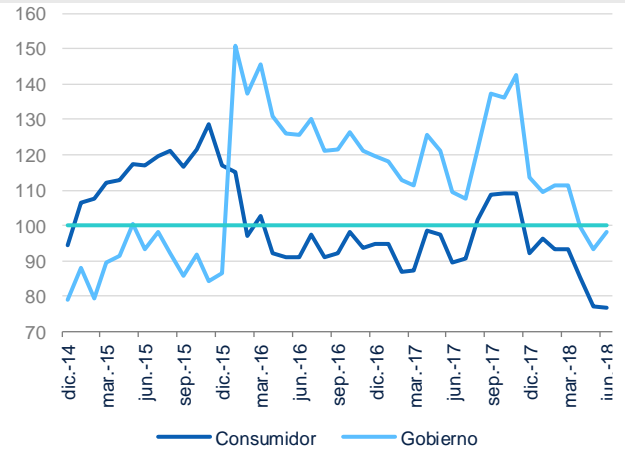
Nuestra valoración del acuerdo con el FMI es positiva, ante el cierre del mercado de capitales para emergentes en general y para Argentina en particular, ya que evita un ajuste fiscal y de la cuenta corrientes más abrupto de lo que sería sin el apoyo del organismo. La clave ahora es que se termine de consolidar la estabilización del mercado cambiario, y que el gobierno cumpla las nuevas metas fiscales, de modo de ganar acceso al mercado de capitales en 2019 ya con un sendero fiscal y de deuda más sostenible.

Gráfico 3.1 Cronograma de desembolsos del Stand-by del FMI (USD millones)



Fuente: BBVA Research sobre Memorándum de entendimiento FMI

Gráfico 3.2 Índice de Confianza del consumidor y Confianza en el gobierno (Base 100= promedio histórico)



Fuente: BBVA Research a partir de CIF-Universidad Di Tella

4. Pese al buen desempeño de la actividad en el 1T18, la economía crecerá sólo 0,5% en 2018 por la sequía y la crisis cambiaria

La actividad mantuvo en el primer trimestre del corriente año la tendencia expansiva registrada desde mediados de 2016, con un crecimiento del PIB de 1,1% t/t (en términos desestacionalizados) y 3,3% a/a. Sin embargo los primeros indicadores de actividad del segundo trimestre ya muestran una importante desaceleración por efecto de la sequía que provocó una caída de 39% a/a en la cosecha de soja y 15% a/a en la de maíz. En mayo, por primera vez en 12 meses se produjo una contracción de actividad industrial de -1,2% a/a (EMI), en parte influida por menor producción de alimentos por la molienda de oleaginosas, a la vez que se evidenció una significativa desaceleración en la actividad de la construcción desde 14,5% a/a en el primer cuatrimestre de 2018 a 5,8% a/a en mayo debido a la ralentización de la obra pública y menor inicio de obras privadas. Estimamos que la tendencia negativa se profundizará en junio (mes en que la volatilidad cambiaria y las tasas de interés se mantuvieron muy elevadas), para cerrar el segundo trimestre con una caída del PIB de 2,1% (desestacionalizado) respecto al 1T18.

Es probable que la aceleración de la inflación por la volatilidad cambiaria produzca una caída de ingresos reales, lo cual, junto con tasas de interés aún muy altas, conducirá a un retraimiento de las decisiones de consumo e inversión que llevará a una contracción adicional de la economía (-0,8% t/t desestacionalizado) en el tercer trimestre de 2018. Creemos que la actividad volverá a recuperar modestamente (+0,2% t/t) en 4T18 de la mano de una importante cosecha de trigo y de mejores perspectivas de siembra para maíz y soja (ver Gráfico 4.1). El principal impacto de la crisis cambiaria se reflejará en el consumo privado por la caída de ingresos reales y el consumo público (por el ajuste fiscal) ya que, aunque en menor medida, la inversión continuará creciendo por arriba del promedio (6,4% en 2018 desacelerando fuertemente respecto a 18,3% a/a en 1T18) debido a la continuación de los proyectos ya iniciados y la implementación de programas de construcción de redes viales y ferroviarias financiados a través del esquema de participación pública privada (PPP). El ajuste del sector externo será lento ya que las exportaciones de bienes no reaccionarán rápidamente, signadas por la sequía, (+3% a/a en cantidades en 2018 vs. -0,4% en 2017) mientras que la inercia de las importaciones, que aumentaron a un ritmo de 16,5% a/a en 1T18, evitará una caída en promedio en 2018, que recién se verificará en 2019.

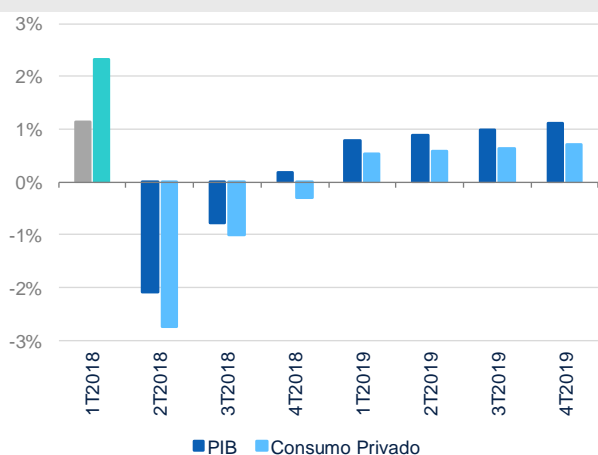
En el próximo año, principalmente debido al arrastre estadístico negativo del 2018, la economía sólo crecerá 1,5% en promedio, aunque a fines de año el PIB ya estaría un aumento de 3,9% a/a impulsado por la recuperación de las exportaciones (+2,3% a/a) y la inversión (+4,3% a/a). La economía continuará creciendo a un ritmo en torno a 0,8/0,9% trimestral, una vez superado el impacto de la crisis, y considerando el efecto favorable de la depreciación del peso sobre turismo y otros sectores transables (como el vitivinícola y maderero) que mejorarán el desempeño de las economías regionales.

Nuestras previsiones, tanto para el corriente año como para el próximo, dependen de que se produzca una estabilización de la crisis cambiaria a partir de este segundo semestre y también de que el cambio de precios relativos (depreciación del tipo de cambio real) ocurrido se mantenga en el tiempo de modo de estimular la demanda de sectores transables y alentar la sustitución de algunas importaciones. La economía podría desacelerar más de lo previsto si continúa la volatilidad y las dudas sobre el futuro de la economía y sobre todo si se traslada a precios rápidamente gran parte de la devaluación, erosionando la corrección del exceso de apreciación cambiaria logrado hasta ahora.

El desempleo, que había retrocedido significativamente a fines de 2017, probablemente volverá a aumentar en los próximos trimestres como consecuencia de la caída en el nivel de actividad económica. Los datos de la seguridad social a abril ya muestran un estancamiento del empleo registrado (tanto público como privado) desde fines de 2017 a la vez que se ha producido un pequeño retroceso de 0,5% en los trabajadores independientes que sugiere cierto deterioro en los empleos ocasionales.

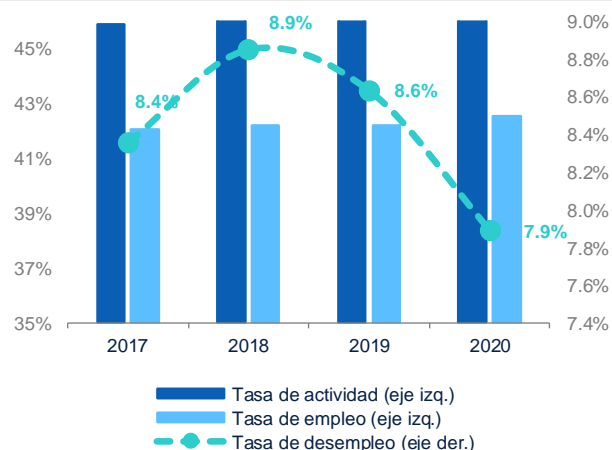
El aumento de la tasa de desempleo en 2018, sin embargo, será relativamente moderado a 8,9%, ya que actuarán como factores mitigantes un posible retroceso moderado de la tasa de participación laboral (autoexclusión del mercado laboral por menores posibilidades de conseguir trabajo) y ciertos programas preventivos del gobierno como el REPRO que otorgan subsidios a empresas para mantener la fuerza laboral (Gráfico 4.2). En 2019, la desocupación volvería a retroceder modestamente de la mano de la recuperación de la actividad económica, aunque recién en 2020 se ubicará por debajo del 8%, suponiendo que la participación laboral se mantiene levemente por debajo de los valores actuales.

Gráfico 4.1 Crecimiento del PIB y Consumo privado (variación % t/t ajustado por estacionalidad)



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC

Gráfico 4.2 Tasa de actividad, empleo y desocupación (en % de la población urbana y de la PEA)



Fuente: BBVA Research sobre datos de INDEC

5. Las nuevas metas más laxas de inflación incorporan el impacto de la devaluación pero podrían verse superadas nuevamente

Las expectativas de una baja de la inflación a niveles inferiores al 2% mensual a partir de mayo se vieron nuevamente frustradas por la rápida depreciación del peso (que acumula un aumento de 32% desde fines de abril), pese a que no hubo subas sustantivas en precios regulados. Con una inflación subyacente que promedió 2,95% mensual, el IPC acumuló un aumento de 8,8 % en 2T y de 16% en el primer semestre del año. De hecho, la inercia inflacionaria, lejos de desacelerar, se ha mantenido elevada según lo muestra nuestra medida de la inflación tendencial calculada a través de “medias podadas óptimas” que mejora el desempeño de la inflación “núcleo” del IPC-CABA y construida con el método de exclusión. (Ver Recuadro: Una medida alternativa de inflación subyacente para Argentina).

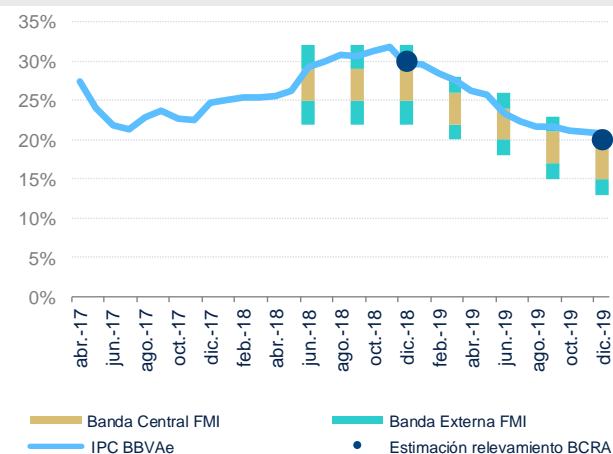
En este contexto de aceleración inflacionaria, el programa acordado con el FMI puso énfasis en una inmediata reducción de la dominancia fiscal para dotar de mayor independencia al BCRA (al tiempo que Argentina se comprometió a enviar un proyecto de reforma de la Carta Orgánica del Banco Central al Congreso) y así bajar la inflación. De este modo, se elimina todo financiamiento directo o indirecto al Tesoro y el BCRA sólo podrá volver a transferir sus utilidades a la Tesorería cuando cuente con un nivel de capitalización adecuada. El acuerdo *stand-by* mantuvo el régimen de metas de inflación con la tasa de política monetaria (TPM) como principal instrumento y un sistema de tipo de cambio flotante (con ocasionales intervenciones del BCRA en caso de turbulencias excepcionales). Las nuevas metas contemplan un sendero más gradual de desinflación pero incluyen un sistema rendición de cuentas frente al FMI mientras dure el acuerdo, y también presumiblemente ante el Congreso.

En línea con lo acordado con el FMI, se revisaron al alza las metas centrales de inflación a 27% a/a para fin de 2018, 17% para fin de 2019 (del objetivo de 10% previo), a 13% (del 5% previo) en 2020, y a 9% (5% antes) en 2021. Sin embargo, estas no son consideradas como metas cuantitativas de evaluación, requiriéndose sólo una consulta con el directorio del organismo y propuesta de medidas adicionales si la inflación supera las cotas externas de 32% y 21% a fines de 2018 y 2019 respectivamente (ver Gráfico 5.1). A futuro, esperamos una lenta desaceleración de la inflación mensual hasta alcanzar 1,7% promedio en 4T18 (1,9% m/m en la inflación núcleo) y 29,6% a/a en diciembre, algo por encima del objetivo central pero dentro de las bandas del FMI, aunque mucho dependerá de los niveles de *pass-through*. Aún es temprano para evaluarlo, pero es probable que el traslado a precios de la devaluación del tipo de cambio se ubique por debajo del promedio histórico de Argentina, teniendo en cuenta el impacto de la abrupta caída del consumo privado y público y las elevadas tasas de interés vigentes.

En nuestro escenario central, gran parte del descenso de la inflación sería consecuencia de la estabilización del mercado cambiario, pero también serán relevantes las presiones inflacionarias que podrían provenir de posibles revisiones a los acuerdos salariales cerrados con 15% a/a de aumento en el primer cuatrimestre de 2018. Por el momento, este riesgo parece limitado ya que no se ha iniciado todavía un proceso de renegociación masiva de paritarias. Teniendo en cuenta que hasta abril el crecimiento de los salarios formales se ha rezagado frente al incremento de precios, estimamos que es poco probable que en promedio el aumento de los salarios supere la inflación en 2018. Además, la caída de la actividad en el 2T y 3T ayudarán a moderar las presiones inflacionarias.

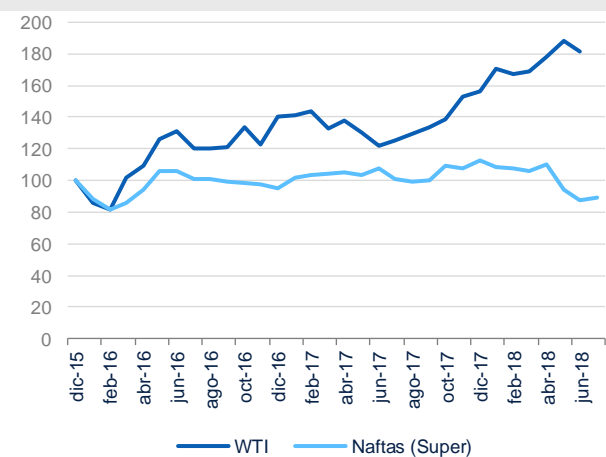
Si bien no estaban previstos importantes aumentos de tarifas en la segunda mitad de 2018, la fuerte depreciación del peso y el aumento del precio internacional del petróleo podrían generar presiones adicionales sobre los precios de la energía en un mercado donde los precios de los combustibles líquidos están desregulados desde fines de 2017 (ver Gráfico 5.2). Los precios del gas en el mercado doméstico siguen estando administrados por el gobierno ya que están sujetos a subsidios e incentivos para alentar la inversión en Vaca Muerta, pero también sufrirán presiones al alza por la depreciación del peso, especialmente en un marco en que deberán continuar reduciéndose los subsidios al sector para cumplir con las metas fiscales. Nuevamente, es poco probable que se traslade la totalidad del aumento del crudo a los precios domésticos o a las tarifas de gas teniendo en cuenta la caída de demanda interna prevista, pero indudablemente la negociación de precios ocasionará conflictos distributivos entre sectores.

Gráfico 5.1 Metas FMI y estimaciones del IPC (variación % a/a)



Fuente: BBVA Research sobre datos INDEC y FMI

Gráfico 5.2 Precio internacional del petróleo y precio de la nafta en dólares (Índice base 100: diciembre 2015)



Fuente: BBVA Research sobre datos de Haver y Ministerio de Energía

Recuadro: Una medida alternativa de inflación subyacente para Argentina

Los Índices de Precios al Consumidor pueden dar señales imprecisas sobre el crecimiento tendencial de los precios de una economía ante, por ejemplo, la corrección discrecional al alza de precios regulados que provocan “saltos discretos” del IPC que pueden confundirse erróneamente con una aceleración de la inflación. Tener una medida de inflación tendencial es así clave para separar los movimientos de corto plazo de la “velocidad crucero” de los precios en la que debe enfocarse la política monetaria del BCRA. La medida usual de inflación permanente es la inflación “núcleo” obtenida quitando del IPC general los ítems considerados más volátiles (por ej., alimentos o energía). Sin embargo, las categorías excluidas pueden tener información útil de las presiones inflacionarias de la economía y las incluidas pueden reflejar el impacto de factores transitorios, por lo que este método también puede dar señales erróneas de la inflación tendencial. Para solucionar esto, en BBVA Research estimamos una medición alternativa de la inflación “tendencial” para el IPC de la Ciudad de Buenos Aires, construida por el método de “medias podadas óptimas”¹. Este método “poda” cada mes los cambios extremos de la distribución de la variación del IPC-CABA, eligiendo la poda con mayor poder predictivo para la inflación general a un horizonte de 6 meses. Se busca así separar del dato de inflación el “ruido” temporario ignorando los cambios de precios mensuales más volátiles para medir mejor la naturaleza y velocidad del proceso inflacionario, tema crucial en un régimen de metas de inflación.

El IPC CABA (serie oficial más larga disponible) está dividido en 55 clases, que son las que usamos. Procedemos así: (1) se ordenan cada mes ascendientemente las variaciones mensuales de cada componente del IPC y sus respectivos pesos en la canasta de consumo; (2) se define el peso acumulado hasta el *i*-ésimo componente del IPC y se determina qué porcentaje de observaciones se poda de cada cola; (3) se calcula la media ponderada de las observaciones que sobreviven a la poda; (4) se evalúa la capacidad predictiva de 2.600 podas, eligiendo la poda óptima. Aplicando este procedimiento, nuestros resultados indican que la “poda óptima” para el IPC-CABA es la poda asimétrica que excluye cada mes el 39% de los valores extremos en la cola izquierda de la distribución y el 43% de la cola derecha, es decir que incluye sólo 18% de las variaciones de precios de cada mes.

La inflación mensual medida por el IPC CABA y la medida por la poda óptima tienen una alta correlación (0,78), pero la poda óptima tiene –como es deseable– mucha menor volatilidad y menores valores extremos. El Instituto de Estadísticas de CABA también reporta un IPC núcleo construido con el método de exclusión (sin bienes y servicios estacionales o sujetos a regulación). La correlación entre la inflación general y la inflación núcleo es menor (0,73) y la inflación núcleo tiene mayor volatilidad respecto a la poda óptima. Así, la inflación medida por la poda óptima surge como una medida más apropiada de inflación tendencial que la inflación núcleo oficial.

Una vez obtenida la poda óptima, la utilizamos para estimar el componente tendencial de los siguientes meses. Según estas proyecciones, la inflación mensual tendencial promedio será 2,3% hasta diciembre de 2018 y de 1,8% en 2019, resultando en una inflación anual de 28,6% en 2018 y de 24,4% en 2019 (Gráfico 2).

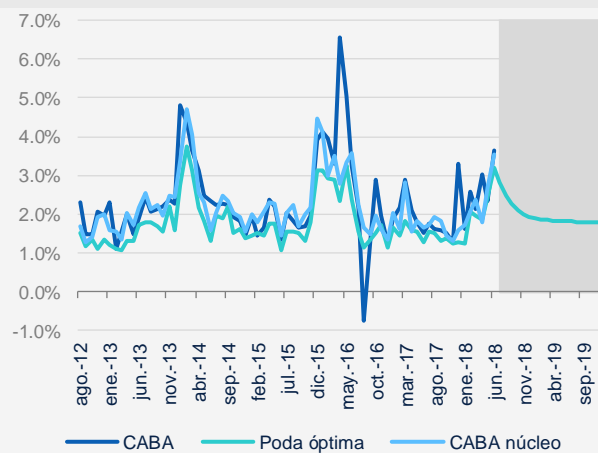
¹ BBVA Research (2018): “Una medida de inflación núcleo alternativa para Argentina”. [Descarga](#)

Tabla R.1 Estadísticas de la inflación mensual medida por el IPC CABA, el IPC CABA núcleo y por la poda óptima

	IPC.CABA	IPC-CABA núcleo	Poda óptima
Media	2,23	2,19	1,77
Mediana	2,11	2,01	1,56
Máximo	6,54	4,70	3,73
Mínimo	-0,075	1,29	1,08
Desv. Estándar	1,05	0,75	0,61

Fuente: BBVA Research e Instituto Estadísticas Ciudad de Buenos Aires

Gráfico R.1 Inflación mensual medida por el IPC CABA, el IPC CABA núcleo y por la poda óptima, y proyecciones



Fuente: BBVA Research sobre datos Instituto Estadísticas CABA

6. El fuerte endurecimiento de la política monetaria para combatir la corrida cambiaria no sería relajado en el corto plazo

La reducción de la tasa de política monetaria en enero 2018, en un contexto de aceleración de las expectativas de inflación, produjo una importante pérdida de confianza en la política monetaria del Banco Central y su autonomía, que se empezó a reflejar con intensidad en el mercado de cambios al endurecerse las condiciones de financiamiento internacional. La corrida cambiaria, iniciada a fin de abril, obligó al Banco Central a subir la tasa de política monetaria al 40% a principios de mayo, al tiempo que la tasa de las Lebac en el mercado secundario comenzó a escalar ante el riesgo que significaba la renovación de un stock de letras del BCRA (equivalente a fin de 2017 a USD 45mM, excluyendo las tenencias del sistema financiero) en un mercado con baja demanda de saldos reales en pesos.

Teniendo en cuenta esta debilidad, el acuerdo negociado con el FMI previó lograr un fortalecimiento financiero del Banco Central a través de un rescate gradual de las Lebac vía la cancelación de Letras Intransferibles del Tesoro en poder del BCRA por USD 25 mM en cuotas trimestrales de USD 3,125 mM durante un período de 2 años. En este esquema, el Tesoro absorberá pesos del mercado a través de la emisión de deuda en el mercado local a la vez que el BCRA utilizará estos fondos transferidos por el Tesoro para cancelar Lebac a su vencimiento. Si bien el impacto monetario de esta operatoria es neutro, la Tesorería aumentará su deuda con el sector privado (cancelando deuda con el sector público, BCRA) pero con un alargamiento de plazos para el consolidado de deuda del sector público al reducirse el stock de Lebac's concentradas en 35 días.

El gradualismo de esta estrategia frente al elevado stock de Lebac fue insuficiente para disminuir la incertidumbre y desconfianza que siguieron afectando al mercado financiero luego del anuncio del acuerdo con el FMI. A mediados de junio Federico Sturzenegger fue reemplazado por Luis Caputo, hasta ese momento Ministro de Finanzas, en la presidencia del Banco Central, con el objetivo de mejorar el manejo de la crisis por su conocimiento de los mercados y ante la pérdida de credibilidad que había sufrido Sturzenegger en sus dos años y medio de gestión de la entidad. Caputo comenzó a implementar la política comprometida con el FMI de reemplazar las Lebac del BCRA por Letras del Tesoro, mitigando el efecto monetario expansivo con una suba de encajes bancarios de 3 pp en junio y otros 5 pp adicionales en julio y que condujo los rendimientos de Lebac en el mercado secundario hacia niveles superiores al 50% en algunos momentos (Gráfico 6.1).

En adición a este fuerte apretón monetario, el 10 de julio el BCRA formalizó cambios en su esquema de política monetaria indicando que se complementarían el esquema de metas de inflación con la TPM como único instrumento de política monetaria con "un seguimiento más atento a los agregados monetarios". El Banco Central redujo la frecuencia de toma de decisión de política monetaria de quincenal a mensual, con la idea de que estas decisiones deben reflejar cierta persistencia consistente con la perspectiva sobre las tendencias de la inflación de los meses siguientes. Sin embargo, en situaciones de alta volatilidad como la actual, el BCRA mantendrá una activa intervención en el mercado secundario de LEBAC para reforzar la señal de política monetaria, cuando fuese necesario, entre decisiones de tasa de política.

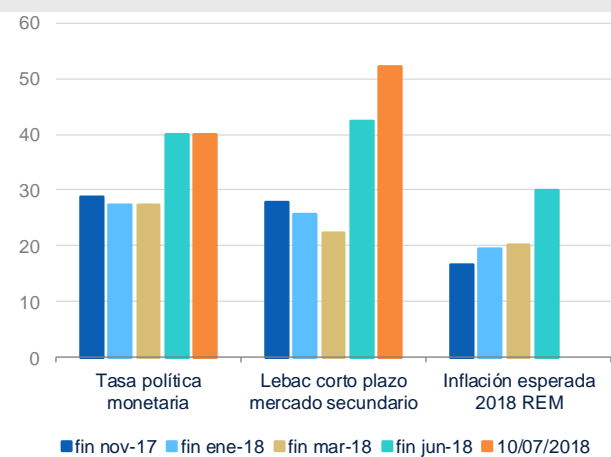
Según la autoridad monetaria, la intención de ganar control sobre la liquidez en un sentido amplio justifica el uso de una gama más amplia de instrumentos (Gráfico 6.2). Aún no queda claro si esto es un cambio permanente hacia un esquema de metas de agregados monetarios, ni cuáles serían los objetivos y los agregados a monitorear, pero parecería consolidarse un esquema donde las señales de contracción o expansión de la política monetaria no pasarían ya exclusivamente por la TPM sino por lo que suceda con las tasas en el mercado

secundario de Lebac's y, eventualmente, por medidas macroprudenciales, como cambios en los encajes. En general, en países como Argentina con alta volatilidad e imprevisibilidad de la demanda de dinero, un régimen de control de agregados, aumentaría la volatilidad de tasas de interés, y podría reducir la transparencia de la política monetaria, atentando contra el objetivo de mejorar la comunicación, la transparencia y "rendición de cuentas" que el Banco Central propone con este nuevo esquema.

Aunque el mercado de cambios comenzó a estabilizarse en julio, quedan grandes desafíos por delante, ya que se debe lograr que el BCRA vuelva a generar confianza y se maneje con autonomía en su lucha contra la inflación. En este escenario esperamos que la baja de la tasa de política monetaria sea más lenta que en nuestro escenario anterior sin descartar subas puntuales si los mercados no se estabilizan.

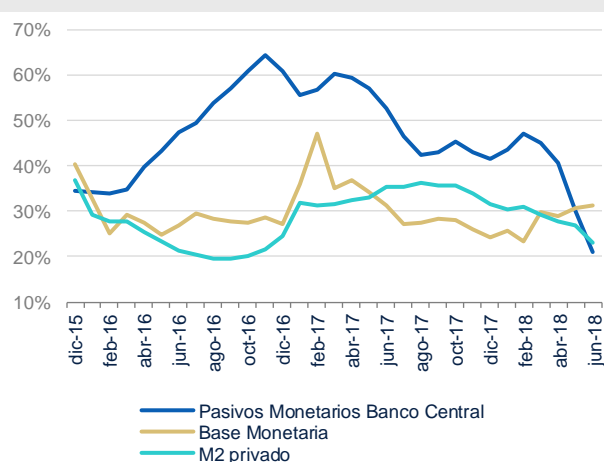
Si bien la crisis cambiaria no se contagió al sistema financiero ni provocó retiros de depósitos que necesitaran una contracción del crédito, es indudable que la demanda de crédito sufrirá una desaceleración en lo que resta del año. Los préstamos, que venían creciendo con fuerza (aproximadamente 55% a/a), comenzaron a desacelerar tanto por la fuerte suba de las tasas de interés, como por la mayor incertidumbre y el alza de la tasa de inflación que interrumpió el incipiente desarrollo del mercado de crédito hipotecario indexado.

Gráfico 6.1 Tasa de política monetaria, rendimiento de Lebac en el mercado secundario e inflación esperada (variación % a/a)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA y mercado

Gráfico 6.2 Evolución agregados monetarios: M2, Base Monetaria y Base Monetaria ampliada (variación % a/a)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA

7. Un ajuste fiscal a mayor ritmo requerirá acuerdos políticos para alcanzar las metas acordadas con el FMI en 2019

Hasta junio de 2018 el déficit fiscal primario había caído un 26,7% a/a en términos nominales alcanzando a 0,8% del PIB en 6 meses, lo cual permite inferir que la meta corregida de 2,7% del PIB podrá ser cumplida inclusive con cierta holgura si continúa la desaceleración en los gastos, lo cual mejora la factibilidad de alcanzar el objetivo de déficit de 1,3% del PIB pactado para 2019.

El impacto de la devaluación en el resultado primario posiblemente resulte neutro en 2018 debido a que el aumento de retenciones a las exportaciones (que impacta positivamente en ingresos tributarios) se compensa con un mayor peso al esperado de los subsidios a la energía (impactan negativamente el aumento del tipo de cambio y del precio internacional del petróleo). Nuestra proyección de déficit total después de intereses se mantiene en 5,3% del PIB debido a que la mejora del resultado primario será neutralizada por mayor carga de intereses de la deuda, ya que aproximadamente el 50% de los intereses se encuentran denominados en moneda extranjera y sufrirán por efecto del aumento en el tipo de cambio promedio.

En cambio, en 2019 el déficit total que estimamos sería menor al que proyectábamos anteriormente (3,9% actual vs 4,3% anterior). En primer lugar hay un compromiso de ir más rápido con la corrección del déficit primario en el acuerdo con el FMI (nueva meta de 1,3% versus el 2,2% anterior), en segundo lugar suponemos que el financiamiento del FMI es a tasas inferiores a las tasas de mercado y la devaluación esperada del tipo de cambio será inferior a la de 2018 con lo que la carga de intereses se vería atenuada suavemente. Si bien en el Memorándum de entendimiento con el FMI no se definen metas de déficit total después de intereses, su disminución será más gradual dado el mayor cargo por intereses de la deuda que están sufriendo las cuentas públicas por el endeudamiento creciente y los efectos de la devaluación sobre los intereses de la deuda nominada en moneda extranjera.

La reducción del déficit primario comprometida para 2019 requerirá no sólo continuar con la baja prevista de subsidios a la energía y transporte, sino una mayor reducción de gastos salariales y de transferencias discrecionales a provincias que deberá ser negociada con los gobernadores para la aprobación del Presupuesto 2019 en el Congreso. El gasto de capital volverá también a sufrir un ajuste en 2019 (Tabla 7.1) porque la idea es mantener estables en términos del PIB las prestaciones sociales (jubilaciones, asignaciones por hijo, etc.). Estas erogaciones representan un 60% del gasto primario y por el nuevo coeficiente de movilidad se ajustan principalmente por la inflación pasada y en un contexto de inflación decreciente a mediano plazo, es difícil que pierdan peso relativo dentro del total del gasto. Es improbable que haya medidas tendientes a sostener ingresos para preservar la solvencia fiscal en un escenario más recesivo, como suspender la baja de la alícuota de las retenciones a las exportaciones del complejo sojero o dilatar la implementación de la reforma tributaria. Aunque estas medidas están sugeridas en el staff report del FMI de julio último, el gobierno ha negado sostenidamente una vuelta atrás en la baja de impuestos debido a una lógica resistencia a retroceder con estas reformas ya que medidas de este tipo podrían tener efectos contrarios a los esperados a mediano plazo.

El programa financiero oficial para 2019 (Tabla 7.2) presentado recientemente supone colocar USD 8mM (netos) de deuda en el mercado doméstico más la renovación de todas las Letes que venzan en el año. El stock de estas últimas alcanzaba a USD 16.9 mM a fines de 2017 pero desde el mes de mayo de 2018 se está reduciendo ya que el Tesoro dejó de renovar la totalidad de los vencimientos produciendo una cancelación neta de alrededor de USD 3mM de estos instrumentos de deuda en dólares en los últimos 3 meses. Como contrapartida, se han estado

emitiendo bonos de una duración algo mayor que las Letes y nominados en pesos o pagaderos en pesos como el nuevo bono “dual” que también se han aplicado a la estrategia de reducción del stock de Lebac.

La mayor parte del déficit fiscal será cubierto por los desembolsos del FMI y organismos multilaterales por lo cual Argentina no necesitará acceder efectivamente a los mercados internacionales durante lo que resta de 2018 y 2019. Aunque este volumen de colocaciones no sería un problema, la refinanciación parcial de la deuda de corto plazo en moneda extranjera (Letes) y el canje de Lebac por instrumentos de deuda del Tesoro (se planea en un plazo de 3 años eliminar el stock de Lebac en tenencia fuera del sector financiero) podría seguir provocando algo de volatilidad en los mercados.

Tabla 7.1 Acuerdo FMI, metas de variación de ingresos y gasto primario (en % del PIB)

	2018	2019	2020	Acum.
Ingresos	-0.4	0.4	0.1	0.1
Gasto Primario	-1.5	-1.1	-1.1	-3.7
Prestaciones sociales	0.1	0.5	-0.2	0.4
Subsidios energía y transporte	-0.3	-0.4	-0.4	-1.1
Salarios y bienes y servicios	-0.4	-0.2	-0.1	-0.7
Transferencias a provincias	-0.2	-0.3	-0.1	-0.6
Otro gasto corriente	0.0	-0.1	0	-0.1
Gasto de capital	-0.7	-0.6	-0.3	-1.6

Fuente: Ministerio de Hacienda y Finanzas

Tabla 7.2 Programa Financiero 2018-2019 (USD miles de millones)

	Jul-Dic 2018	2019
Necesidades financieras	19.6	32.3
Déficit primario	8.4	7.4
Intereses (sector priv.)	6.0	14.0
Amortización capital (sector priv.)	5.2	10.9
Bonos internacionales	0.3	2.8
Repo	3.9	3.2
Bonos domésticos	1.0	5.0
Fuentes de financiamiento	19.6	32.3
Mercado internacional (bruto)	0.0	3.0
Repo	0.0	4.0
Organismos	16.4	13.0
FMI	13.4	11.7
Otros	3.0	1.3
Mercado doméstico (bruto)	3.2	12.3
Intra sector público	0.0	0.0
Financiación neta del mercado		8.0
PIB (%)	0.4	1.4
Tipo de cambio (del 28/6/18)	27.81	27.81

Fuente: BBVA Research sobre datos Ministerio de Hacienda y Finanzas

8. El ajuste del sector externo requiere un tipo de cambio real depreciado y estable

La devaluación y el menor crecimiento económico tenderán a ajustar el desequilibrio externo principalmente por menor aumento de importaciones (tienen una significativa elasticidad al crecimiento del PIB) y por la reducción del déficit en servicios. Así, el saldo comercial que había acumulado un déficit de USD 4.690 millones hasta mayo, sumará una cifra significativamente menor en el resto del año hasta alcanzar un desequilibrio anual de USD 8.200 millones, levemente por debajo del 2017, cuando a inicios de año preveíamos un aumento del desequilibrio a USD 12mM. Las importaciones que crecían a un ritmo de 12% a/a en el último trimestre a mayo 2018 desacelerarán notablemente hasta llegar a un aumento promedio de 7% a/a para el total del año, más en línea con el deslucido desempeño de la actividad económica en los trimestres venideros.

El debilitamiento real del peso frente a las monedas de otros socios comerciales y el dólar estadounidense tendrá impacto particularmente sobre la importación de servicios, ya que esperamos un significativo aumento del turismo receptivo junto con una fuerte reducción del turismo emisor de modo que el déficit por servicios reales (casi 70% corresponde a turismo) se reduciría de USD 9,9 mM en 2017 a USD 4,1mM en 2019. Más de la mitad del déficit de servicios estimado para 2018 corresponde al registrado en 1T18, antes de la devaluación, en que las importaciones de servicios reales tuvieron un aumento de 9% a/a, reflejando la apreciación real del tipo de cambio que se evidenciaba desde el año anterior. Los viajes y gastos de argentinos en el exterior comenzarán a reducirse en los próximos trimestres y, junto con el incremento del turismo receptivo por el abaratamiento de costos locales post-devaluación y el crecimiento de los vuelos “low cost”, llevarán a una caída del déficit de servicios reales a prácticamente la mitad en 2018.

Sin embargo, estimamos que la reducción del déficit en cuenta corriente será lenta, de alrededor de 0,2 pp del PIB en 2018 y de 0,6 pp en 2019. Este año, se mantendrá la debilidad de las exportaciones debido al impacto de la sequía que redujo las toneladas exportables de soja, maíz y aceites. Los menores precios de las *commodities* agrícolas como consecuencia de las tensiones comerciales entre EEUU y China también dificultarán una reducción más fuerte del déficit comercial a corto plazo. En cambio en 2019, el ajuste será de mayor magnitud ya que prevemos más dinamismo de las exportaciones debido a la recuperación de las previsiones de cosecha de granos en ausencia de problemas climáticos, a la vez que la mejora de tipo de cambio real deberá afectar positivamente a la colocación de otros productos de agroindustria como vinos, frutas y legumbres.

En este sentido, es clave que la ganancia de competitividad cambiaria se mantenga en el tiempo ya que las exportaciones reaccionan no sólo a un tipo de cambio real alto, sino estable. El tipo de cambio nominal acumula una depreciación de casi 50% en el año, la mayoría ocurrida entre fines de abril y mediados de junio pese a fuertes intervenciones del BCRA de más de USD 9000 millones en el mismo período. Tras el acuerdo con el FMI, se definió que el BCRA sólo intervendría en el mercado de cambios en circunstancias excepcionales y que dejaría de comprar en forma directa los dólares provenientes de la emisión de bonos de la Tesorería. Los dólares provenientes del desembolso de USD 7.500 del FMI al Tesoro realizado en junio se subastarían al público en alrededor de USD 100 millones diarios en licitaciones conducidas por el BCRA post-cierre de los mercados.

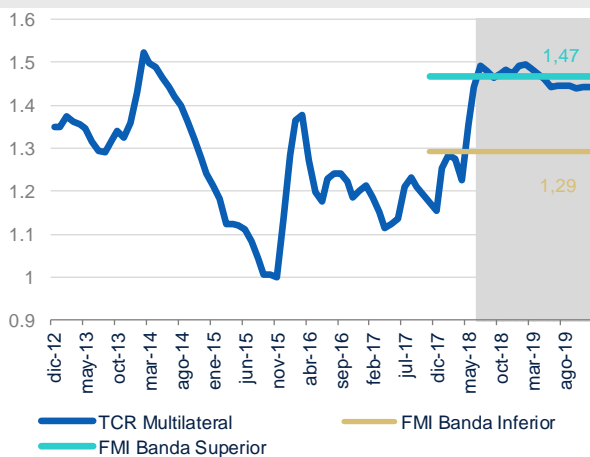
Además, el nuevo Presidente del Banco Central implementó una serie de medidas para “mejorar el funcionamiento del mercado” cuyo principal objetivo fue normalizar la demanda y oferta de divisas para contener las presiones sobre el tipo de cambio. Hasta la fecha las medidas han resultado exitosas (suba de encajes del sistema financiero autorizando a integrarlos con un Bono en pesos emitido por el Tesoro con vencimiento en 2020, flexibilidad para que las entidades financieras puedan adquirir Letes en dólares en el mercado secundario, subastas diarias, etc.) lo cual permite suponer que se inicia una etapa de relativa estabilidad donde es posible que

haya momentos en los que el tipo de cambio tienda a apreciarse luego del *overshooting* sufrido inicialmente, además del refuerzo que significaron los primeros desembolsos luego del acuerdo con el FMI. En este escenario estimamos que en la segunda mitad del año el tipo de cambio tenderá a mantenerse relativamente estable (28,9 ARS/USD a fin de 2018) en tanto que en 2019 tendrá una variación inferior a la tasa de inflación (32,9 ARS/USD a fin de ese año, +14% a/a).

Hasta fines de junio, el tipo de cambio real multilateral de Argentina se había depreciado 25% con respecto a su máximo en diciembre 2017. En los niveles actuales se encuentra incluso levemente depreciado respecto a los valores de equilibrio estimados por el FMI en su revisión del artículo IV de fin de 2017 cuando calculaba un “atraso” entre 10 y 25% (ver Gráfico 8.1) . Sin embargo, parte de esta ganancia de competitividad será erosionada por la inflación en los próximos meses, aunque estimamos que con un *pass-through* moderado y menor apreciación global del dólar, el tipo de cambio real de Argentina sólo se fortalecerá en alrededor de 1,7% en el segundo semestre de 2018.

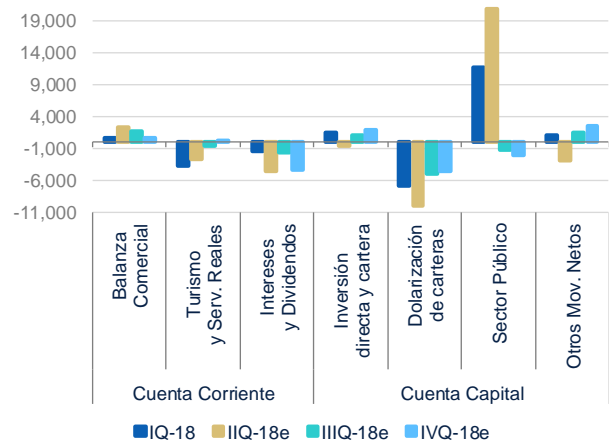
El ajuste del desequilibrio en cuenta corriente que proyectamos es crucial para detener la pérdida de reservas internacionales, pero esto no podrá lograrse si no se reduce el atesoramiento de dólares por parte de residentes. La dolarización de portafolios alcanzó USD 22mM en 2017 (prácticamente el doble que en 2016) y creció fuertemente en 1T18 y probablemente también en 2T18. Sin embargo, es de esperar que la finalización del desarme de posiciones de portafolio en pesos hacia mitad de año junto con la caída de la capacidad de ahorro en divisas post-devaluación provocará una sensible caída en el atesoramiento de divisas por parte de residentes en el resto del año (Gráfico 8.2). En un escenario en el que no habrá importantes ingresos por inversiones de cartera ni colocaciones de bonos soberanos en el mercado de crédito internacional, esto, junto con los desembolsos de organismos internacionales, podría ser suficiente para lograr una moderada recuperación de las reservas internacionales en línea con lo pactado con el FMI (+USD 5,5mM comparado con junio 2018).

Gráfico 8.1 Tipo de cambio real multilateral y “bandas” FMI (índice base 1=noviembre 2015)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA, INDEC y Haver

Gráfico 8.2 Balanza cambiaria 2018: principales rubros (USD millones)



Fuente: BBVA Research sobre datos BCRA

9. En un escenario internacional aún adverso, el programa de ajuste requerirá navegar con cuidado el clima político y social para no poner en riesgo los avances estructurales

El riesgo de un “*sudden stop*” de capitales del que alertábamos en nuestro último informe lamentablemente se materializó en el segundo trimestre de este año, afectando con particular virulencia a Argentina dada sus fuertes necesidades de financiamiento externo y su modesto respaldo en reservas. La crisis se concentró en el mercado cambiario, pero puso de relieve la necesidad de avanzar más rápidamente hacia una reducción del déficit público para disminuir la dependencia de los flujos de capitales externos de corto plazo. En este marco, aunque el financiamiento obtenido del FMI modera la exposición al apetito de los mercados de capital internacionales, los aumentos en la aversión al riesgo global seguirán afectando al mercado cambiario argentino vía las inversiones de cartera tanto de residentes como de no residentes. Aún no puede afirmarse que el contexto financiero global se ha estabilizado e incluso podría continuar deteriorándose dado el aumento de las tensiones comerciales y la imposición de aranceles por parte de EEUU y China que empiezan a afectar los precios de *commodities* y podrían producir un *shock* negativo de términos de intercambio en Argentina. Por lo tanto, no pueden descartarse nuevos episodios de volatilidad cambiaria en países emergentes con impacto más que proporcional en Argentina dado que el ajuste de la cuenta corriente será lento y el Tesoro necesitará seguir colocando deuda de relativo corto plazo para absorber el excedente de letras en pesos del BCRA.

El acuerdo con el FMI ha permitido evitar un ajuste desordenado en el nivel de actividad de modo de balancear de forma abrupta el déficit externo, pero sin dudas los próximos meses verán un deterioro en el desempeño de la economía y el desempleo junto con una aceleración de la inflación. Si bien, el gobierno nacional y los provinciales han tomado medidas para contener el descontento social frente a las presiones inflacionarias, la conflictividad podría aumentar sobre todo teniendo en cuenta que se discutirá próximamente la distribución de los costos del ajuste entre sectores y jurisdicciones. Las decisiones presupuestarias sobre qué segmentos del gasto recortar y a qué velocidad continuar con la reducción de la carga impositiva sobre el sector privado será motivo de importantes discusiones tanto fuera como dentro del Congreso.

En el mediano plazo, el mayor riesgo es que la atención de las urgencias coyunturales provocadas por la crisis, junto con el costo político de rebalancear la economía hacia un menor desequilibrio entre el ahorro y la inversión, lleve al gobierno no sólo a pausar las reformas estructurales (como la laboral) sino a dar marcha atrás con los pactos fiscales ya alcanzados, poniendo en peligro la reducción de impuestos distorsivos como las retenciones a las exportaciones o los impuestos provinciales a los Ingresos Brutos. En nuestro reciente trabajo sobre el potencial de Argentina como destino de inversión extranjera directa², señalamos que no sólo cuenta la dotación de recursos naturales y el tamaño del mercado sino que la estabilidad jurídica e institucional es una variable clave a la hora de determinar el atractivo de una economía para los inversores de largo plazo. Como se muestra en la Tabla 9.1, la primera columna hace referencia al ranking de recepción de inversiones para el período 2010-2017 mientras que en la segunda columna se observa el ranking de potencial atractivo para las inversiones sin incluir la variable de calidad institucional, la cual es tenida en cuenta en la última columna para mostrar su importancia.

Para 2019 esta coyuntura genera incertidumbre sobre cómo afrontará el gobierno el test electoral. Hace sólo 7 meses, el consenso de analistas políticos no anticipaba mayores problemas para que Macri lograra una re-

² BBVA Research (2018): “Inversión Extranjera Directa en Argentina”. [Descarga](#)

elección, pero la reciente crisis cambiaria y de confianza vuelve menos claro ese panorama. Aún es muy prematuro delinear escenarios electorales con cierta certidumbre, pero si se estabiliza el mercado cambiario en este 2S18 y la recuperación de la actividad comienza –como prevemos– en el 4T18 y se consolida en el 1S19, se llegaría a las elecciones con un *momentum* económico positivo lo que, sumado a la atomización de la oposición, todavía hace factible un segundo mandato de la administración actual.

Tabla 9.1 Ranking comparado: recepción de IED, atractivo potencial y atractivo potencial incluyendo variable institucional (2010-2017)
(Total de países: 189)

País	Recepción IED	Atractivo potencial IED	Atractivo Potencial IED con Variable Institucional
Brasil	19	46	58
Colombia	25	77	57
China	27	5	39
España	37	27	30
México	41	23	28
República Checa	46	12	11
Uruguay	52	71	52
India	61	21	47
Turquía	79	2	5
Argentina	86	33	60
Egipto	89	43	61

Fuente: BBVA Research

10. Tablas

Tabla 10.1 Previsiones macroeconómicas anuales

	2016	2017	2018e	2019e
PBI INDEC Base 2004 (% a/a)	-1,8	2,9	0,5	1,5
Inflación IPC Nacional (% a/a, fdp)	39,4	24,8	29,6	20,8
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	15,8	17,7	28,9	32,9
Tasa de política monetaria (% fdp)	24,8	28,8	32,0	21,0
Consumo Privado (% a/a)	-1,0	3,5	0,5	0,1
Consumo Público (% a/a)	0,3	2,2	-1,1	-0,1
Inversión (% a/a)	-4,9	11,0	6,4	0,3
Resultado Fiscal (% PIB)	-5,8	-6,0	-5,3	-4,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,7	-4,9	-4,7	-4,1

Fuente: BBVA Research

Tabla 10.2 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	3,6	25,4	20,2	27,3
T2 18	0,7	29,3	26,5	40,0
T3 18	-0,7	30,7	28,0	38,0
T4 18	-1,5	29,6	28,9	32,0
T4 19	-1,8	27,6	29,9	28,8
T4 19	1,1	23,4	30,4	25,9
T4 19	2,9	21,7	31,6	23,3
T4 19	3,9	20,8	32,9	21,0

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

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Francisco Grippa
fgrippa@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