

Situación Argentina

3T20

Julio 2020

Mensajes principales

- El entorno global sigue marcado por la evolución de la pandemia de Covid-19. Se han implementado distintas estrategias de política sanitaria en el mundo, con más éxito de momento en Asia y en Europa. **Se corrige a la baja nuestra proyección de crecimiento global desde -2,4% a -3,2%.**
- **En Argentina** la actividad está siendo dañada más de lo esperado por la pandemia y las restricciones a la movilidad, por lo que **revisamos a la baja el crecimiento del PIB 2020 a -14% desde el -11% previo. Para 2021 esperamos un rebote de 5,2%**, un aumento relativamente acotado dada la magnitud de la caída en curso.
- **El desempleo treparía a 18,6% en 2020**, con mayor impacto en el sector informal y en los rubros de menor capacidad de adaptación a la digitalización. Este año se perderían entre 1,5 y 2 millones de puestos de trabajo, correspondiendo más de la mitad de ellos a quienes no se encuentran registrados.
- **El déficit fiscal primario alcanzaría 7,5% del PIB**, producto de una débil recaudación por menor actividad mientras que el gasto primario continuará siendo expansivo para mitigar los efectos de la recesión.
- **La emisión monetaria es la principal fuente de financiamiento de este déficit público, lo cual está incubando un importante excedente monetario.** El BCRA posiblemente deberá subir la tasa de interés para lidiar con este desequilibrio, por lo que elevamos nuestra proyección de tasa de política monetaria desde 35% a 40% para Dic-20.

Mensajes principales

- El peso acumula una apreciación real de 9% respecto al resto de la región. El superávit comercial es la principal fuente de dólares para el país, por lo que esperamos una mayor depreciación del TC en el segundo semestre. **Subimos la previsión para dic-20 de ARS/USD 86 a 90 y dic-21 de 110 a 120.**
- La inflación se mantiene “confinada” por la fuerte recesión, los escasos aumentos salariales, el congelamiento de precios regulados y la contención cambiaria, pero **mantenemos la previsión de 47% para 2020 por la mayor depreciación esperada. Para 2021 la elevamos a 50% por el impacto rezagado del exceso monetario actual.**
- **Estamos en la etapa definitiva de la reestructuración de la deuda con acreedores privados.** El gobierno realizó una oferta aceptable para un número significativo de acreedores, que **podría lograr un consentimiento en torno a 50%**, pero aún no convence al comité mayoritario de bonistas. Creemos que el gobierno mejorará esta última oferta para lograr la aceptación de ese grupo y así acercarse al umbral necesario para gatillar las CACs y canjear la totalidad de los bonos elegibles.
- **Los desafíos post pandemia son muy importantes porque implican no sólo medidas estabilizadoras sino también reformas estructurales.** Si bien la coyuntura está dominada por la negociación de la deuda y la pandemia, es fundamental que el gobierno anuncie un plan económico que aporte consistencia macroeconómica, contribuya a un mejor anclaje de expectativas, y reformas estructurales que incrementen la productividad y el crecimiento potencial de Argentina.

01

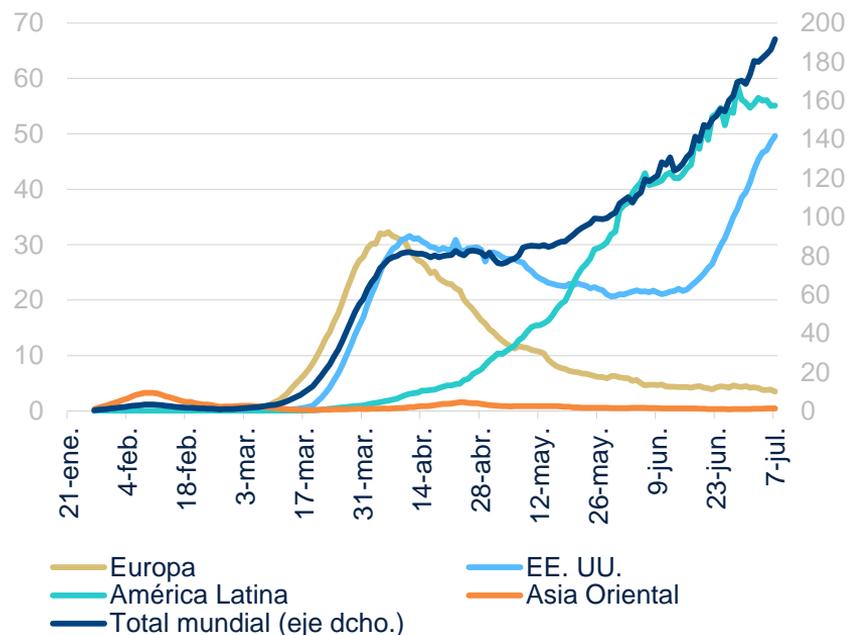
Situación Global

3T20

La pandemia sigue avanzando, en particular en el continente americano y en el sur de Asia, pese a la caída de los contagios en Europa y Asia Oriental

CASOS DIARIOS POR COVID-19

(MILES DE PERSONAS, MEDIA MÓVIL DE LOS ÚLTIMOS 7 DÍAS)

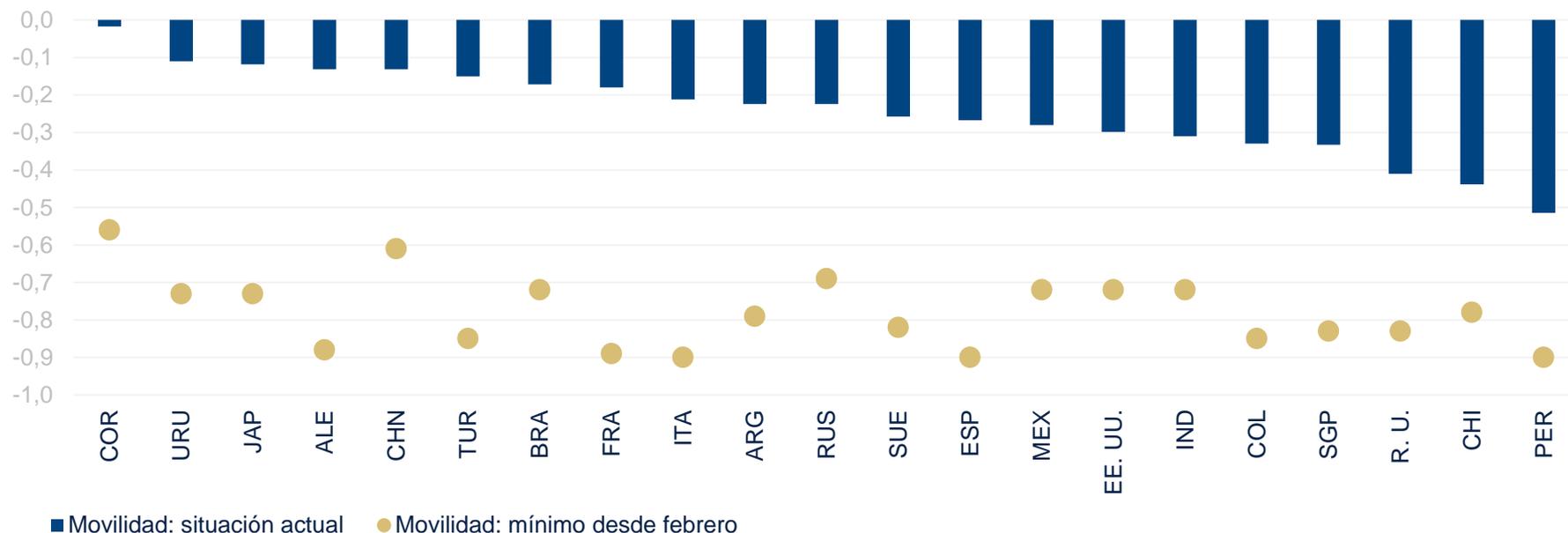


- El patrón de China (shock y confinamiento corto e inmediato para erradicar el virus), que se pensaba que sería el modelo para otras regiones, **no se está repitiendo en otros países.**
- Europa ha atajado muy significativamente el número de casos para coexistir con el virus en niveles tolerables, pero al **no haberlos eliminado** la normalización completa de la economía se ve más difícil.
- Otras regiones (EE. UU., LatAm e India, entre otros) están en fases más atrasadas y siguiendo diversas estrategias.

A pesar de enfrentar distintas políticas y fases epidemiológicas, las economías nacionales ya emprenden sus estrategias de salida

INDICADOR DE MOVILIDAD HACIA EL LUGAR DE TRABAJO (*)

(VALORES MÁS ALTOS INDICAN MAYOR MOVILIDAD: 0 = MOVILIDAD PRE-COVID; -1= AUSENCIA TOTAL DE MOVILIDAD)



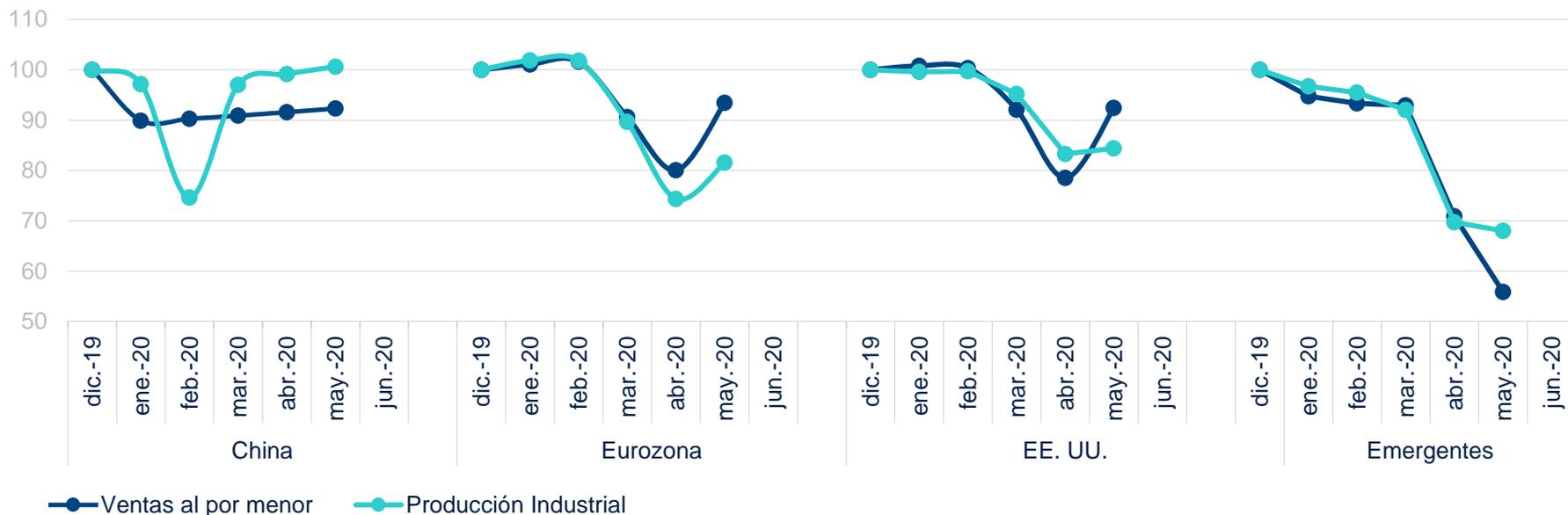
(*) El indicador de movilidad refleja tendencia de movilidad con respecto al período de referencia (3 de enero a 6 de febrero). Situación actual: promedio de los últimos 7 días hasta el 29 de junio. Mínimo desde febrero: menor media móvil de 7 días desde el inicio de febrero.

Fuente: BBVA Research a partir de los Google Mobility Reports

Los indicadores de actividad sugieren que la normalización económica llevará tiempo

VENTAS AL POR MENOR Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (*)

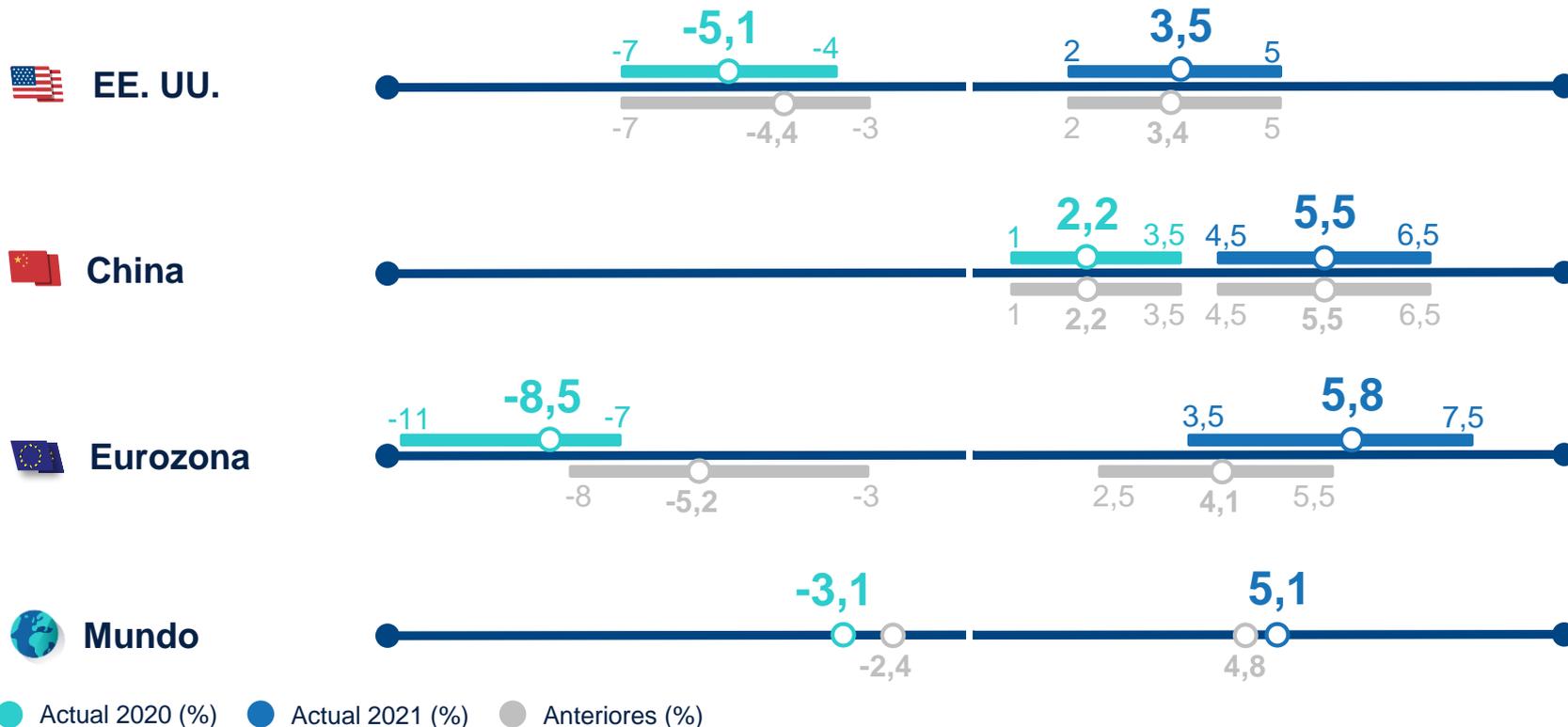
(ÍNDICES: DICIEMBRE/2019=100, DATOS DESESTACIONALIZADOS)



(*) En el caso de la Eurozona, el dato de producción industrial de mayo representa el crecimiento mensual medio (ponderado) de Alemania, España, Francia e Italia. En el caso de los Emergentes, los datos reflejan el promedio simple de los datos de México, Brasil, Rusia, Singapur y Turquía. En este caso, el dato de junio incluye y refleja la información parcial disponible.

Fuente: BBVA Research a partir de los datos de Haver.

Se revisan a la baja las previsiones de crecimiento del 2020 y al alza las de 2021, con una mayor pérdida de producto acumulada en el bienio



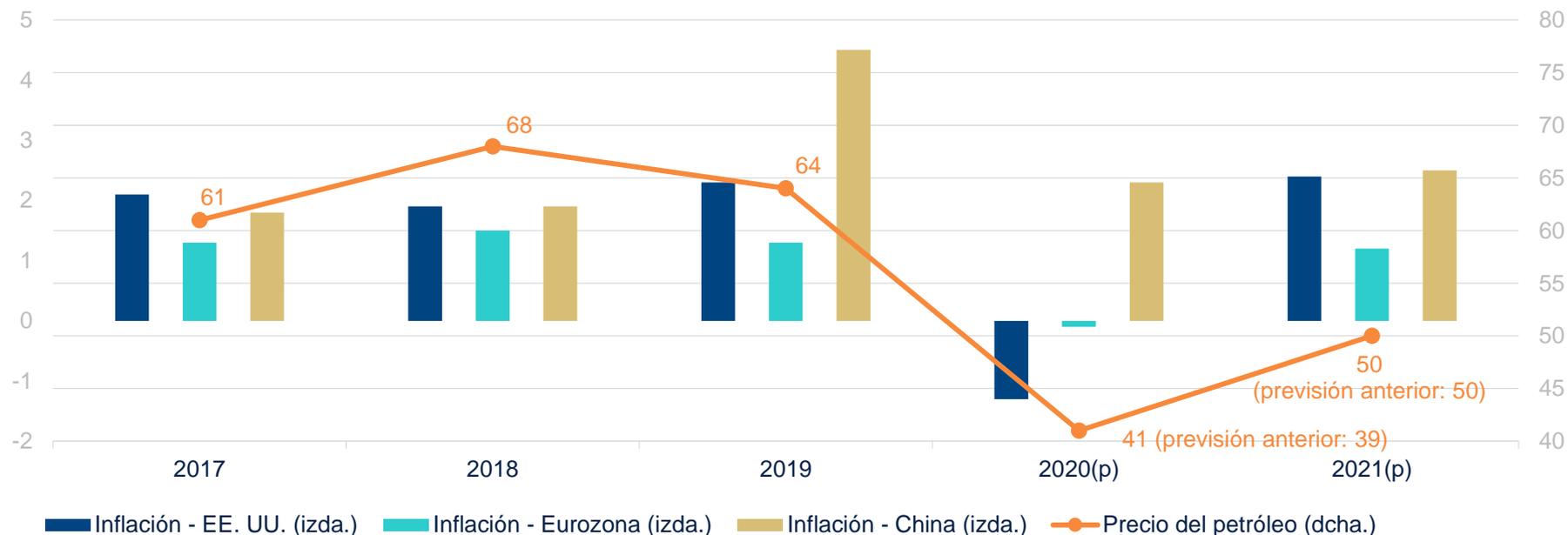
Crecimiento del PIB: previsiones.

Fuente: BBVA Research

La débil demanda mundial mantendrá el precio del petróleo acotado, ayudando a compensar las posibles presiones de oferta

PETRÓLEO (BRENT) E INFLACIÓN

(PETRÓLEO: DÓLARES POR BARRIL, PROMEDIO ANUAL; INFLACIÓN: YOY %, FDP)



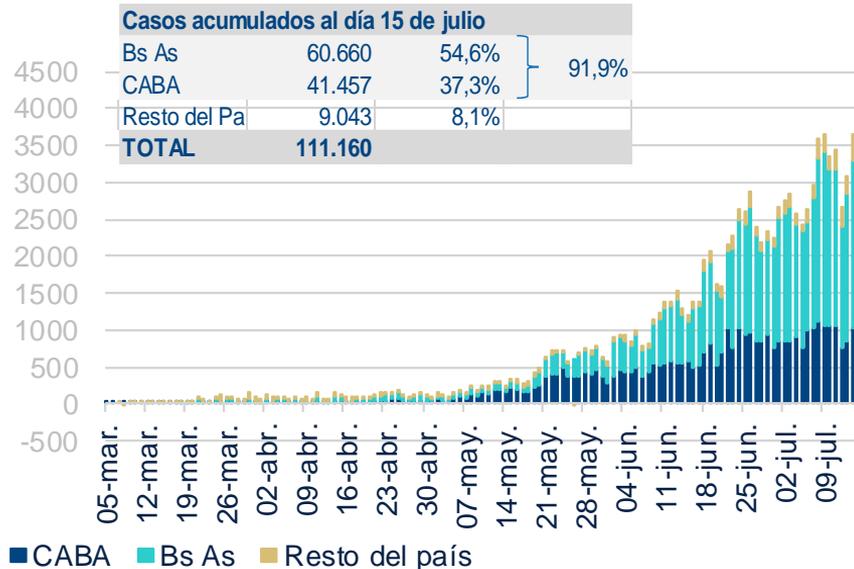
02

Situación Argentina

3T20

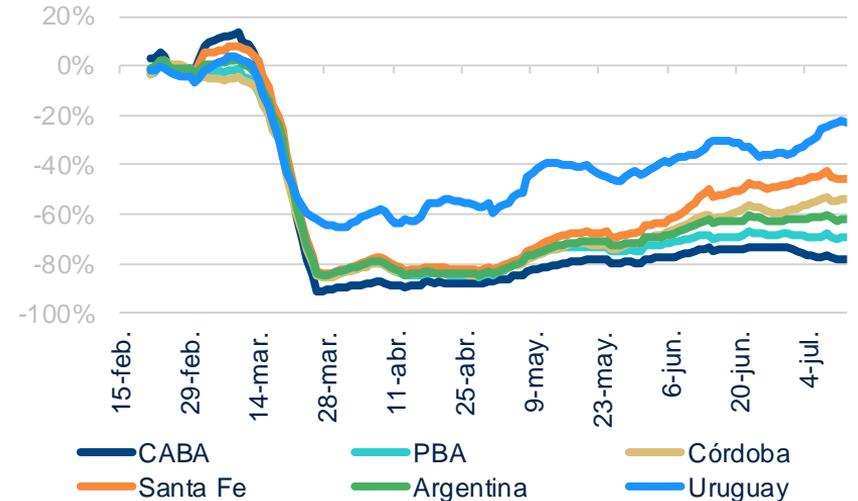
El Covid-19 tuvo un impacto inicial bajo, pero se intensifica en las áreas más pobladas...

EVOLUCIÓN COVID-19 EN ARGENTINA



Fuente: BBVA y Ministerio de Salud.

ÍNDICES DE MOVILIDAD EN COMERCIOS (VAR % D/D, PROMEDIO 7D, BASE=MEDIA DIARIA ENTRE 3 DE ENERO Y 6 DE FEBRERO)

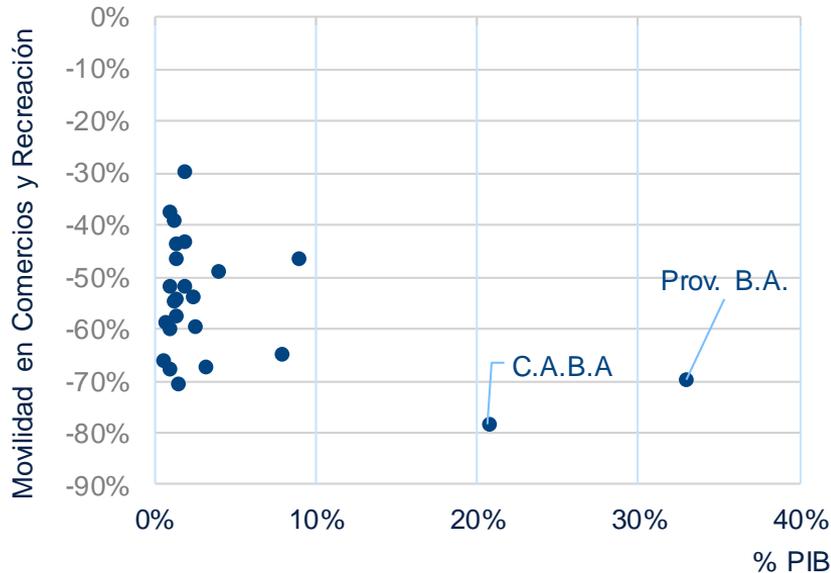


Fuente: Google Mobility.

Aún no se alcanza el pico de contagios y el gobierno intenta aplanar la curva aplicando un aislamiento obligatorio más estricto en el AMBA y algunas ciudades del interior.

... donde se genera casi el 50% del PIB en Argentina

MOVILIDAD Y PIB



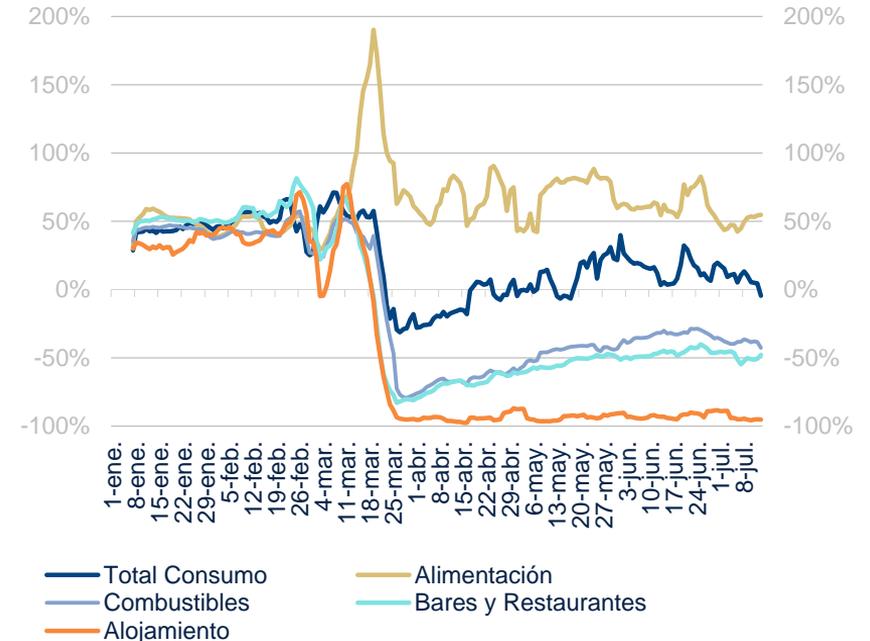
- La ocupación de camas en terapia intensiva por todas las patologías crece rápidamente en el AMBA y llega al 60%.
- La preocupación por la saturación del sistema sanitario (principalmente en el AMBA) llevó al gobierno a tomar medidas de aislamiento social obligatorio más rigurosas y extensas.
- Esto configura una salida de la crisis en varias velocidades según lo temprana y amplia de la relajación del aislamiento.

Caída general de la actividad, que sólo se modera en algunos sectores...

ESTIMADOR MENSUAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA (EMAE) (VAR. % A/A ACUMULADA)



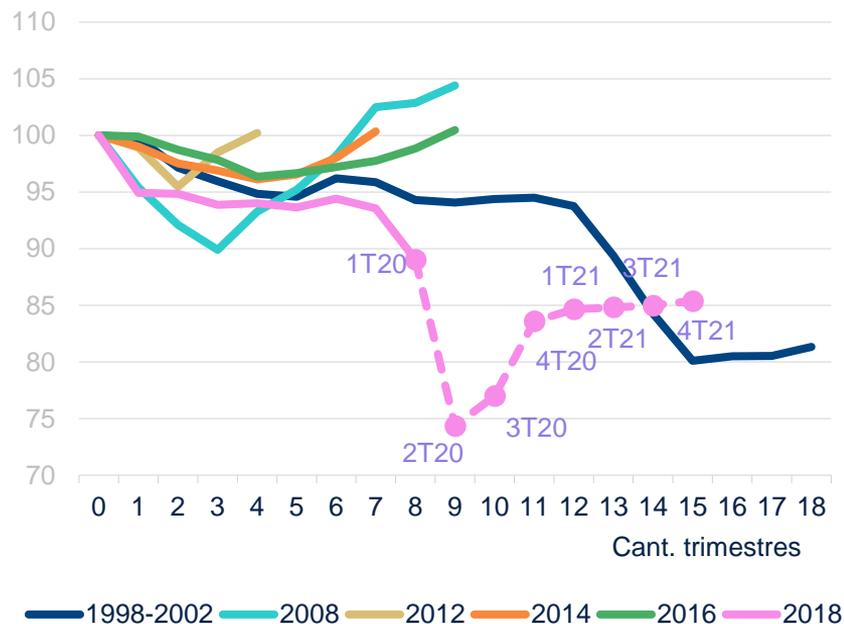
INDICADOR BBVA RESEARCH DE CONSUMO DIARIO (CONSUMOS CON TARJETAS, % A/A, PROM. MOV. 7D)



...sobre una economía que transita su tercer año de recesión

RECESIONES COMPARADAS

(100 = COMIENZO DE LA RECESIÓN)

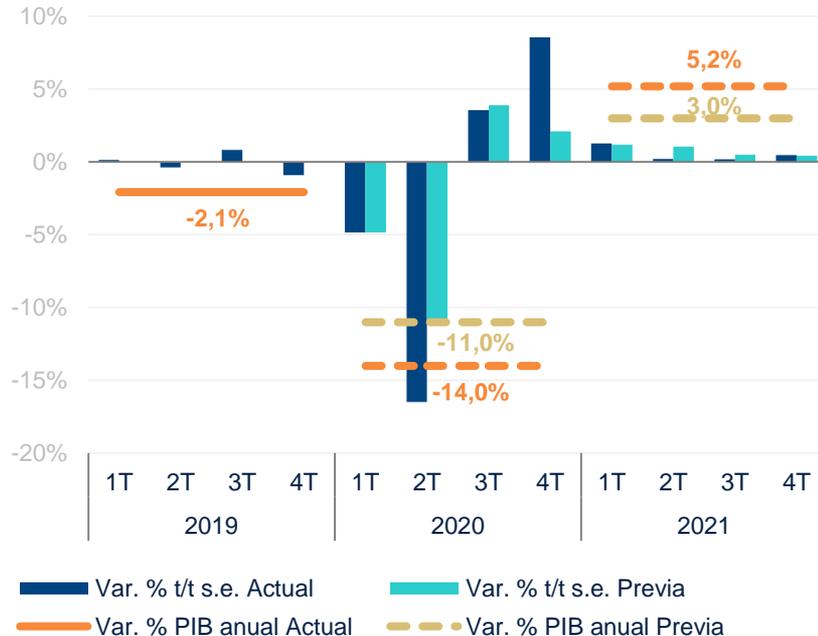


- Tras la caída de 4,8% s.e. en el 1T20, mayor a la esperada, y dados los negativos datos del 2T20, ya en plena cuarentena, estimamos una caída del PIB en 2T20 de 16,5% s.e. seguido de un modesto crecimiento de 3,6% s.e en el 3T20.
- Los datos de alta frecuencia muestran una moderación de la caída de consumo en junio, en línea con nuestro sendero trimestral esperado.
- En 2021 la recuperación será tibia, producto de la vulnerabilidad macro y el daño sobre el tejido productivo de esta crisis. La propensión al consumo se verá afectada por los nuevos hábitos adquiridos en la pandemia.

Fuerte caída en 2020 con recuperación más bien “estadística” en 2021

PIB: PREVISIÓN ACTUAL Y ANTERIOR

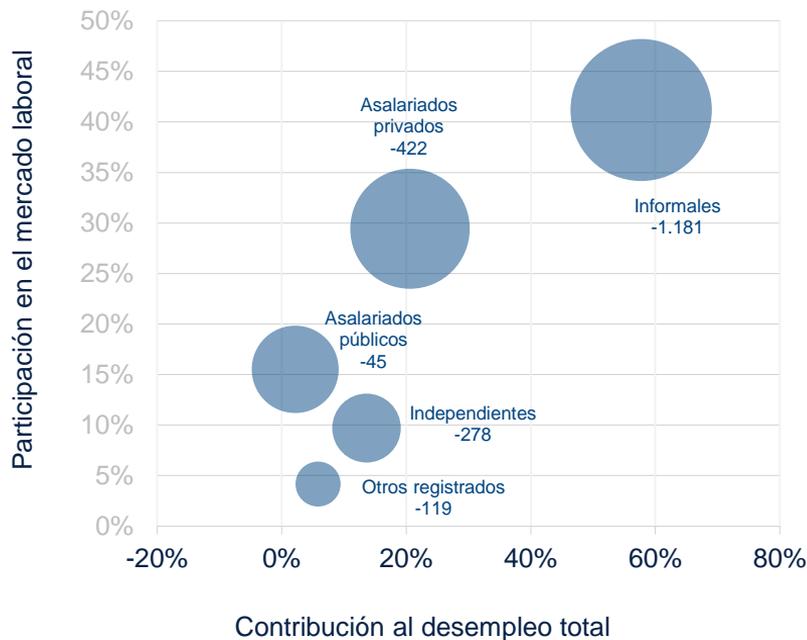
(VAR. % T/T S.A.; VAR % A/A PIB REAL)



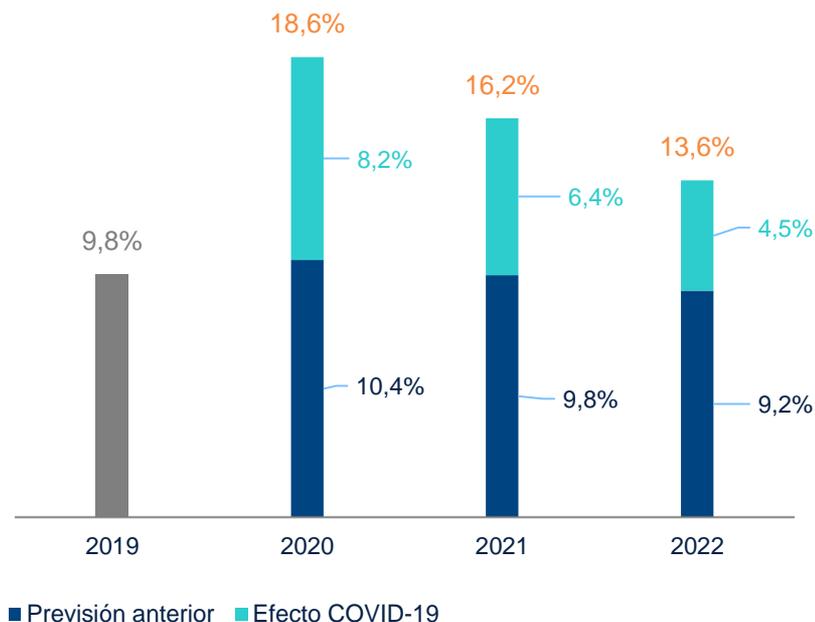
- La extensión de la cuarentena estricta durante julio nos llevó a corregir a la caída de actividad esperada.
- La estrategia sanitaria tuvo hasta ahora resultados aceptables en términos de contagios y fallecidos, pero un costo significativo en términos económicos.
- El año que viene esperamos un crecimiento de 5,2% (con un efecto arrastre de 3,7pp), pero la potencia de la recuperación será moderada.
- Riesgos: sesgados hacia una mayor contracción, por las probabilidades de un segundo brote en AMBA o por la frontera con Brasil.

El caída de la actividad tendrá su correlato en el desempleo, afectando a los sectores más vulnerables

IMPACTO DEL DESEMPLEO POR SECTOR LABORAL (CANTIDADES EN MILES)



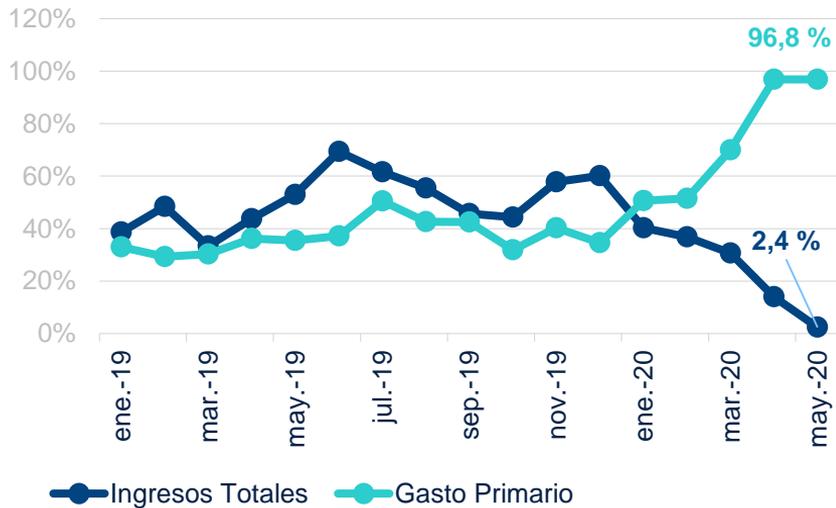
DESEMPLEO: PREVISIÓN ACTUAL Y PREVIA (TASA DE DESEMPLEO ANUAL)



La pandemia complica el resultado fiscal: la recesión contrae la recaudación y las medidas contracíclicas aceleran el gasto primario

INGRESOS Y GASTOS

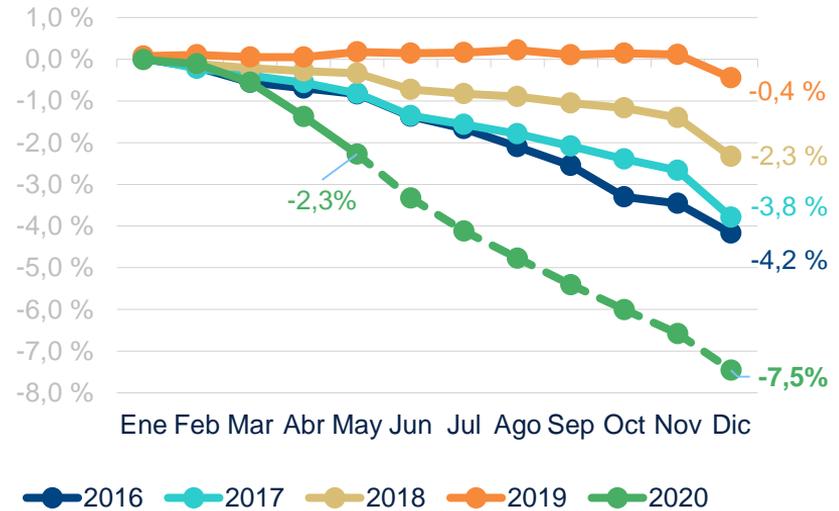
(VAR. % A/A,)



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

RESULTADO FISCAL PRIMARIO DEFICIT

ACUMULADO (% PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

En el 1S20 la recaudación cayó 14% a/a en términos reales.
A mayo el resultado fiscal ya alcanzaba a 2,3% del PIB.

Los efectos del Covid también fueron mayores a lo esperado en términos de impacto fiscal

RESULTADO FISCAL PRIMARIO

(% PIB)



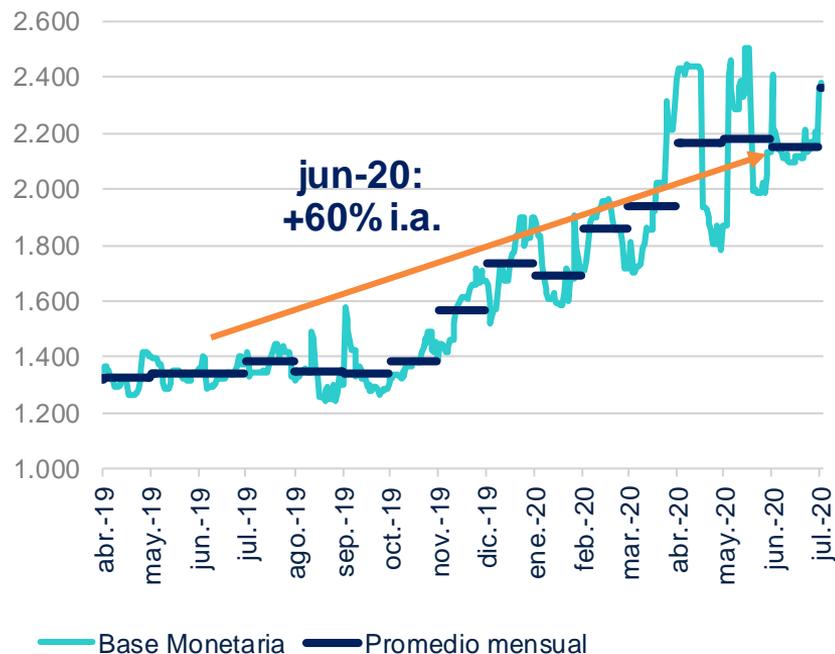
■ Estimado Pre-COVID19 ■ Estimado Post-COVID19

- El déficit primario alcanzará en 2020 el peor resultado en términos del PIB de los últimos 45 años.
- El costo de las medidas para contrarrestar el Covid19 es de 2,9% del PIB y se estima que rondará el 4% del PIB en todo 2020.
- Dado que el mercado de deuda se encuentra cerrado para el país, este desequilibrio se financia con emisión monetaria.
- La asistencia monetaria del BCRA al Tesoro podrá alcanzar hasta 8,4% del PIB en el año, de los cuales restan aún para el 2S20 unos 4,5 pp del PIB.

La emisión monetaria es la única fuente de financiamiento con que cuenta el Tesoro en este contexto...

EVOLUCIÓN BASE MONETARIA

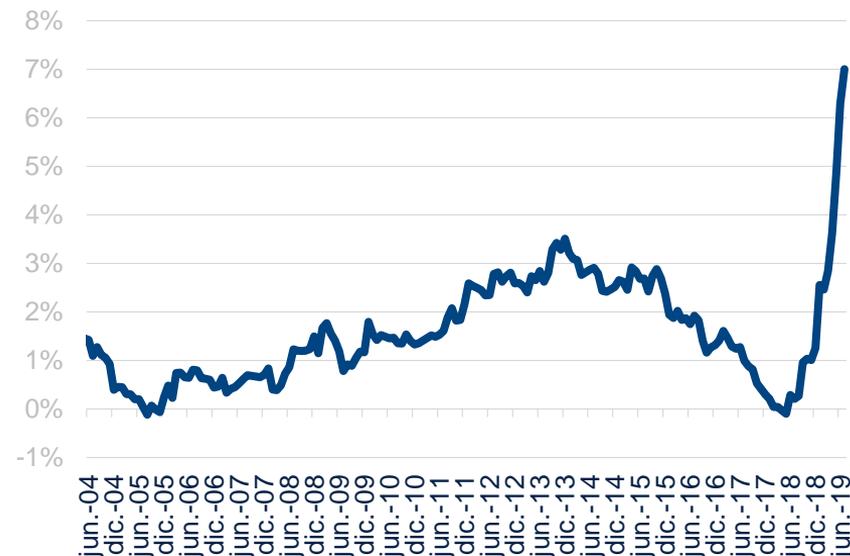
(MILES DE MILLONES DE ARS)



Fuente: BCRA.

ASISTENCIA MONETARIA AL TESORO

(ACUMULADO 12M, % PIB)

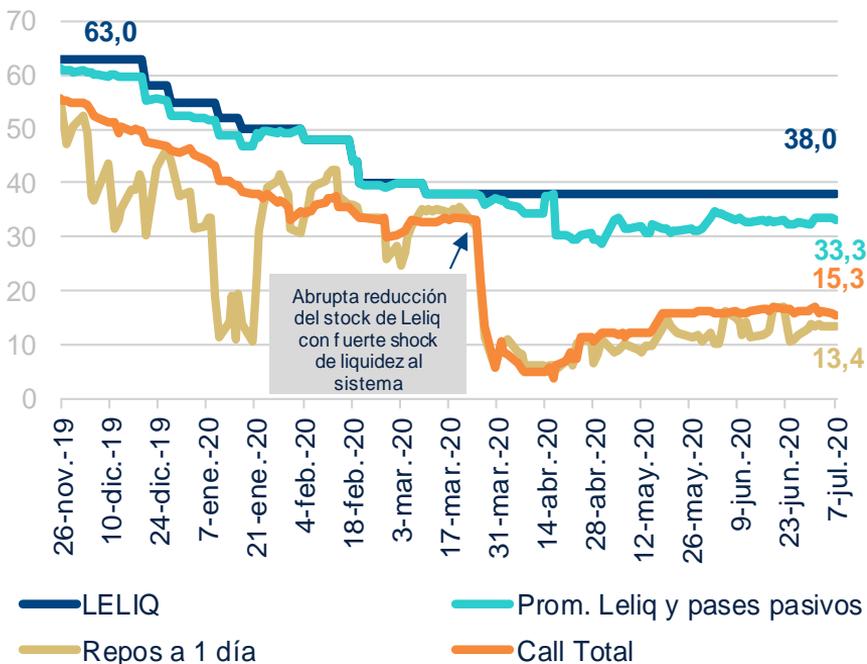


Fuente: BCRA e INDEC.

... el BCRA busca absorber parte de esta emisión, aumentando sus pasivos remunerados

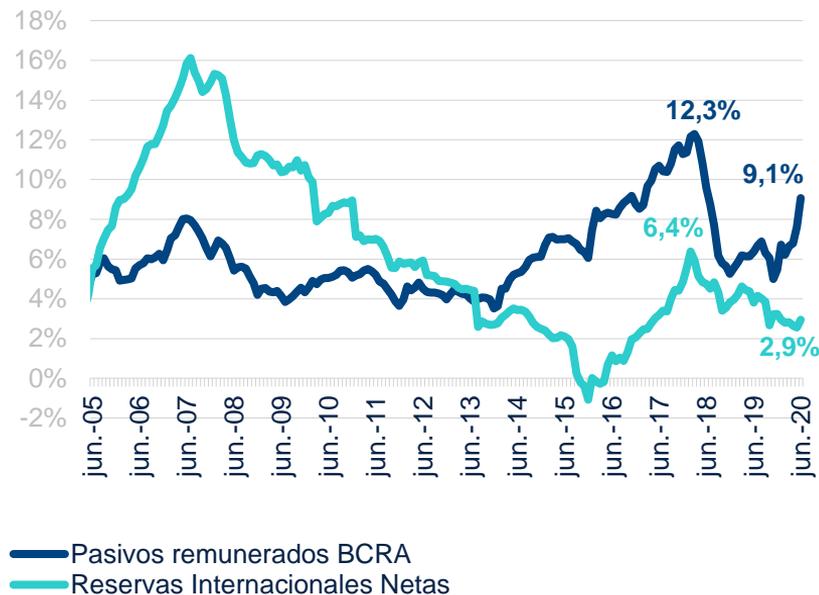
TASAS DE MERCADO Y DE POLÍTICA MONETARIA (% TNA)

(% TNA)



Fuente: BBVA Research en base BCRA.

PASIVOS REMUNERADOS Y RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCRA (% PIB)

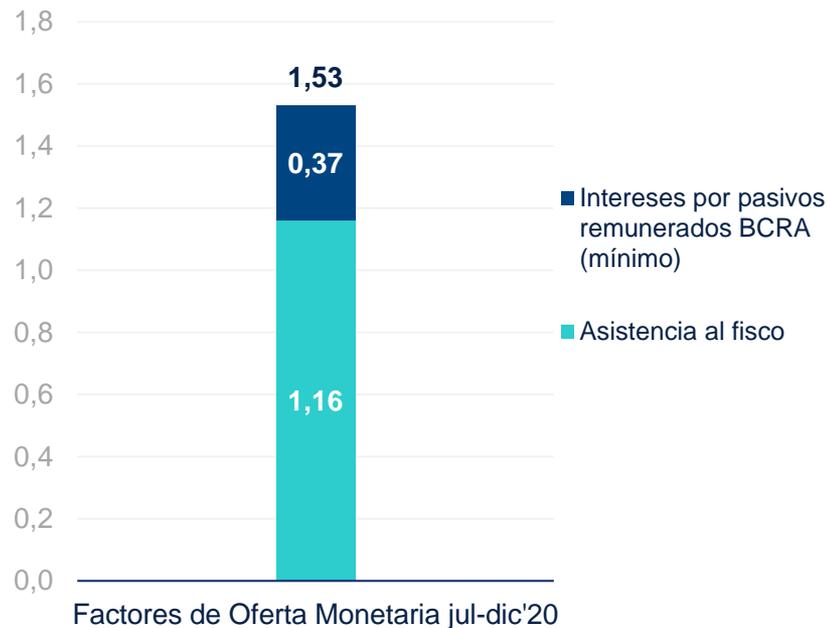


*Nota: Se incluyen todos los títulos del BCRA: pases netos, LELIQ, LEBAC, NOBAC y Nocom.
Fuente: BBVA Research en base BCRA e INDEC.

Para el resto del año, se esperan todavía elevadas necesidades de emisión, gestando un significativo desequilibrio monetario

FACTORES DE OFERTA DE BASE MONETARIA PROYECTADOS PARA EL 2DO SEMESTRE 2020

(BILLONES DE ARS)



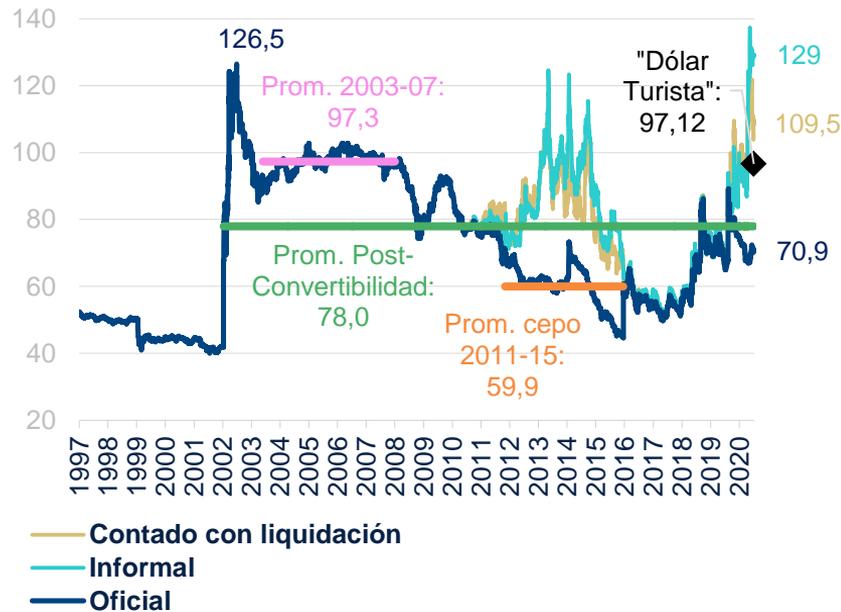
Fuente: BBVA Research.

- Para la segunda parte del año, hay necesidades de emisión monetaria remanentes por, al menos, 5,5% del PIB.
- En todo el 2020, las necesidades de emisión para el fisco y por intereses de pasivos del BCRA alcanzarán cerca de los ARS 3 billones (10,7% del PIB), lo cual representa un 177% del stock total de base monetaria de dic-19.
- Se vuelve indispensable entonces una normalización de este desequilibrio monetario una vez superada la crisis sanitaria durante la segunda parte del año.
- El riesgo de aceleración inflacionaria es significativo para cuando se termine la cuarentena.

El relajamiento monetario produjo subas en los tipos de cambio paralelos, mientras que el BCRA intervino para frenar el ritmo de depreciación del oficial

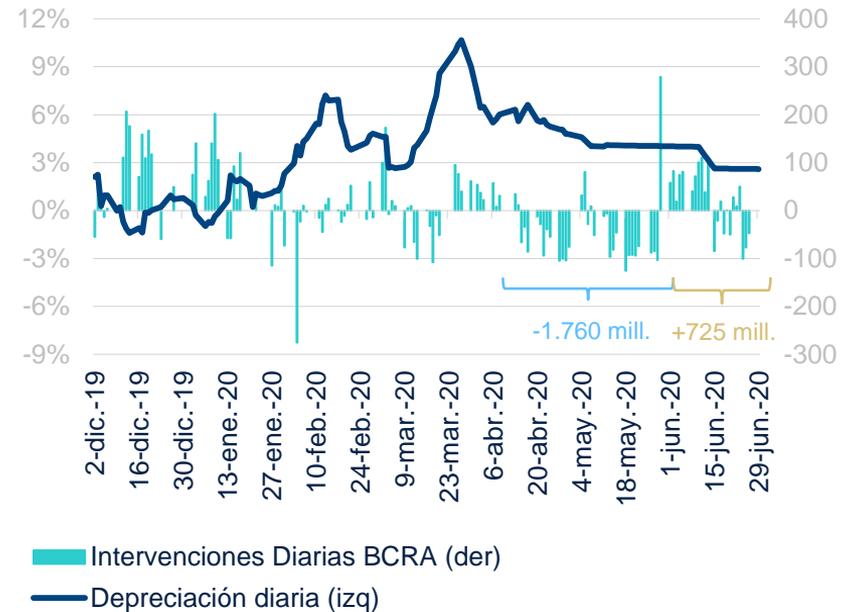
TIPO DE CAMBIO REAL (OFICIAL E INFORMAL)

(A PRECIOS DE 07/07/2020)



DEPRECIACIÓN DEL TC OFICIAL E INTERVENCIÓN CAMBIARIA

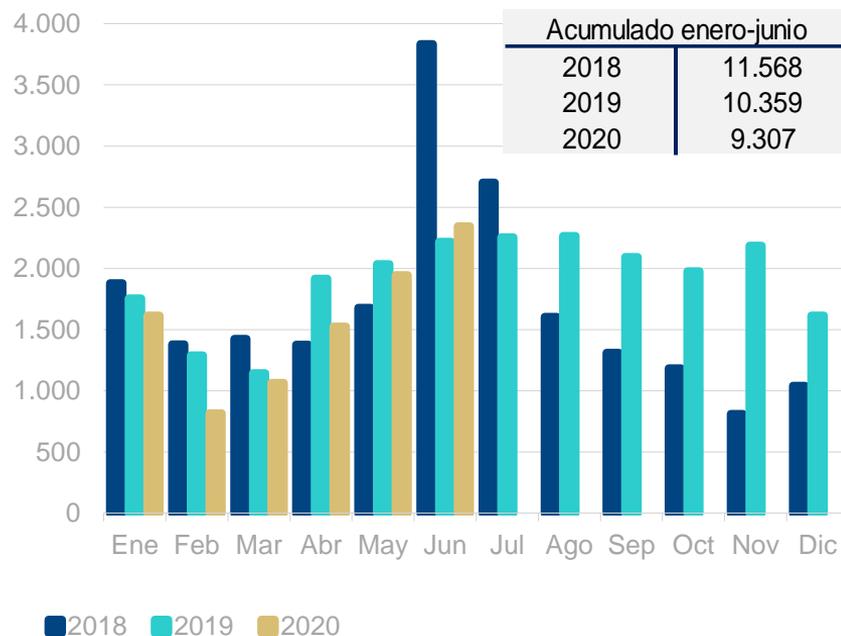
(EJE IZQ.: VAR. DIARIA MENSUALIZADA; EJE DER: MILLONES DE USD)



La mayor brecha incentivó la usual sobrefacturación de importaciones y la sub-liquidación de exportaciones, tensando más al mercado oficial

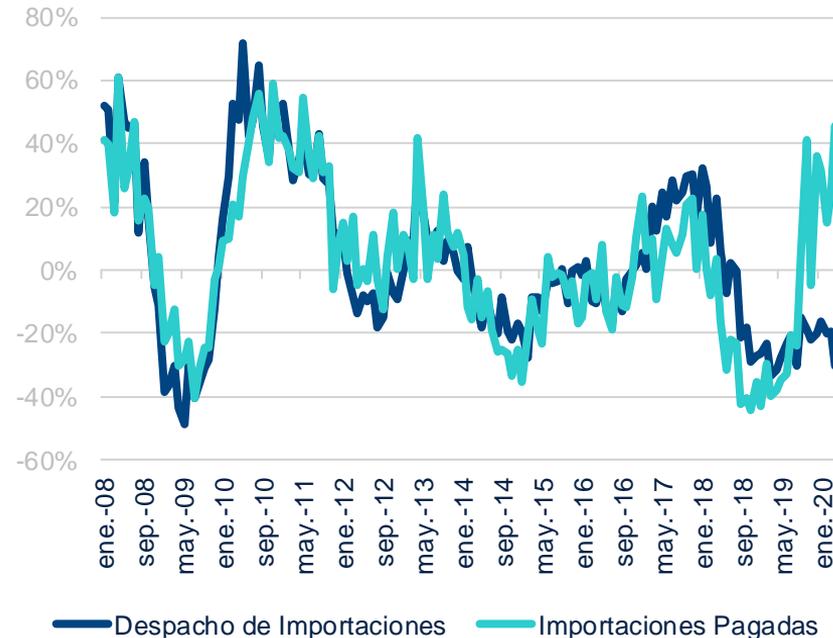
LIQUIDACIONES DE EXPORTACIONES DE SOJA

(EN MILLONES DE DÓLARES)



DESPACHOS E IMPORTACIONES PAGADAS

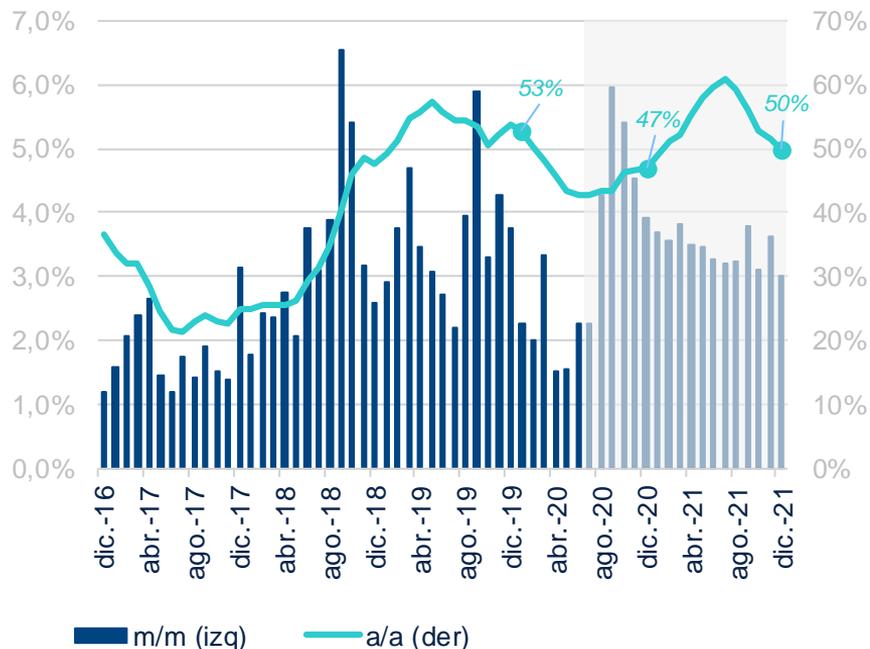
(VAR % A/A)



Los precios, por ahora, también en cuarentena

INFLACIÓN

(IZQ: M/M, DER: a/a)

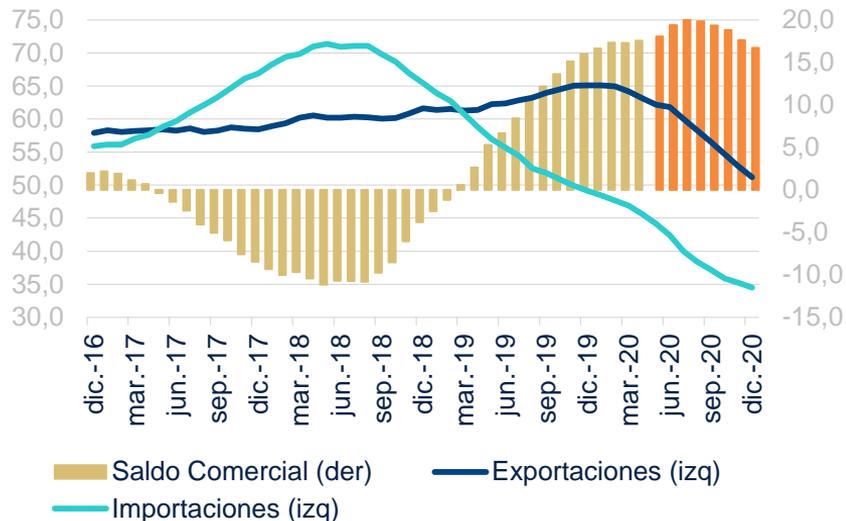


- Bajos registros mensuales de inflación en los últimos meses por la recesión, congelamiento de tarifas y cepo cambiario.
- Esperamos aceleración de la inflación en los próximos meses en respuesta a una mayor depreciación del tipo de cambio luego de terminada la campaña de soja.
- La normalización monetaria luego de la crisis por la pandemia es el mayor desafío de cara al riesgo de una aceleración de precios en 2021.

Continúa el ajuste del sector externo (por caída de importaciones), llevando a la cuenta corriente al equilibrio

BALANZA COMERCIAL

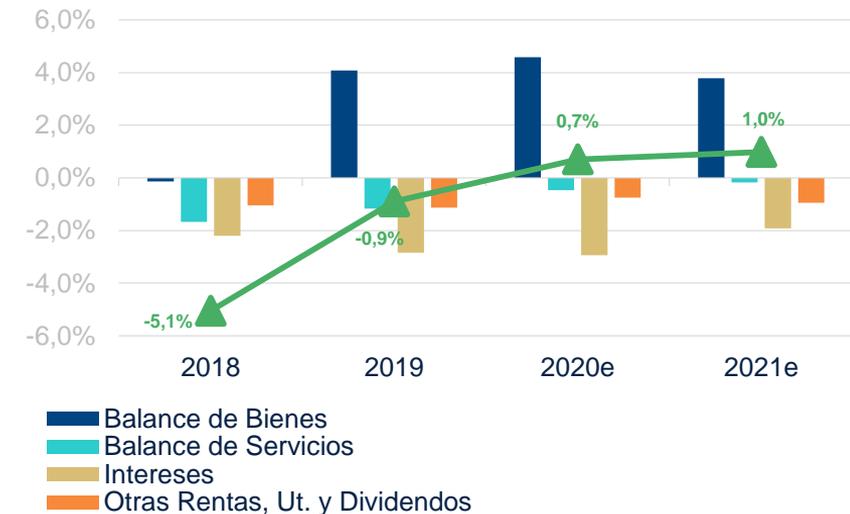
(ULT 12 MESES, MM US\$)



Fuente: INDEC

CUENTA CORRIENTE POR COMPONENTES

(% PIB)



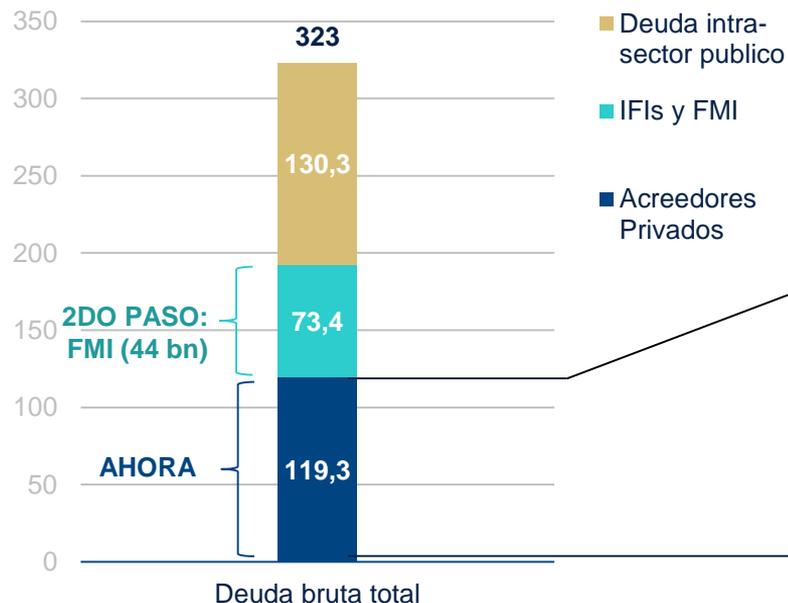
Fuente: INDEC

Menor apertura comercial: exportaciones caen 21% a/a e importaciones un 29% a/a. El superávit comercial 2020 será de **USD 16.7 mM.**

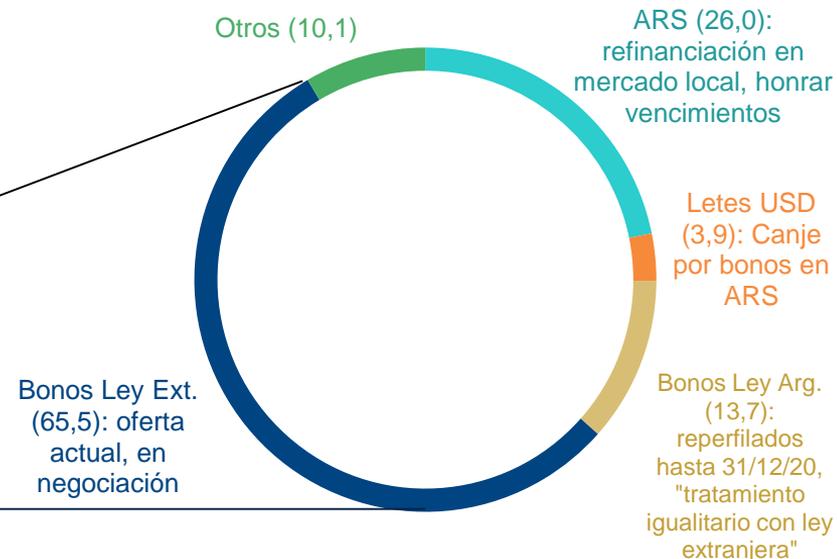
Los ingresos de divisas alcanzan para cubrir los pagos de intereses y otras transferencias, sin mostrar un excedente significativo

El gobierno avanzó en la normalización de la deuda en pesos, mientras reestructura los bonos en USD con privados. Falta el FMI

COMPOSICIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA BRUTA (USD MILES DE MILLONES)



COMPOSICIÓN DE LA DEUDA CON ACREEDORES PRIVADOS Y SU DISTINTO TRATAMIENTO POR PARTE DEL GOBIERNO (USD MILES DE MILLONES)



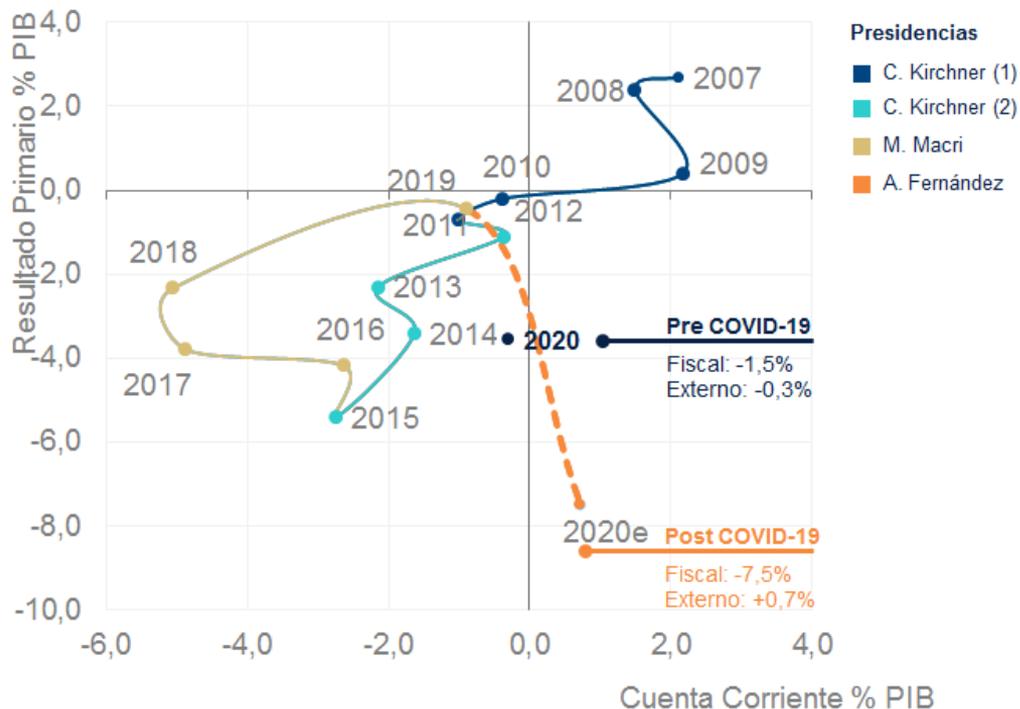
La reestructuración de los bonos en USD bajo legislación extranjera: más cerca del acuerdo, pero todavía falta

VALOR DE LAS OFERTAS DE REESTRUCTURACIÓN DEL GOBIERNO ARGENTINO, SEGÚN BONO A CANJEAR (CENTAVOS POR USD DE VALOR NOMINAL)

Bono original	Exit Yield: 10%		Exit Yield: 12%	
	Oferta Actual	Oferta Inicial	Oferta Actual	Oferta Inicial
Discount (canjes)	59,5	42,9	50,0	34,7
Par (canjes)	51,4	41,6	42,6	33,2
Globales 2020-23	53,9	41,5	47,3	35,8
Globales 2026-36	52,5	38,0	43,5	30,5
Globales 2046-2117	51,6	38,3	43,0	30,5
Promedio	53,3	39,8	44,8	32,4

- El gobierno argentino mejoró sustancialmente su oferta inicial, acercando posiciones con los principales acreedores mayoritarios.
- La última oferta tiene vencimiento el 4 de agosto
- Ya ha conseguido acuerdos con algunos tenedores de bonos (los globales de corto plazo). Pero faltaría alguna mejora adicional a la oferta para acordar con el resto.
- Creemos que el gobierno mejorará la oferta en ese sentido, para alcanzar un canje mayoritario durante el bimestre julio-agosto.

La crisis mostró las vulnerabilidades de la economía argentina



- El gobierno aún no ha anunciado un plan económico integral y consistente.
- El impacto de la crisis desvió aún más la trayectoria de consolidación fiscal. Se debe avanzar en la reforma previsional, regularización tarifaria y eficiencia del gasto público.
- Es prioritario el aumento de productividad para asegurar la sostenibilidad del superávit externo sin necesidad de contracción de importaciones.
- La baja apertura comercial y el alto costo laboral acentúan el perfil de exportaciones con bajo valor agregado.

Previsiones macroeconómicas

ARGENTINA	2018	2019	2020e	2021e
PBI Base 2004 (% a/a)	-2.5	-2.2	-14.0	5.2
Inflación (% a/a fdp)	47.6	53.8	47.0	50.0
Tipo de Cambio (vs USD fdp)	37.9	59.9	90.0	121.8
Tasa de Política Monetaria (% fdp)	59.3	55.0	40.0	42.6
Consumo Privado (% a/a)	-2.4	-6.5	-15.9	7.7
Consumo Público (% a/a)	-3.3	-1.6	-9.9	-2.6
Inversión (% a/a)	-5.7	-15.9	-34.5	15.6
Resultado Fiscal Primario(% PIB)	-2.3	-0.4	-7.5	-3.5
Cuenta Corriente(% PIB)	-5.1	-0.8	0.7	1.0

Situación Argentina

3T20

Julio 2020