

# Situación Argentina

4T20

Octubre de 2020

## Mensajes principales



El crecimiento global, apoyado por medidas decididas de política fiscal y monetaria, así como por un mayor control de la expansión del virus, **rebotó en el tercer trimestre y se prevé que continúe haciéndolo en el cuarto**, aunque a un ritmo menor ya que el número de contagios permanece alto.



Se espera que la recuperación de la actividad global gane impulso en 2021. La esperada aprobación y la distribución de vacunas y tratamientos efectivos contra el COVID-19 permitirá una relajación progresiva de las medidas de distanciamiento social a lo largo del próximo año, primero en las principales economías mundiales, y luego en las demás.



Argentina: Los contagios de COVID-19 se amesetan en AMBA pero aumentan de manera preocupante en varias provincias, algunas de las cuales muestran signos de saturación en sus sistemas de salud. La aprobación de la gestión de la pandemia se ha erosionado a medida que se ha prolongado el aislamiento social.



Esperamos una caída del 13% de PIB en 2020. Aunque la actividad se está recuperando del piso de abril, los datos de alta frecuencia muestran una recuperación poco robusta en la segunda parte del año. En 2021, la actividad crecerá 5,5% explicada principalmente por efecto estadístico.

## Mensajes principales



En el 2T20 la tasa de desempleo llegó a 13,1%. Esta cifra, que luce moderada, se explica porque la población económicamente activa cayó al mínimo histórico de 38,4%. La caída representa unos 2,5 millones de empleos menos que a principios de año. Para 2020 esperamos una tasa de desempleo de 14% y para 2021 de 15,4%.



Este año el déficit fiscal primario alcanzaría 8% del PIB, por una marcada caída de la recaudación (por la recesión y la contracción del comercio exterior), junto con una significativa expansión del gasto primario, para contener el impacto de la pandemia. Para 2021 esperamos un déficit de 5,4% del PIB.



La emisión monetaria se mantiene como la única fuente de financiamiento de este déficit. La asistencia al Tesoro superaría el 8% del PIB en 2020. El BCRA está encarando un proceso de “armonización de tasas de interés”, por lo que la tasa relevante de política monetaria es ahora el promedio ponderado entre LELIQ y pases (hoy en 34% anual). Esperamos un moderado aumento de esta tasa de política a 38% en 2020, en pos de lidiar con el exceso de pesos vigente en la economía. El sendero de la tasa sería alcista en 2021, hacia un 45% anual.

## Mensajes principales



Las brechas de los tipos de cambios alternativos con el oficial, superiores al 100% en octubre, dan cuenta de la presión en el mercado de cambios. Pese a ello, y aunque esperamos una aceleración en la depreciación mensual promedio en el 4T20, redujimos nuestro pronóstico para dic-20 a USD/ARS86 del 90 previo, por la marcada intención del gobierno de evitar una devaluación brusca. Para 2021 esperamos un tipo de cambio en USD/ARS 125 con un tipo de cambio real invariante en el año electoral, pero el balance de riesgos está sesgado a mayor depreciación.



El retraso del ajuste cambiario, el congelamiento de tarifas y el entorno recesivo han desacelerado la inflación. Para 2020 esperamos una inflación del 39%, pero un alza en 2021 a 50% debido al rebote de la actividad, las dificultades fiscales para seguir atrasando tarifas, y el impacto de la emisión monetaria de este año (combinada con una acotada astringencia de la política monetaria).



La cuenta corriente mostrará un superávit de 2,3% este año y de 2,1% en 2021, reflejando la quita de intereses lograda en la negociación de la deuda y un superávit comercial mejor del esperado.



La negociación de la deuda concluyó con una aceptación del 99% de los acreedores privados. Se abre una ventana de 4 años para estabilizar la macroeconomía y retomar la senda de crecimiento. Para ello, el gobierno deberá acordar un nuevo programa con el FMI y dar señales más claras de su programa económico plurianual.

01

# Situación Global 4T20

# La actividad económica se recuperó rápidamente en el tercer trimestre, y se está frenando en el cuarto ante la dificultad en controlar la pandemia

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

### Crecimiento: 3T20



Recuperación más rápida que lo esperado

### Estímulos económicos



Crecientes y significativos

### Crecimiento: 4T20



Señales de moderación

### Evolución de la pandemia

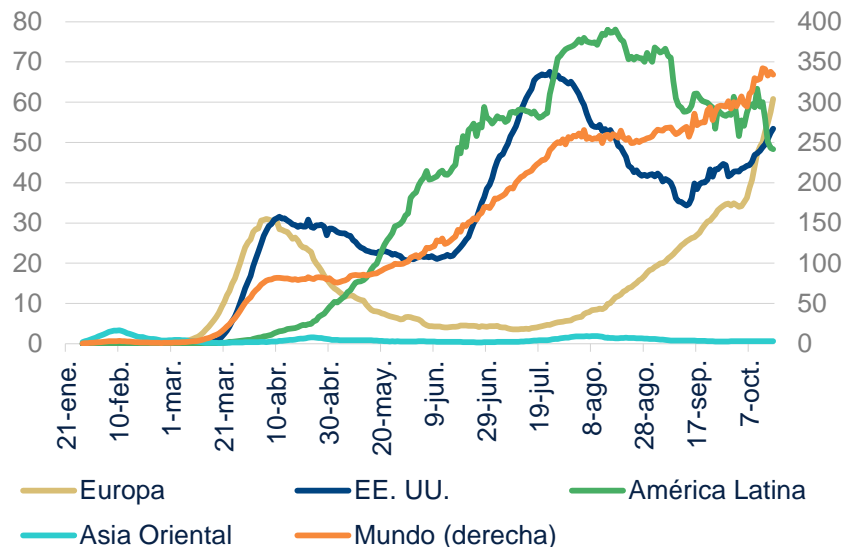


Contagios al alza en Europa y elevados en América

# La pandemia resurge en Europa, se sigue expandiendo en América y está bajo control en Asia Oriental

## CASOS DIARIOS POR COVID-19 (\*)

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



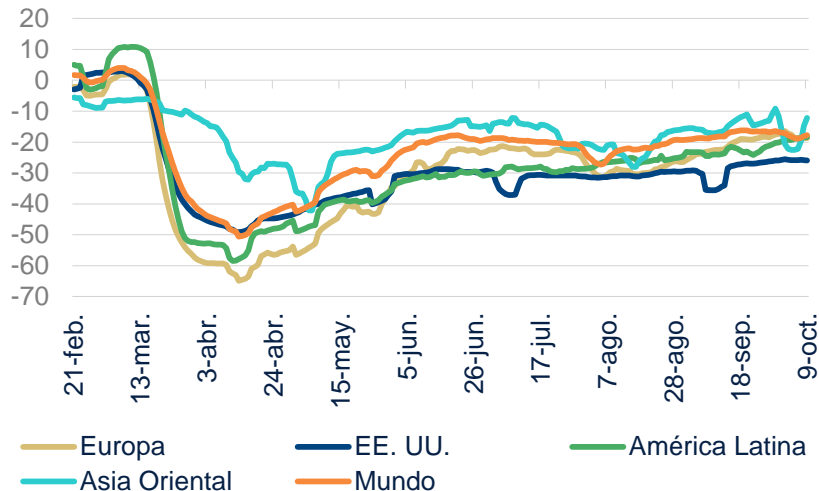
(\*) Europa: Alemania, España, Francia, Italia, Portugal, Reino Unido y Turquía. América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. Asia Oriental: China, Corea del Sur, Japón y Singapur.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de la John Hopkins University.

- Los casos de covid-19 en el mundo han repuntado desde septiembre.
- **Europa:** contagios al alza, pero con letalidad relativamente acotada hasta ahora.
- **EE. UU.:** tras una pausa, los contagios vuelven a subir en septiembre.
- **LATAM:** contagios estables o a la baja, pero al alza en Argentina.
- **China** y otros países asiáticos: relativamente bajo control.
- Al menos 10 **vacunas** están en la última fase de evaluación clínica, reforzando las expectativas de control del virus.

## Las nuevas medidas de confinamiento son menos restrictivas y más focalizadas que antes

### MOVILIDAD HACIA EL LUGAR DE TRABAJO (\*) (VALORES MÁS ALTOS INDICAN MAYOR MOVILIDAD)



(\*) El indicador de movilidad refleja tendencia de movilidad con respecto al período de referencia (3 de enero a 6 de febrero). Promedio de los últimos 7 días. Europa: Alemania, España, Francia, Italia, Portugal, Reino Unido y Turquía. América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. Asia Oriental: China, Corea del Sur, Japón y Singapur.

Fuente: BBVA Research a partir de los Google Mobility Reports.

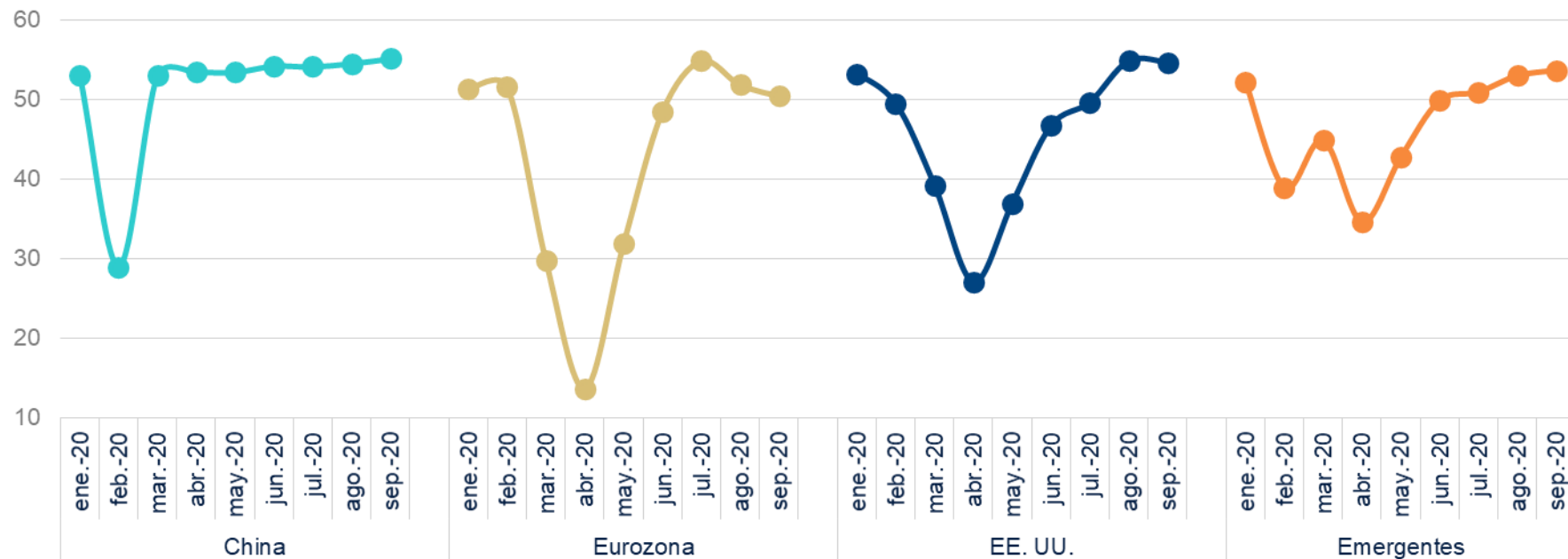
- La **movilidad es mayor ahora** que en los primeros meses de la pandemia:
  - preferencia por confinamientos selectivos y menos restrictivos.
  - alto coste económico y social de los confinamientos severos.
- Sin embargo, la **movilidad sigue por debajo de los niveles “normales”**:
  - restricciones oficiales en muchos países (crecientes en Europa).
  - nuevos hábitos adoptados de forma voluntaria, por miedo o inercia.
- Es difícil que la movilidad se normalice sin una **vacuna aprobada**.



# Recuperación más rápida de lo previsto desde abril, pero con crecientes señales de ralentización

## INDICADORES PMI

(MÁS DE 50: EXPANSIÓN; MENOS DE 50: CONTRACCIÓN)



# La consolidación de la recuperación sólo llegará con la extensión de una vacuna o tratamiento

SUPUESTOS DETRÁS DE LAS PREVISIONES, EN UN ENTORNO ALTAMENTE INCIERTO

## COVID-19



**Mejora gradual tras la aprobación y distribución de una vacuna,** en el primer semestre de 2021 para las principales economías y en el segundo para los demás.

## Política económica



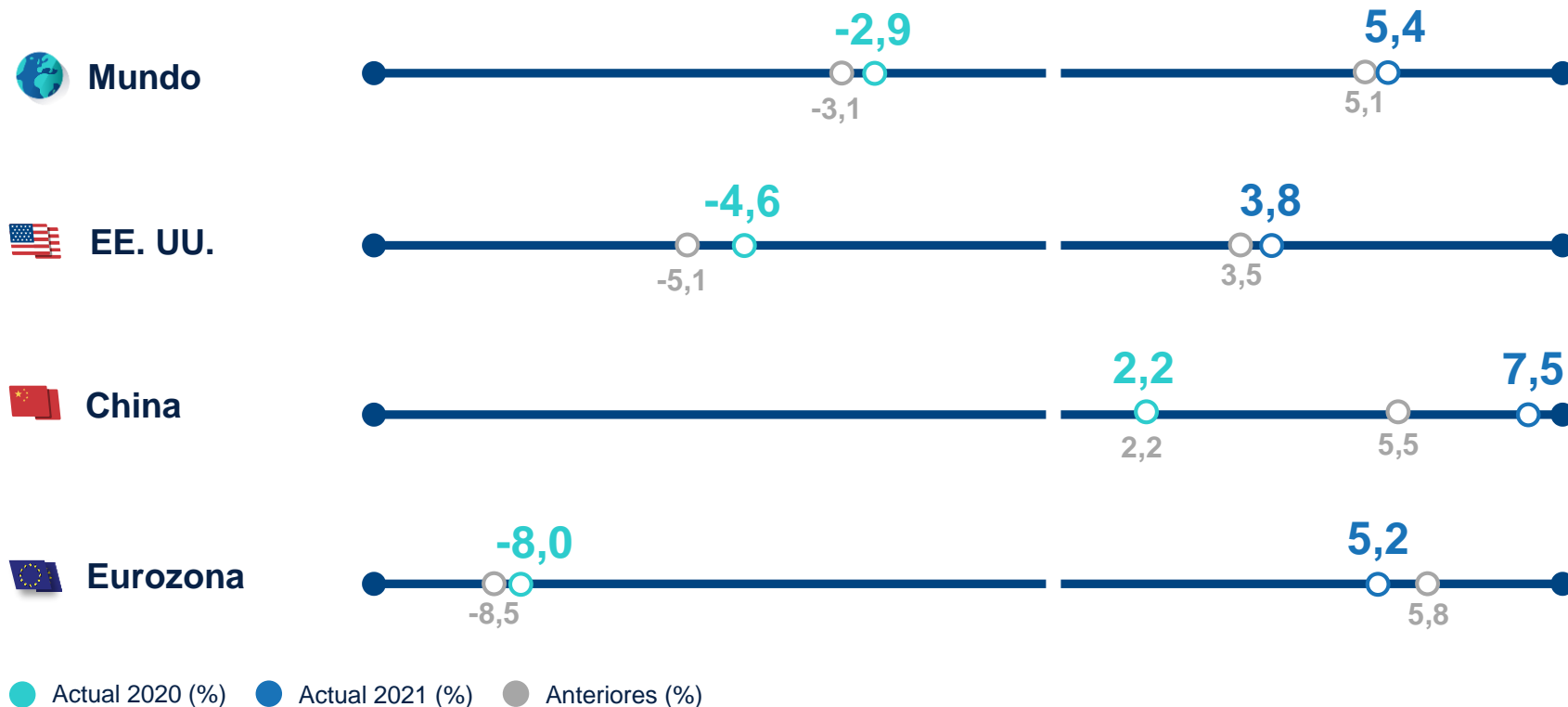
**Los estímulos se mantendrán** al menos hasta que se consolide la recuperación.

## Mercados financieros



**Reducción gradual de la volatilidad y de la aversión al riesgo** a lo largo de 2021.

## Ajuste al alza en las previsiones de crecimiento mundial



# Los riesgos sobre el escenario central van en ambas direcciones



## Riesgos positivos

- Las vacunas se distribuyen antes de lo esperado y/o los nuevos tratamientos favorecen:
  - mayor repunte de la confianza.
  - mayor toma de riesgo.
- Estímulos fiscales y monetarios adicionales.
- Mayor coordinación global de políticas.



## Riesgos negativos

- Aumento de contagios y poca eficacia de vacunas y tratamientos.
- Efectos de segunda ronda de la pandemia:
  - quiebras corporativas.
  - sostenibilidad de la deuda pública.
- Tensiones financieras, salida de flujos de EMs.
- Tensiones geopolíticas, políticas y sociales.
- Desglobalización.

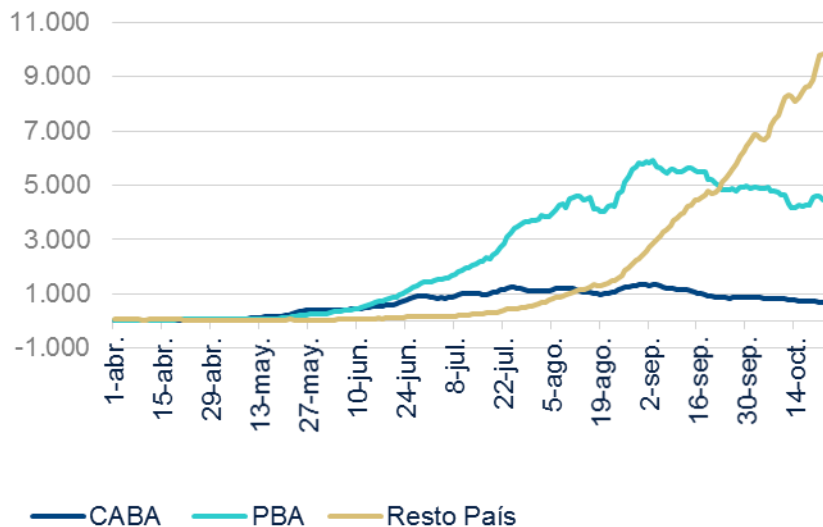
02

# Situación Argentina 4T20

# El Covid19 aceleró a distintas velocidades y volvieron los confinamientos más estrictos en algunas provincias

## NUEVOS CASOS POR JURISDICCIÓN

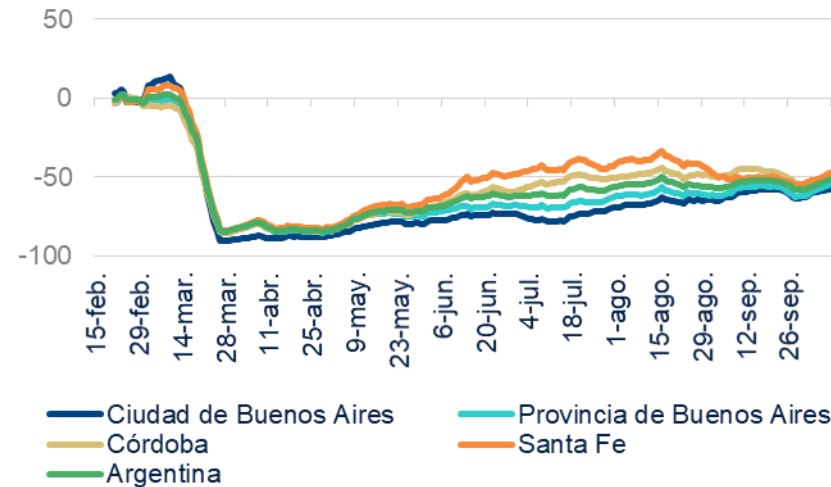
(CASOS EN PROMEDIO MÓVIL 7 DÍAS)



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Salud de la Nación.

## MOVILIDAD EN COMERCIOS Y LUGARES RECREATIVOS

(VAR. % RESPECTO A LA MEDIA DE LA 3 ENE. AL 6 DE FEB.)



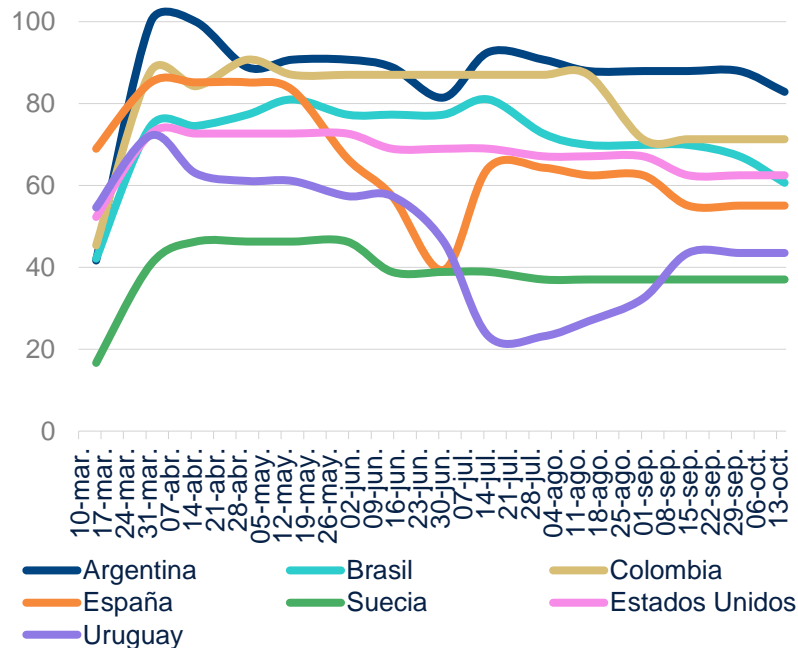
Fuente: Google.

El foco de contagios se trasladó al interior del país. La ocupación de UTI en el total país alcanza al 64%, pero preocupa la saturación de los sistemas de salud en provincias con ocupación de UTI que supera el 80%.

# El continuo ascenso de la cantidad de contagios lleva a mantener la extensión y dureza del aislamiento

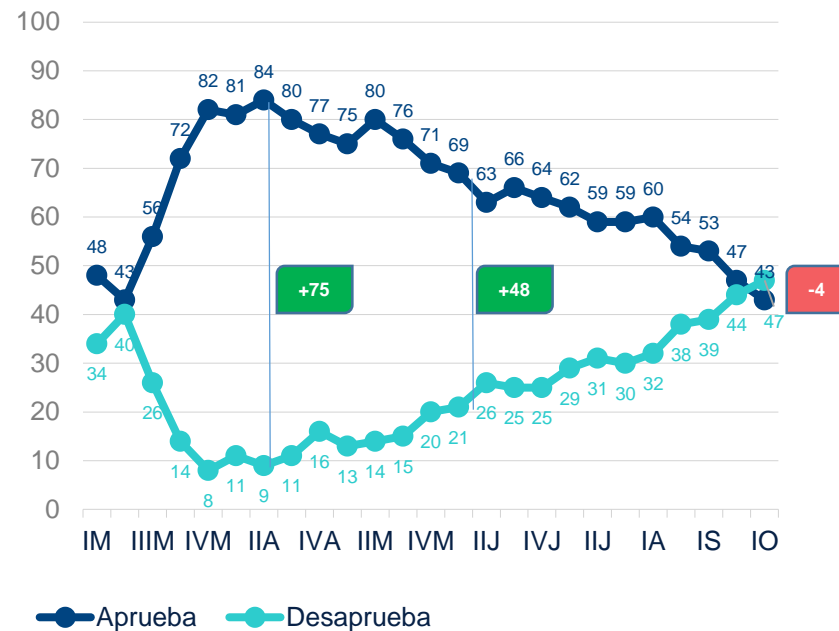
## RIGIDEZ DE LAS MEDIDAS DE AISLAMIENTO

(OXFORD STRAGENCY INDEX, 100 MAYOR RIGIDEZ)



Fuente: BBVA Research y University of Oxford

## APROBACIÓN DE LA GESTIÓN DEL PRESIDENTE RESPECTO AL CORONAVIRUS

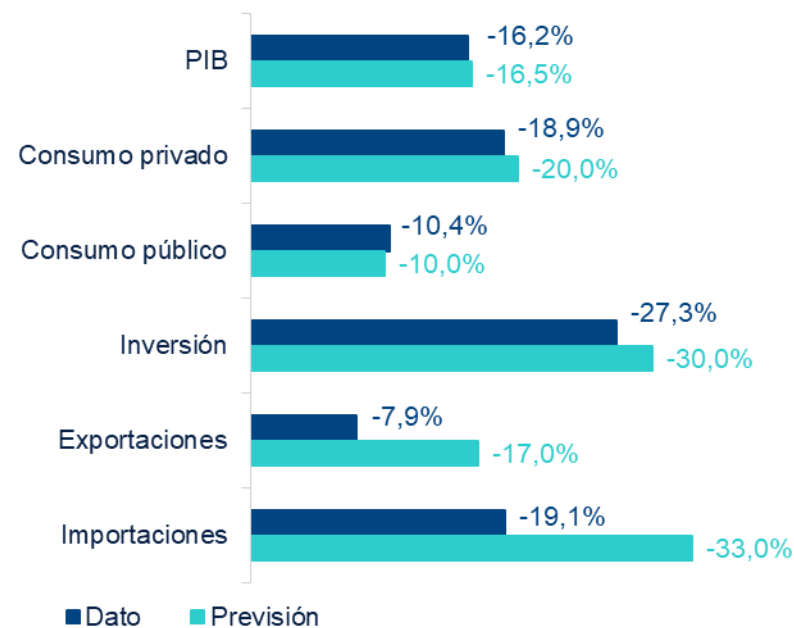


Fuente: BBVA Research y Poliarquía.

# Toda la economía dio cuenta del apagón de actividades del 2T20...

## PIB 2T 2020 POR COMPONENTES

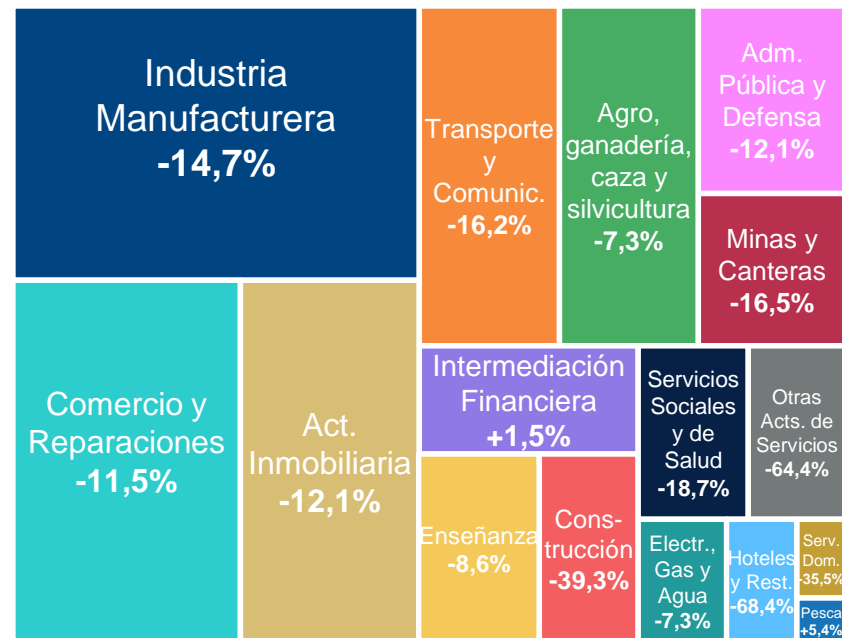
(VAR T/T %, S.A.)



Fuente: INDEC y BBVA Research.

## PIB 2T 2020 POR SECTORES E INCIDENCIA

(VAR T/T %, S.A.; INCIDENCIA SEGÚN TAMAÑO DE CUADRO)

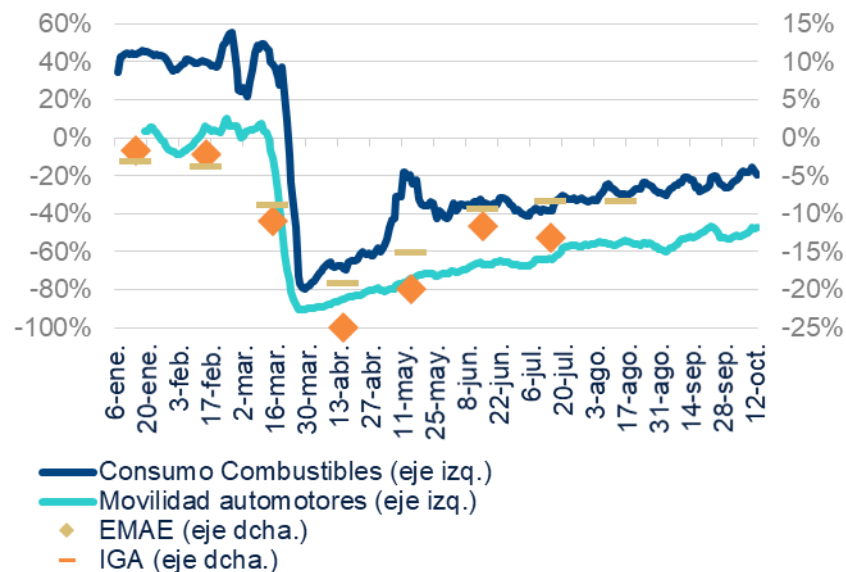


Fuente: INDEC y BBVA Research.

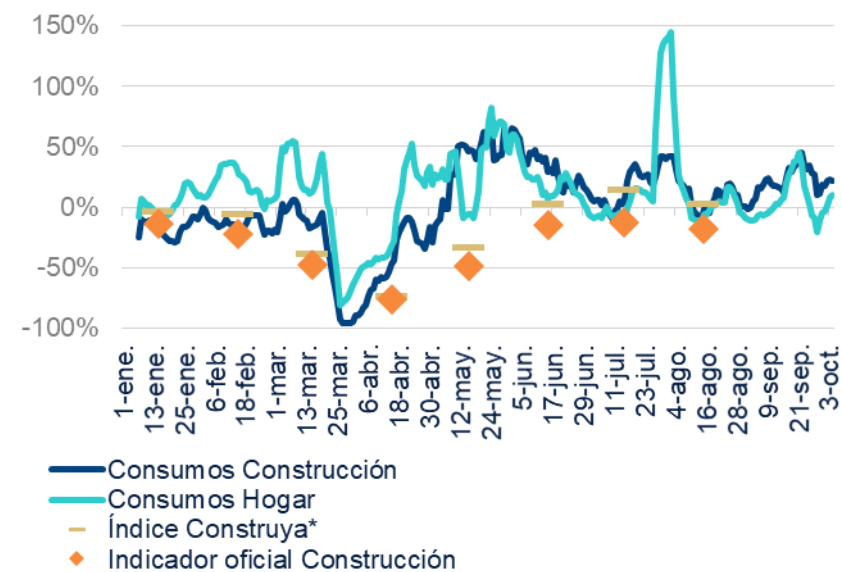


## ... y muestra una recuperación con signos de fatiga desde julio

### CONSUMO DE COMBUSTIBLE<sup>1</sup>, MOVILIDAD Y ACTIVIDAD (COMBUSTIBLE: VAR. % A/A, PROMEDIO MÓVIL 7D; IGA: VAR. % A/A EN TERMINOS REALES)



### GASTOS EN CONSTRUCCIÓN<sup>1</sup> Y ACTIVIDAD SECTORIAL (CONSUMOS: VAR. % A/A, PROMEDIO MÓVIL 7d; INDICADORES SECTORIALES: VAR. % A/A)

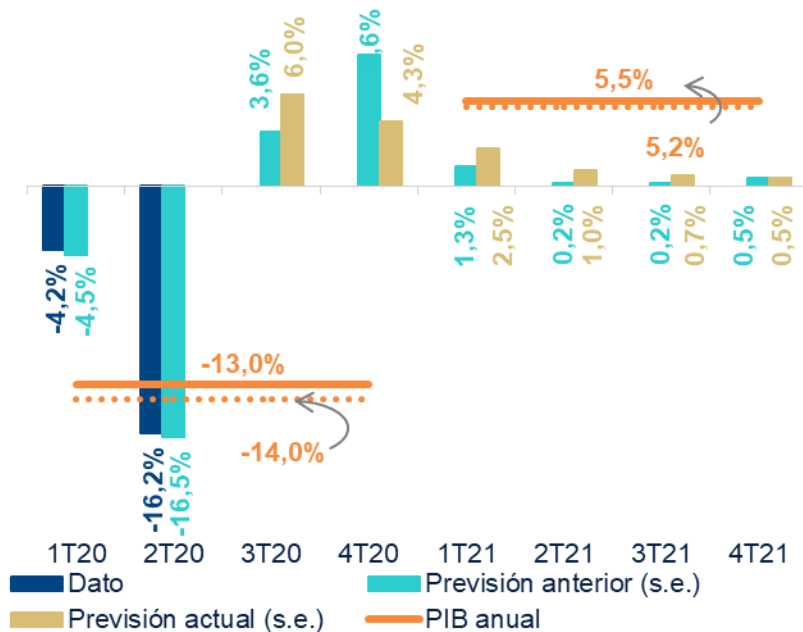


1: El gasto en Combustible y en Construcción son indicadores de altas frecuencia a partir del gasto con tarjetas de clientes BBVA en dichos rubros. Ambos han mostrado buena capacidad de predicción de la actividad a corto plazo. \*Mide el nivel de actividad de once empresas representativas del mercado de la construcción en Argentina .

## 2020 será el año de la crisis del COVID-19 y 2021 el año de la recuperación (casi toda) por rebote estadístico

### PIB: PREVISIÓN ACTUAL Y ANTERIOR

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



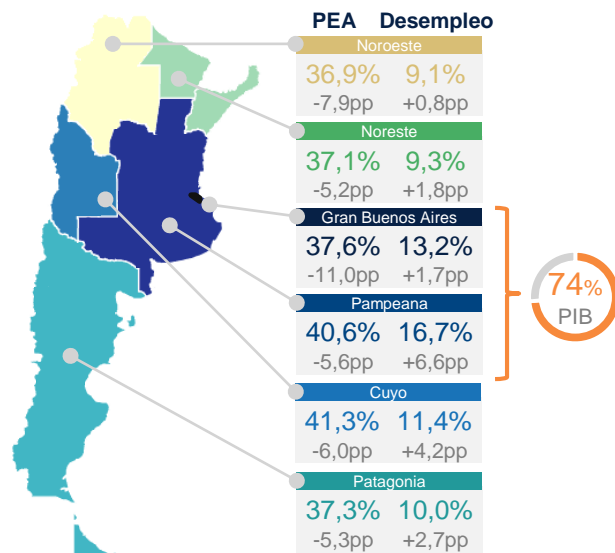
Fuente: BBVA Research en base a INDEC.

- Ajustamos nuestra previsión a -13% para este año (antes -14%) en vista de que los datos del 2T20 fueron levemente mejores a los esperados y los del 1T20 fueron revisados al alza.
- En el 2S20 nuestro indicador de consumo en tiempo real muestra que la recuperación entró en una meseta.
- Esto se debe a la combinación de una salida de las restricciones a la movilidad fragmentada y a diferentes velocidades (que seguirá hasta fin de año) y al impacto del repunte de las tensiones cambiarias tras el arreglo de deuda.
- Para 2021 la actividad tendrá un desempeño deslucido por un ingreso que se recuperará lentamente, la quiebra de empresas, pérdida de mercados y desempleo persistente.

# El empleo se desplomó junto con actividad, pero la caída histórica de la población activa amortiguó el alza en la tasa de desempleo a 13,1%

## ACTIVIDAD Y DESOCUPACIÓN POR REGIÓN

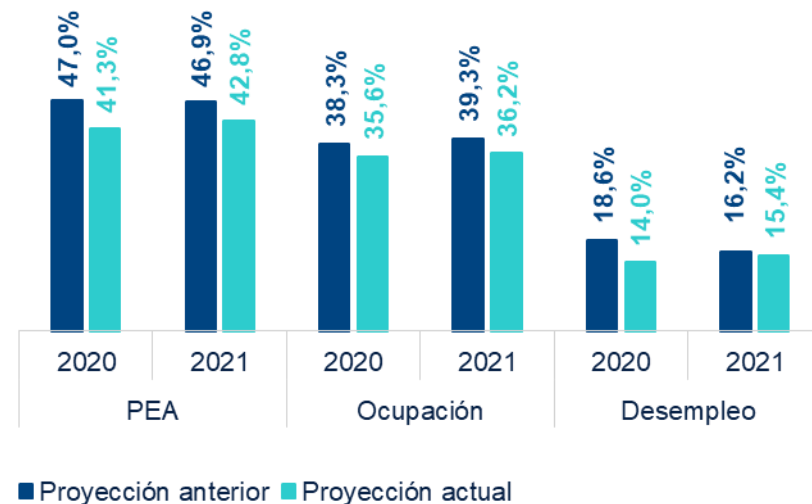
(TASA GENERAL EN %; VAR. T/T EN PP)



Fuente: BBVA Research e INDEC.

## PROYECCIÓN 2020-2022 DEL MERCADO LABORAL

(TASAS PROMEDIO ANUAL)

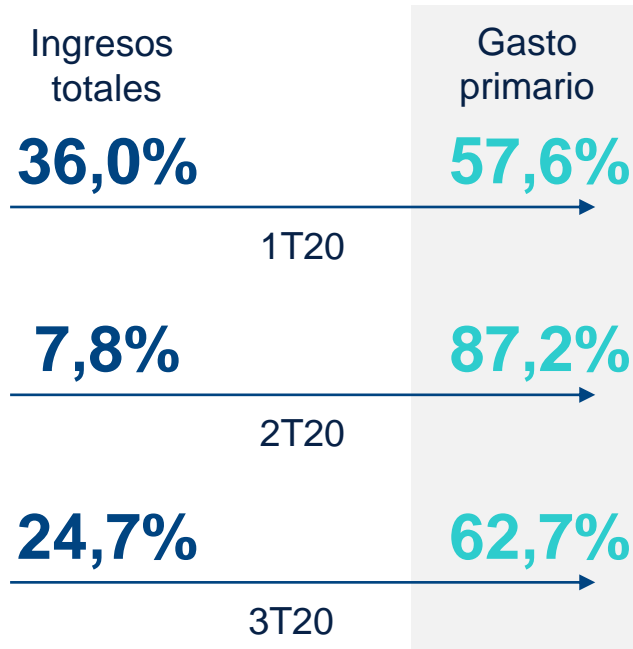


Fuente: BBVA Research e INDEC.

Tanto la PEA como la ocupación se desplomaron en el 2T20 en un equivalente a 2,5 millones de personas respecto del 1T20. Si la población activa se hubiese mantenido al mismo nivel que en el 1T20, la tasa de desempleo hubiese trepado al 29%.

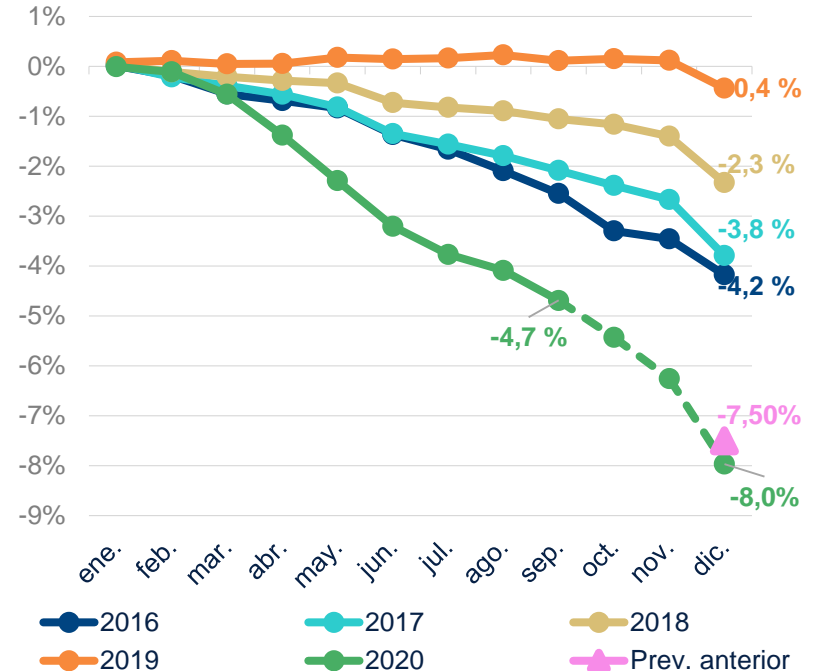
# Para contener los efectos de la pandemia se disparó el gasto en el 2T20 a la vez que la recaudación se redujo por la menor actividad...

## EVOLUCIÓN INGRESOS TOTALES Y GASTO PRIMARIO POR TRIMESTRE (VAR. % A/A, )



Fuente: BBVA Research en base a Hacienda.

## DEFICIT FISCAL ACUMULADO (% PIB)

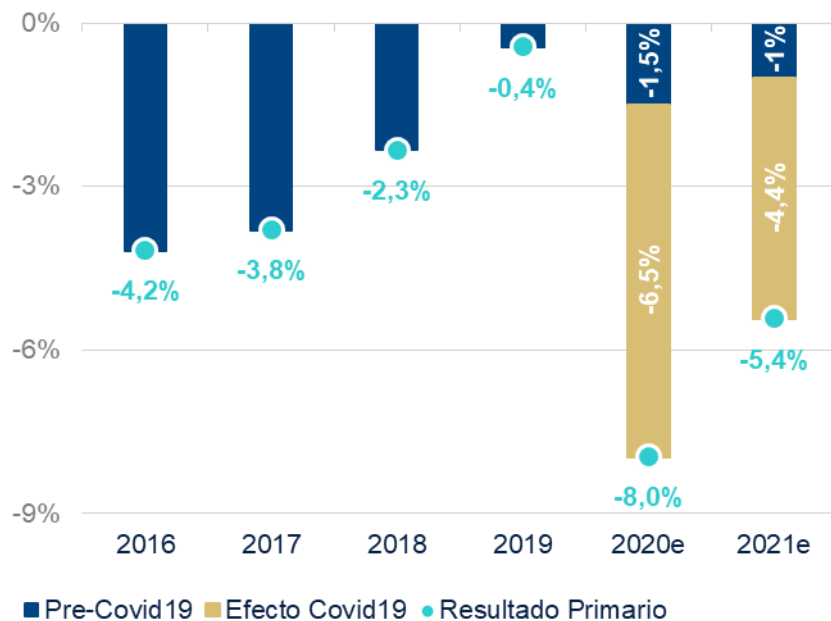


Fuente: BBVA Research en base a Hacienda.

## ... por lo que el déficit fiscal en 2020 será 8% del PIB...

### RESULTADO FISCAL PRIMARIO

(% PIB)

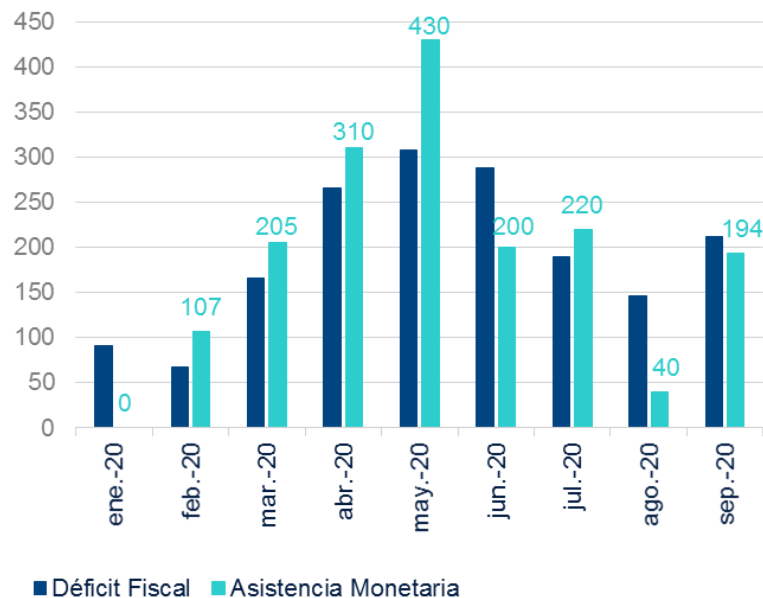


- Por la extensión de ayudas por COVID19, el paquete fiscal implica un gasto de 4% del PIB.
- Mientras que remuneraciones y pensiones crecen por debajo de la inflación, los subsidios económicos y las transferencias a provincias son los rubros que más se expanden.
- Para 2021 suponemos un retiro (parcial) de las ayudas por COVID y una mejora en los ingresos por la recuperación de la actividad económica. Pero **la inercia de los gastos, acentuados por las elecciones de medio término, dejará un déficit de 5,4%.**

## ... que el Tesoro sólo puede financiar con emisión monetaria

### DÉFICIT FISCAL TOTAL Y ASISTENCIA MONETARIA DEL BCRA

(MILES DE MILLONES DE PESOS POR MES)



Fuente: Ministerio de Economía, y BBVA Research.

### EMISIÓN MONETARIA PARA ASISTIR AL FISCO

(% PIB, ACUMULADOS A 12 MESES)

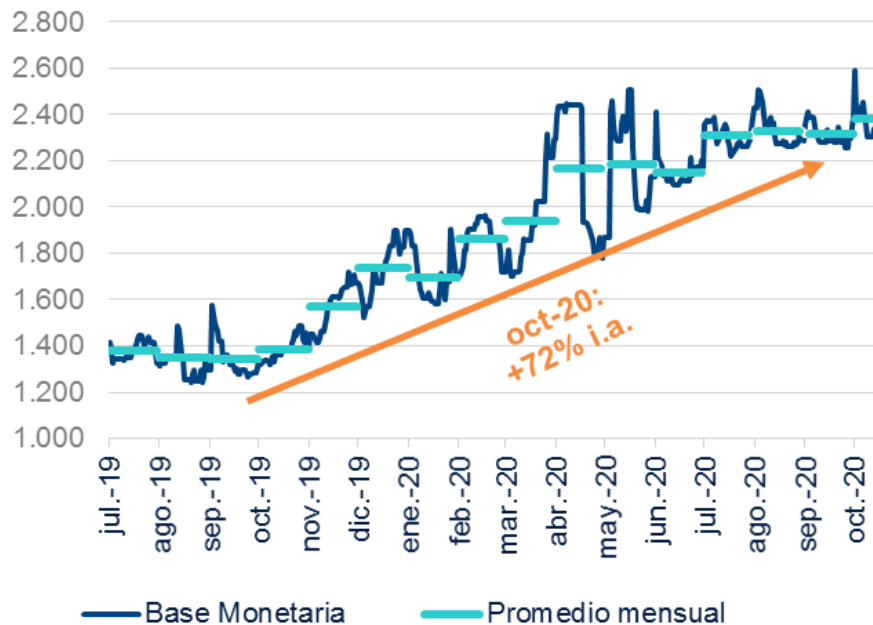


Fuente: BBVA Research en base BCRA.

# El BCRA recurre a un aumento de sus pasivos remunerados para esterilizar el desborde monetario

## BASE MONETARIA

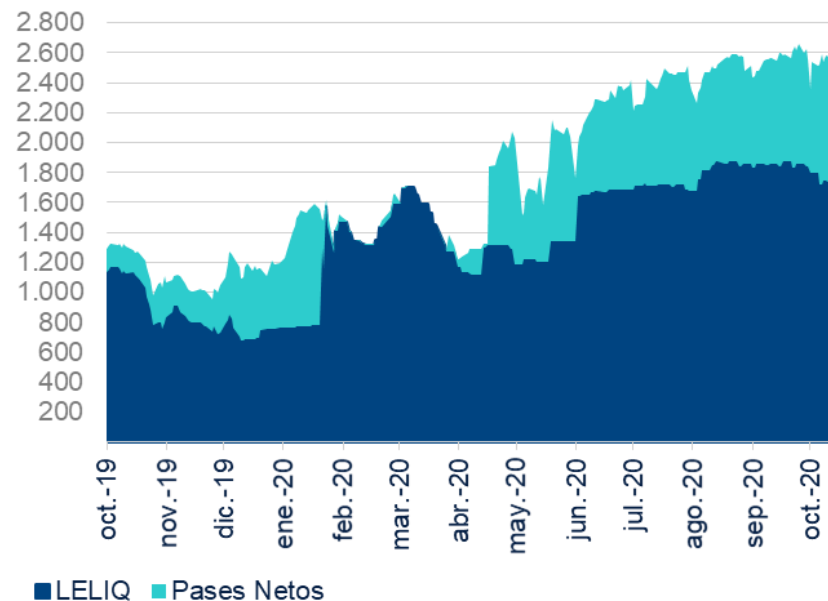
(MILES DE MILLONES DE ARS)



Fuente: BCRA.

## COMPOSICIÓN DE PASIVOS REMUNERADOS DEL BCRA

(MILES DE MILLONES DE ARS)

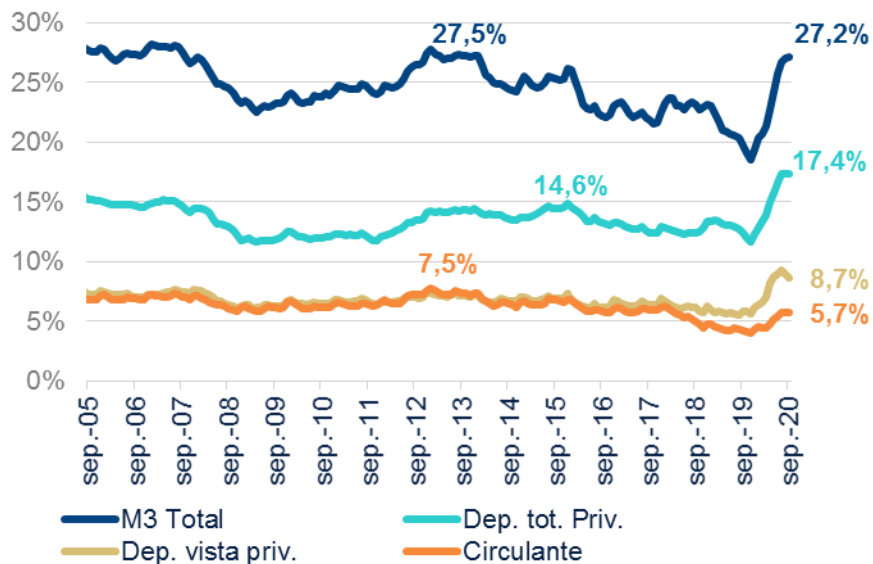


Fuente: BCRA.

# La situación actual se caracteriza por la convivencia entre una abundante cantidad de pesos y cada vez menos dólares...

## AGREGADOS MONETARIOS EN ARS

(% PIB)

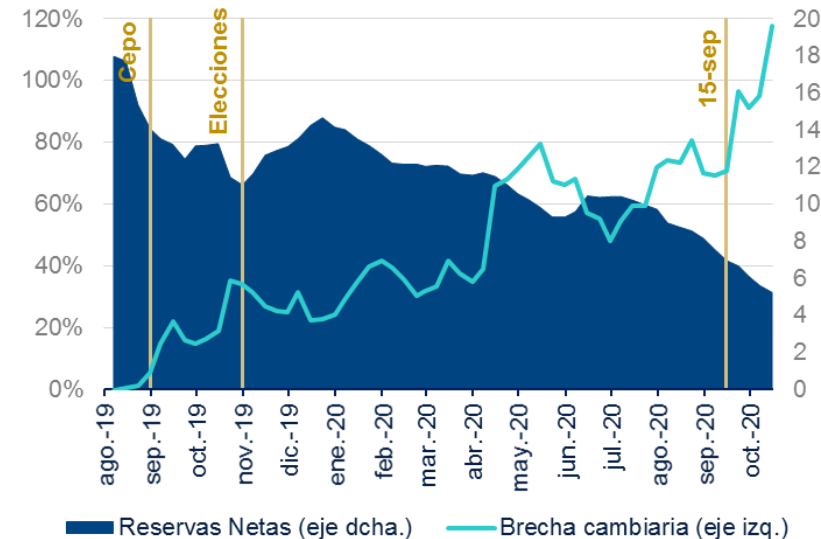


Fuente: BCRA.

Los depósitos en pesos del sector privado alcanzan máximos de la etapa post-convertibilidad.

## RESERVAS INTERNACIONALES Y BRECHA CAMBIARIA

(RESERVAS EN MILES DE MILL. DE USD; BRECHA CAMBIARIA VS CCL EN % RESPECTO DEL TIPO DE CAMBIO OFICIAL)



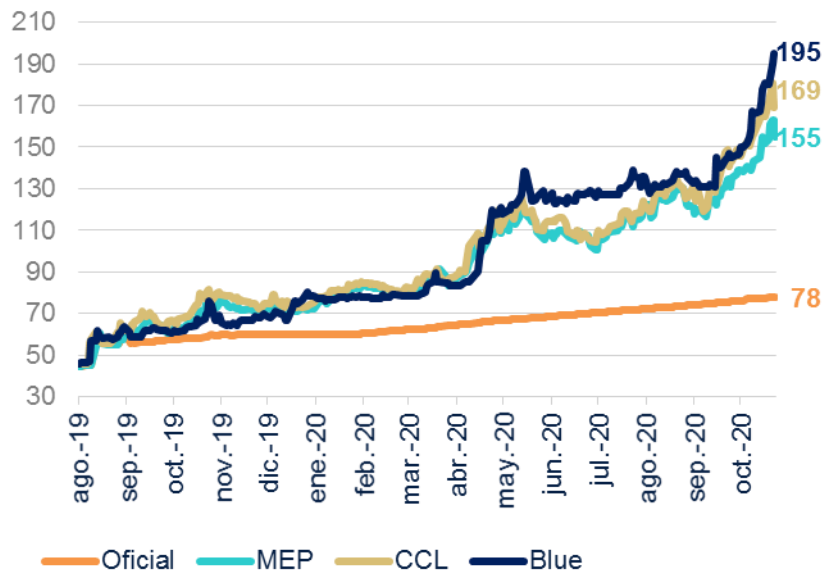
Fuente: BCRA.

El Banco Central busca evitar una mayor depreciación valiéndose del stock de reservas disponible y de incrementar regulaciones al mercado cambiario.



## ... lo cual impulsa la disparada de los tipos de cambio paralelos

### TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y PARALELOS (ARS/USD)

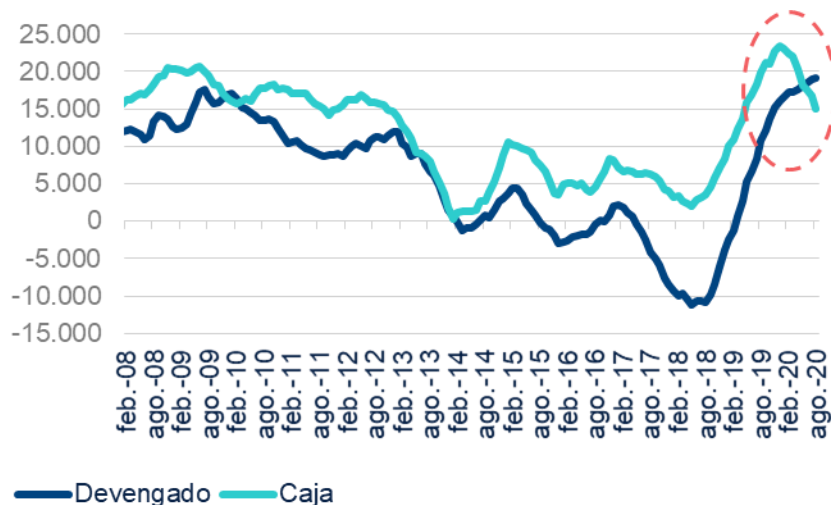


Fuente: BCRA.

- Los tipos de cambio paralelos crecen a causa de la abundante liquidez en el sistema...
- ... y por la ausencia de precisiones respecto de la política fiscal-monetaria-cambiaria futura para lidiar con estos desbalances.
- Dada la intención anunciada del gobierno de postergar una corrección cambiaria el mayor tiempo posible, **modificamos nuestra previsión de tipo de cambio USD/ARS a 86 para dic-20** (previamente: 90).
- Para dic-21, preveemos que el tipo de cambio alcanzará USD/ARS 125, asumiendo que el Gobierno contendrá parcialmente un ajuste cambiario más pronunciado por ser un año con elecciones de medio término.

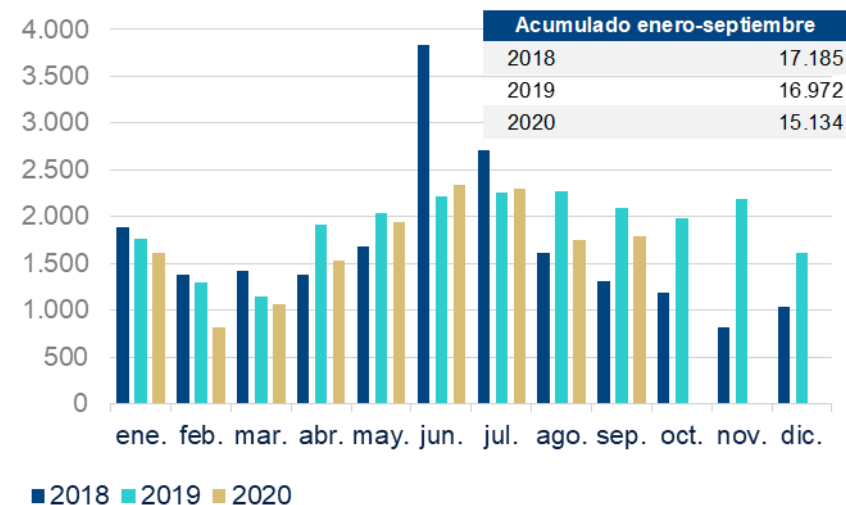
# El aumento en la brecha cambiaria reduce más la oferta e impulsa la demanda de divisas

## SUPERÁVIT COMERCIAL: CAJA VERSUS DEVENGADO (ACUMULADO 12 MESES, MILLONES DE DÓLARES)



Fuente: BBVA Research en base a BCRA e INDEC.

## OLEAGINOSAS Y CEREALES: LIQUIDACIONES DE EXPORTACIONES MENSUALES (USD MILL.)



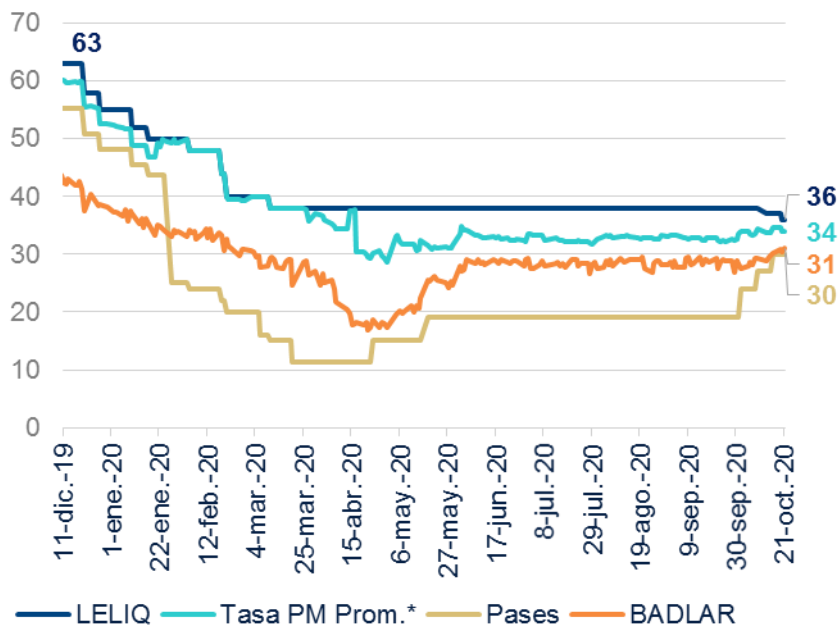
Fuente: BBVA Research en base a CIARA.

Con el aumento de la brecha los importadores tienen incentivos a adelantar pagos, mientras que los exportadores demoran liquidaciones a la espera de una devaluación más pronunciada.

## Ante esta situación, el BCRA está encarando una normalización de tasas de interés, que luce insuficiente para apaciguar las presiones cambiarias

### TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA Y BADLAR

(% TNA)



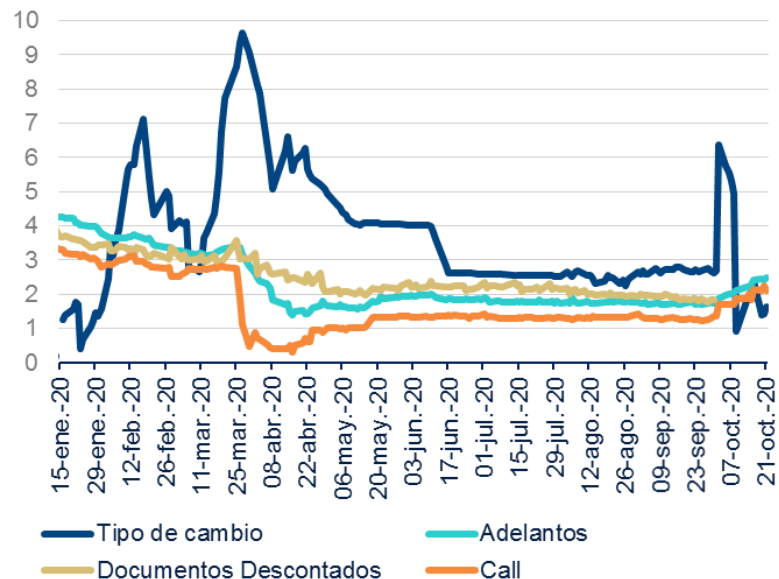
Fuente: BCRA. \*Es la tasa promedio ponderado entre pases y LELIQ.

- Ante la normalización gradual de actividades económicas y las presiones cambiarias vigentes, el BCRA comenzó un proceso de “armonización de tasas de interés”.
- La autoridad monetaria elevó la tasa de pases pasivos desde 19% a 30%, pero redujo la tasa de LELIQ de 38% a 36%, manteniendo prácticamente constante el costo promedio de sus pasivos remunerados.
- Se trata de un movimiento en la dirección correcta, pero muy moderado dado el tamaño de las presiones vigentes.

# El BCRA también intenta normalizar las tasas activas en pesos, que venían muy deprimidas desde la fase más estricta de cuarentena

## TASAS DE INTERÉS ACTIVAS Y AUMENTO DEL TIPO DE CAMBIO

(TASAS MENSUALES EN %; TIPO DE CAMBIO: VAR. DIARIA MENSUALIZADA, PROMEDIO MÓVIL 7 DÍAS)

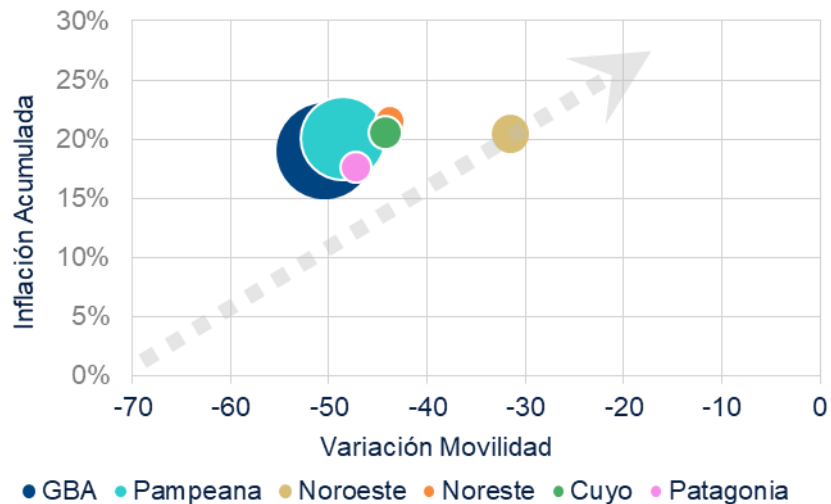


- La depreciación mensual del tipo de cambio oficial superaba desde marzo a una mayoría de las tasas activas del sistema.
- Ante la flexibilización progresiva de la cuarentena, el BCRA pareciera pretender corregir esta situación progresivamente, elevando el costo promedio de los préstamos en pesos y volviendo más volátil la tasa de cambio en el valor de la divisa.

# Los precios con movilidad restringida

## INFLACIÓN POR REGIONES Y MOVILIDAD

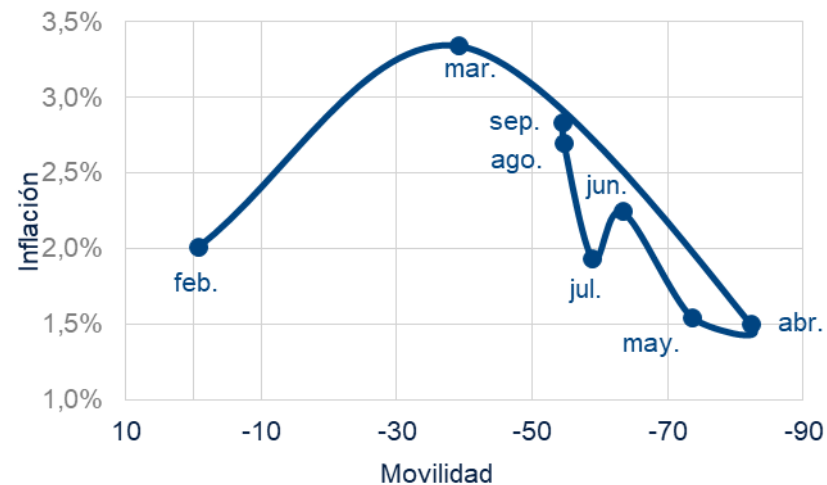
(VAR% ACUMULADA ENE-SEP)



Fuente: Google, INDEC y BBVA Research.

## INFLACIÓN Y MOVILIDAD

(VAR% M/M)



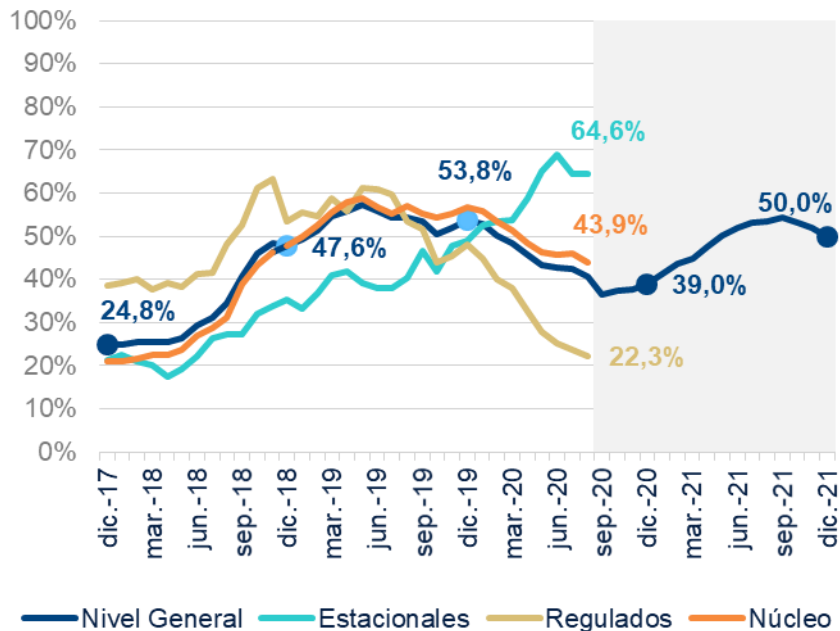
Fuente: Google, INDEC y BBVA Research.

Encontramos cierta evidencia de una relación directa entre mayor movilidad al salir de la cuarentena y una aceleración de la inflación.

# La inflación contenida por la cuarentena, los precios regulados y el atraso cambiario

## INFLACION POR COMPONENTES

(% A/A)

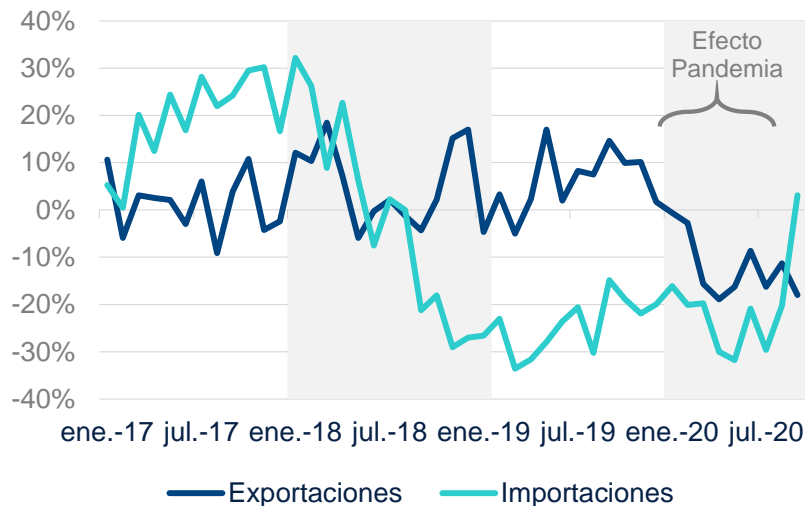


- Ajustamos la inflación 2020 a 39% (antes 43%) en vista de los últimos datos que siguieron bajos por el efecto de la recesión, el atraso cambiario y el congelamiento de tarifas.
- Mantenemos nuestro escenario base que contempla una aceleración en el último trimestre por efecto del un aumento del tipo de cambio.
- Mantenemos nuestra previsión de una inflación de 50% para 2021, con sesgo al alza. Procesar el desborde monetario es uno de los desafíos más relevantes que tiene el gobierno.

# La pandemia también afectó fuerte al balance comercial argentino, ya que las exportaciones se redujeron, pero las importaciones cayeron aún más...

## EXPORTACIONES E IMPORTACIONES

(VAR % A/A)

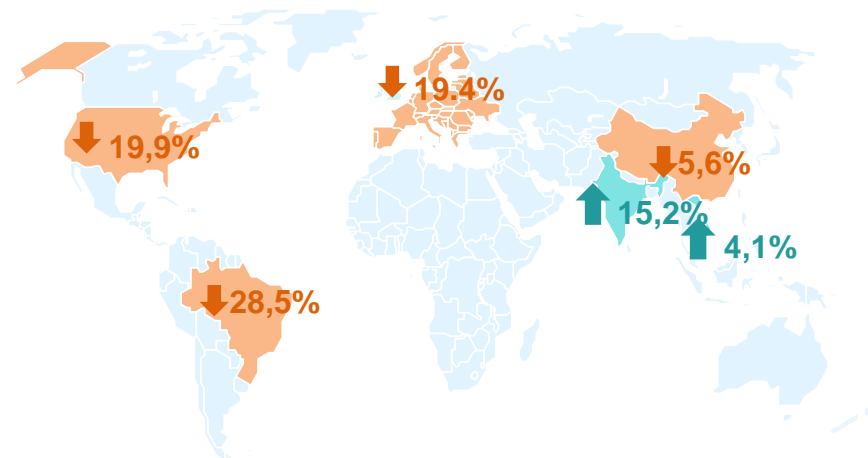


Fuente: INDEC

Las exportaciones caerán 12% en 2020 pero crecerían en 2021 (+8,6%) mientras que las importaciones retroceden otro 18,8% este año (+16,2% en 2021).

## PRINCIPALES DESTINOS DE LAS EXPORTACIONES

(VAR % A/A)



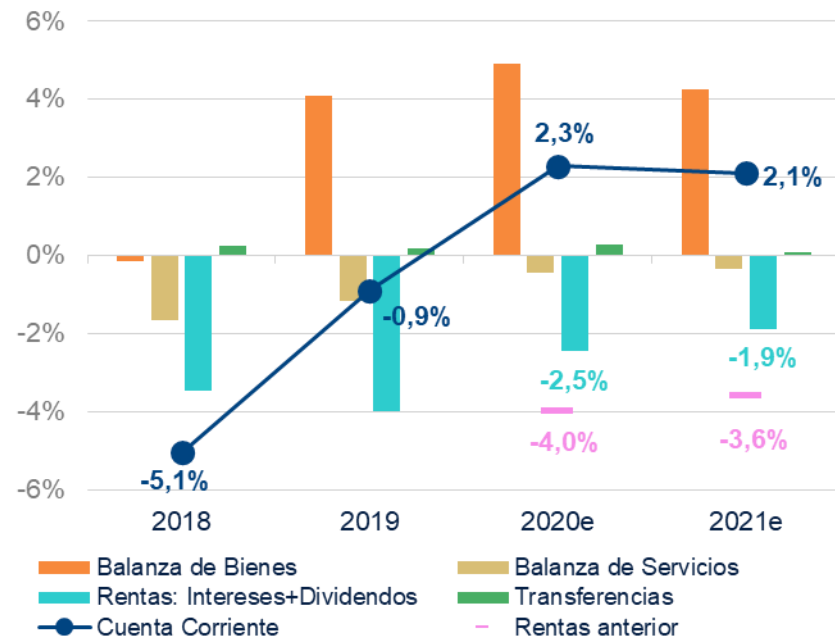
Fuente: INDEC

En 2020 siguen cayendo las colocaciones a Brasil, USA y UEM y en menor medida a China. Las exportaciones al resto de destinos asiáticos mejora

## La reestructuración de la deuda alivió la carga de intereses de corto plazo y permitió una mejora adicional de la cuenta corriente

### CUENTA CORRIENTE POR COMPONENTES

(% PIB)



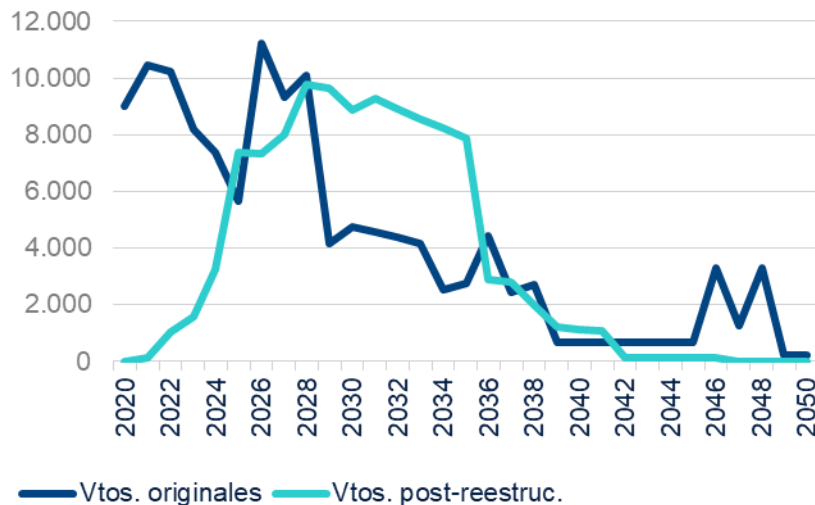
- En 2020 el superávit comercial y el ajuste en los servicios reales propiciaron una mejora significativa del balance externo.
- Además, la reestructuración de la deuda permitió aliviar la carga de intereses en casi 1,5 pp en cada año.
- Nuestra nueva previsión de cuenta corriente pasa a ser de un superávit de 2,3% del PIB en 2020 y 2,1% del PIB para el próximo año (antes 0,7% y 1,0% respectivamente).



## El acuerdo de deuda logró despejar los compromisos de corto plazo... ¿aportará la negociación de un nuevo programa con el FMI el “plan” que reclama la economía?

### VENCIMIENTOS EN USD CON ACREEDORES PRIVADOS

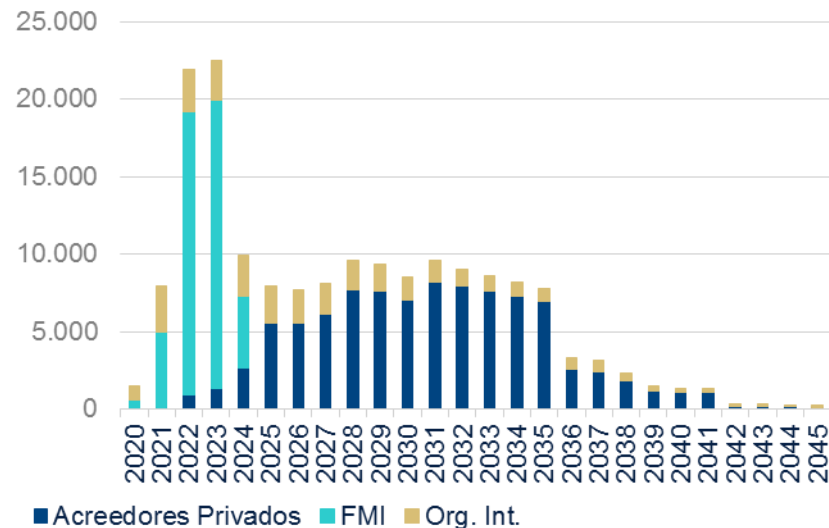
(MILLONES DE USD, LEGISLACIÓN LOCAL Y EXTRANJERA)



Fuente: BBVA Research.

### VENCIMIENTOS TOTALES EN MONEDA EXTRANJERA

(EN MILLONES DE USD)



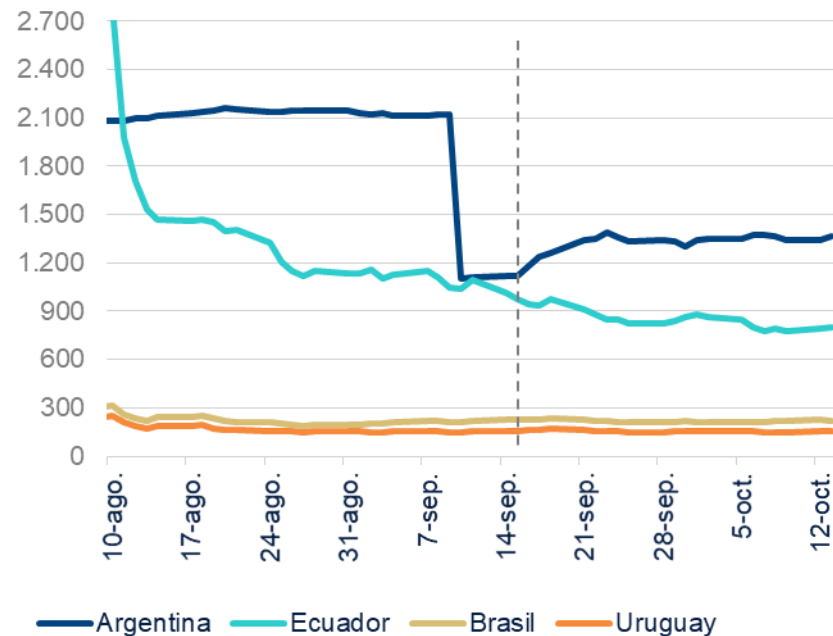
Fuente: BBVA Research.

La reestructuración se focalizó en despejar los pagos hasta 2024, mediante la reducción sustancial de cupones y una casi nula quita de capital. Comienzan las negociaciones con el FMI para refinanciar el SBA vigente.

# La alta sensibilidad del mercado al riesgo soberano argentino impone un cambio de agenda

## RIESGO PAÍS

(EMBI)



Fuente: JP Morgan y BBVA Research.

- En el corto plazo el gobierno debe lanzar un plan económico con señales claras de consolidación fiscal, reducción de la inflación, política cambiaria y estímulo a la inversión.
- Avanzando con temas cruciales como la regularización tarifaria, la sostenibilidad del sistema previsional y la eficiencia del gasto público.
- Es clave estimular crecimientos de productividad para asegurar la sostenibilidad de un superávit externo abultado sin necesidad de contracción de importaciones.
- La renegociación de la deuda abrió una ventana de cuatro años para encarar las reformas necesarias.

# Previsiones macroeconómicas

ARGENTINA	2018	2019	2020e	2021e
PIB (% a/a)	-2,5	-2,2	-13,0	5,5
Inflación (% a/a fdp)	47,6	53,8	39,0	50,0
Tipo de Cambio (vs USD fdp)	37,9	59,9	87,0	126,0
Tasa de Política Monetaria* (% fdp)	59,3	58,5	38,0	45,0
Consumo Privado (% a/a)	-2,4	-6,5	-13,1	8,5
Consumo Público (% a/a)	-3,3	-1,6	-10,0	-3,5
Inversión (% a/a)	-5,7	-15,9	-32,5	14,3
Resultado Fiscal Primario (% PIB)	-2,3	-0,4	-8,0	-5,4
Cuenta Corriente (% PIB)	-5,1	-0,8	2,3	2,1

\* A partir de dic-19, la tasa de política monetaria resulta del promedio ponderado entre la tasa de Leliq y la tasa de pesos.

# Situación Argentina

4T20

Octubre de 2020