

Situación Argentina

1T21

Enero de 2021

Mensajes principales



El PIB mundial se expandirá alrededor de 5,3% en 2021 y 4,1% en 2022 tras haber caído en torno a 2,6% en 2020. En el corto plazo el crecimiento será afectado por la evolución más negativa de la pandemia en muchos países. La incertidumbre seguirá siendo alta a pesar de las perspectivas de "normalización" y hay riesgos tanto al alza como a la baja sobre las previsiones de crecimiento.



Argentina enfrenta una segunda ola de contagios propiciada por la mayor movilidad dadas las condiciones climáticas y el período vacacional, por ahora sin tensiones del sistema sanitario. Se inició el proceso de vacunación aunque con lentitud.



Recortamos a 11% la caída del PIB en 2020 por datos del 3T20 algo mejores a los esperados, dejando mayor arrastre para 2021, por lo que mejoramos nuestra estimación a 6% para este año.



Por la elevada informalidad del mercado de trabajo y la falta de dinamismo de la economía esperamos una lenta disminución del desempleo que alcanzará el 11% en 2021.



El resultado fiscal primario alcanzó un déficit de 6,5% del PIB en 2020, un valor inferior al esperado. El Ministerio de Economía mostró mayor responsabilidad fiscal en el 4T20. Creemos que habrá una reforma impositiva en el marco de un futuro programa con el FMI.

Mensajes principales



La inflación de 2020 (36,1% a/a) desaceleró respecto de 2019 por la recesión, el congelamiento de precios regulados y la contención del tipo de cambio. **Mantenemos nuestro escenario base de 50% de inflación para 2021**, en vistas de que la economía deberá procesar la elevada emisión monetaria de 2020, en el marco de una política monetaria que anticipamos laxa, junto con correcciones (aunque sea parciales) de las tarifas y con nulo espacio para atrasar el tipo de cambio.



En la medida que la brecha no se dispare, **los mejores precios de los commodities** aumentan las probabilidades de que el gobierno llegue a las elecciones sin una corrección brusca del tipo de cambio, a costa de más regulaciones cambiarias y una débil actividad económica.



Recortamos la previsión del superávit comercial, con lo que esperamos un saldo de la cuenta corriente de 1,1% del PIB para 2020 desde 2,1% y a 0,5% desde 1,6% para 2021.



Cualquier programa macroeconómico consensuado con el FMI deberá incluir una **consolidación fiscal sólida para que la deuda sea sostenible con alta probabilidad**. Ello reduce en alguna medida las probabilidades de lanzamiento del nuevo programa antes de las elecciones legislativas, por lo que cabría esperar sólo anuncios de avances parciales hasta entonces.

01

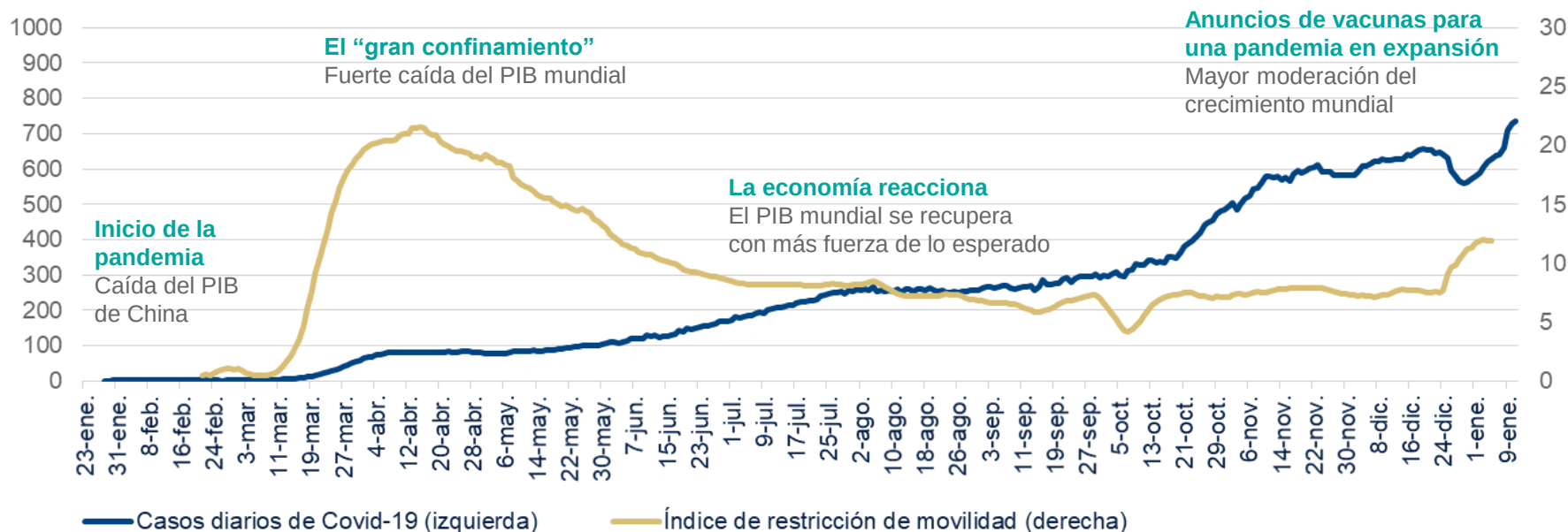
Situación Global

1T21

Las vacunas contra la COVID-19 son un desarrollo clave tras un año marcado por la expansión de la pandemia, los confinamientos y la crisis económica

CASOS DIARIOS POR COVID-19 EN EL MUNDO E ÍNDICE GLOBAL DE RESTRICCIÓN DE MOVILIDAD (*)

(CASOS DIARIOS: MILES DE PERSONAS, MEDIA DE LOS ÚLTIMOS 7 DÍAS; ÍNDICE: VALORES MÁS ALTOS INDICAN MENOR MOVILIDAD)

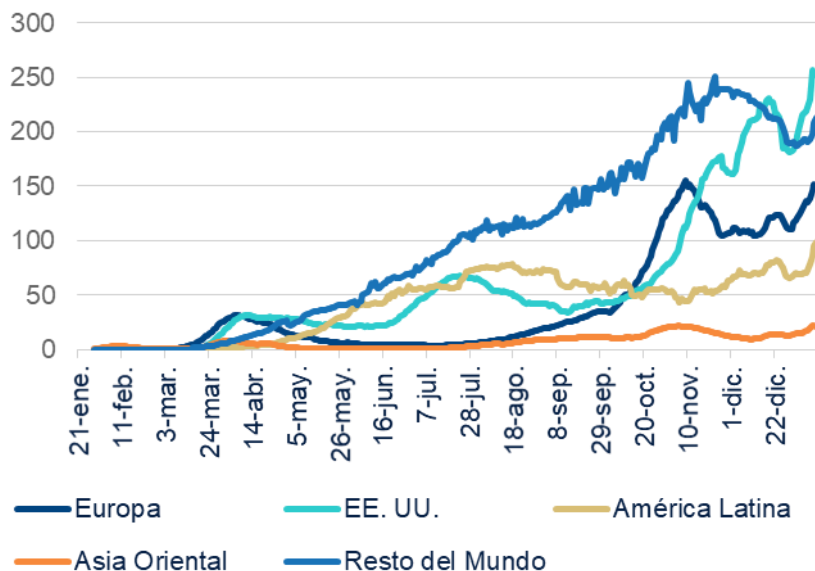


*: El índice de restricción de movilidad refleja cambios respecto al período de referencia (3 de enero a 6 de febrero). Es el promedio simple de todos los países incluidos en los Google Mobility Reports. BBVA Research a partir de datos de la John Hopkins University y de Google.

Los contagios han aumentado con fuerza en los últimos meses, sobre todo en EE. UU. y Europa; las nuevas cepas representan una amenaza

CASOS DIARIOS POR COVID-19 (*)

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



- En EE.UU., Europa y Latam las infecciones han subido de nuevo en las últimas semanas.
- Asia Oriental está experimentando rebrotes, pero la situación permanece controlada.
- Crece la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia por nuevas cepas de coronavirus.
- La movilidad ha vuelto a reducirse, en especial en las últimas semanas y en Europa, pero menos que durante la primera ola.

(*): 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.

El proceso de inoculación de vacunas contra la Covid-19 ya ha empezado en algunas de las principales economías mundiales, en línea con lo esperado

UE



De la población cubierta por los contratos de compra de vacunas ya firmados

(no todas aprobadas todavía)

Iniciada lentamente la inoculación de la vacuna de BioNTech/Pfizer.

EE. UU.



De la población cubierta por los contratos de compra de vacunas ya firmados

(no todas aprobadas todavía)

Iniciada la inoculación de las vacunas de BioNTech/Pfizer y Moderna.

CHINA

Iniciada la inoculación de la vacuna de Sinopharm.

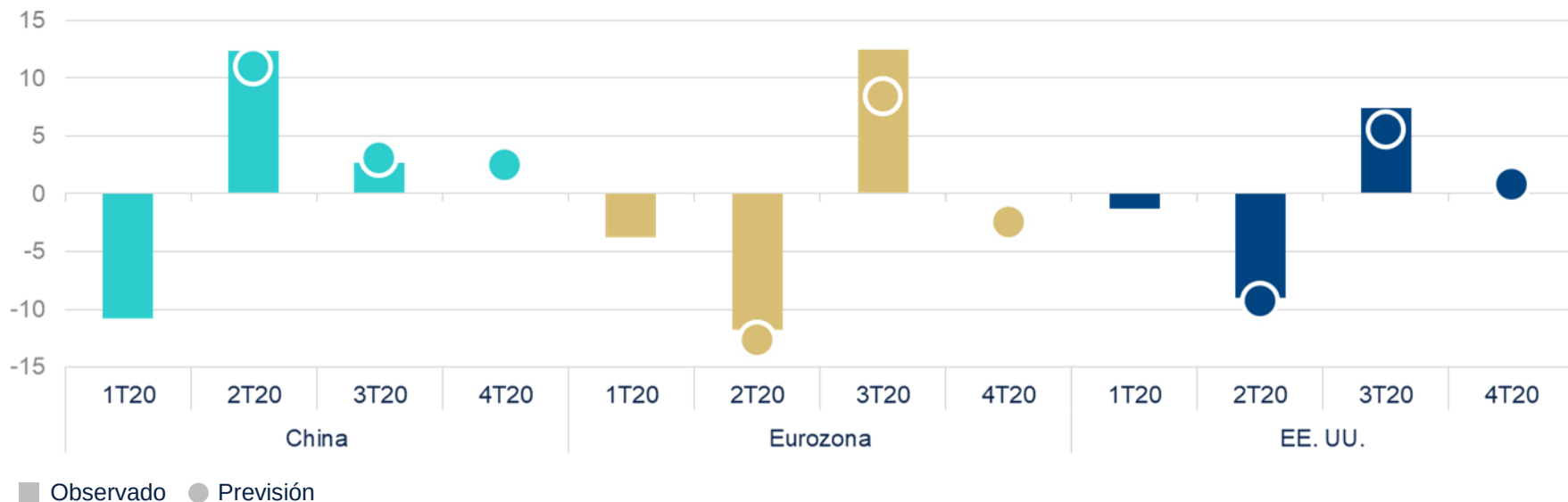
OTROS

Heterogeneidad entre países.
Vacunación en marcha en Israel, Reino Unido, Rusia, Argentina, Chile, México, etc.

El crecimiento repuntó más significativamente de lo previsto en el tercer trimestre, pero se moderó en el cuarto ante el aumento de los contagios

PIB: OBSERVADO Y PREVISTO

(T/T %)



La distribución masiva de las vacunas allanará el camino para la recuperación económica, que será gradual y heterogénea entre países

SUPUESTOS DETRÁS DE LAS PREVISIONES, EN UN ENTORNO ALTAMENTE INCIERTO

COVID-19



Distribución masiva de las vacunas
en las principales economías
en la primera mitad del año y
luego en las demás.

Vuelta a la “normalidad” en 2022

Política económica



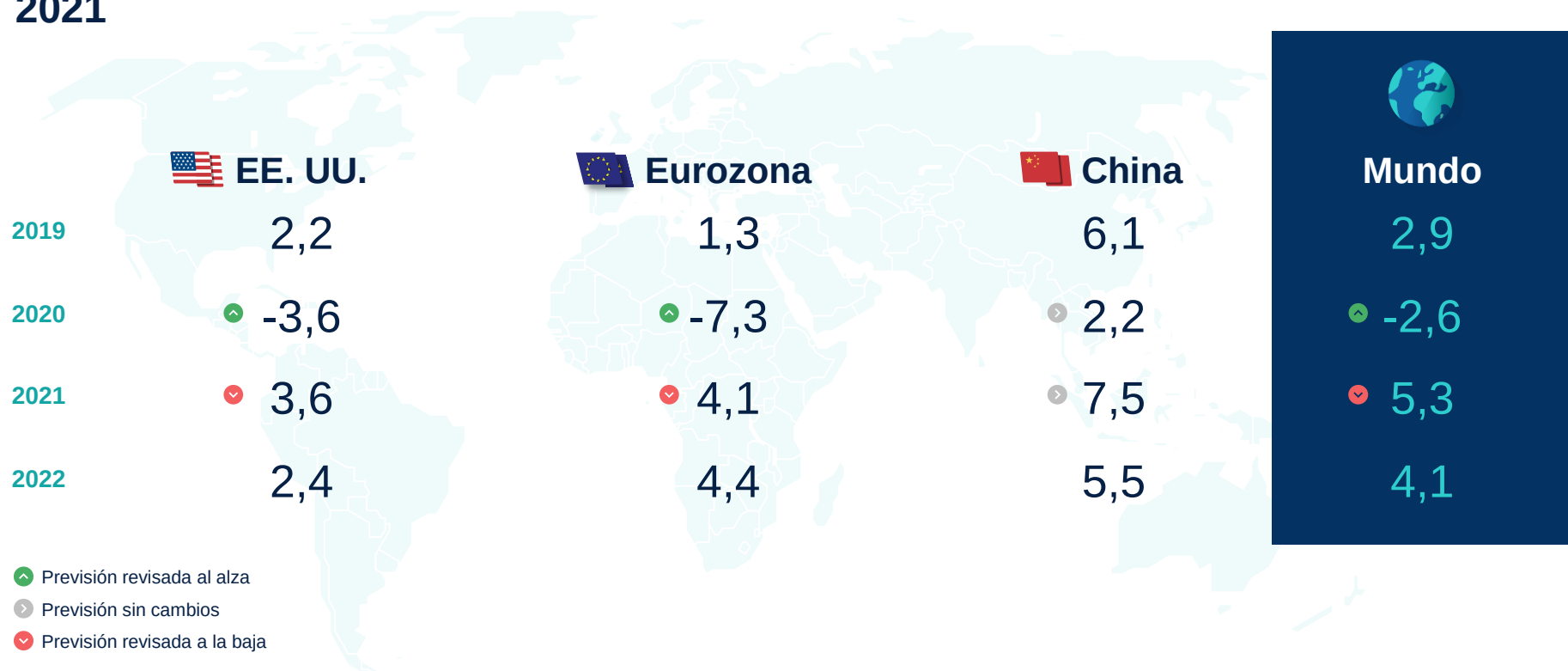
**Los estímulos se mantendrán
o se ampliarán**, al menos
hasta que se consolide la
recuperación.

Mercados financieros



**Volatilidad y aversión al
riesgo acotados** en 2021-22.

El crecimiento se ralentizará más de lo esperado en el corto plazo, por el aumento de los contagios, pero se dinamizará a partir de mediados de 2021



La incertidumbre seguirá siendo elevada, pese la mejora de las perspectivas



Incertidumbre epidemiológica

- Mutaciones del virus y nuevas olas de contagios.
- Vacunas: Ritmo de distribución, efectividad, rechazo social.
- Inmunidad de rebaño.
- “Nueva normalidad” y preferencias sociales.



Incertidumbre financiera

- Deterioro de los balances corporativos, del sector público y bancario.
- Tensiones financieras.
- Flujos hacia países emergentes.



Incertidumbre económica

- Efectividad de los estímulos.
- Evolución del ahorro.
- Disrupciones en sectores y cadenas de valor.
- Inflación y precios del petróleo.
- Recuperación rezagada en emergentes.
- Impacto de la pandemia sobre el PIB potencial.



Incertidumbre geopolítica

- Rivalidad entre China y EE. UU.
- Protestas sociales.
- Nueva administración de EE.UU.
- Proteccionismo.

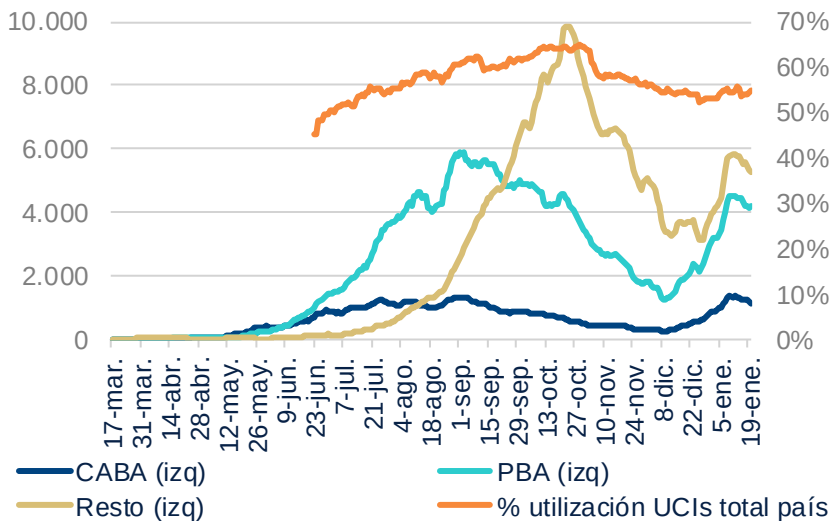
02

Situación Argentina

1T21

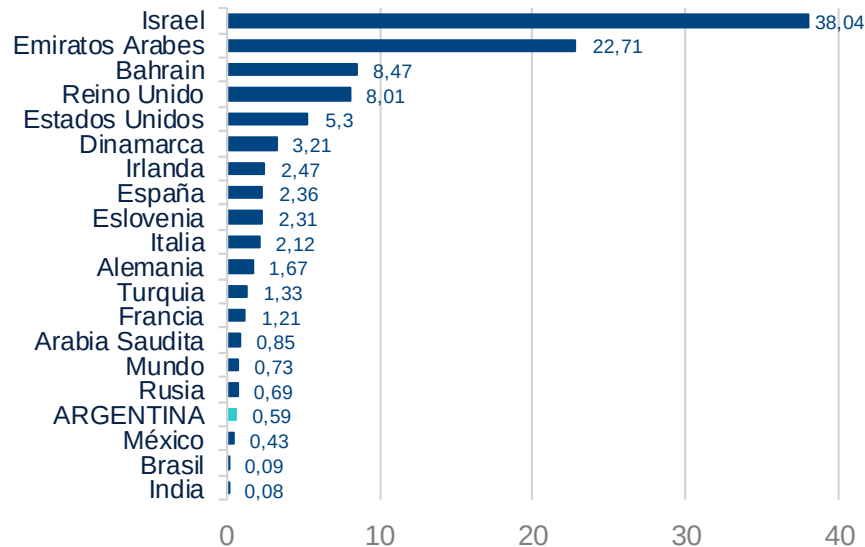
Repuntan los contagios de Covid mientras se inicia el plan de vacunación

EVOLUCION DE LOS CONTAGIOS POR JURISDICCION (PROMEDIO 7D)



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

VACUNAS CADA MILLON DE HABITANTES (1 dosis)



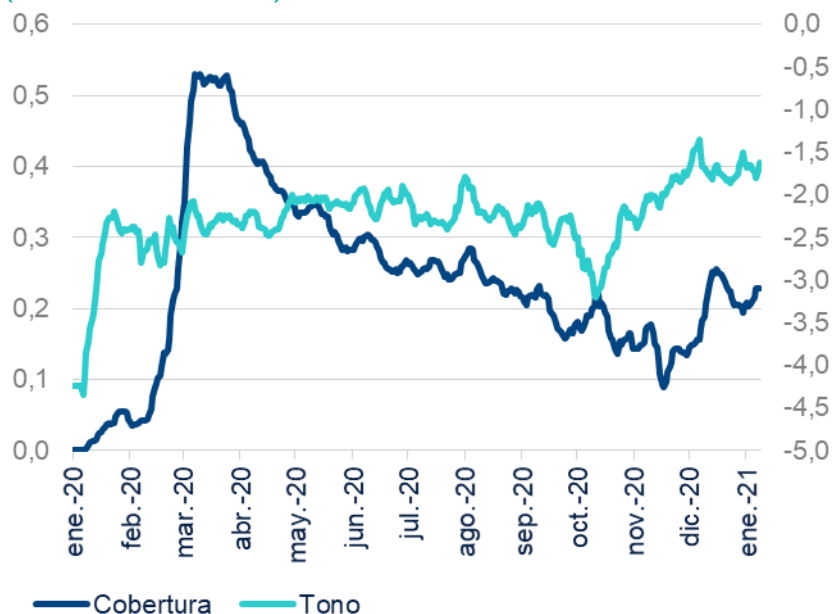
Fuente: BBVA Research y Our World in Data.

El gobierno otorgó mayor autonomía a las provincias para determinar la rigidez de las medidas de confinamiento en cada jurisdicción

En dic-20 empezó, con cierta lentitud, la aplicación de la vacuna Sputnik V, además el gobierno tiene contrato para la compra de la vacuna de Oxford y acceso al programa Covax.

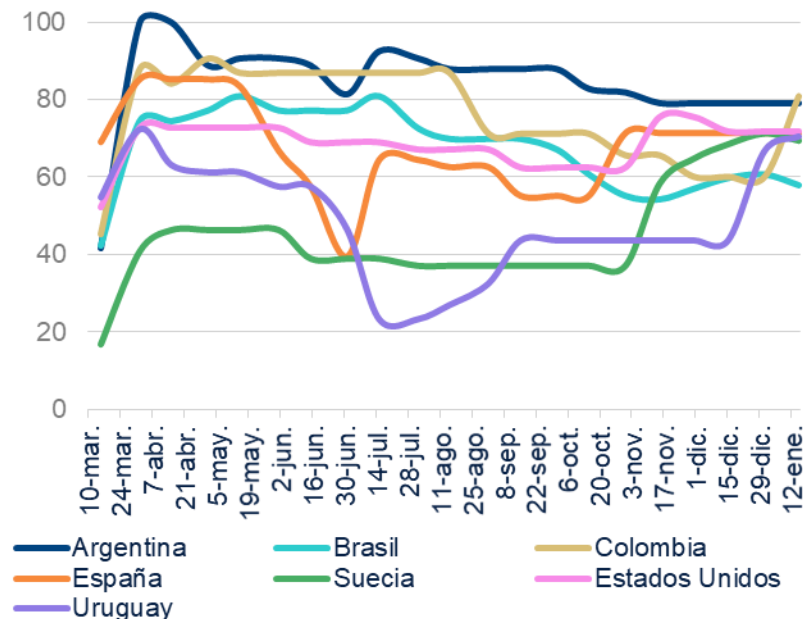
Leve mejoría en el tono de la noticias de la pandemia y una relajación marginal de la rigidez de las medidas sanitarias

COBERTURA Y TONO DE NOTICIAS QUE MENCIONAN ARGENTINA Y COVID-19 (PROM MÓVIL 7 DÍAS)



Fuente: BBVA Research y GDELT. Mediante los datos de los medios de comunicación (GDELT), construimos el indicador de cobertura mediática que podría interpretarse como una medida de la popularidad de la temática "Covid-19" + "Argentina", mientras que el tono captura las connotaciones positivas o negativas de las notas relevadas que mencionan "COVID-19" + "Argentina".

ÍNDICE DE RIGIDEZ DEL CONFINAMIENTO (EN NIVELES DE 0 A 100)

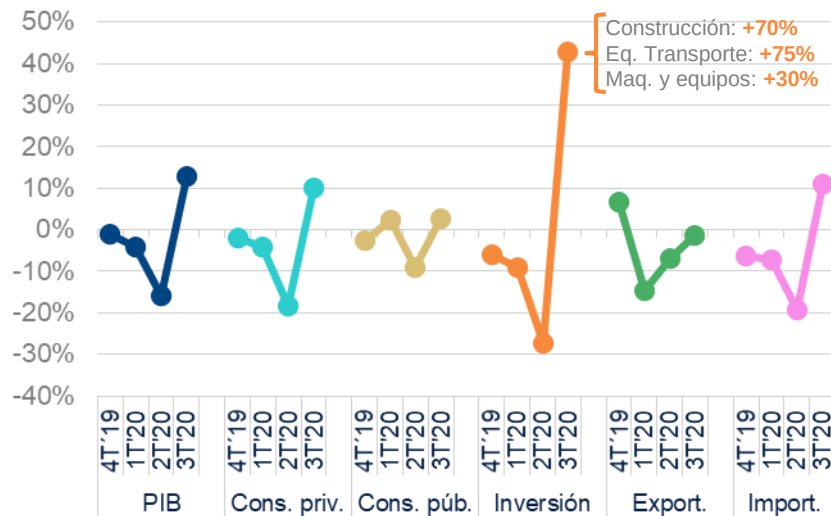


Fuente: BBVA Research y Oxford University. El Oxford Stringency Index es un indicador que mide en cada momento la dureza del confinamiento para diferentes países en función de las medidas que adoptan para enfrentar la pandemia.

La actividad alcanzó un resultado mejor al esperado en el 3T (con mucho de extraordinario)

PIB POR COMPONENTES

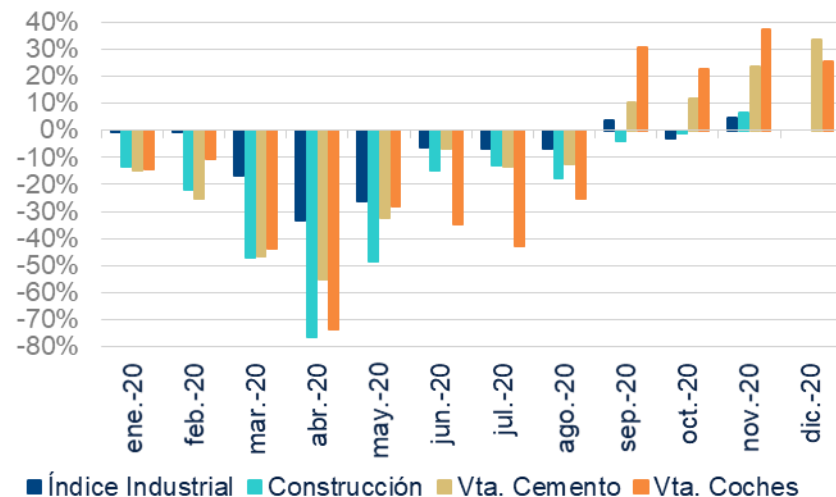
(VAR. % T/T; SERIES SIN ESTACIONALIDAD)



Fuente: BBVA Research e INDEC.

INDICADORES DE INDUSTRIAS SELECCIONADAS

(VAR. % A/A)



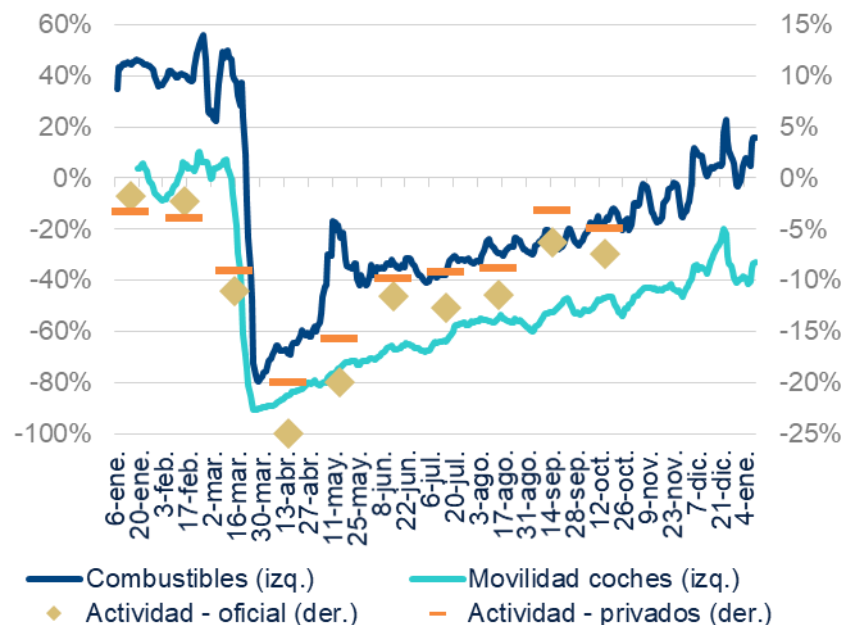
Fuente: BBVA Research, INDEC, AFCP y ACARA.

Luego del colapso económico del 2T20, la inversión se vio disparada por las obras privadas de construcción y por la compra de automotores y de maquinaria agrícola que se explica por estrategias de ahorro ante las expectativas de devaluación.

Compras de bienes durables y reinicio de actividades marcan el rebote de la actividad que no da muestras de dinamismo hacia adelante

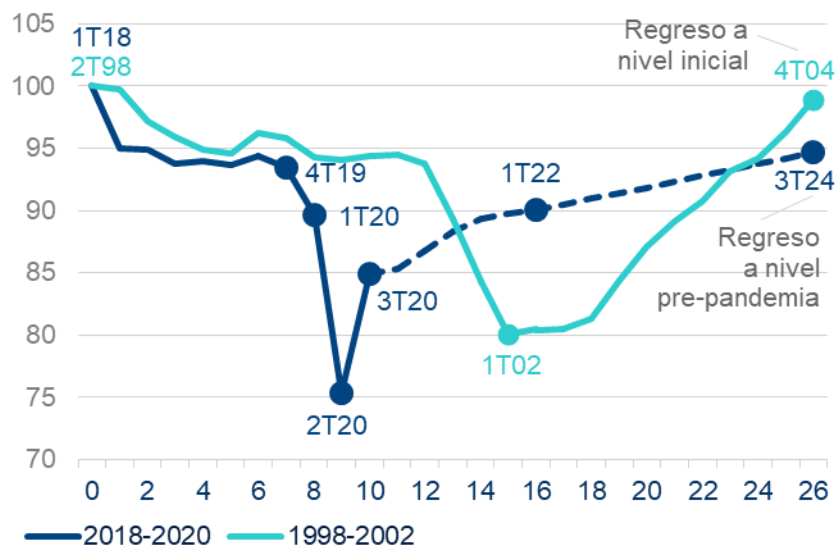
CONSUMO DE COMBUSTIBLES Y ACTIVIDAD

(CONSUMO: VAR. % A/A EN ARS CORRIENTES; INDICADORES DE ACTIVIDAD: VAR. % A/A SERIES ORIGINALES)



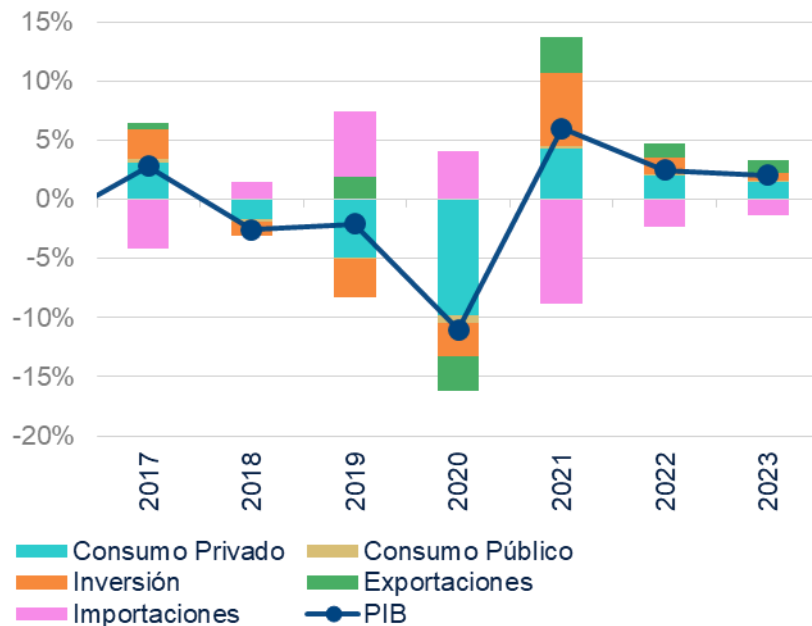
CRISIS 1998-2002 Y CRISIS 2018-2020

(TRIMESTRES DESDE EL INICIO DE LA RECESIÓN; SERIES SIN ESTACIONALIDAD; BASE 100 = TRIMESTRE PREVIO A LA CAÍDA)



Ajustamos a -11% la caída del PIB en 2020 y un recuperación de 6% en 2021

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO ECONÓMICO (APORTE POR COMPONENTE DEL PIB)



(p): previsión.

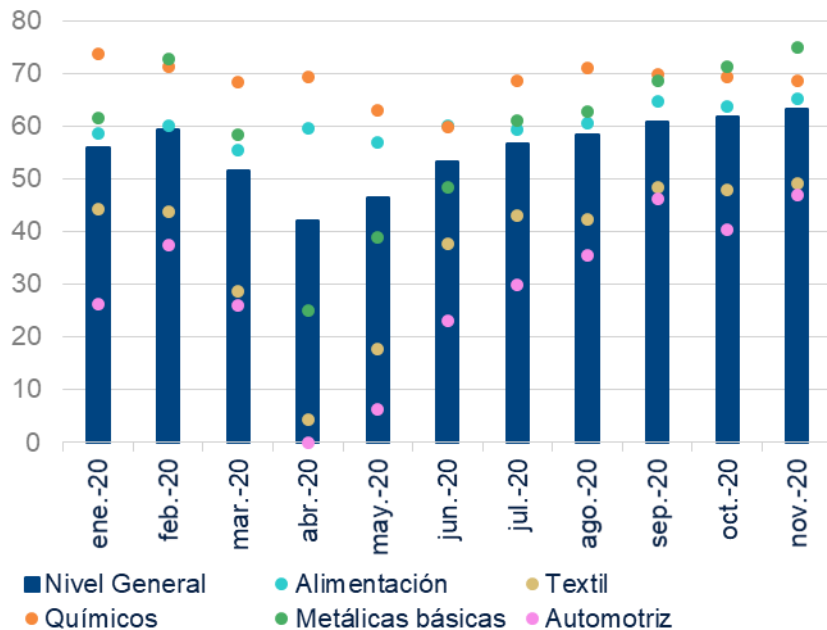
Fuente: BBVA Research.

- La economía en general tendrá escaso dinamismo este año: esperamos un crecimiento de 1,5% t/t promedio en 2021.
- El consumo tendrá un desempeño deslucido, debido al endeudamiento de las familias, la pérdida de salarios reales y el alto desempleo.
- La inversión se verá desalentada por la alta inflación y la elevada incertidumbre.
- Las exportaciones muestran una débil performance a la vez que las importaciones crecen rápidamente, ambas influenciadas –en sentido contrario– por la brecha cambiaria.
- La desocupación se contraerá y el empleo crecerá pero con trabajos de menor calidad.

Estimamos que el desempleo alcance 11% en 2021, marcado por la debilidad de la demanda y compensado por el desaliento temporal de la oferta

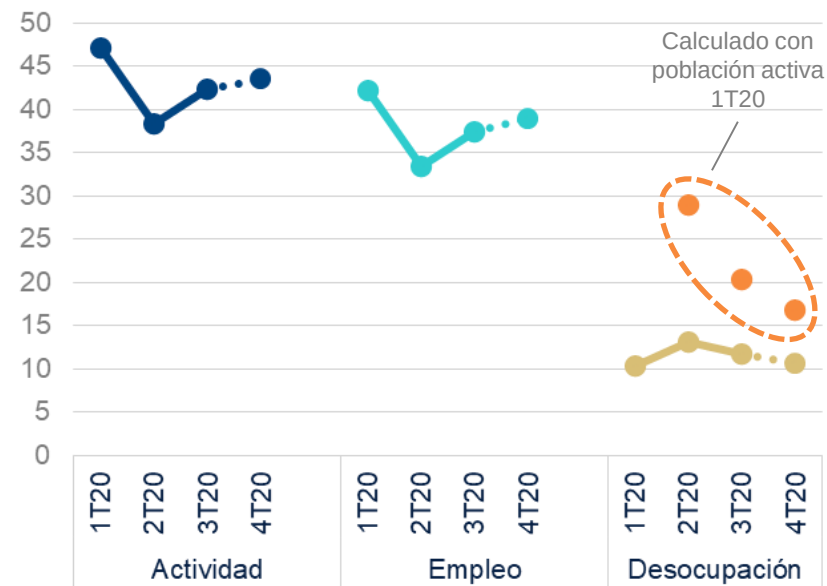
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INDUSTRIAL

(EN %)



MERCADO LABORAL: PRINCIPALES INDICADORES

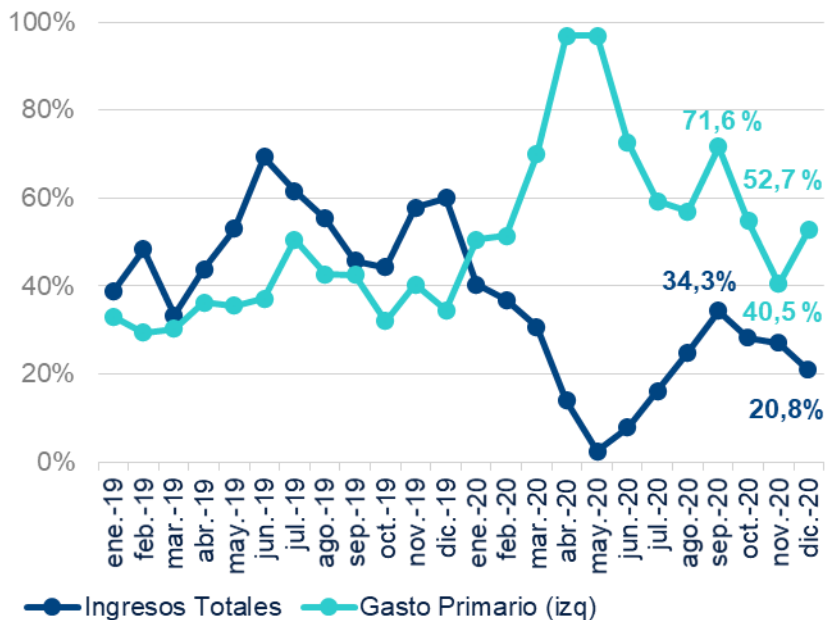
(EN %)



2020 termina con una incipiente actitud de responsabilidad fiscal

INGRESOS TOTALES Y GASTO PRIMARIO

VAR % A/A

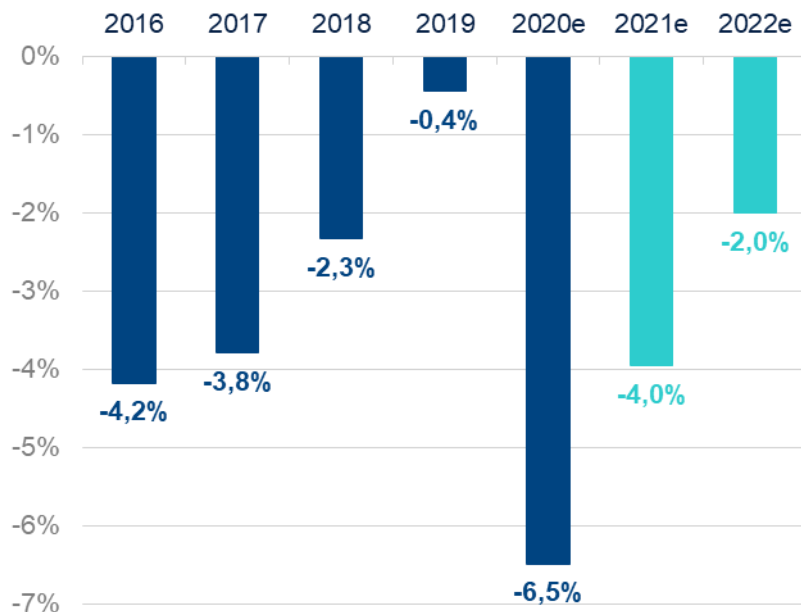


- Luego de aumentar casi 90% a/a en el 2T20, el gobierno logró moderar el aumento del gasto público y reducir los desequilibrios...
- Lo primero que se hizo fue restringir los gastos asociados al COVID.
- La tibia recuperación de la actividad a partir del 3T20 posibilitó recomponer algo los ingresos, tras el mínimo crecimiento de mayo.
- Así se pudo concluir el año 2020 con un menor déficit al previsto anteriormente aunque resultó ser el mayor de los últimos años que, ante la imposibilidad de acudir a los mercados de deuda, debió ser financiado íntegramente por el BCRA.

El resultado fiscal mejorará en 2021, pero no está exento de desafíos

RESULTADO FISCAL PRIMARIO

COMO % DEL PIB



- Los ingresos del gobierno mejorarán en 2021 por una recuperación del nivel de actividad y aumento en las retenciones por los altos precios de la soja.
- Nuestra previsión de alcanzar un déficit de 4% del PIB, supone que se controla el rebrote del Covid19 durante el año y que se llega a un acuerdo con el FMI.
- El resultado fiscal en 2022 asume un sendero de consolidación fiscal hasta el equilibrio en 2024, sendero que podría emerger del acuerdo con el FMI.

El abultado financiamiento fiscal con emisión monetaria durante 2020 plantea presiones inflacionarias para este año

EMISIÓN MONETARIA PARA ASISTIR AL FISCO

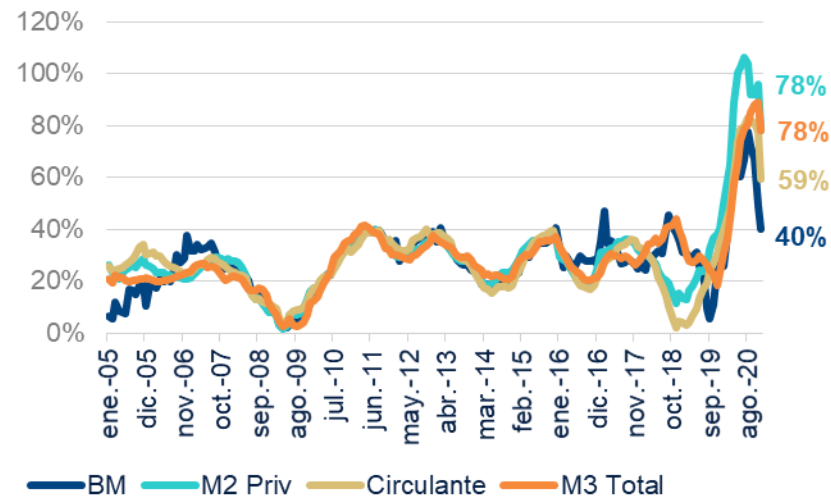
(% PIB, ACUMULADOS A 12 MESES)



Fuente: BCRA.

AGREGADOS MONETARIOS

(VAR. % A/A)

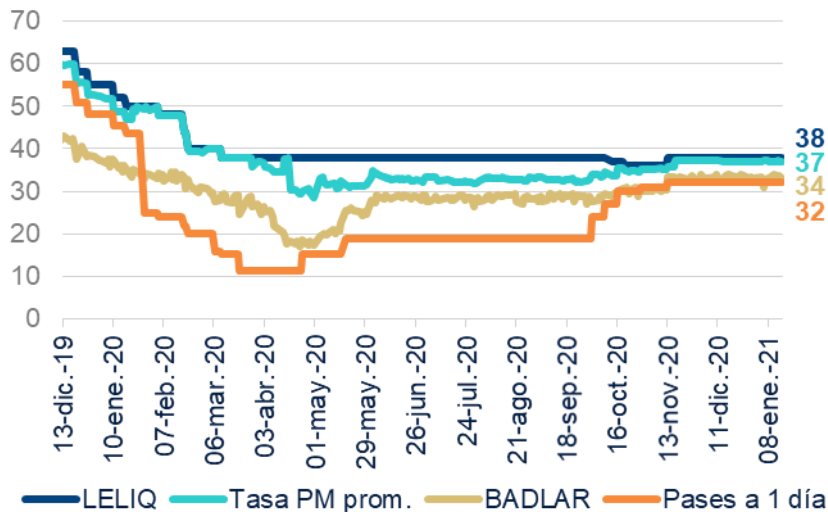


Fuente: BCRA.

Durante 2020, el BCRA debió emitir para asistir al fisco un equivalente a 116% de la base monetaria de dic-19. Los agregados monetarios más amplios crecieron 78% a/a. Este incremento es uno de los principales motores detrás de las presiones inflacionarias que anticipamos para 2021.

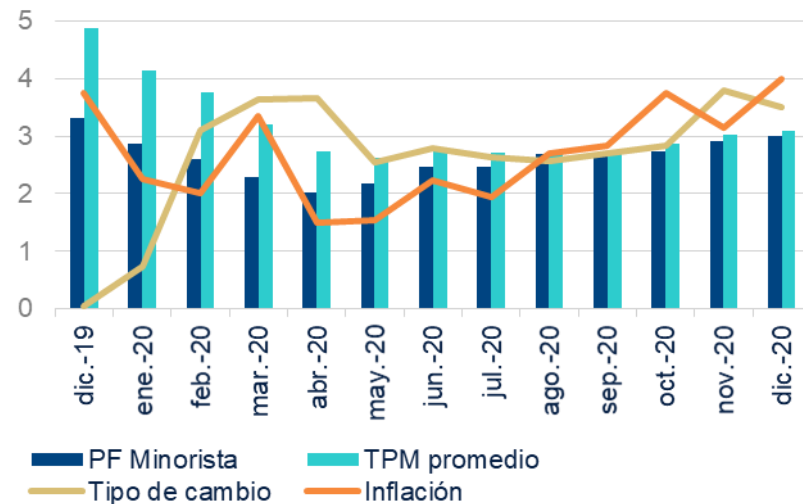
Las tasas de interés se están rezagando crecientemente respecto de la inflación y la devaluación...

TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA Y BADLAR (% TNA)



Fuente: BCRA.

TASAS DE INTERÉS, TIPO DE CAMBIO E INFLACIÓN (TASAS MENSUALES EN %, TC: VAR. % M/M)

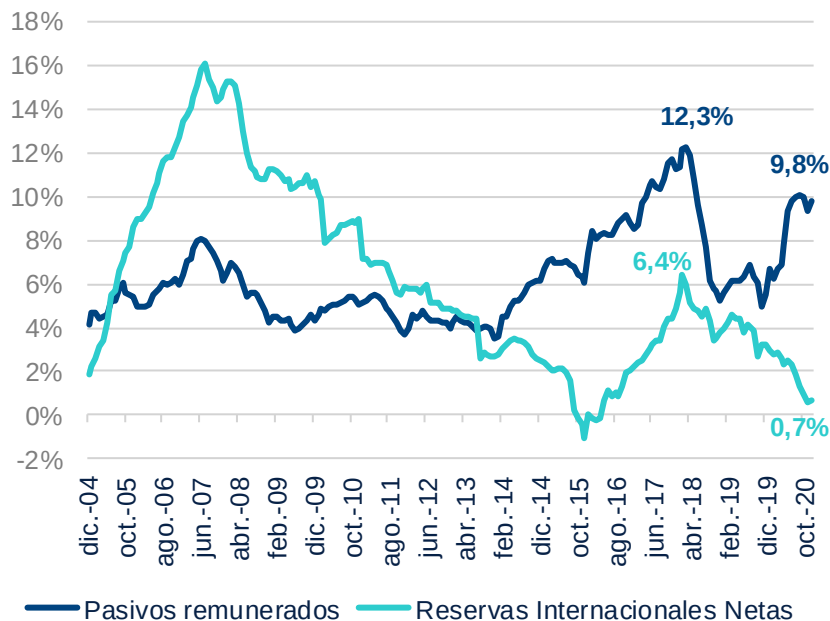


Fuente: BCRA.

El BCRA se muestra reticente a elevar las tasas de interés, ya que busca contener el déficit cuasifiscal y mantener el sesgo expansivo de la política monetaria. De todos modos, creemos que la continuidad de las presiones inflacionarias y cambiarias en los próximos meses impulsarán incrementos en las tasas de interés por parte de la autoridad monetaria.

... pero la vulnerabilidad del balance del BCRA condiciona el margen de maniobra de la política monetaria

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

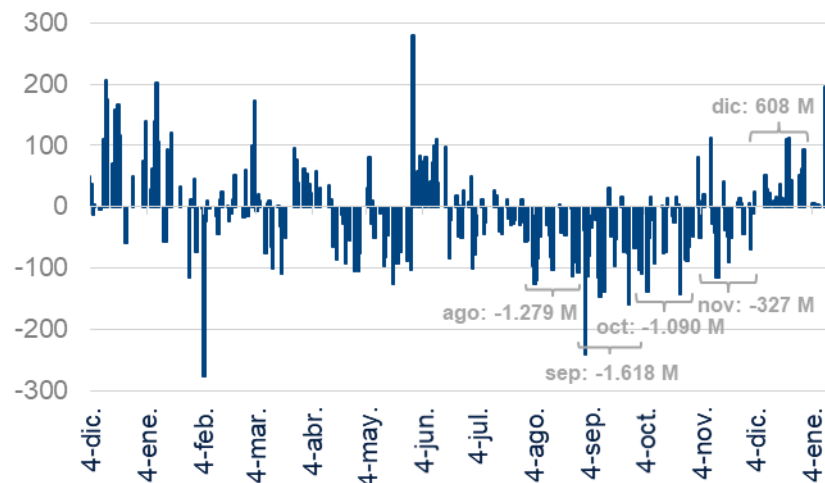


- El elevado stock de pasivos remunerados del BCRA (LELIQs y pases), reduce su margen de acción para corregir el desbalance monetario.
- Desde septiembre el fisco hizo esfuerzos por reducir las necesidades de asistencia monetaria, lo cual permitió frenar la curva de aumento de los pasivos remunerados.
- Pero aún así, de cara al 2021 el BCRA posee limitado margen para mantener su política de esterilización y/o para incrementar las tasas de interés sin alimentar un alza en el déficit cuasifiscal.

A fuerza de mayores regulaciones cambiarias y ayudado por factores estacionales, el BCRA comenzó a recomprar reservas en diciembre

INTERVENCIONES CAMBIARIAS BCRA

(MILLONES DE USD DIARIOS)

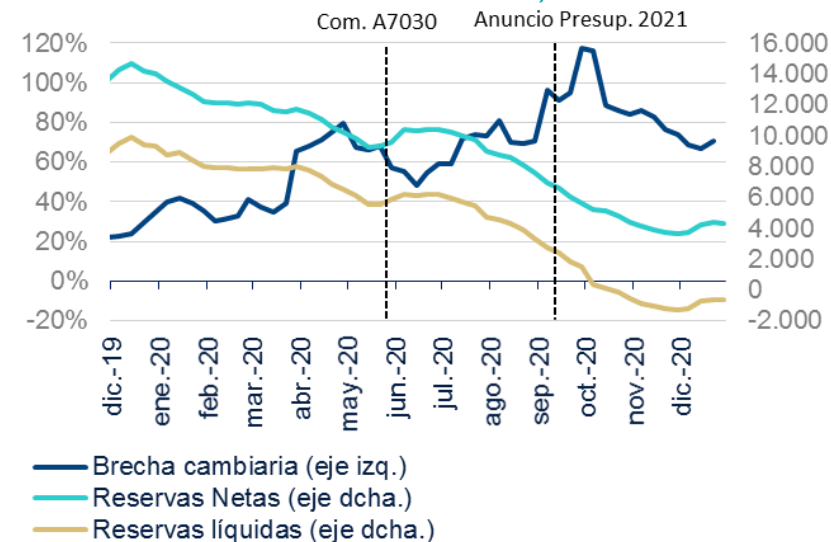


Fuente: BCRA.

Con la brecha contenida y los mejores precios de *commodities* aumentan las chances de que el gobierno llegue a las elecciones sin disrupciones cambiarias...

RESERVAS INTERNACIONALES Y BRECHA CAMBIARIA

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

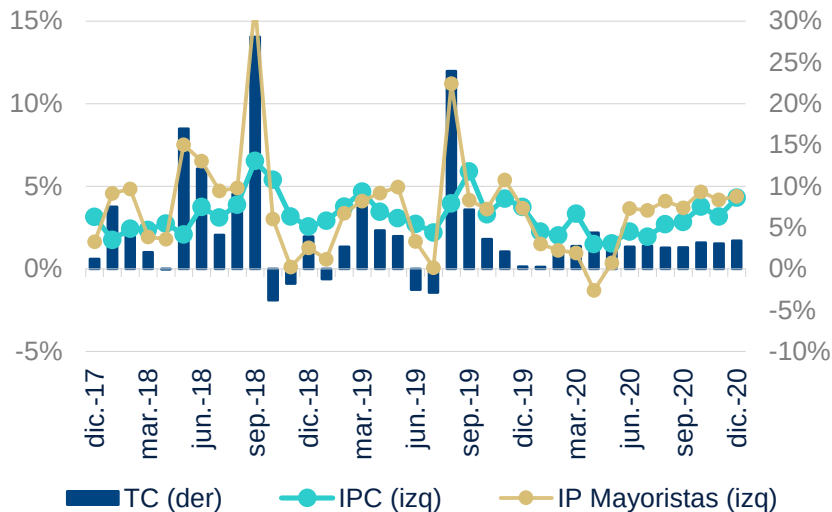


Fuente: BBVA Research y BCRA.

...pero la brecha cambiaria sigue en valores altos y disruptivos para la actividad económica y el nivel de las reservas se mantiene exiguo.

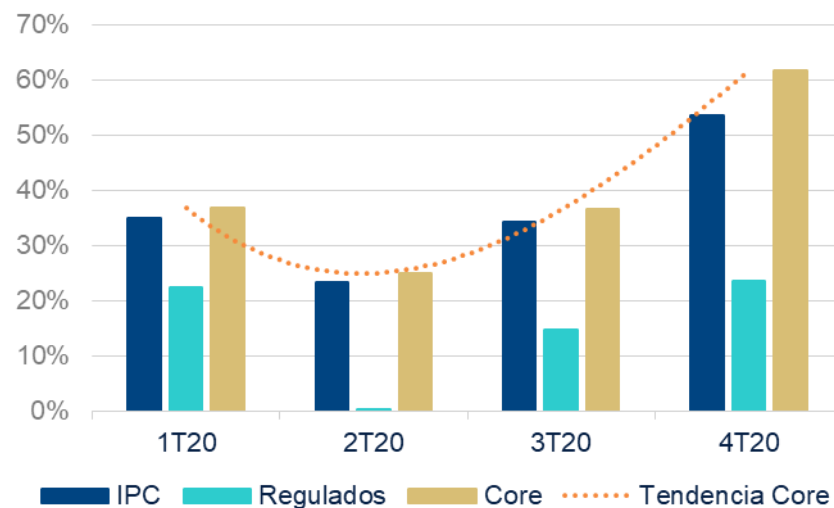
De la mano de la mayor movilidad, todos los precios aceleraron en el 2S20

IPC, IPM Y TC (MILLONES DE USD DIARIOS)



Fuente: BCRA, INDEC y BBVA Research.

INFLACIÓN POR COMPONENTES (INFLACIÓN PROMEDIO MES ANUALIZADA)

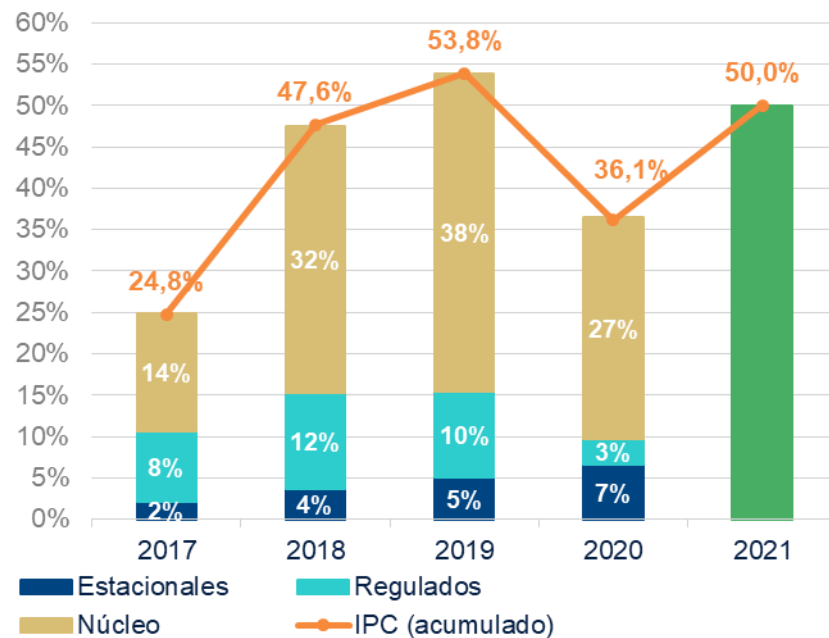


Fuente: BBVA Research y BCRA.

La inflación de los precios mayoristas (IPM) anticipa los aumentos de los precios minoristas (IPC) entre el primer y el sexto mes posterior. Este fenómeno es consistente con nuestra previsión de aceleración de inflación en 2021 dado el escenario de relajamiento de las medidas de distanciamiento social y mayor tasa de depreciación anual promedio.

Mantenemos nuestro escenario de aceleración de la inflación a 50% en 2021

INFLACIÓN POR COMPONENTES (INFLACIÓN PROMEDIO MES ANUALIZADA)

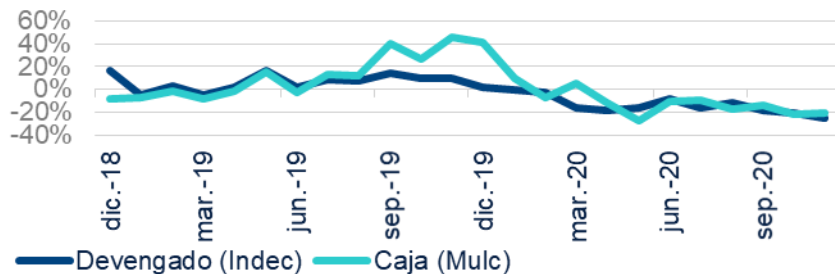


Fuente: INDEC y BBVA Research.

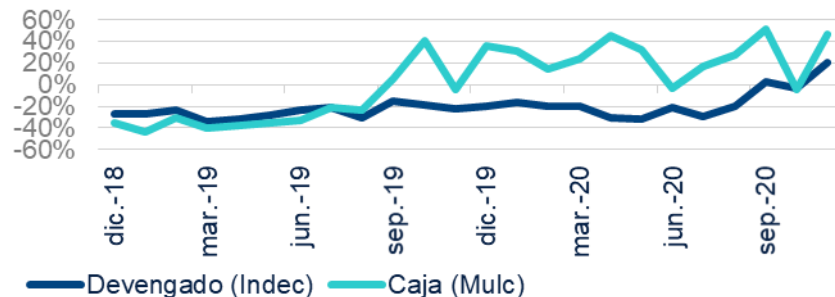
- En 2020 la inflación fue 36,1%, contenida por los efectos del aislamiento e instrumentos transitorios.
- Mantenemos nuestro escenario base de 50% de inflación para 2021 (+13,5 pp a/a) que incorpora el elevado desequilibrio monetario, una débil actitud de política monetaria y las correcciones de parte de los atrasos cambiario y tarifario acumulados en el año del COVID-19.
- Balance de riesgo con marcado sesgo al alza.

La persistencia de una elevada brecha cambiaria termina erosionando el superávit comercial

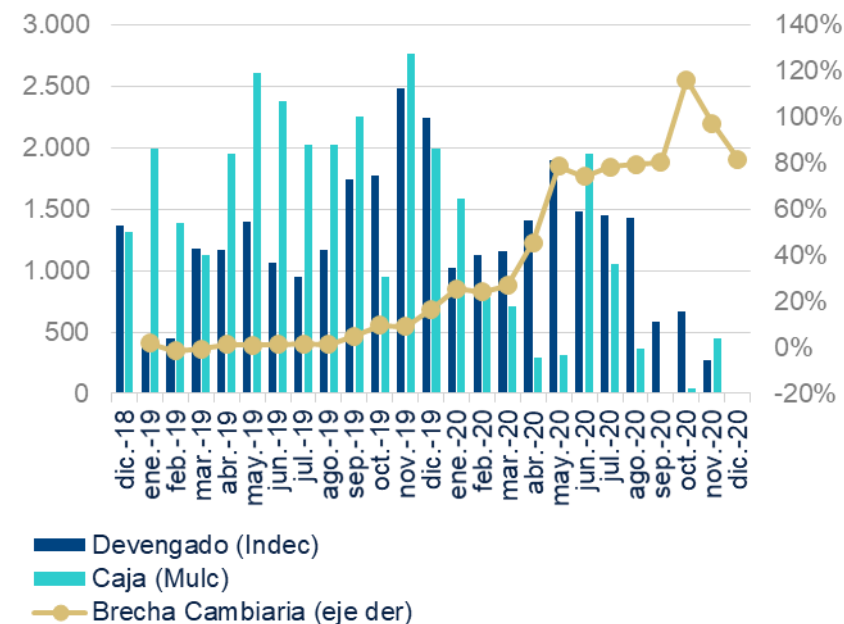
EXPORTACIONES: VAR. % A/A



IMPORTACIONES: VAR. % A/A



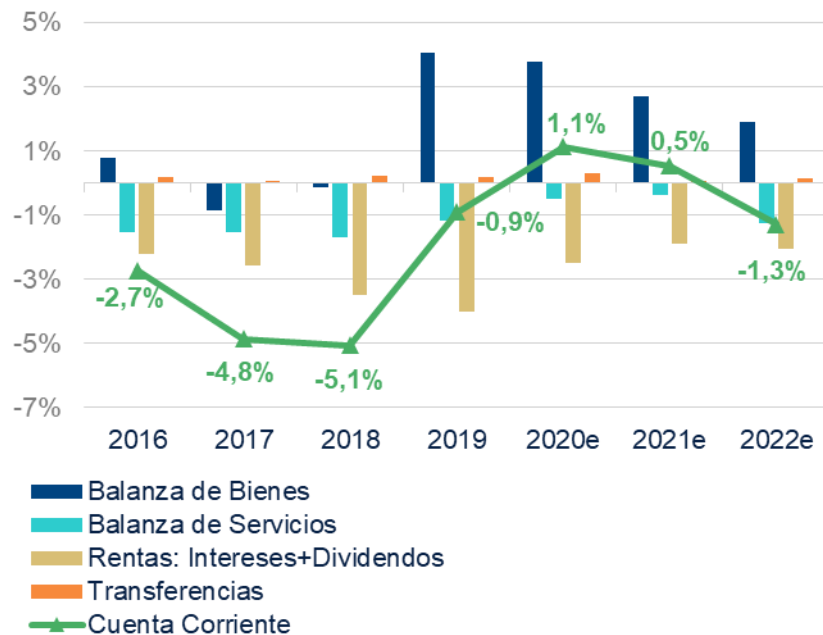
RESULTADO COMERCIAL Y BRECHA CAMBIARIA (EN MILL. USD Y COMO %)



El menor aporte del comercio motivó la revisión a la baja del superávit en cuenta corriente

CUENTA CORRIENTE Y SUS COMPONENTES

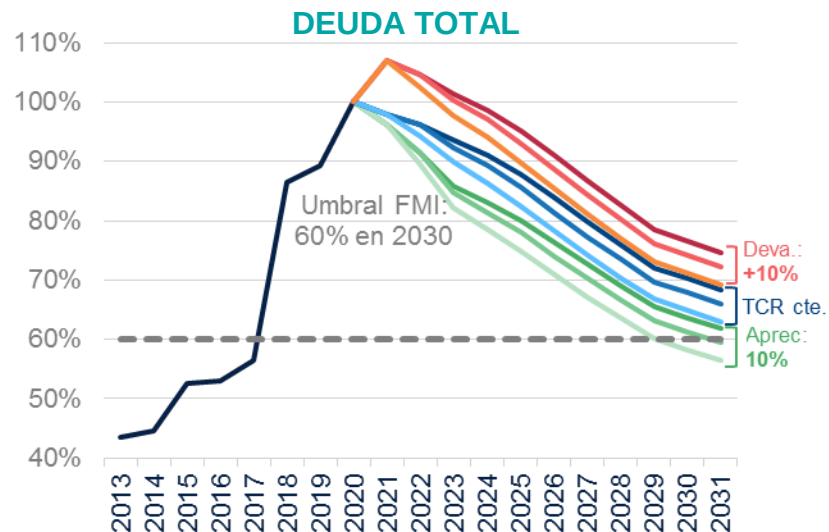
(COMO % del PIB)



- Ajustamos a 1,1% del PIB (antes 2,1%) para 2020 y a 0,5% para 2021 (previo 1,6%) por la erosión del superávit comercial.
- La suba en el precio de los *commodities* imprime un sesgo al alza a nuestra revisión.
- Mientras permanezcan las fronteras cerradas, el déficit en la cuenta servicios reales (dominada por turismo) permanecerá controlado.

Negociaciones con el FMI: todavía hay bastante camino por recorrer...

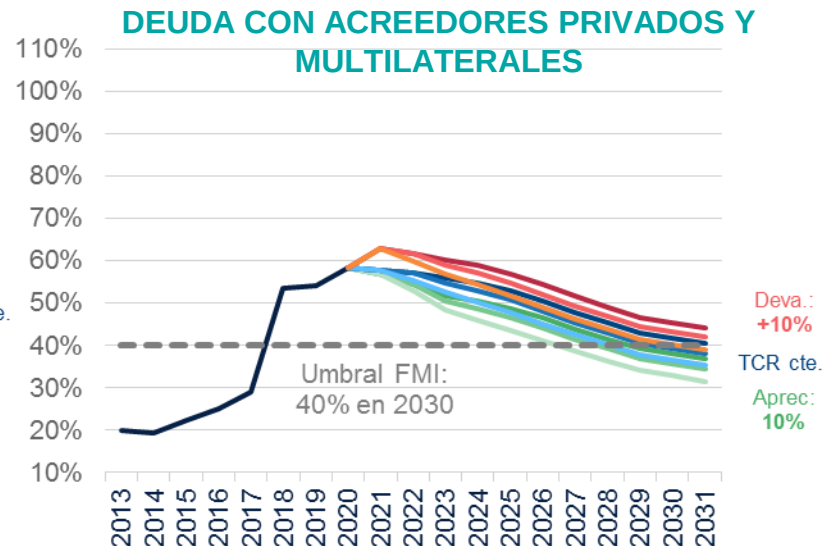
TRAYECTORIA DE LA DEUDA PÚBLICA ARGENTINA ANTE DISTINTOS ESCENARIOS MACROECONÓMICOS (% PIB)



Líneas oscuras: Eq. fiscal 2024 y Sup. 1,2% 2027

Líneas tono intermedio: Eq. fiscal 2023 y Sup. 1,2% 2026

Líneas claras: Eq. fiscal 2022 y Sup. 1,2% 2025

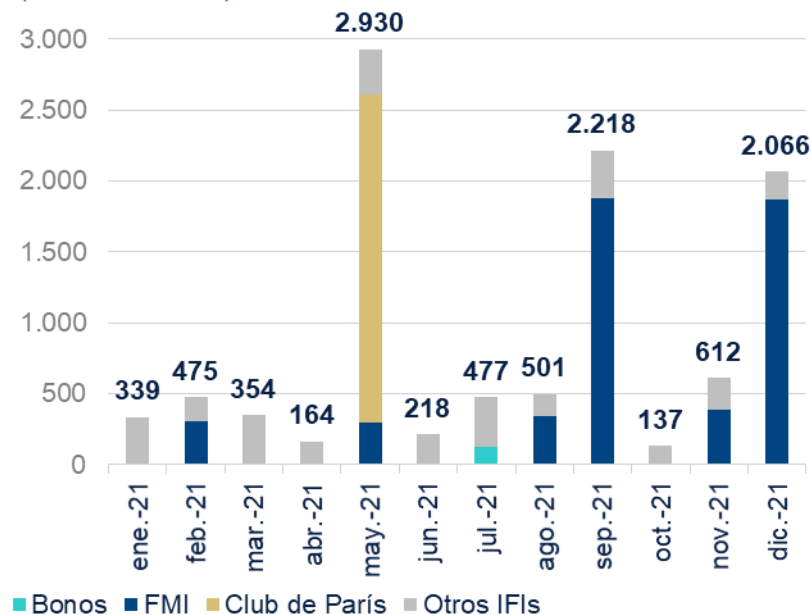


Fuente: BBVA Research.

Para que la deuda sea sostenible con alta probabilidad, será necesaria una consolidación fiscal sustancial. De lo contrario, la deuda se torna muy vulnerable ante saltos cambiarios. Si el FMI permanece firme en pos de asegurar sostenibilidad de la deuda (aún con baja probabilidad), se requerirá un sendero de ajuste fiscal que no será fácil de aceptar meses antes de las elecciones.

... pero el gobierno se mantendría siempre en la mesa de negociación para evitar una nueva oleada de tensiones financieras

VENCIMIENTOS MENSUALES EN USD CON ACREEDORES PRIVADOS Y MULTILATERALES (USD MILLONES)



- El próximo vencimiento importante en moneda extranjera es en mayo, con el Club de París.
- Es necesario que las negociaciones con el FMI estén, al menos, avanzadas para ese entonces para refinanciar ese pago.
- Por este motivo, creemos que deberá haber anuncios sustanciales durante abril con respecto al nuevo programa con el FMI.
- El Gobierno está solicitando un programa “EFF”, que es a mayor plazo que el “SBA” vigente. A cambio, el FMI posiblemente pedirá condiciones más duras, en términos consistencia fiscal-monetaria-cambiaria y reformas de mediano plazo (tributaria, financiera, movilidad de capitales).

Previsiones macroeconómicas

ARGENTINA	2018	2019	2020e	2021e	2022e
PIB (% a/a)	-2,6	-2,1	-11,0	6,0	2,5
Inflación (% a/a fdp)	47,6	53,8	36,1	50,0	45,0
Tipo de Cambio (vs USD fdp)	37,9	59,9	82,6	121,3	164,6
Tasa de Política Monetaria* (% fdp)	59,3	58,5	37,1	45,0	40,5
Consumo Privado (% a/a)	-2,2	-6,6	-13,8	6,2	2,9
Consumo Público (% a/a)	-1,7	-1,0	-4,9	1,7	0,8
Inversión (% a/a)	-6,0	-16,0	-16,2	38,0	7,0
Resultado Fiscal Primario (% PIB)	-2,3	-0,4	-6,5	-4,0	-2,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-5,1	-0,9	1,1	0,5	-1,3

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

Fuente: BBVA Research.

Situación Argentina

1T21

Enero de 2021