

Situación Argentina

3T22

Mensajes principales. Global



Presiones inflacionarias

La inflación global se mantiene en niveles inusualmente altos. Las presiones se intensificaron por el impacto de la guerra de Ucrania sobre el precio de las materias primas y el mantenimiento de los cuellos de botella en las cadenas de suministro. El riesgo de efectos significativos de segunda ronda y desanclaje de expectativas es moderado, dada la actuación de los bancos centrales, pero creciente.



Reacción de los bancos centrales

Los bancos centrales aceleran el proceso de aumento de las tasas de interés. Su tono reciente sugiere que no dudarán en hacer lo necesario para controlar la inflación a medio y largo plazo. La Fed pronto aumentará las tasas hasta niveles restrictivos, mientras que en la Eurozona, en un entorno de demanda menos robusta y riesgo de fragmentación, las tasas convergerán a la neutralidad.



Perspectivas económicas

La economía mundial se desacelerará significativamente, lo que contribuirá al descenso de la inflación, que aún así permanecerá muy por encima de los objetivos en el corto plazo. En la Eurozona se esperan caídas del PIB durante los próximos trimestres fundamentalmente por las disrupciones creadas por la guerra, incluyendo la escasez energética. El endurecimiento monetario hace probable una recesión (suave) en EE.UU. El entorno es muy incierto por la coincidencia de múltiples shocks.



Riesgos

Una mayor persistencia de la inflación podría desencadenar subidas aún más severas de las tasas de interés, y por lo tanto una recesión más profunda y generalizada. Otros factores de riesgos son una fragmentación financiera en la Eurozona, crisis en los mercados de deuda y emergentes, la persistencia de la pandemia (principalmente en China), estanflación, protestas sociales, etc.

Mensajes principales. Argentina



Programa con el FMI

Durante el 2T22 se materializaron desvíos respecto de las metas pautadas con el FMI más fuertes y más rápidos que lo anticipado, lo que deterioró las expectativas sobre la economía. La flexibilización de las metas para los próximos trimestres contribuyó a este desanclaje y se tradujo en fuertes presiones sobre la deuda pública en pesos que tuvo que ser sostenida por compras del BCRA.



Resultado fiscal

La dinámica del déficit fiscal en lo que va del año apunta a una profundización del desequilibrio respecto de 2021. Esto se debe principalmente al aumento de los precios de la energía que se traducen en mayores subsidios, que se sumó al retraso por parte del Gobierno en implementar las correcciones en la proporción de las tarifas que pagan los usuarios.



Emisión monetaria

Como producto de este mayor déficit, la emisión monetaria para asistir al Tesoro ya supera el 1% del PIB, valor que equivale a la meta que se había estipulado para todo el año. Asimismo, las compras de bonos del BCRA en el mercado secundario añadieron otro 1,3% del PIB adicional a esa emisión, exacerbando las presiones monetarias, inflacionarias y cambiarias sobre la economía.



Inflación

El alza de la inflación mundial por la guerra y las interrupciones en las cadenas de suministro globales impactaron sobre una inflación en Argentina que ya venía acelerando desde fines de 2021. Sobre esa base se añade la profundización del desequilibrio fiscal-monetario y la ausencia de un plan de estabilización para afrontar la aceleración de los precios. Este conjunto de factores nos llevaron a aumentar la previsión de inflación para 2022 a 95% anual.

Mensajes principales. Argentina



Tipo de cambio

A pesar de términos de intercambio en niveles récord, **el BCRA sólo ha logrado comprar reservas equivalentes al 30% de las que había adquirido en igual período de 2021**. La escasez de divisas usual en los terceros trimestres probablemente impulse al BCRA a implementar mayores restricciones cambiarias y una aceleración del ritmo de depreciación del peso. **Proyectamos que el tipo de cambio promediará 170 \$/USD en dic-22.**



Tasas de interés

El BCRA seguirá subiendo las tasas de interés para evitar que pierdan aún más terreno contra la inflación, pero **continuarán siendo negativas en términos reales**. **Prevedemos que habrá subas escalonadas en la tasa de política monetaria hasta 70% antes de fin de año.**



Resultado externo

Las exportaciones alcanzarán un nivel récord este año por los altos precios de las *commodities*, **llegando a USD 90.000 millones, pero el saldo comercial solo sería de USD 11.000 millones** por el sustancial aumento de compras de energía (GNL) y los altos costos de logística internacionales. Así, **la cuenta corriente mostrará un déficit de 0,1% del PIB en 2022** debido a que el aporte del comercio se ve compensado por la suba del déficit de turismo y pagos de fletes y rentas al exterior.



Actividad económica

En este marco, proyectamos que **la actividad económica permanecerá débil, producto de las múltiples restricciones cambiarias, la aceleración de la inflación que deteriora los salarios y el entorno de incertidumbre macroeconómica que erosiona la inversión**. **Corregimos nuestra previsión de crecimiento de 3,5% a 2,5% anual para 2022.**

01

Situación Global

3T22

En un entorno complejo e incierto, los bancos centrales se ven obligados a acelerar las subidas de tasas para atajar la inflación

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

MATERIAS PRIMAS

Precios de la energía y alimentos muy presionados por la guerra en Ucrania



RESTRICCIONES DE OFERTA

Persistentes cuellos de botella debido a la guerra y restricciones de movilidad por Covid en China



RESILIENCIA DE LA DEMANDA

Fortaleza del empleo y ahorro acumulado; debilidad por Covid en China



INFLACIÓN ALTA, PERSISTENTE Y GENERALIZADA

Precios presionados también por incipientes efectos de segunda ronda y factores estructurales (como la desglobalización), con riesgo de desanclaje de las expectativas



BANCOS CENTRALES MÁS AGRESIVOS Y VOLATILIDAD FINANCIERA

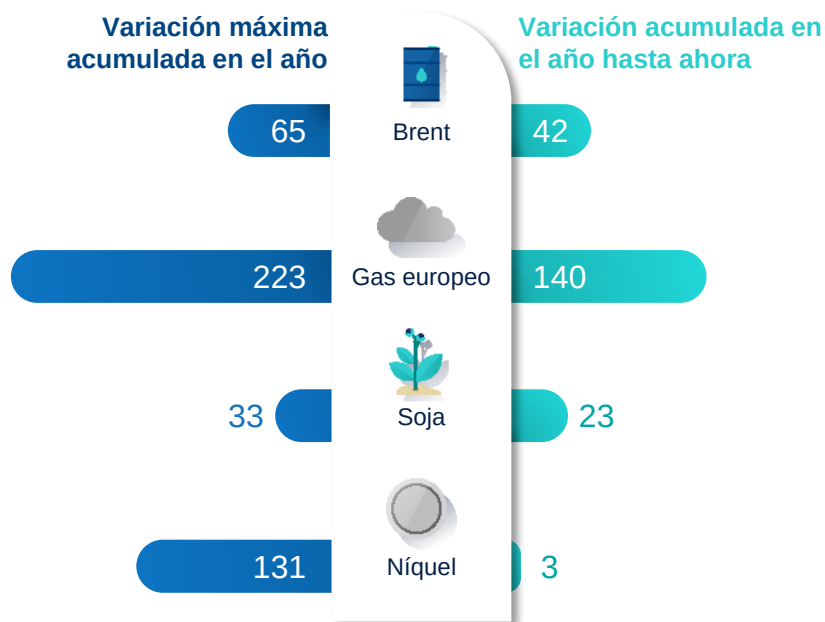
Un endurecimiento monetario más severo y adelantado, particularmente en los EE. UU., para reducir la demanda, que ha mantenido la volatilidad financiera elevada



Los precios de las materias primas han subido más de lo esperado tras la guerra, pese las recientes preocupaciones de desaceleración global

PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS

(VARIACIÓN PORCENTUAL ACUMULADA EN EL AÑO HASTA EL DÍA 11 DE JULIO DE 2022)



La guerra y las sanciones han presionado los precios de las materias primas:

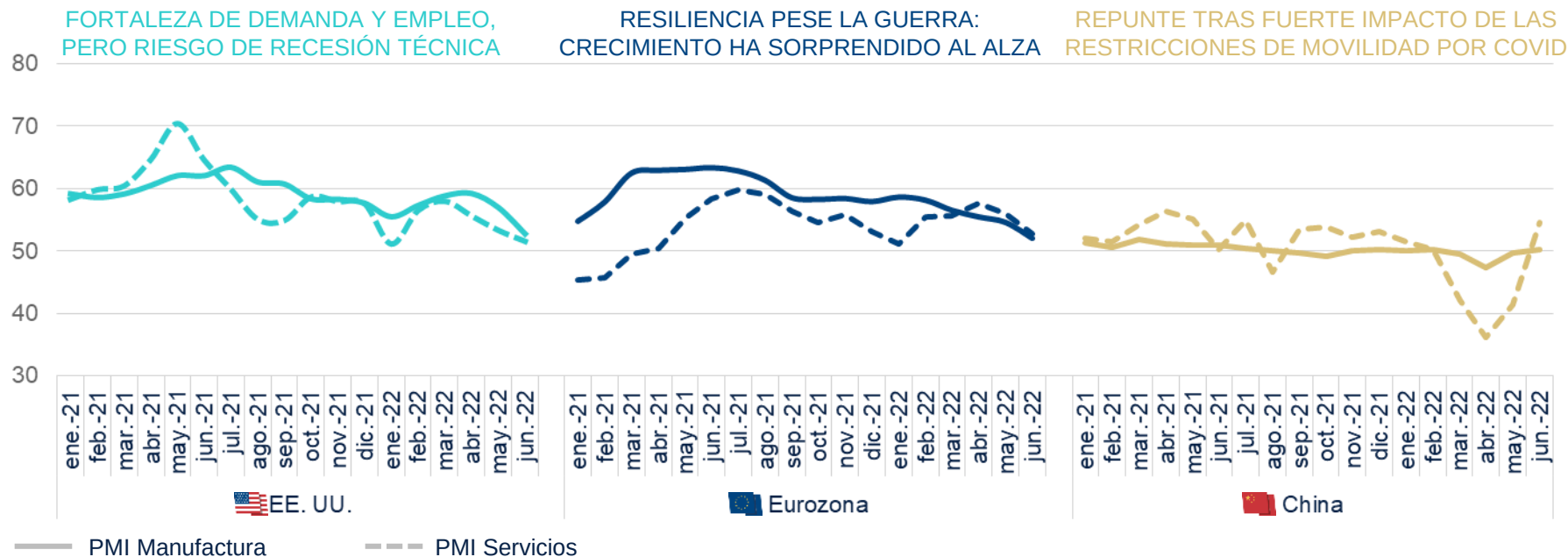
- petróleo: afectado por sanciones contra Rusia
- gas: presionado por el miedo a que Rusia aumente las restricciones de oferta
- alimentos: impactados por precio de los fertilizantes y disrupciones en Ucrania
- metales: menor exposición directa a la guerra, pero presionados por la transición energética

El riesgo de una fuerte ralentización global ha causado caídas recientes en los precios de las materias primas (pero no del gas en Europa).

El crecimiento se modera, pero la demanda sigue resiliente dado el elevado nivel de ahorro acumulado y el dinamismo del consumo y de los servicios

INDICADORES PMI

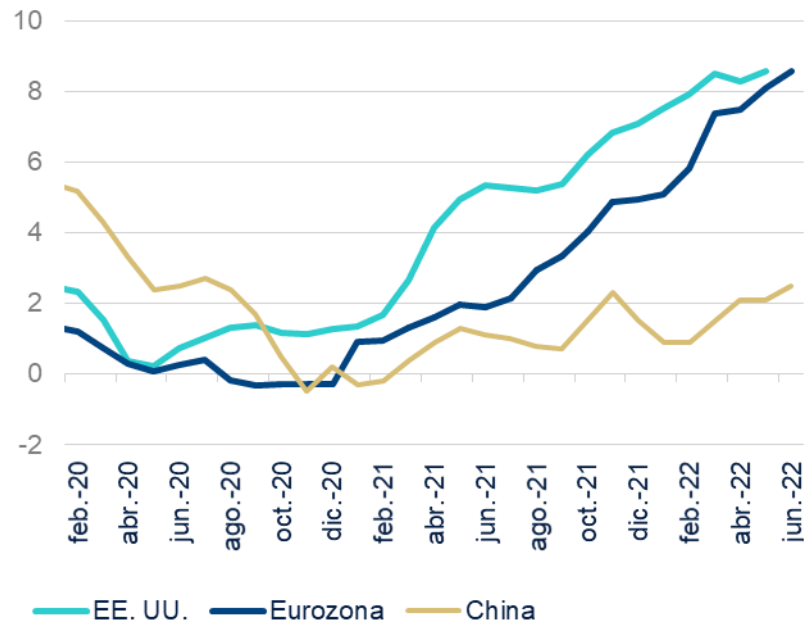
(MÁS DE 50: EXPANSIÓN; MENOS DE 50: CONTRACCIÓN)



Elevadas, persistentes y generalizadas presiones inflacionarias, en buena parte por factores de oferta y relacionados al mercado laboral

INFLACIÓN: IPC

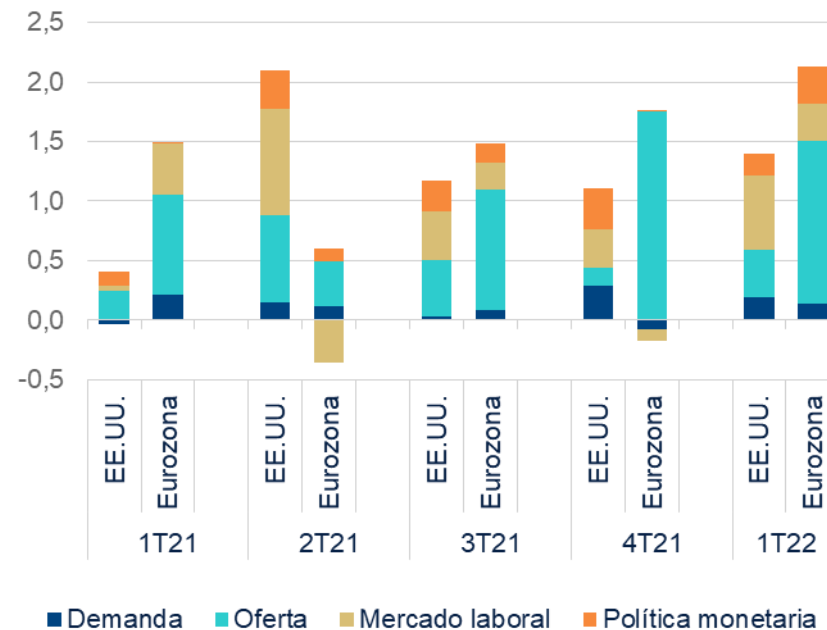
(A/A %)



Fuente: BBVA Research a partir de estadísticas locales.

SHOCKS SOBRE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

(PP)



Fuente: estimaciones de BBVA Research a través de un modelo SVAR.

El tono más agresivo de los bancos centrales ante la creciente inflación, en un entorno de desaceleración económica, ha aumentado la volatilidad financiera

ÍNDICE BBVA RESEARCH DE TENSIONES FINANCIERAS (ÍNDICE: PROMEDIOS DESDE 2005 = 0)

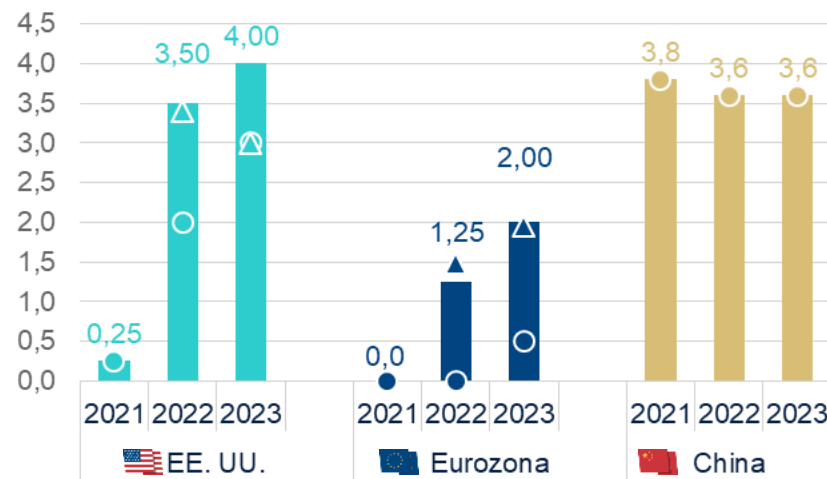


- La Fed ha subido las tasas hasta 1,75% (+150bp desde marzo) y ha indicado nuevos ajustes significativos en los próximos meses.
- El BCE ha indicado que su ciclo alcista de tasas empezará este mes y que afrontará el riesgo de fragmentación con reinversión flexible del PEPP y nuevo instrumento.
- La rentabilidad de los bonos soberanos ha subido con fuerza desde marzo, aunque recientemente modera por riesgo cíclico.
- Los mercados bursátiles han registrado caídas, las primas de riesgo se han movido al alza y el dólar se ha apreciado.

Las tasas de interés subirán más y antes de lo esperado; se prevé que alcancen niveles restrictivos en EE.UU. y cercanos a los neutrales en la Eurozona

TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA*

(%, FIN DE PERÍODO)



■ Previsiones actualizadas (jul.-22)

● Previsiones anteriores (abr.-22)

▲ Mercados: futuros **

* En el caso de la Eurozona, tipos de interés de las operaciones de refinanciación.

** Datos de mercados futuros del día 11 de julio.

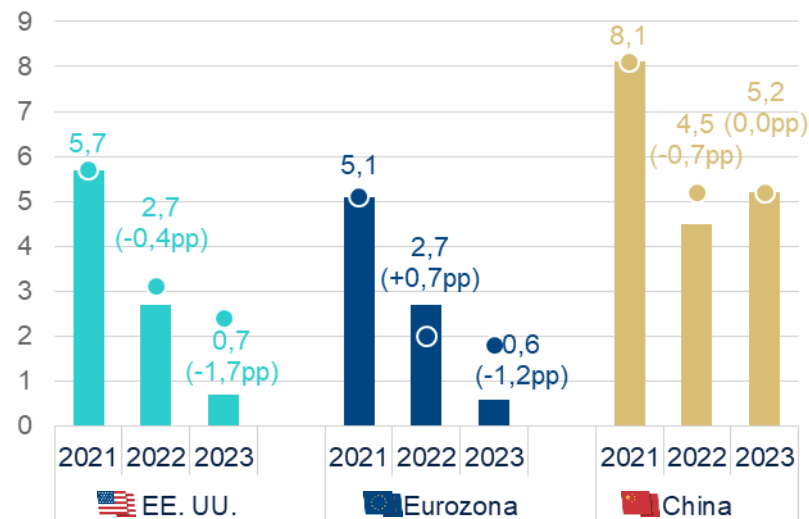
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

- Se prevé que la Fed subirá las tasas hasta 4,0%, por encima de las tasas de equilibrio (entre 2% y 3%), a la vez que seguirá vendiendo activos para reducir su balance.
- El BCE ya comenzó su ciclo alcista de tasas, que será menos agresivo que el de la Fed por las menores presiones de demanda y el riesgo de fragmentación financiera.
- A diferencia de EE.UU., la política fiscal en la Eurozona se centrará en el crecimiento, a través de los fondos NGEU y la suspensión de las reglas fiscales hasta el 2023.
- En China, las políticas seguirán exhibiendo un tono moderadamente expansivo.

Ralentización global: tras aumentar 6,2% en 2021, el PIB mundial crecerá 3,4% en 2022 y 2,5% en 2023 (respectivamente, 0,6pp y 1,1pp menos que lo previsto)

PIB: CRECIMIENTO ANUAL EN TÉRMINOS REALES *

(%)



■ Previsiones actualizadas (jul.-22)

● Previsiones anteriores (abr.-22)

* Cambio de previsiones entre paréntesis.

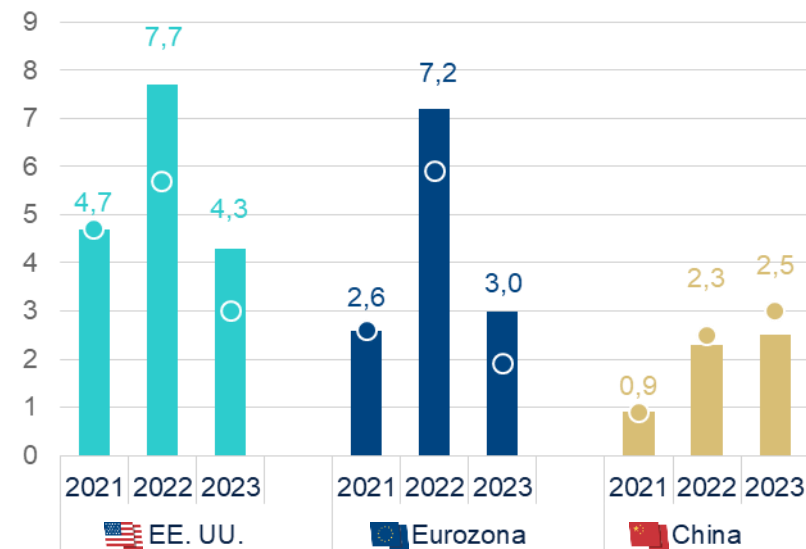
Fuente: BBVA Research.

- La subida de tasas probablemente empujará EE.UU. a una recesión en 2023, que previsiblemente será suave dada la robustez del empleo y los sólidos balances de las familias y del sistema financiero.
- En la zona euro, el impacto de la guerra será más fuerte en los próximos trimestres por la previsible restricción de gas, llevando el crecimiento del PIB a tasas ligeramente negativas.
- En China, el crecimiento se recuperará del impacto de los recientes confinamientos, pero la política de tolerancia cero con el Covid sigue siendo un problema en potencial.

La inflación se mantendrá muy por encima de los objetivos de los bancos centrales, principalmente en el corto plazo

INFLACIÓN: IPC

(A/A %, MEDIA DE PERÍODO)



■ Previsiones actualizadas (jul.-22)

● Previsiones anteriores (abr.-22)

Fuente: BBVA Research.

- Revisión al alza de las previsiones de inflación, en buena parte por mayores precios de las materias primas.
- La inflación eventualmente se reducirá en la medida que los choques actuales pierdan fuerza y los bancos centrales sigan actuando.
- La ralentización de la demanda reducirá el margen para aumentos significativos de los salarios, haciendo poco probable una espiral salarios-precios.

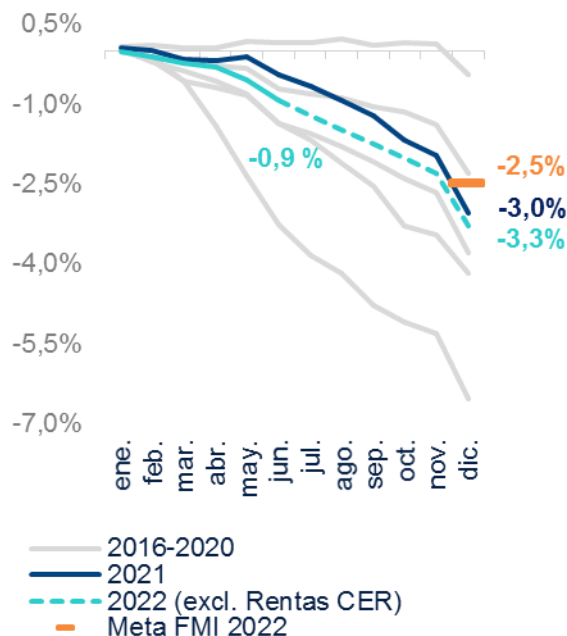
02

Situación Argentina

3T22

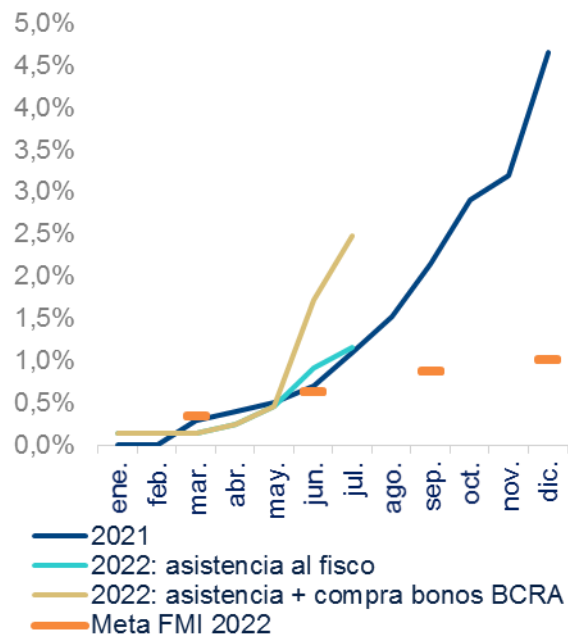
Los desvíos y recalibraciones de las metas con el FMI gatillaron un deterioro de las expectativas y de la situación económica...

RESULTADO FISCAL PRIMARIO ACUMULADO POR AÑO (% PIB)



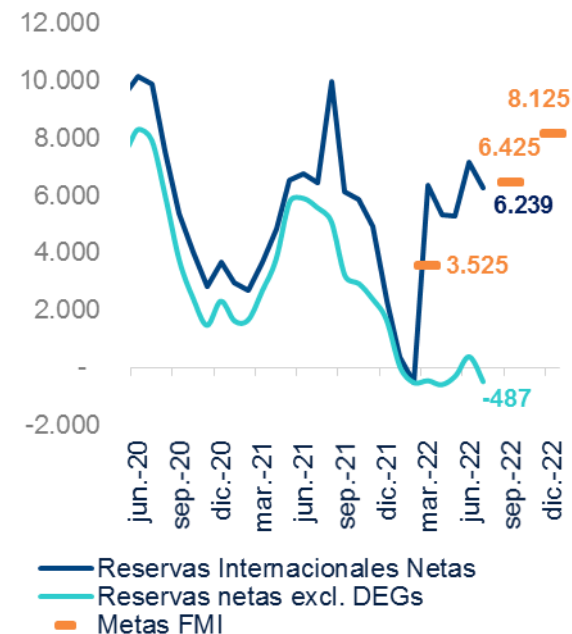
Fuente: BBVA Research, FMI y Ministerio de Economía.

EMISION MONETARIA PARA ASISTENCIA AL TESORO (% PIB)



Fuente: BBVA Research, BCRA y FMI

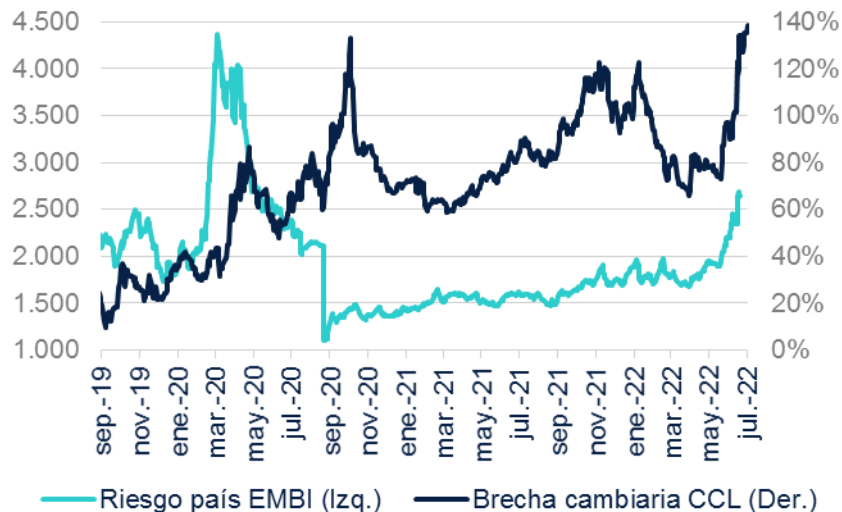
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (MILLONES DE USD)



Fuente: BBVA Research y BCRA. Datos al 7/7/2022.

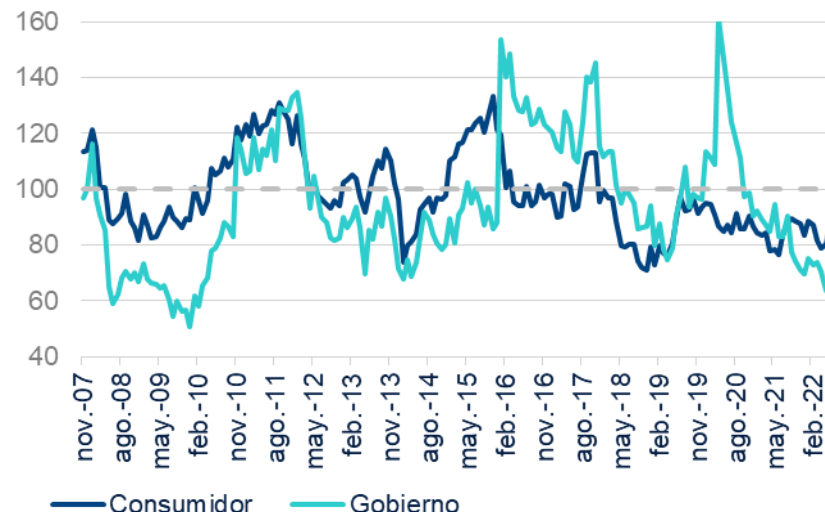
... profundizado por tensiones políticas en la coalición gobernante que se tradujeron en incertidumbre y aumento de la percepción del riesgo

RIESGO PAÍS Y BRECHA CAMBIARIA (PUNTOS BÁSICOS Y BRECHA CCL VS OFICIAL)



Fuente: BBVA Research, BCRA y JP Morgan.

INDICES DE CONFIANZA (BASE 100 = PROMEDIO HISTÓRICO)

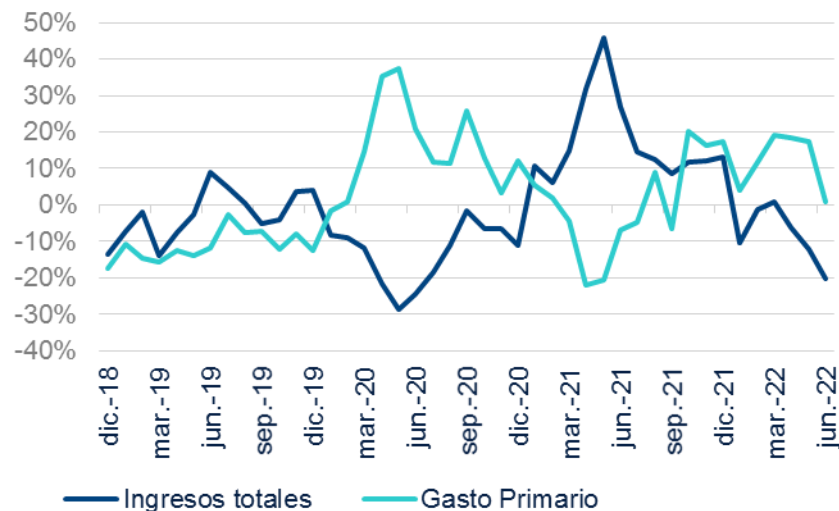


Fuente: BBVA Research y UTDT.

En un contexto económico frágil y deteriorado, el Ministro de Economía Guzmán renunció intempestivamente a inicios de julio, gatillando mayor incertidumbre. Su reemplazo es Silvina Batakis. No esperamos cambios drásticos de políticas económicas tras su designación, algo que la Ministra ratificó en sus primeras declaraciones.

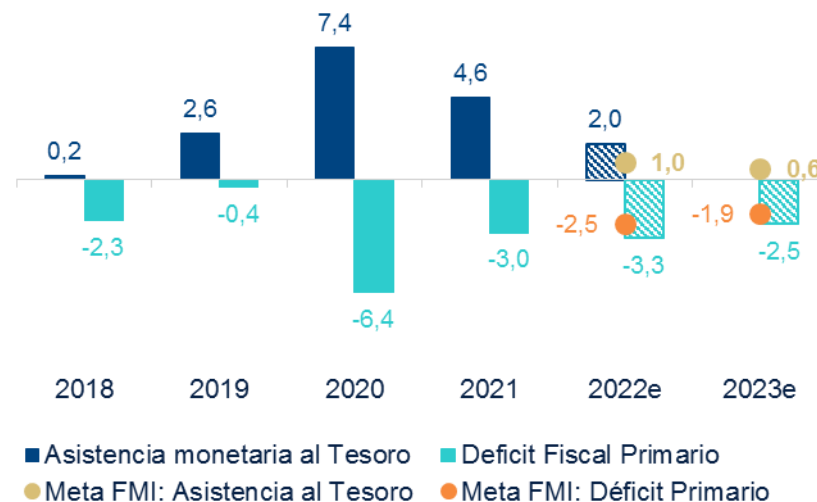
La dinámica fiscal reciente apunta hacia un déficit más alto que el de 2021, elevando las necesidades de emisión monetaria para financiarlo

INGRESOS Y GASTOS FISCALES (VARIACIÓN % A/A, EN TÉRMINOS REALES)



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Economía.

RESULTADO FISCAL Y EMISIÓN MONETARIA PARA ASISTIR AL TESORO (% DEL PIB)

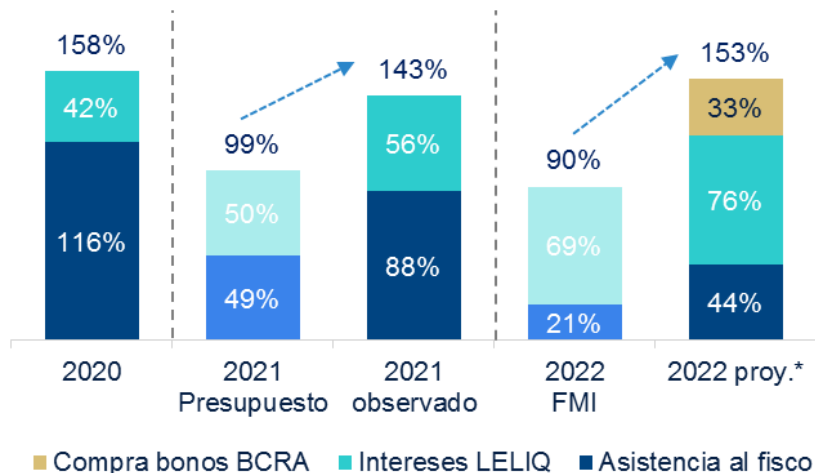


Fuente: BBVA Research, BCRA y Ministerio de Economía.

La dinámica de los ingresos y gastos del 1er semestre, sumada a que el 2do semestre es estacionalmente más deficitario, motivan nuestra previsión de 3,3% del PIB para el déficit primario, por encima de la meta con el FMI (2,5%). Consideramos que el FMI será flexible para otorgar *waivers* durante el 2S22 dado el contexto global.

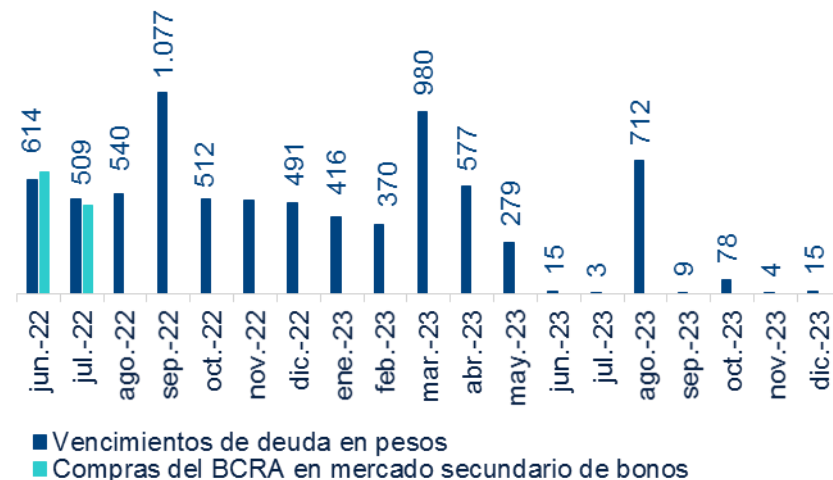
Además, el BCRA debe emitir para pagar los intereses de sus pasivos y para sostener los precios de los bonos, sumando más liquidez excedente...

FUENTES DE EXPANSIÓN MONETARIA (EN % DE LA BASE MONETARIA DEL AÑO PREVIO)



*Nota: Compra de bonos por parte del BCRA en el mercado secundario al 20/7. Asistencia al Tesoro máxima legal estimada para 2022.
Fuente: BBVA Research y BCRA.

VENCIMIENTOS DE DEUDA EN PESOS Y EMISIÓN DEL BCRA PARA RECOMPRA DE BONOS (MILES DE MILLONES DE PESOS)

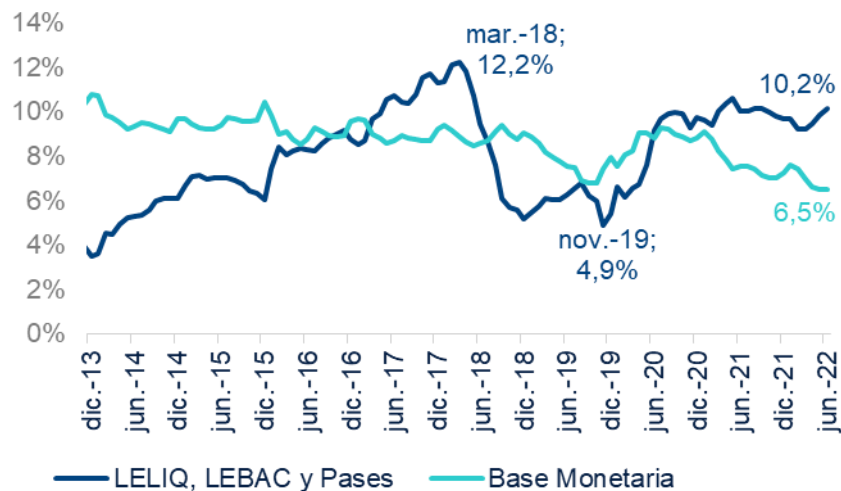


Fuente: BBVA Research, BCRA y Ministerio de Economía.

La conjunción de los factores mencionados gatillaron incertidumbre en el mercado y ventas masivas de los bonos en pesos durante junio y julio. En respuesta, el BCRA salió a comprar esos títulos en el mercado secundario para sostener sus precios, emitiendo para ello más de \$1,1 billones (1,3% del PIB, lo cual equivale a los vencimientos de deuda en pesos de junio y julio)..

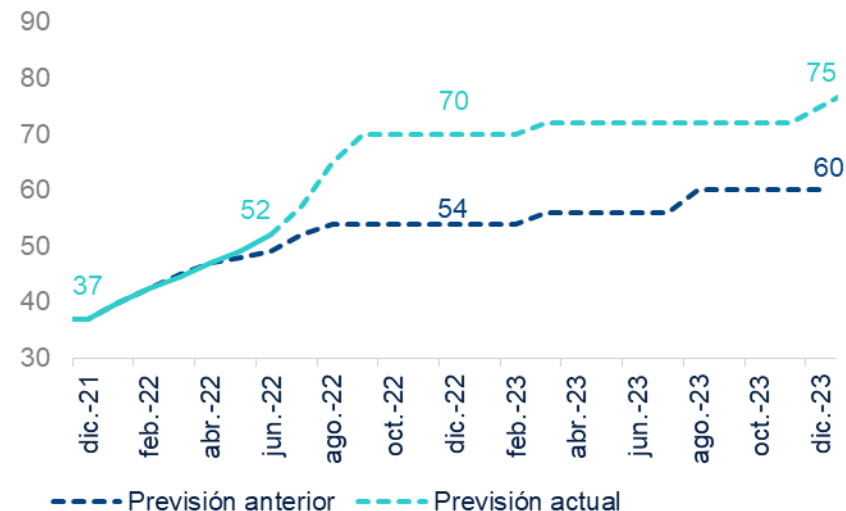
... que en su mayoría es esterilizada a través de los pasivos remunerados del BCRA, stock que limita su capacidad de subir tasas de interés

PASIVOS REMUNERADOS DEL BCRA (LELIQ, PASES, LEBAC) Y BASE MONETARIA (% DEL PIB)



Fuente: BBVA Research, INDEC y BCRA.

TASA INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA (% TNA)

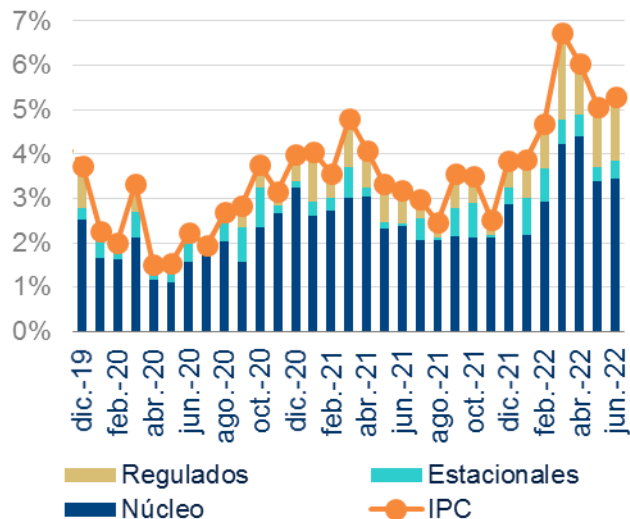


Fuente: BBVA Research y BCRA,

Buena parte de la emisión por compra de bonos en el mercado secundario fue esterilizada mediante las letras y pases del BCRA, cuyo stock superó el 10% del PIB. Estos pasivos limitan al BCRA para subir tasas de interés por encima de la inflación, por lo que prevemos subas de tasas en los próximos meses pero que permanecerán negativas en términos reales.

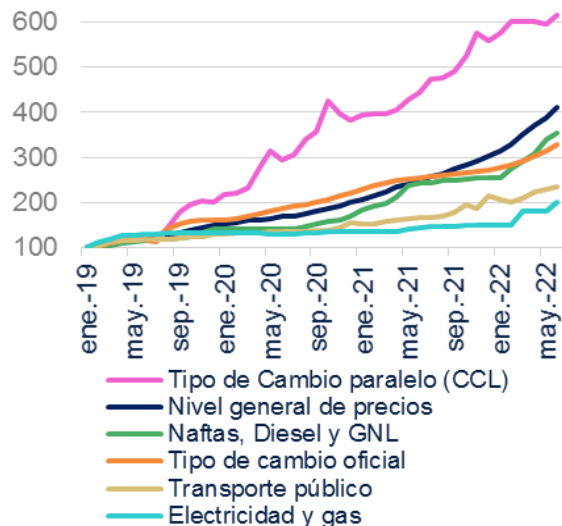
El exceso creciente de pesos junto con la ausencia de un plan de estabilización que ancle expectativas imponen un piso alto a la inflación

INFLACIÓN POR COMPONENTES
(VAR % M/M)



Fuente: BBVA Research e INDEC.

NIVEL COMPARADO DE PRECIOS Y TIPOS DE CAMBIO (BASE 100 = ENE'19)



Fuente: BBVA Research, INDEC y BCRA.

PREVISIONES DE INFLACIÓN
(VAR % A/A)

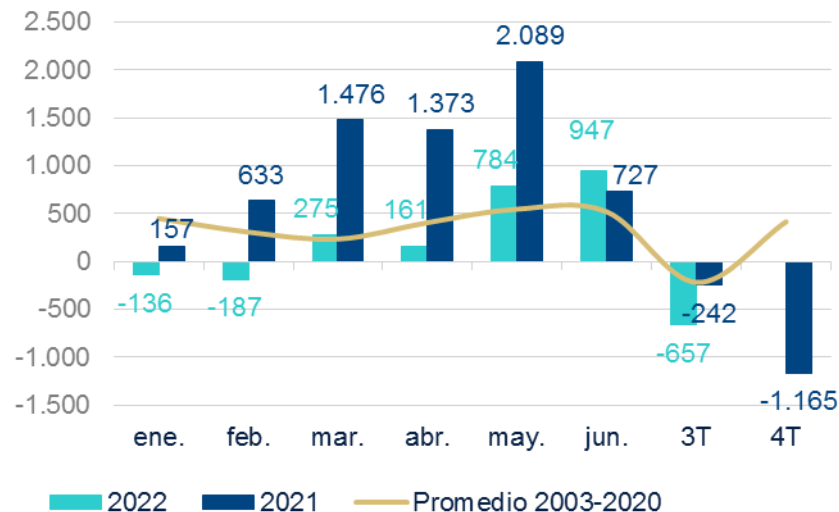


Fuente: BBVA Research e INDEC.

Además, el Gobierno ya no tiene espacio fiscal para seguir conteniendo tarifas y el mercado cambiario tampoco aporta mucho margen para seguir profundizando el atraso, por lo que la presencia y eventual regularización de ambos desequilibrios anticipan que la inflación permanecerá elevada por los próximos años.

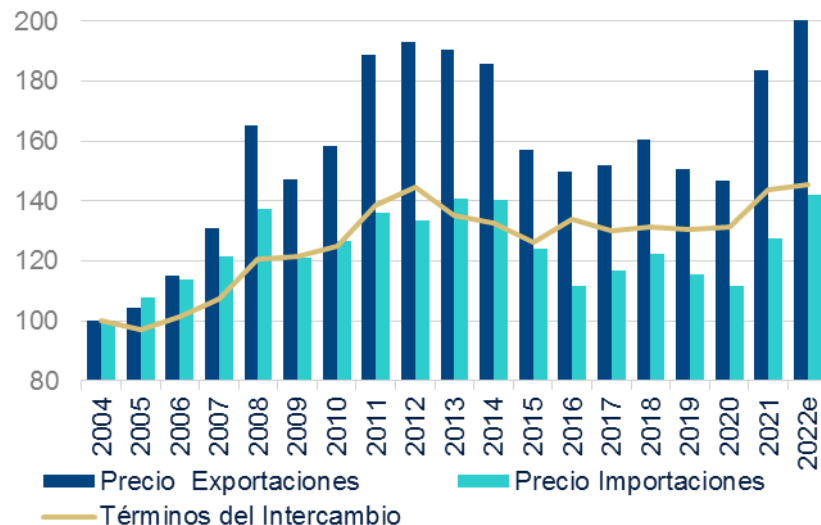
El BCRA tuvo muchas dificultades para acumular reservas en lo que va del año, a pesar de términos de intercambio récord...

COMPRAVENTA DE DIVISAS DEL BCRA EN EL MERCADO OFICIAL, POR MES (MILLONES DE USD)



Fuente: BBVA Research y BCRA.

ÍNDICE DE TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO (DIC-20 = 100)

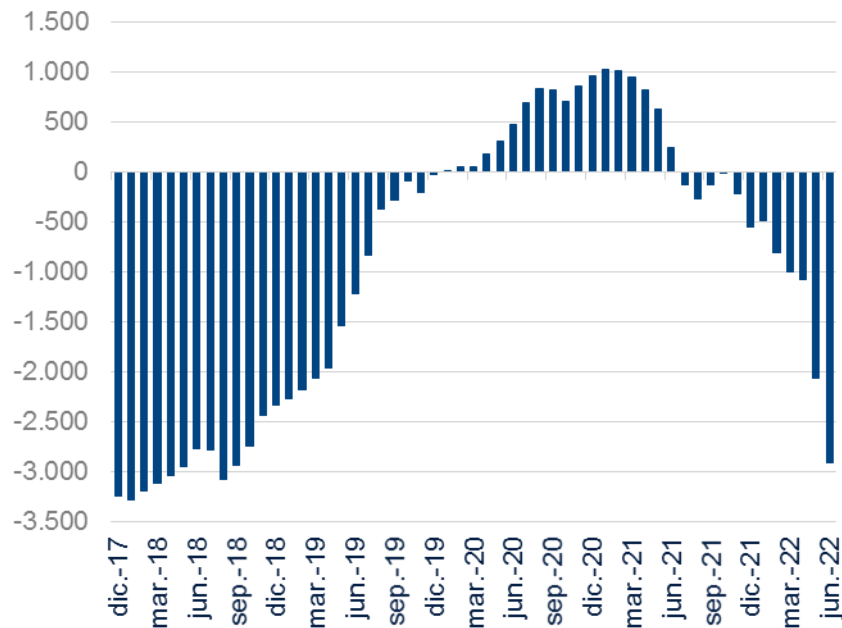


Fuente: BBVA Research e INDEC.

Durante el primer semestre del año, el BCRA compró sólo 29% de las reservas que había adquirido en igual período de 2021, dificultando el cumplimiento de la meta con el FMI para el año. Los terceros trimestres suelen ser los de menores exportaciones, por lo que prevemos que la escasez de divisas se traducirá en más restricciones a la compra a la paridad oficial.

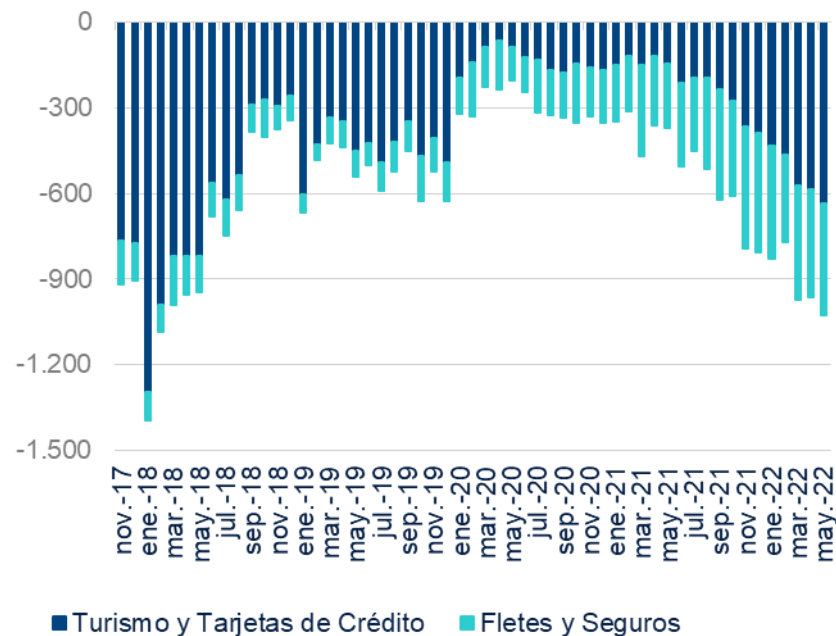
Asimismo, deben afrontarse abultadas importaciones de energía, fletes internacionales muy encarecidos y el creciente turismo emisoro...

BALANZA ENERGÉTICA (SALDO EXPO-IMPO)
(SUMA MÓVIL 12 MESES, EN MILLONES DE USD)



Fuente: BBVA Research e INDEC.

PAGOS EXTERNOS: FLETES, TURISMO Y TARJETAS DE CRÉDITO (MILLONES DE USD)

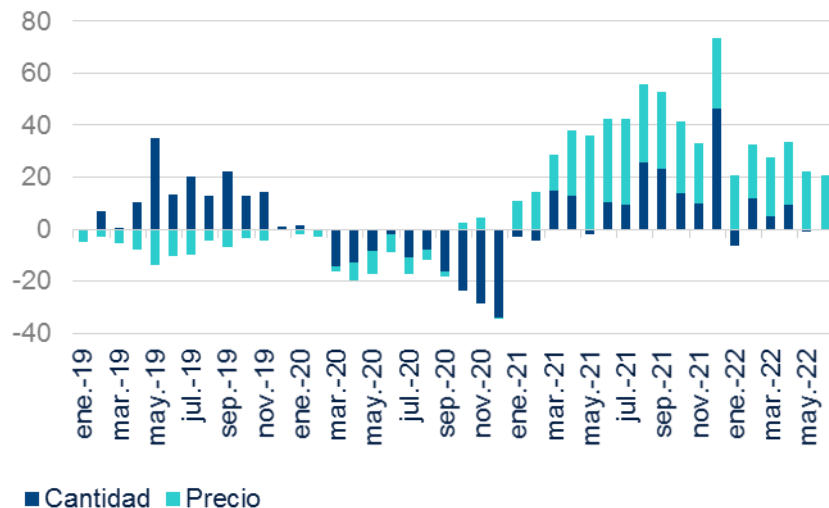


Fuente: BBVA Research y BCRA.

... que erosionan el resultado comercial, el cual se sostiene principalmente por precios de exportaciones agrícolas (que prevemos se mantendrán elevados)

EXPORTACIONES: PRECIO Y CANTIDAD

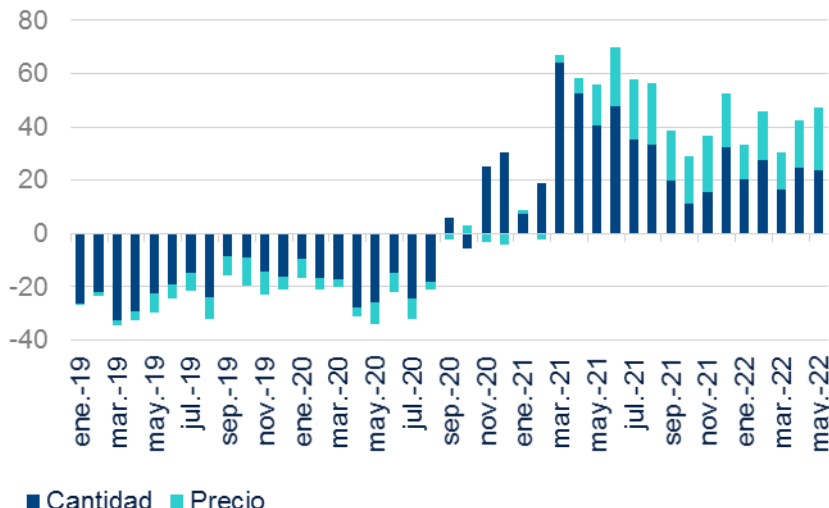
(VAR % A/A)



Fuente: BBVA Research e INDEC.

IMPORTACIONES: PRECIO Y CANTIDAD

(VAR.% A/A)



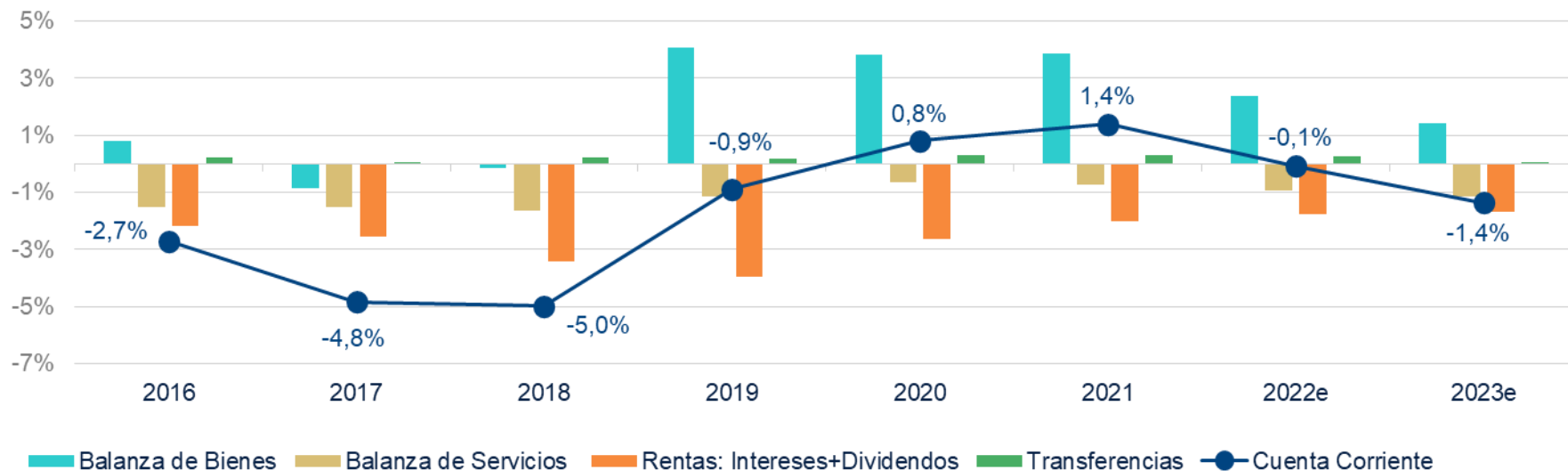
Fuente: BBVA Research e INDEC.

Los precios récord de los *commodities* apuntalan las exportaciones, que prevemos que alcancen niveles cercanos a los USD 90.000 millones este año. Proyectamos un superávit de balance comercial de USD 11.000 millones en 2022 (con riesgos de que sea inferior por los altos precios de la energía).

Considerando todos esos factores, estimamos que la cuenta corriente terminaría aproximadamente en equilibrio en 2022

CUENTA CORRIENTE Y SUS COMPONENTES

(% PIB)

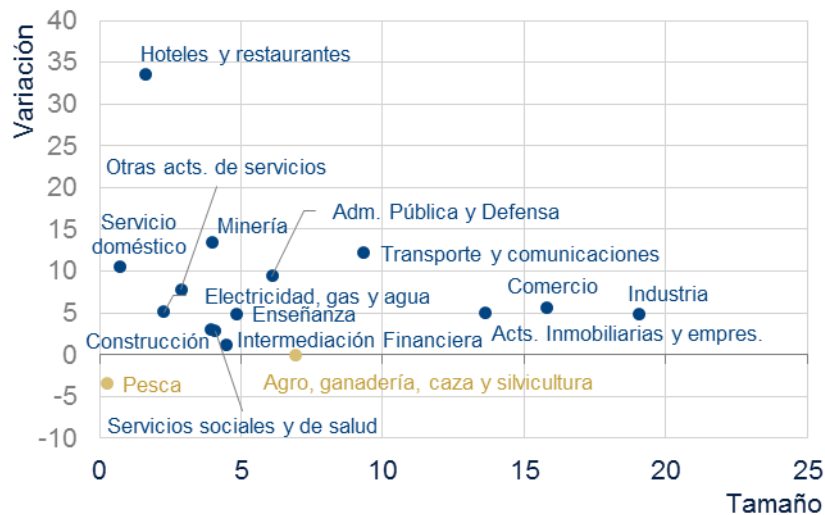


Fuente: BBVA Research e INDEC.

La acumulación de desequilibrios y el deterioro de expectativas afectan la actividad, que desacelerará más de lo previsto en los próximos trimestres...

ACTIVIDAD POR SECTORES

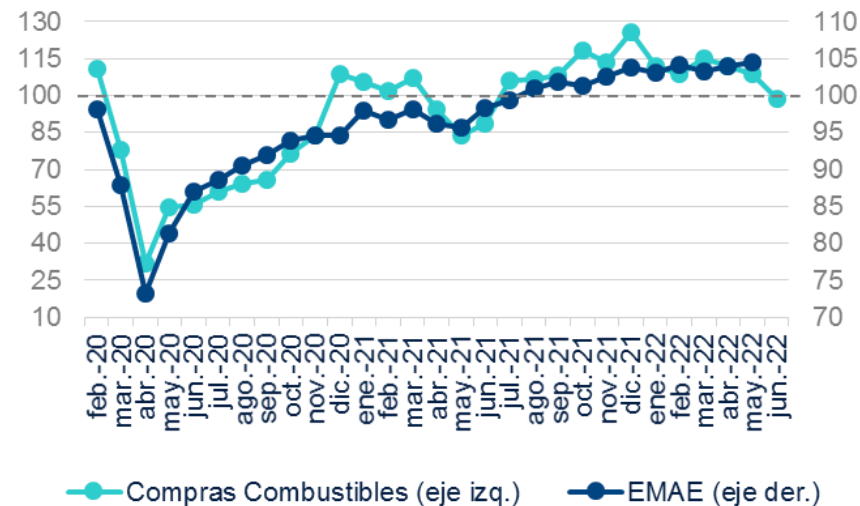
(TAMAÑO Y CRECIMIENTO, VAR% A/A)



Fuente: BBVA Research e INDEC.

CONSUMO EN COMBUSTIBLES Y ACTIVIDAD

ECONÓMICA (BASE PROM. 2019 = 100; CONSUMO EN TÉRMINOS REALES; ACTIVIDAD MEDIDA SIN ESTACIONALIDAD)



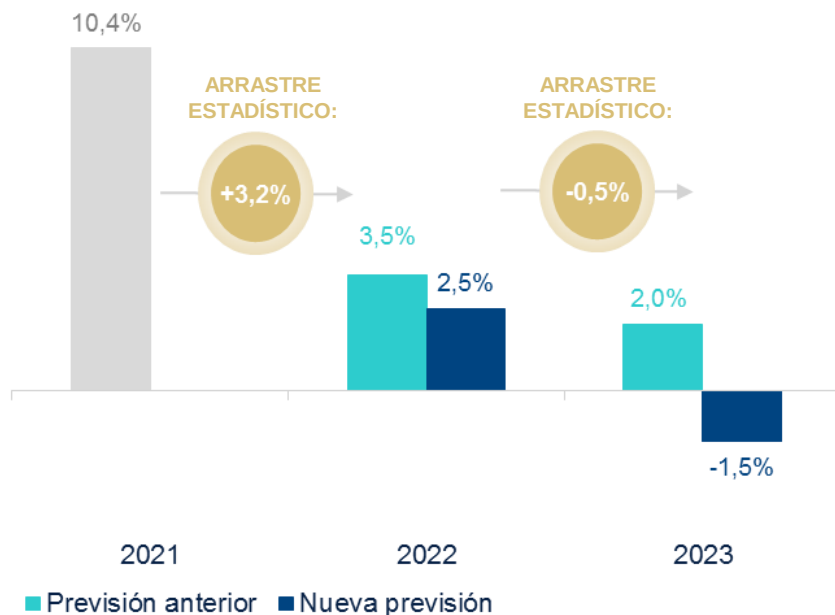
Fuente: BBVA Research e INDEC.

Al 1T22, la mayoría de los sectores ya habían alcanzado el nivel prepandemia, pero la recuperación es heterogénea y en los datos de alta frecuencia se verifica un agotamiento del impulso.

... lo que nos lleva a ajustar a la baja nuestra previsión de crecimiento del PIB

CRECIMIENTO DEL PIB Y ARRASTRE ESTADÍSTICO

(VAR. % A/A)



■ Recortamos la previsión de crecimiento 2022 por :

- Consumo afectado por erosión de salarios reales (por aceleración de la inflación).
- La inversión privada apenas sostiene el nivel de reposición dado el entorno de incertidumbre y elevada inflación.

■ Para 2023 proyectamos una caída de la actividad económica dado que:

- El consumo y la inversión se ralentizarán por la aceleración de la inflación proyectada.
- Menor contribución del sector externo por caída (suave) de los términos de intercambio.
- Aporte negativo que deja el arrastre estadístico de 2022.

Previsiones

	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB (% a/a)	-2,0	-9,9	10,4	2,5	-1,5
Inflación (% a/a fdp)	53,8	36,1	50,9	95,0	105,0
Tipo de Cambio (vs USD fdp)	59,9	82,6	101,9	170,0	316,0
Tasa de Política Monetaria* (% fdp)	58,5	37,1	36,7	70,0	75,0
Consumo Privado (% a/a)	-6,1	-13,7	10,0	4,3	-1,4
Consumo Público (% a/a)	-6,4	-1,9	7,1	4,2	1,3
Inversión (% a/a)	-16,0	-13,0	33,4	0,7	-3,8
Resultado Fiscal Primario (excluyendo DEGs, % PIB)	-0,4	-6,4	-3,0	-3,3	-2,5
Cuenta Corriente del Balance de Pagos (% PIB)	-0,9	0,8	1,4	-0,1	-1,4

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 en su sitio web www.bbvarresearch.com.

Situación Argentina

3T22