

# Situación Argentina

Junio de 2023

## Mensajes principales. Global



### Evolución reciente

La combinación de una demanda aún robusta (por el dinamismo del mercado laboral y los persistentes efectos de la reapertura tras la pandemia) y la disipación de los problemas de oferta (por menores precios de las materias primas y normalización de los cuellos de botella) ha seguido respaldando el crecimiento. Aunque la inflación general ha tocado techo, las medidas subyacentes todavía no han caído significativamente. Los bancos centrales han reafirmado su compromiso en reducir la inflación, lo que ha contribuido a las tensiones en los bancos regionales de EE.UU.



### Perspectivas: crecimiento

El crecimiento en 2023 será mayor que lo anteriormente esperado, en línea con los recientes datos de actividad, pero será más débil que lo anticipado en 2024, debido al mayor endurecimiento de las condiciones monetarias y crediticias. El crecimiento global se reducirá desde 3,4% en 2022 a 2,9% (+0,2pp superior a la última previsión) en 2023 y 2,9% (-0,3pp) en 2024.



### Perspectivas: inflación y tipos

Los bancos centrales mantendrán las tasas de interés en niveles restrictivos por más tiempo del que los mercados esperan. Los programas de retirada de liquidez, el endurecimiento del crédito impulsado por las turbulencias en el sector bancario estadounidense y políticas fiscales menos expansivas, favorecerán una reducción gradual de la demanda y los precios, pero efectos de segunda ronda contribuirán a mantener la inflación arriba del objetivo. El principal riesgo es que la elevada inflación y las condiciones monetarias restrictivas desencadenen una recesión o nuevos episodios de inestabilidad financiera.

## Mensajes principales. Argentina



### Panorama Político

La mayoría de las provincias desdoblaron sus elecciones locales respecto de las nacionales. **Los primeros resultados en los comicios ya efectuados mostraron una cierta preponderancia de los partidos locales, una reducción en los votos obtenidos por la coalición gobernante a nivel nacional respecto de elecciones análogas de 2019 y una menor participación de la población.**



### Actividad Económica

La actividad económica está mostrando señales mixtas. En el 1T23 creció 0,8% t/t se, pero **el recorte de la cosecha por efecto de la sequía y la aceleración inflacionaria nos lleva a bajar la previsión de caída del PIB para 2023 de -2,5% a -3,5%.** Para 2024 proyectamos otra caída (-2,0%) por efecto de las correcciones macroeconómicas que se esperan para el año que viene.



### Sector externo

**La menor oferta de productos agrícolas por la sequía impactó negativamente en las exportaciones,** que será sólo parcialmente compensadas por una mejora en la balanza energética. Proyectamos un acotado saldo comercial para 2023 de USD 1.800 millones. La cuenta corriente del Balance de Pagos empeorará de -0,6% a -2,4% del PIB en 2023, pero con perspectivas de mejora en 2024.



### Sector fiscal

Los ingresos fiscales se deterioran en términos reales durante 2023, mientras que la baja del gasto público no alcanza aún a compensar dicha caída, por lo que el resultado fiscal se deteriora en la comparación con 2022. **Estimamos que el déficit fiscal primario finalizará 2023 en 2,6% del PIB** (superior al acordado con el FMI). Para 2024 esperamos una corrección del mismo a 0,9% del PIB.

# Mensajes principales. Argentina



## Inflación

La inflación saltó hacia un escalón más elevado y volátil. Esperamos que la variación de precios alcance 145% en 2023, lo que implica un promedio mensual de 7,7% hasta noviembre y una aceleración en diciembre. A raíz de las previstas correcciones cambiarias y tarifarias que se aplicarían el año que viene, proyectamos que la inflación se ubicará en 120% en 2024.



## Sector monetario

El deterioro fiscal aceleró la emisión monetaria necesaria para su financiamiento, tanto por canales directos (adelantos transitorios) como indirectos (compra de bonos en el mercado secundario). Esto acentúa las presiones cambiarias e inflacionarias. Como contrapartida, la autoridad monetaria elevó la tasa de interés de política a 97% anual, pero resulta insuficiente para imponer un sesgo antiinflacionario. A lo largo del año y fundamentalmente desde el último trimestre, esperamos subas significativas de las tasas de interés, que se prolongarían hasta mediados de 2024.



## Mercado cambiario

La fuerte sequía sumó tensión al mercado cambiario. El BCRA acumuló divisas por USD 1.400 mill. en la tercera edición del “dólar soja”, pero las reservas internacionales netas se encuentran en terreno negativo. Esperamos que el Gobierno mantenga su postura de sostener un sendero de devaluación del tipo de cambio oficial en línea a la evolución de la inflación. Esperamos un tipo de cambio (prom. dic.) de 400 \$/USD para fin de 2023 y 944 \$/USD para fines de 2024.

01

# Situación Global Junio de 2023

# Perspectivas de desaceleración reforzadas: las restricciones crediticias en un entorno de estrés bancario contribuirá a endurecimiento monetario

## BBVA RESEARCH: ESCENARIO DE REFERENCIA



Tipos más altos por más tiempo

Política monetaria restrictiva también por condiciones de crédito y retiro de liquidez; reversión cautelosa a partir del 1T24.



Desaceleración del crecimiento

Moderación de mercados laborales y demanda, reduciendo el crecimiento pese a la normalización de la oferta.



Desinflación gradual

Precios de materias primas y efectos de segunda ronda contenidos, pero inflación por encima del objetivo.



Volatilidad financiera

Volatilidad y flujos limitados a activos más arriesgados; estrés bancario en EE. UU., sin contagio a bancos grandes o en el exterior.

## Bancos centrales se centran en la inflación pese estrés bancario: es probable que las tasas permanezcan en niveles restrictivos por un largo período

### POLÍTICA MONETARIA: TIPOS DE INTERÉS (\*)

(%, FIN DE PERIODO)



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

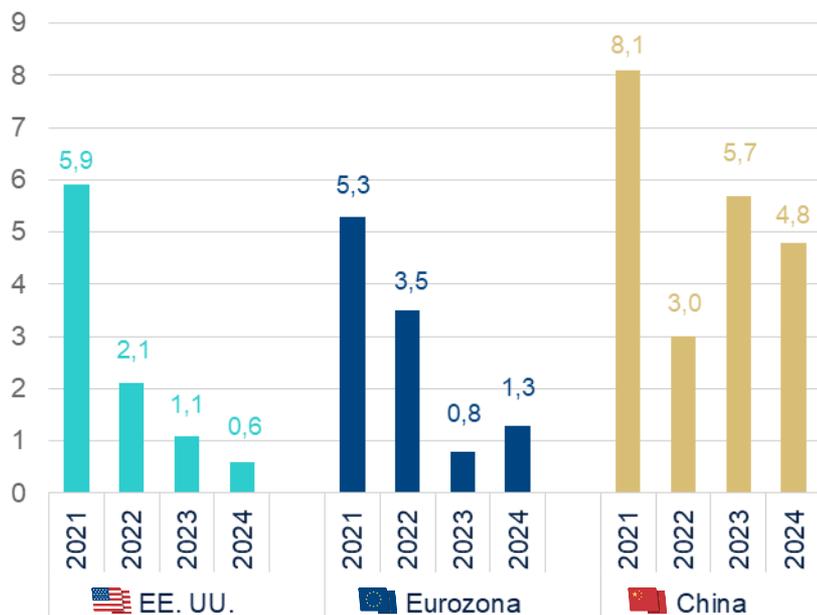
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

- Se espera que los bancos centrales usen las tasas para reducir la inflación y herramientas de liquidez para combatir el estrés bancario. La dominancia financiera es un riesgo.
- El ciclo alcista de tasas habría acabado en EE. UU. (pero una última suba es posible) y estaría cerca del fin en la Eurozona, donde se esperan al menos dos subas más.
- No se esperan recortes de tasas antes de 1T24 en EE. UU. y 4T24 en la Eurozona.
- La Fed y el BCE mantendrán sus programas de reducción de balance, con un ritmo de retiro de liquidez gradual y predecible.
- Es probable que la restricción crediticia y, eventualmente, la política fiscal ayuden a la política monetaria a controlar la inflación.

## Previsiones de PIB: al alza en 2023, por fortaleza de la demanda; a la baja en 2024, por las condiciones monetarias y crediticias más restrictivas

### PIB: CRECIMIENTO ANUAL EN TÉRMINOS REALES (\*)

(%)



(\*) Previsiones anteriores: 0.8% en 2023 y 1.8% en 2024 en EE.UU., 0.6% en 2023 y 1.6% en 2024 en la Eurozona, 5.2% en 2023 y 5.0% en 2024 en China.

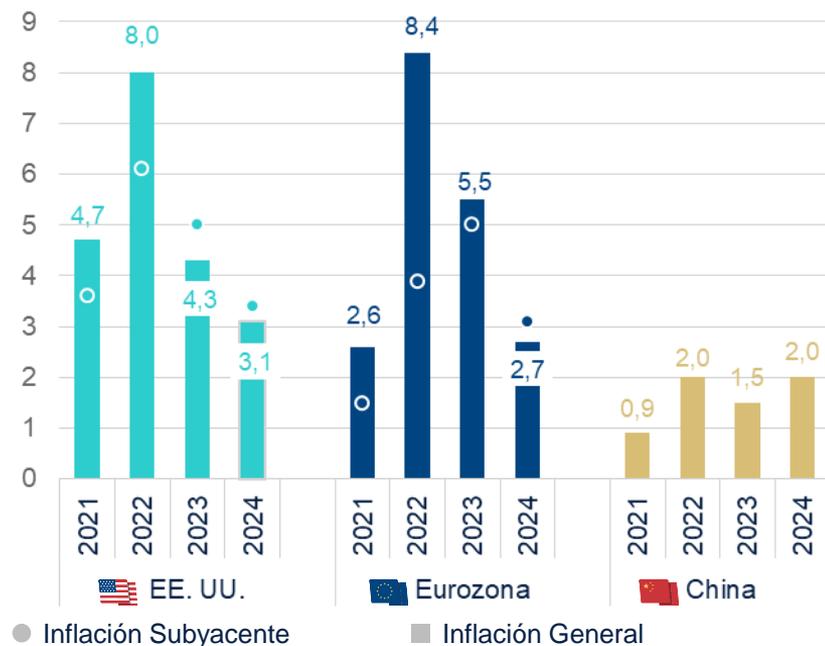
Fuente: BBVA Research.

- Revisiones al alza en 2023 (US: 0,3pp, EZ: 0,2pp, CHN: 0,5pp), por robustez del consumo (mayormente en EE. UU. y China) y menores precios de energía (mayormente en la EZ).
- Revisiones a la baja en 2024 (US: -1,2pp, EZ: -0,3pp, CHN: -0,2pp) por política monetaria más estricta y condiciones crediticias menos favorables, a las que probablemente contribuirán las recientes tensiones bancarias.
- Disipación de efectos de reapertura, menores estímulos fiscales y volatilidad financiera contribuirán a ralentización del crecimiento.
- PIB global: 2,9% (+0,2pp) en 2023 y 2,9% (-0,3pp) en 2024, tras crecer 3,4% en 2022.

# La inflación seguirá cayendo, pero será más persistente de lo anticipado; estará por encima de los objetivos por un prolongado período de tiempo

## INFLACIÓN: IPC

(A/A %, MEDIA DEL PERIODO)



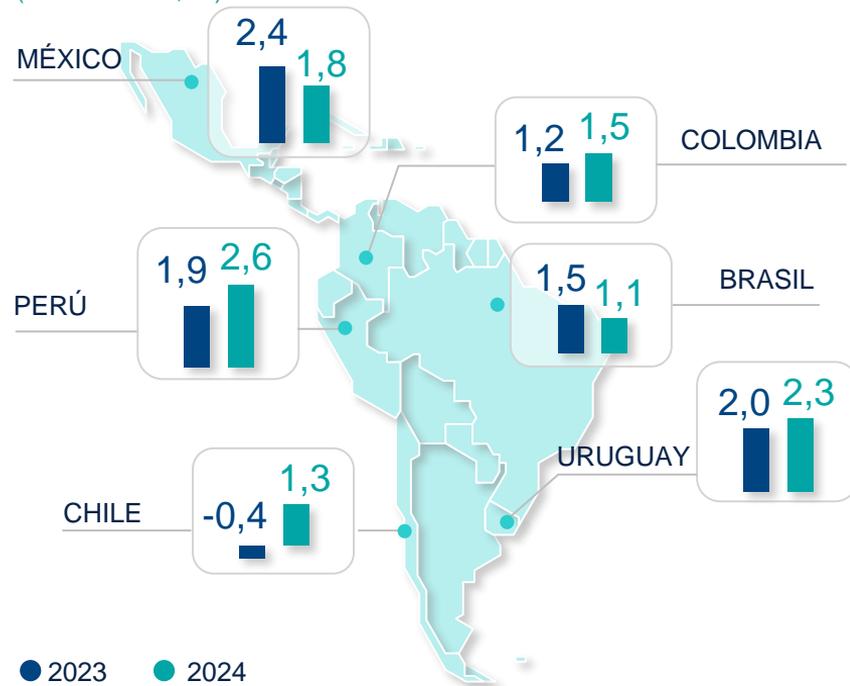
Fuente: BBVA Research.

- La disipación de los choques de oferta y el endurecimiento monetario reducirán las presiones de precios: la inflación general ya ha tocado techo y la inflación subyacente pronto se reducirá de manera más rápida.
- Aun así, el dinamismo de los mercados laborales favorecerá aumentos (contenidos) en salarios y márgenes de beneficios, ralentizando la caída de la inflación.
- En China, las presiones de precios siguen bajo control a pesar de la recuperación post-covid debido a los favorables precios de las materias primas, la recuperación de la oferta y la “recesión del balance” del sector privado.

# Latam presentará una fuerte desaceleración en 2023, mayor a la mundial, y su crecimiento se mantendrá débil en 2024

## CRECIMIENTO DEL PIB

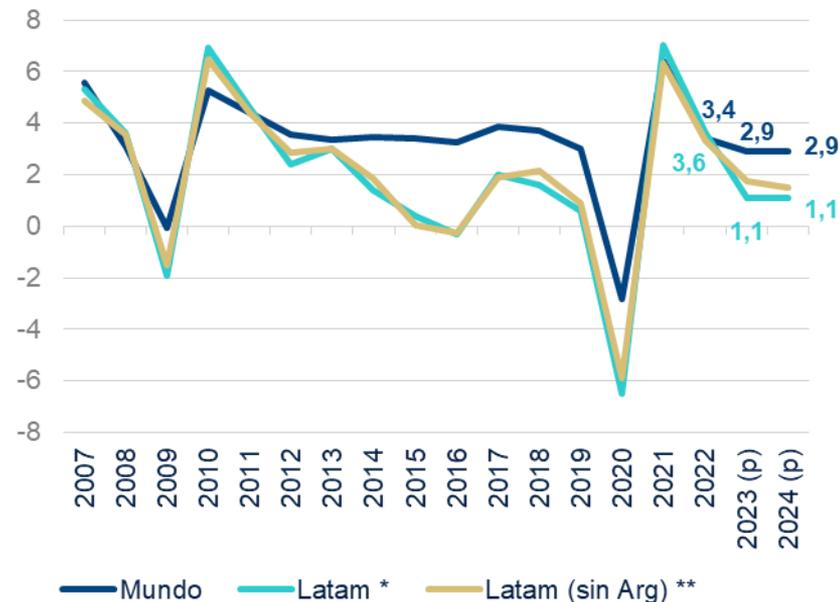
(VAR ANUAL, %)



Fuente: BBVA Research.

## PIB MUNDIAL Y LATAM

(%)



(p): proyecciones BBVA Research.

(\*) : Incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

(\*\*) : Incluye a Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

**En un contexto incierto, el riesgo de que la inflación o la política monetaria causen una recesión o inestabilidad financiera ha aumentado últimamente**



## PRINCIPALES RIESGOS

### INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS ELEVADOS:

- fuerte demanda
- mercados laborales
- recuperación de China
- materias primas
- espirales de salario-precio
- expectativas no ancladas



**INESTABILIDAD FINANCIERA**  
(contagio del estrés bancario en EE. UU., mercados inmobiliarios y apalancados, sector no bancario, etc.)

**RECESIÓN GLOBAL**



## PRINCIPALES INCERTIDUMBRES

**TENSIONES  
GEPOLÍTICAS**

**RIVALIDAD EE. UU.-CHINA  
(DESGLOBALIZACIÓN, ETC)**

**TRANSICIÓN ENERGÉTICA Y  
CAMBIO CLIMÁTICO**

**TENSIONES SOCIALES  
Y POPULISMO**

02

# Situación Argentina Junio de 2023

# El calendario electoral se puso en marcha en las provincias, por ahora con apoyo mayoritario a los oficialismos locales

## CALENDARIO ELECTORAL

(DISTRITOS CON FECHAS CONFIRMADAS)



## ÍNDICE DE APROBACIÓN PRESIDENCIAL

(0 = DESAPROBACIÓN TOTAL; 100 = PLENA APROBACIÓN)



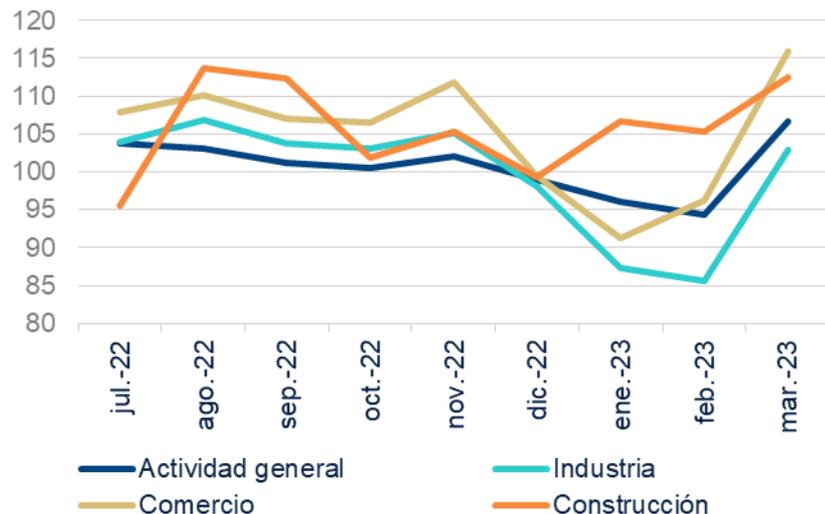
\* PASO: Elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias.

Fuente: Research y Poliarquía Consultores.

# En el 1T23 la actividad rebotó respecto del trimestre previo, pero la intensa sequía deteriora las perspectivas para los meses siguientes...

## ACTIVIDAD ECONÓMICA

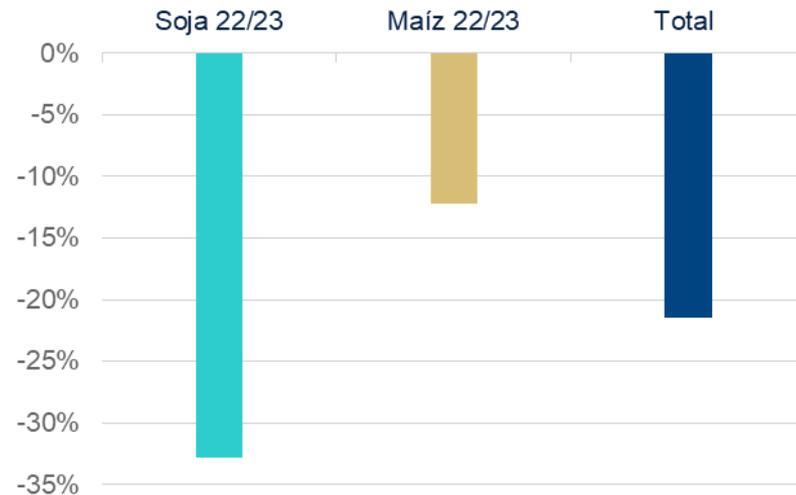
(BASE DIC'21 = 100; SERIES ORIGINALES)



Fuente: BBVA Research e INDEC.

## COSECHA GRUESA: SOJA Y MAÍZ

(VAR % VS CAMPAÑA ANTERIOR)



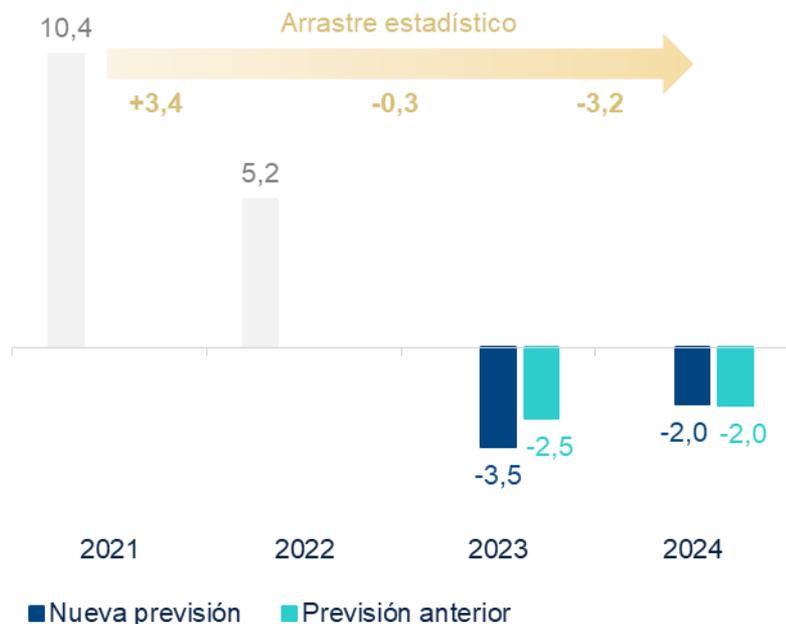
Fuente: BBVA Research y Bolsa de Cereales de Buenos Aires.

La cosecha avanza peor que los malos pronósticos ya anticipados, lo que implica menor ingreso de divisas para el país. El retraso de las lluvias complicaría en alguna medida la siembra de trigo (se cosecha hacia fin de año). Además, la aceleración de la inflación erosionará los ingresos en términos reales. En consecuencia, esperamos una contracción del PIB desde el 2T23.

## ...entonces, proyectamos una recesión desde el 2T23, lo que nos lleva a recortar nuestra estimación de variación del PIB a -3,5% anual

### PREVISIÓN DE PIB

(VAR % A/A)

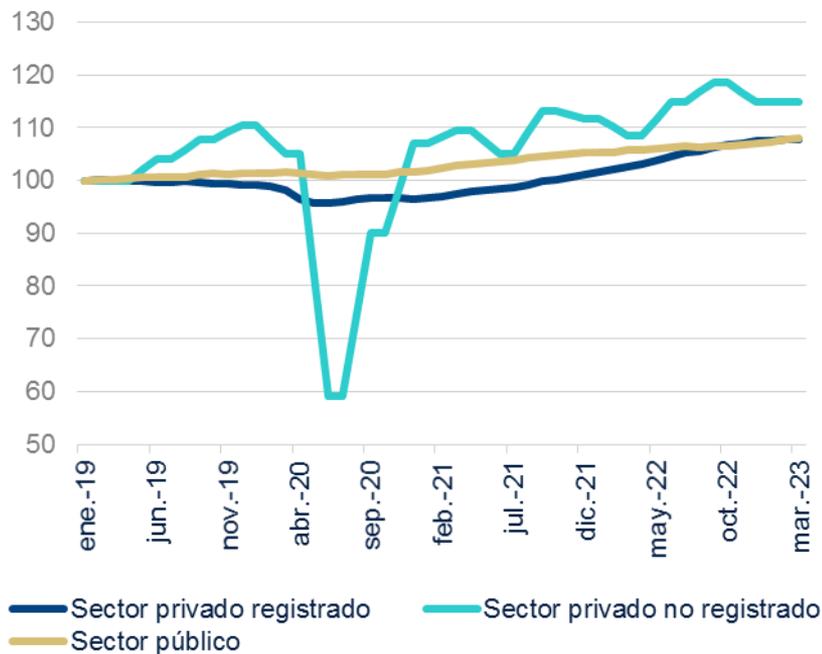


- La severidad de la sequía, la aceleración inflacionaria y crecientes restricciones cambiarias determinan perspectivas desfavorables para el consumo privado, la inversión y el sector externo en 2023.
- Este contexto determinaría una caída pronosticada del PIB de 3,5% para este año.
- Los ajustes macroeconómicos esperados para el año que viene anticipan que posiblemente habrá una nueva contracción de la actividad económica, concentrada en el primer semestre de 2024.

# Los ingresos reales de los asalariados informales se están erosionando ante la inflación, mientras que el segmento registrado mantiene cierta estabilidad

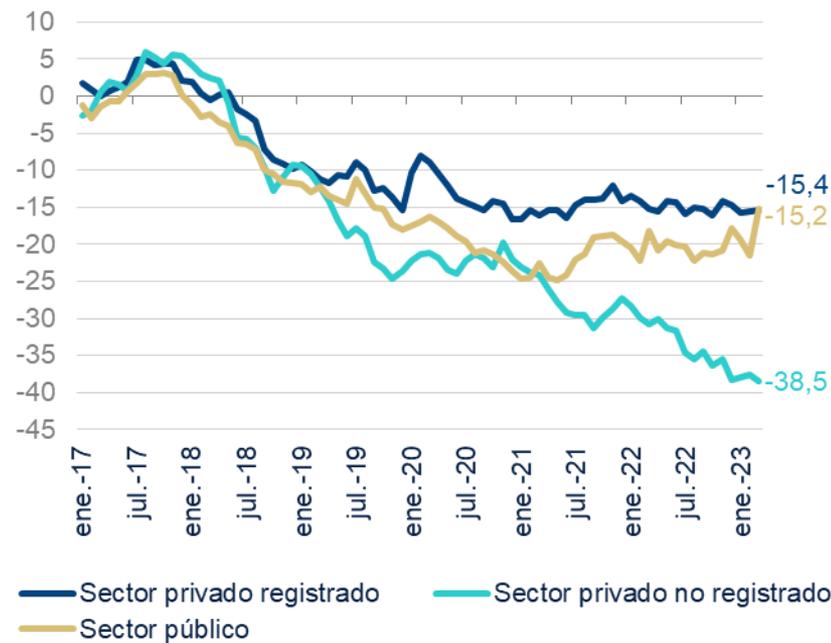
## EMPLEO POR SECTOR

(BASE ENE'19 = 100)



## EVOLUCIÓN DE SALARIOS REALES POR SECTOR

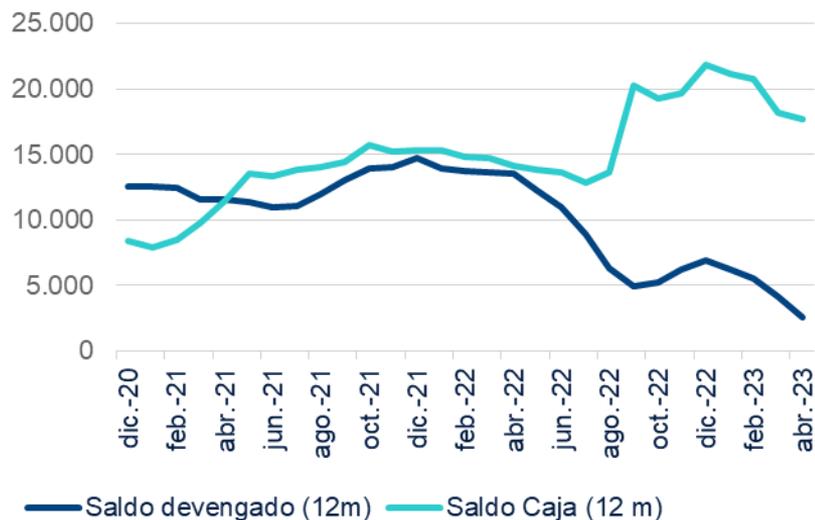
(VAR. % ACUMULADA DESDE ENERO 2017)



# Las exportaciones se verán fuertemente afectadas por la sequía en 2023, mientras que las importaciones bajarían por la caída del precio del gas

## SALDO COMERCIAL DEVENGADO VS CAJA

(MILLONES DE USD, SUMA MÓVIL 12 MESES)



Fuente: BBVA Research, BCRA e INDEC.

## EXPORTACIONES E IMPORTACIONES

(VAR % A/A)



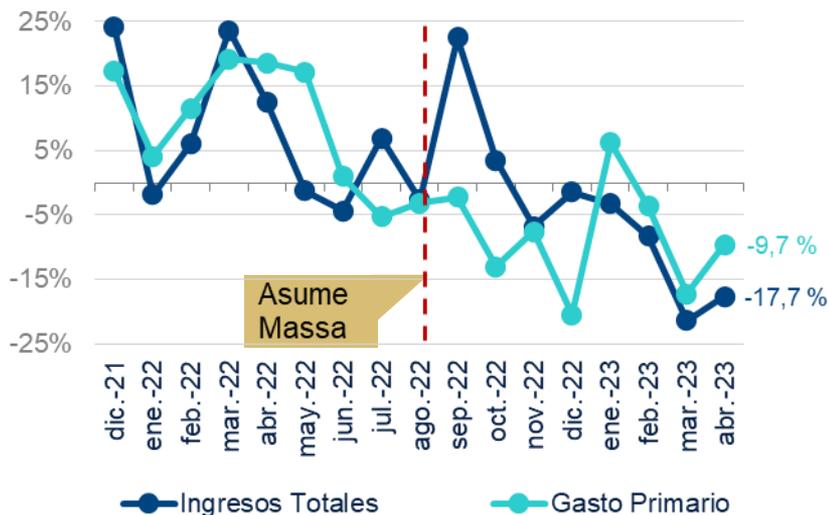
Fuente: BBVA Research e INDEC.

Este año las exportaciones caerán hasta USD 70,3 mM (USD -18 mM) mientras que las importaciones se ubicarán en USD 68,5 mM (USD -13,0 mM). Más restricciones sobre los pagos de importación están causando un aumento en la deuda comercial de los importadores, que en lo que va de 2023 suma USD 3,85 mM (2022 = USD 12,8 mM).

# Mal inicio al ejercicio fiscal en 2023, con gastos desacelerando a un ritmo más lento que la caída de los ingresos públicos...

## INGRESOS Y GASTO PÚBLICO PRIMARIO

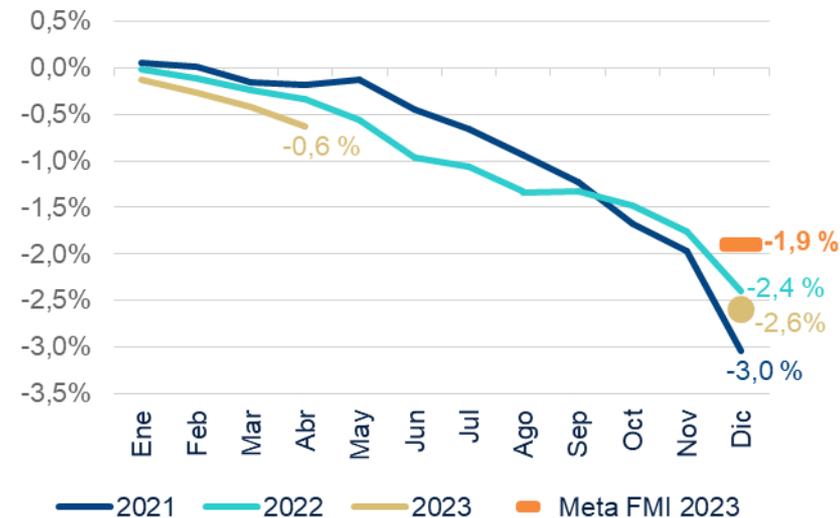
(VAR % A/A, EN TÉRMINOS REALES)



Fuente: Ministerio de Economía y BBVA Research.

## RESULTADO FISCAL ACUMULADO ANUAL

(% DEL PIB)



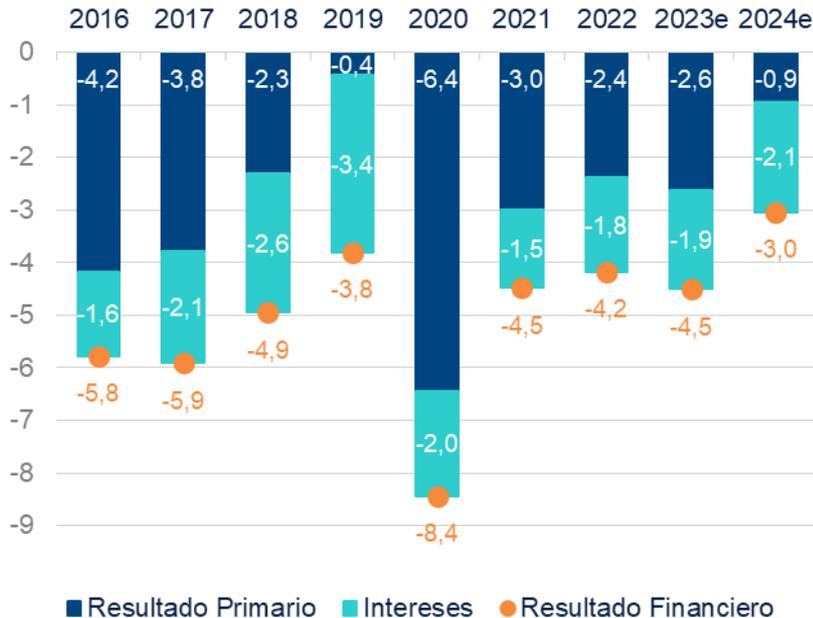
Fuente: Ministerio de Economía y BBVA Research.

El adelanto de retenciones para poder cumplir con meta en 2022 (dólar soja I y II) y la delicada situación que deja la sequía impide una recomposición de ingresos fiscales para 2023, tornando muy desafiante el cumplimiento de la meta de déficit con el FMI (1,9% del PIB; BBVAe: 2,6% del PIB). El foco de la corrección del gasto está puesto en reducir subsidios.

## ...por ello prevemos un déficit fiscal primario en 2,6% del PIB para 2023 y seguimos esperando una corrección a -0,9% en 2024

### RESULTADO FISCAL

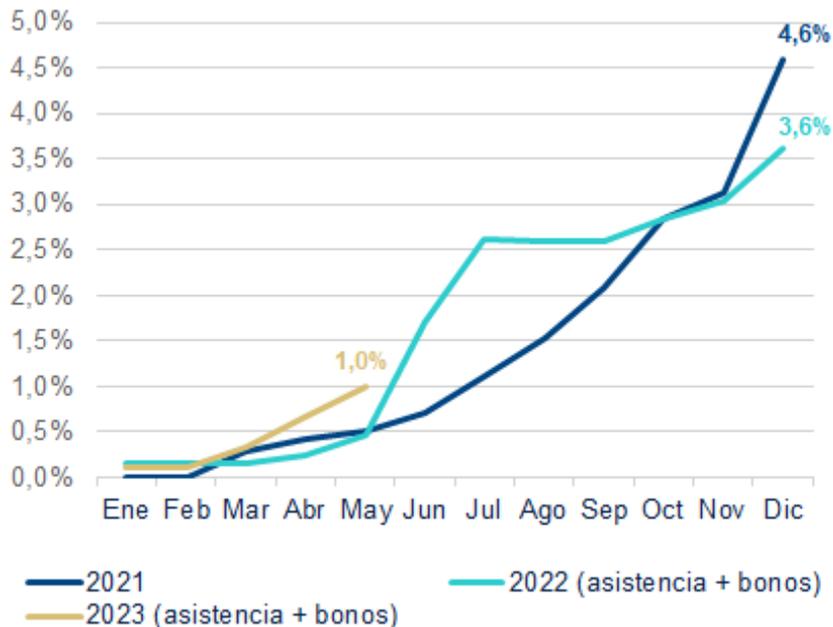
(% PIB)



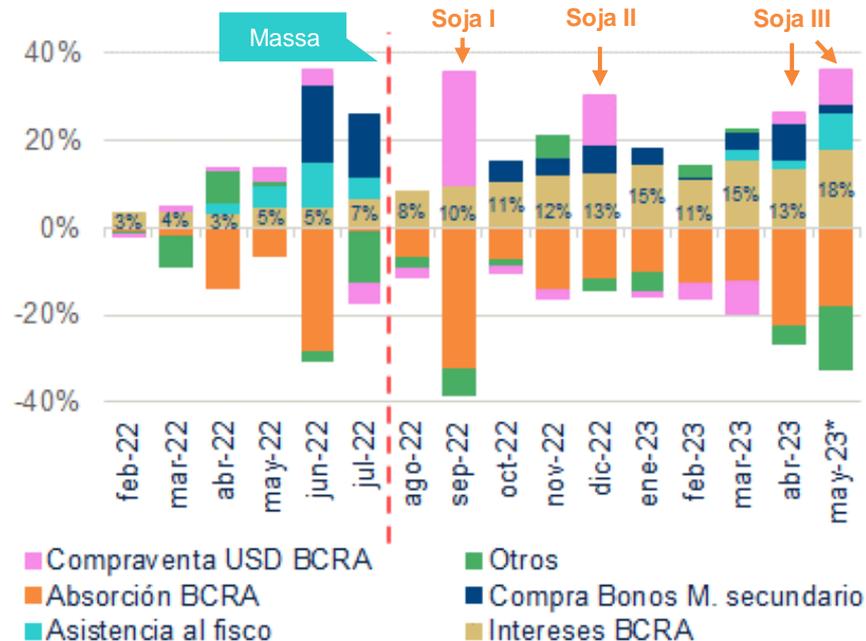
- La corrección fiscal para 2024 será prioritaria para continuar con el programa del FMI y bajar el riesgo país.
- Condiciones climáticas más benevolentes para el sector agropecuario permitirán el próximo año revertir la fuerte caída de la recaudación de los impuestos al comercio exterior.
- El gasto público posiblemente bajará en términos reales por la contención fiscal y la elevada inflación esperada. Consideramos que el eje la consolidación fiscal pasará por la baja en subsidios económicos –que actualmente equivalen a 2% del PIB-.

# El deterioro de las cuentas fiscales en el arranque de 2023 se traduce en mayores necesidades de emisión monetaria por parte del BCRA...

## EMISIÓN MONETARIA PARA ASISTIR AL TESORO NACIONAL Y COMPRA DE BONOS (% PIB)



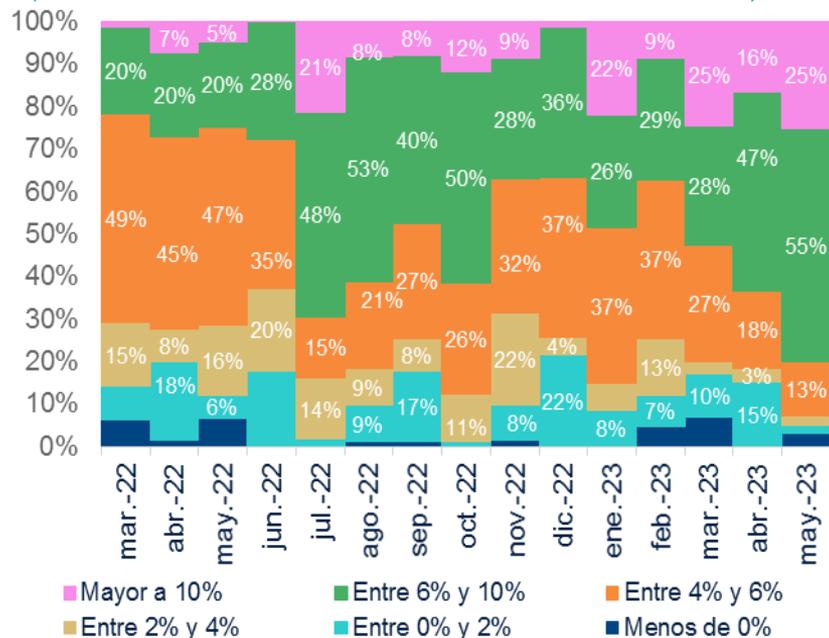
## FACTORES DE EXPANSIÓN DE LA BASE MONETARIA (EN % DE LA BASE MONETARIA DEL MES PREVIO)



## ... acelerando presiones cambiarias e inflacionarias, que ya han empujado a la inflación hacia un escalón más alto, volátil y desanclado...

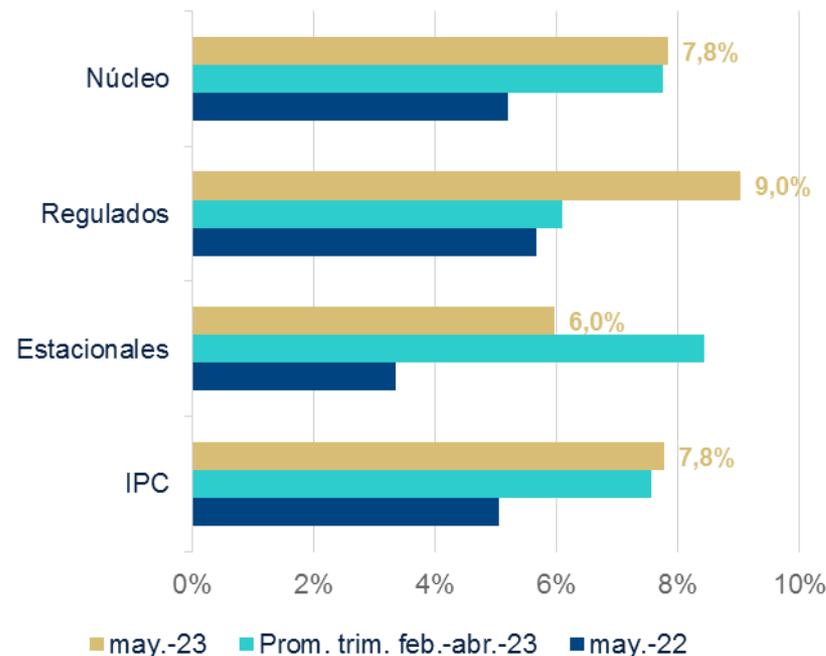
### VARIACIÓN MENSUAL DE LOS RUBROS AL INTERIOR DEL IPC

(EN % DE LA CANASTA DEL IPC-BA, SEGÚN VAR. % M/M)



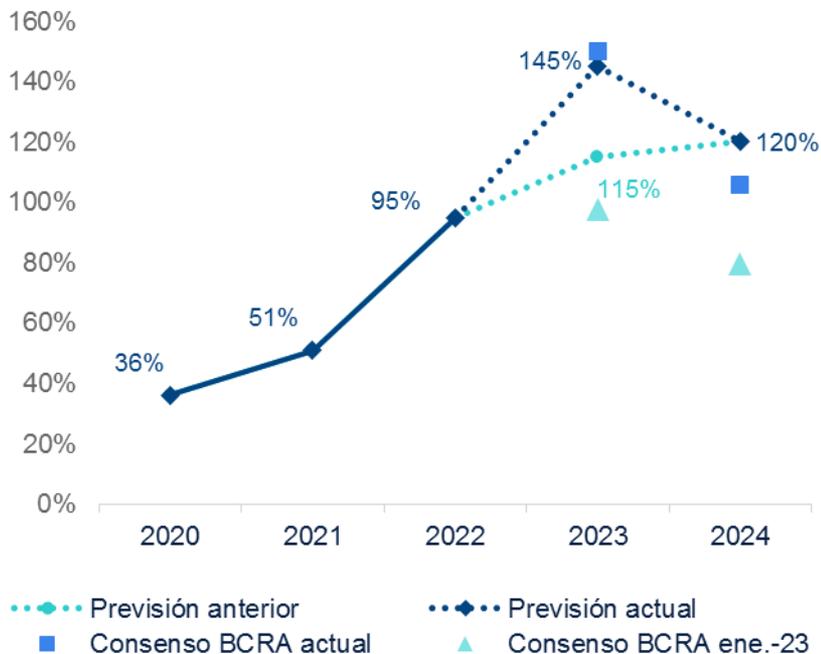
### INFLACIÓN MENSUAL

(VAR. % M/M)



## ...por lo que elevamos la previsión anual de inflación para 2023 a 145% (desde 115%)

### INFLACIÓN OBSERVADA Y ESPERADA POR BBVA Y EL CONSENSO REM-BCRA (VAR. % A/A)

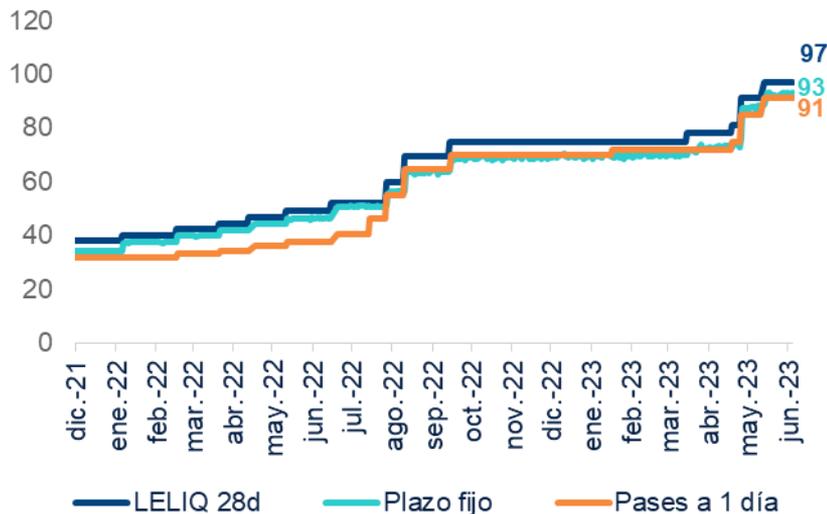


- Estamos ante un nuevo cambio cuantitativo y cualitativo del régimen de alta inflación. La inflación m/m promedio 7,3% en 2023 y no hay motivos para esperar una baja sustancial de la misma.
- El desanclaje de expectativas y la ausencia de un plan de estabilización en el resto del mandato del gobierno actual asegura un piso de 7,5% m/m promedio para el resto del año.
- El gobierno apuntará a aplicar medidas paliativas para evitar una mayor aceleración hasta las elecciones.
- Revisamos al alza nuestra previsión a 145% para 2023, aunque cualquier evento disruptivo en algún mes de este año puede impulsarla a un escalón superior.

# El BCRA subió a 97% la tasa de interés de referencia, alineándola con la inflación esperada, pero no tendrá un efecto sustancial sobre los precios...

## TASAS DE INTERÉS

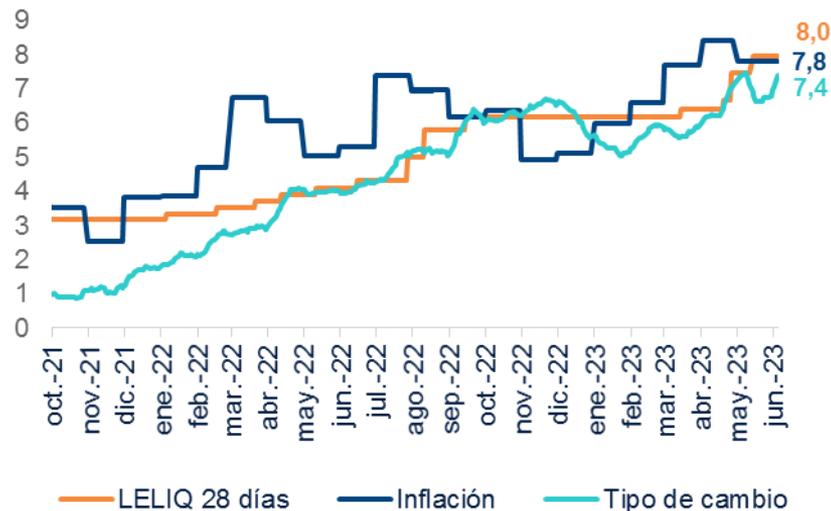
(% TNA)



Fuente: BBVA Research y BCRA.

## TASAS MENSUALES DE INTERÉS, INFLACIÓN Y VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

(TIPO DE CAMBIO: VAR. D/D MENSUALIZADA, PROM. MÓVIL 7 DÍAS)

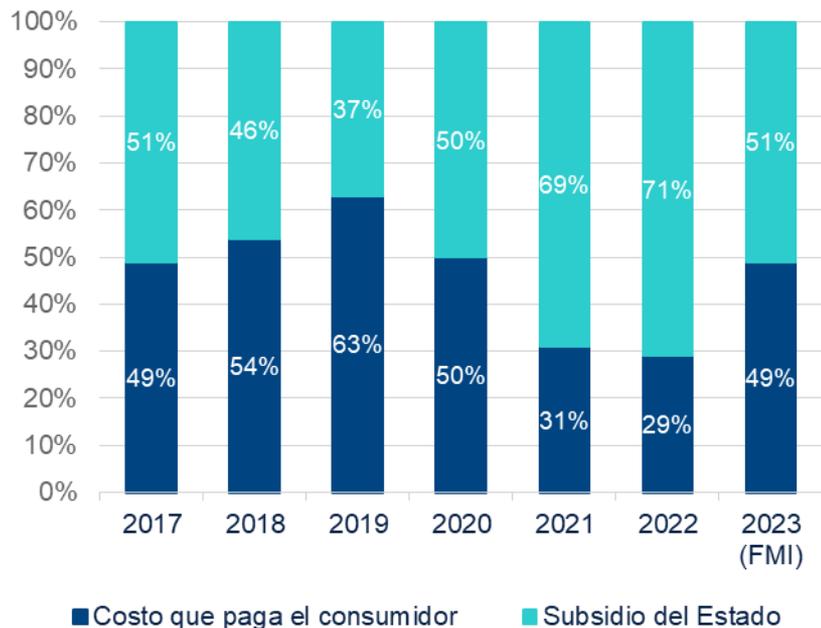


Fuente: BBVA Research y BCRA.

La suba de tasas de interés apunala el atractivo de los depósitos en pesos, pero apenas se encuentran alineadas con las expectativas de inflación para los próximos meses. No preveamos un impacto sustancial sobre los precios. Esperamos nuevos aumentos al entorno de 100% cerca de las elecciones y subas más pronunciadas en dic-23 a 120%.

## ...y persiste el uso de los instrumentos para combatir la inflación: tarifas y retraso cambiario, que ya tuvieron escaso resultado y costo muy alto

### COBERTURA DEL COSTO DE LA ENERGIA ELÉCTRICA (%)



Fuente: BBVA Research y FMI.

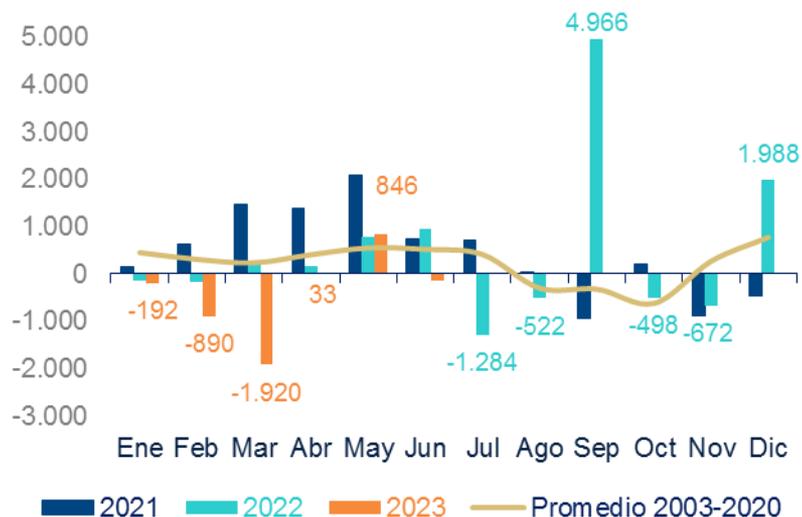
### TIPO DE CAMBIO REAL OFICIAL Y PARALELO LIBRE (CCL) (PESOS POR DÓLAR, A PRECIOS DE 14/jun/23)



Fuente: BBVA Research y BCRA.

# Se profundizó el desequilibrio cambiario en el 1T23, lo que llevó al BCRA a vender un nivel récord de reservas internacionales

## COMPRAS NETAS DEL BCRA EN EL MERCADO OFICIAL DE CAMBIOS (MILLONES DE USD)



Fuente: BCRA, FMI y BBVA Research.

## RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (MILLONES DE USD)



Fuente: BCRA, FMI y BBVA Research.

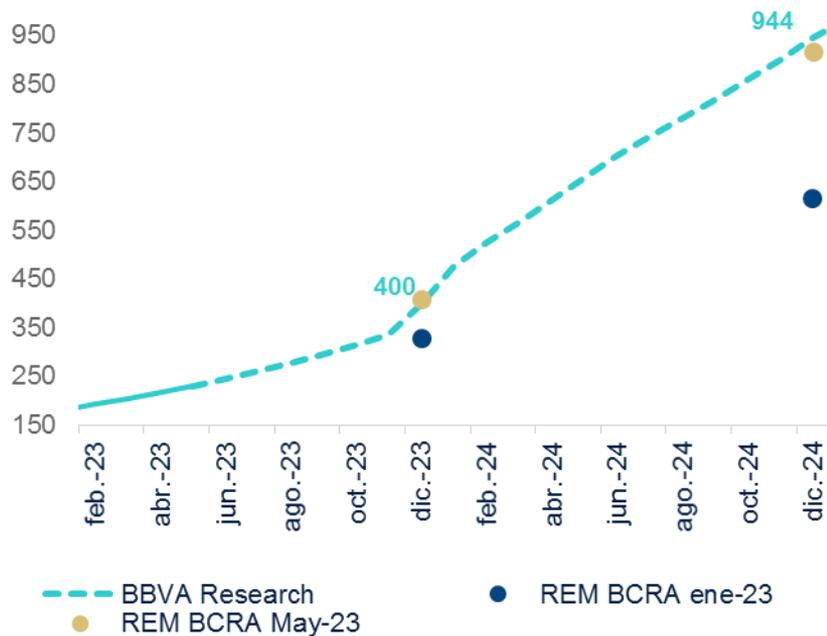
En lo que va del año, el BCRA vendió más de USD 2.000 millones en el mercado de cambios para controlar la depreciación del tipo de cambio oficial.

El FMI aceptó bajar en USD 1.800 mill. la meta de reservas para este año. Esperamos que siga bajando en próximas revisiones, ya que sigue siendo improbable su cumplimiento.

# Dada la aceleración observada de la inflación y la situación vulnerable del mercado cambiario, elevamos nuestro pronóstico de tipo de cambio para 2023

## TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y PROYECCIONES

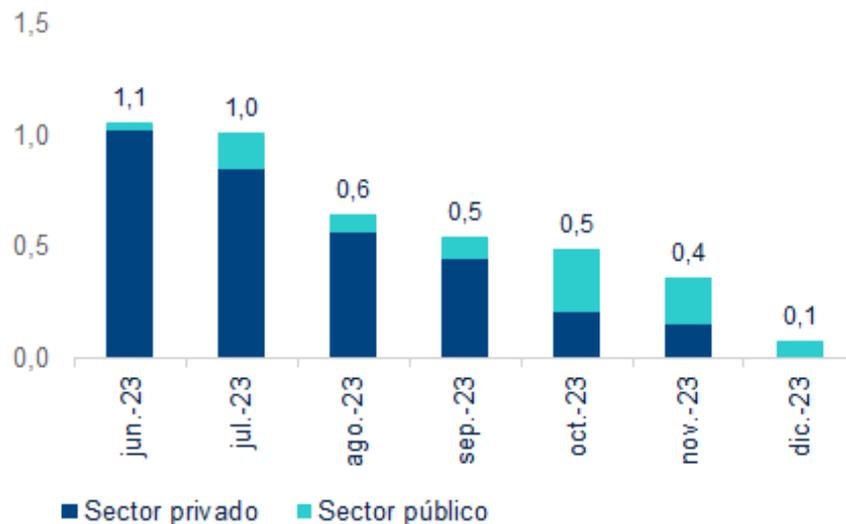
(ARS / USD, PROM MES)



- El Gobierno mantendrá su postura de evitar un salto cambiario a toda costa hasta las elecciones, mediante una profundización de las restricciones cambiarias y la implementación de múltiples tipos de cambio para distintos sectores.
- No vemos margen para mantener esta postura más allá de las elecciones, por lo que estimamos que se producirá una corrección cambiaria luego.
- El tipo de cambio crecería más que la inflación en 2024 para ganar competitividad y equilibrar el mercado cambiario oficial.
- Dado el calendario electoral, existe riesgos de inestabilidad cambiaria durante los meses previos a la elección general.

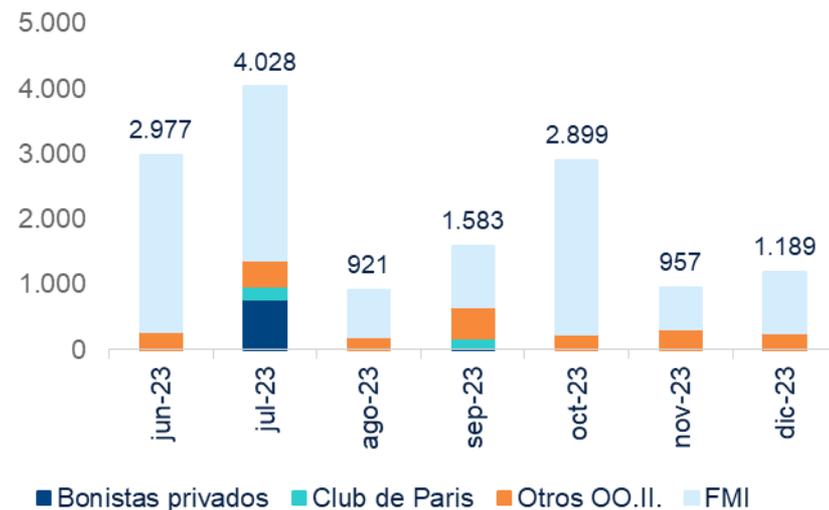
# El gobierno logró posponer el grueso de los vencimientos de deuda en pesos de 2023, despejando uno de los focos de riesgo para el año

## VENCIMIENTOS DE DEUDA PÚBLICA EN PESOS, POR ACREEDOR (BILLONES DE PESOS)



Fuente: Ministerio de Economía y BBVA Research.

## VENCIMIENTOS DE DEUDA PÚBLICA EN USD, POR ACREEDOR (MILLONES DE USD)



Fuente: Ministerio de Economía y BBVA Research.

Con el reciente canje voluntario de deuda en pesos, el gobierno despejó en gran medida el calendario de pagos de 2023 y acotó riesgos de *roll-over*. El frente tensionado ahora es el de moneda extranjera, ya que hay que afrontar pagos a bonistas en julio, al Club de París en julio y septiembre y lograr la aprobación de desembolsos del FMI (mientras las reservas están en un nivel bajo).

## Tabla de Previsiones Macroeconómicas

<b>ARGENTINA</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
PIB (% a/a)	-9,9	10,4	5,2	-3,5	-2,0
Inflación (% a/a fdp)	36,1	50,9	94,8	145,0	120,0
Tipo de Cambio (vs USD fdp, prom. dic.)	82,6	101,9	172,9	400,0	944,0
Tasa de Política Monetaria (% fdp)	37,1	36,7	75,0	120,0	65,0
Consumo Privado (% a/a)	-13,7	10,0	9,4	-2,7	-4,9
Consumo Público (% a/a)	-1,9	7,1	1,8	-4,0	-7,1
Inversión (% a/a)	-13,0	33,4	10,9	-17,0	4,6
Resultado Fiscal Primario (% PIB)	-6,4	-3,0	-2,4	-2,6	-0,9
Resultado Fiscal Financiero (% PIB)	-8,4	-4,5	-4,2	-4,5	-3,0
Cuenta Corriente (% PIB)	0,8	1,4	-0,6	-2,4	-1,7
Deuda Pública (% PIB)	103,8	80,6	85,0	102,0	103,8

# Aviso Legal

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

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 presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones 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.

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.

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](http://www.bbvarresearch.com).

# Situación Argentina

Junio 2023