

# Situación Argentina

Octubre 2023

## Mensajes principales. Global



### Evolución reciente

La economía mundial se desacelera con diferencias entre regiones. El proceso de suba de tasas de interés parece haber llegado a su fin. Sin embargo, ante la todavía elevada inflación y la robustez de los mercados laborales, la Fed y el BCE han dejado las puertas abiertas a nuevas subas en caso de que la inflación demuestre ser más persistente.



### Crecimiento económico

Se prevé una suave moderación del crecimiento global, desde 3,5% en 2022 hasta 2,9% en 2023 y 3,0% en 2024. En EE. UU., la sólida demanda interna respalda una revisión al alza de las previsiones de crecimiento y hace poco probable una recesión. En China, se deterioran las perspectivas de crecimiento, pero se esperan medidas para evitar una desaceleración brusca. En la Eurozona, se anticipa una expansión económica más modesta que lo previsto.



### Inflación y tasas de interés

La inflación seguirá ralentizándose, evitando nuevas subas de tasas de interés en EE. UU. y en la Eurozona. Aun así, continuará por encima de los objetivos, y los riesgos al alza seguirán vivos, lo que hace improbable recortes de tasas a corto plazo y favorece una gradual reducción de la liquidez.



### Riesgos

Episodios de recesión e inestabilidad financiera causados por la persistencia de la inflación y una política monetaria contractiva siguen siendo posibles. Una desaceleración más brusca de China, tensiones geopolíticas y las elecciones presidenciales en EE. UU. son, también, fuente de riesgos.

## Mensajes principales. Argentina



### Panorama Político

El candidato más votado de las elecciones primarias fue Javier Milei de La Libertad Avanza, que figuraba 3ro en las encuestas. Este sorpresivo resultado deja un escenario abierto para la elección general del 22 de octubre, en vista de las escasas diferencias entre los tres principales partidos y el flujo de nuevos votos que se espera dada la elevada abstención de las primarias.



### Mercado Cambiario

El BCRA convalidó un salto cambiario de 22% el lunes post-PASO para frenar la caída de reservas. El gobierno anunció que mantendrá la paridad 350 ARS/USD hasta octubre, pero el inmediato traslado a precios eliminó la ganancia de competitividad cambiaria, por lo que habrá nuevas depreciaciones para dejar el tipo de cambio en dic-23 en ARS/USD 630 (promedio mensual).



### Inflación

La inflación alcanzaría 200% en 2023, con un promedio mensual de dos dígitos desde agosto. La inflación permanecerá muy elevada en el primer semestre de 2024 por la corrección de precios regulados y tipo de cambio desde dic-23. En el 2S24 comenzaría a desacelerar, acumulando 155% en el año (si el gobierno entrante encara un plan de estabilización relativamente exitoso).



### Actividad Económica

Los últimos datos de actividad económica fueron levemente mejores a lo esperado, pero el salto del tipo de cambio en agosto y la aceleración de la inflación deteriorarán las condiciones económicas en el 2S23. **Mantenemos la previsión de caída de 3,5% del PIB para 2023 y profundizamos a 2,5% la contracción prevista para 2024.**

## Mensajes principales. Argentina



### Resultado Fiscal

Luego de las PASO, el Gobierno impulsó un paquete de medidas que aumentan el gasto primario por encima de nuestras previsiones de aceleración del gasto pre-electoral. Por tanto, revisamos al alza nuestra estimación de déficit fiscal primario a 2,8% del PIB del 2,6% previo. En 2024, **la necesidad de implementar un ajuste fiscal llevará a que las cuentas cierren con un déficit primario cercano a 1% del PIB.**



### Sector monetario

Por este incremento del déficit fiscal, la emisión monetaria seguirá acelerando, **acentuando las presiones cambiarias e inflacionarias.** Proyectamos que la emisión monetaria directa e indirecta para asistir al fisco superen 4% del PIB en 2023 (+0,5 p.p. respecto de 2022).



### Sector Externo

**Buenas perspectivas para las cuentas externas en 2024.** La balanza comercial mejorará y recuperará el superávit en 2024 por la recuperación del agro, una vez normalizada la situación hídrica post-sequía, y por el buen desempeño esperado del sector energético. Con ello se reducirá sensiblemente el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos.

01

# Situación Global Octubre 2023

# El crecimiento se desacelerará paulatinamente mientras la política monetaria será restrictiva durante más tiempo para reducir la inflación

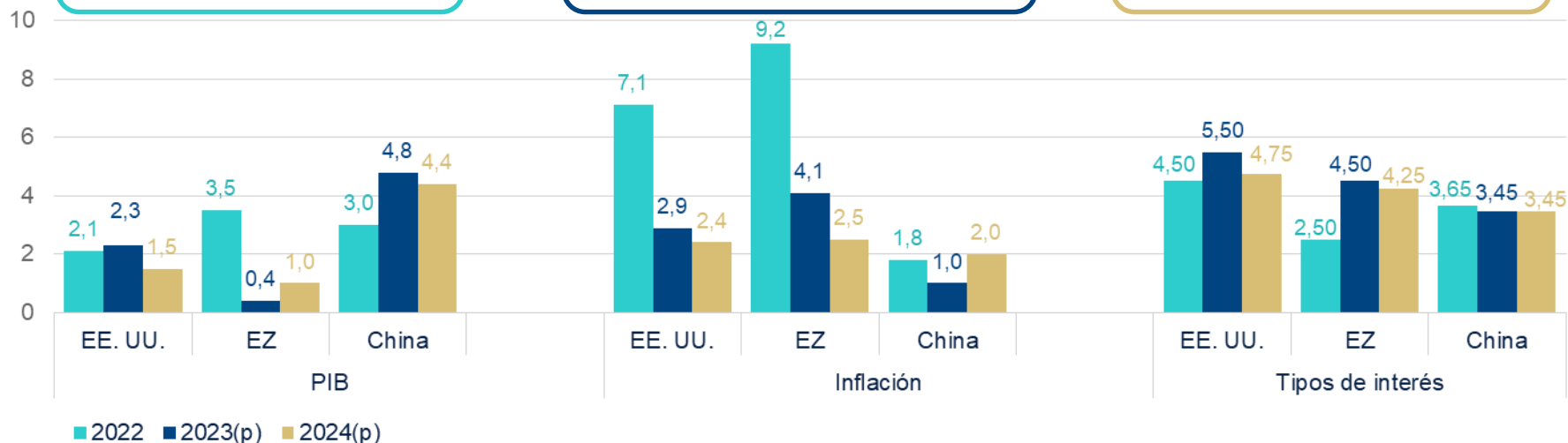
## ESCENARIO BASE DE BBVA RESEARCH: PIB, INFLACIÓN Y TASAS DE INTERÉS (\*)

(CRECIMIENTO DEL PIB: %, INFLACIÓN: % A/A, FIN DE PERÍODO, TASAS DE INTERÉS OFICIALES: %, FIN DE PERÍODO)

**Crecimiento global:** del 3,5% en 2022 al 2,9% (+0,0pp) en 2023 y al 3,0% (+0,1pp) en 2024

**Inflación:** alta, pero reduciéndose a medida que la demanda se modere y no se produzcan nuevos choques de oferta

**Fin de ciclo de endurecimiento monetario** en EE. UU. y EZ, pero sin recortes de tipos en el corto plazo



(\*) Tasas de interés de refinanciamiento en el caso de la Eurozona.

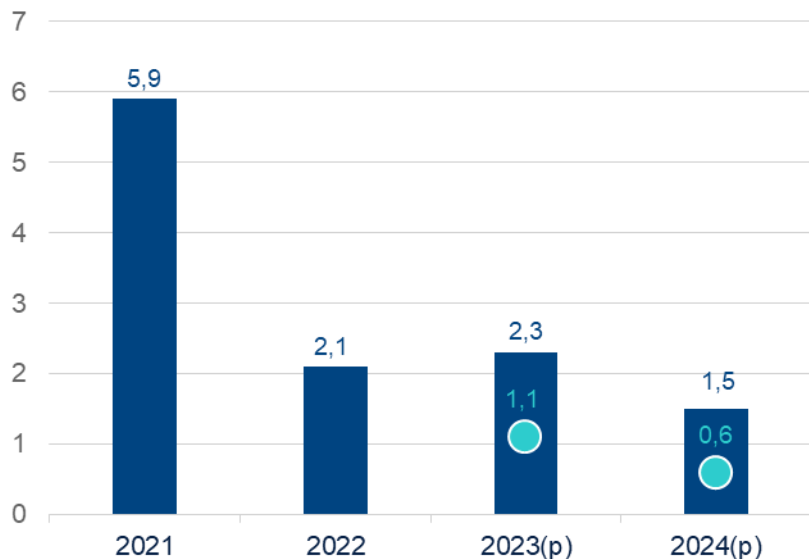
(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

# EE. UU.: la resiliencia de la demanda interna hace improbable una recesión y aplaza las perspectivas de inicio del ciclo de relajación monetaria

## EE. UU.: CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



■ Previsiones actualizadas (3T23) ● Previsiones anteriores (2T23)

(p): previsión.

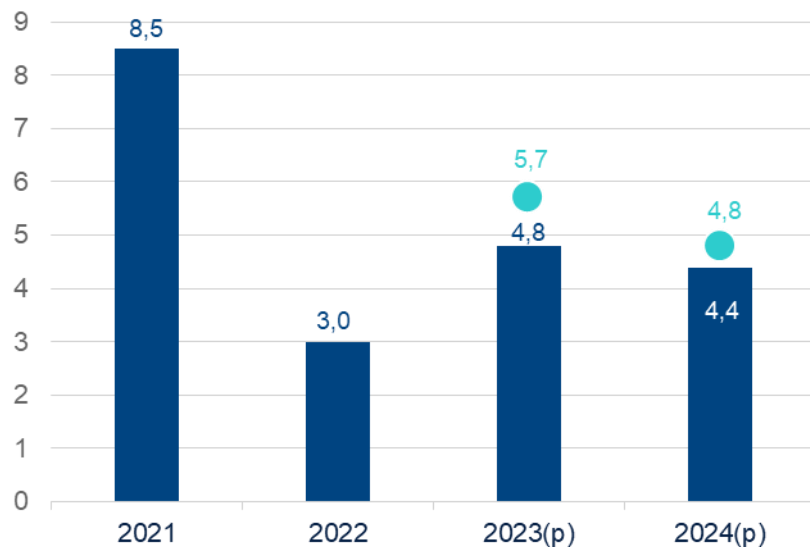
Fuente: BBVA Research.

- **Revisión al alza de previsiones del PIB** gracias a la solidez de la demanda interna: consumo robusto e inversión resistente (impulsada por la recuperación del mercado inmobiliario y programas IRA y CHIPS).
- **Se espera que la inflación** alcance 2,9% en Dic/23 y 2,4% en Dic/24; con riesgos al alza.
- **Fed:** la caída de la inflación posiblemente impedirá nuevas subas de tasas (aunque un ajuste final en 4T23 es todavía posible); un probable ciclo bajista a partir de Junio llevaría la tasa a 4,75% en Dic/24.
- **Riesgos:** recesión o tensión financiera por las condiciones monetarias y mayor persistencia de la inflación, elecciones presidenciales.

## China: deterioro de perspectivas y mayores riesgos ante crecientes retos estructurales, pero se prevé moderación suave del crecimiento

### CHINA: CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



■ Previsiones actualizadas (3T23) ● Previsiones anteriores (2T23)

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research

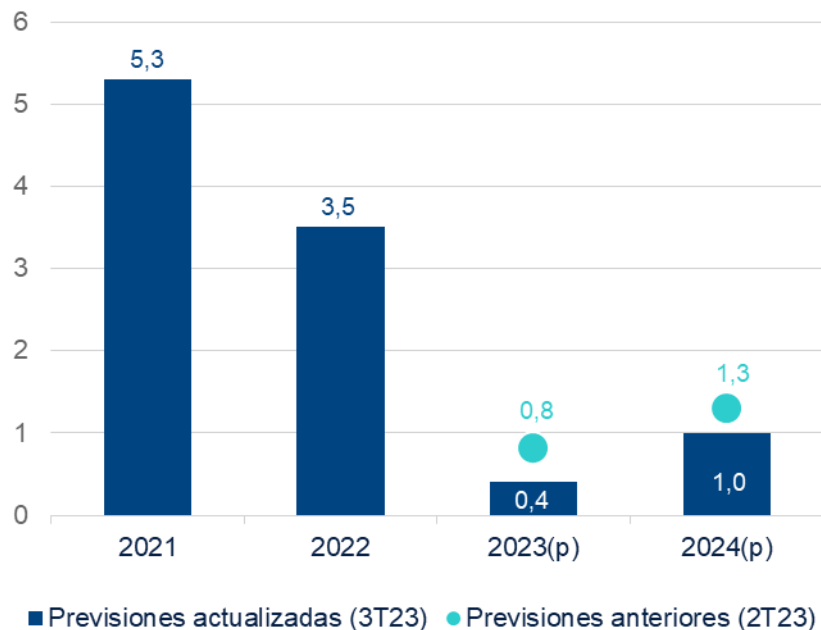
- **Desaceleración generalizada** por la debilidad de la confianza, tensiones inmobiliarias, ruido regulatorio en 2021 y ralentización global.
- Sin embargo, lo más probable es que nuevas medidas monetarias, fiscales y regulatorias sostengan el crecimiento e impulsen la inflación.
- No se espera una desaceleración brusca, pero las previsiones de PIB se han recortado por los datos recientes y una costosa (pero controlada) corrección de desequilibrios inmobiliarios.
- **Retos estructurales:** recesión de balances y deflación al estilo japonés, tensiones con EE. UU., demografía desfavorable, etc. ■



## Eurozona: la persistencia de la inflación, pese el débil crecimiento, mantendrá los tipos en niveles restrictivos durante un largo tiempo

### EUROZONA: CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



(p): previsión.

Fuente: BBVA Research

- **Crecimiento revisado a la baja** en línea con datos recientes; efectos de la moderación en China serán en parte compensados por crecimiento de EE. UU.
- **La política fiscal sigue apoyando el crecimiento**, pero gradualmente se hará menos expansiva.
- **Revisión al alza de previsiones de inflación:** 5,7% en 2023 y 3,0% en 2024, por presiones en servicios y repunte de precios del petróleo.
- **BCE:** es probable que las tasas se mantengan en los niveles actuales hasta el final de 2024; creciente foco en la reducción de la liquidez.
- **Riesgos:** precios de la energía, estanflación, desaceleración de China, inflación resistente.

# Riesgos: problemas en China y los efectos de la inflación y las tasas de interés elevadas podrían favorecer desaceleración brusca del crecimiento



## RIESGOS

### Recesión y tensión financiera debido a condiciones monetarias restrictivas

- sobre todo con una inflación más persistente (por dinamismo de mercados laborales, efectos de segunda ronda, precios de la energía, etc.)

### Un aterrizaje forzoso en China

- debido a los problemas en sector inmobiliario, baja confianza, tensiones con EE. UU., etc.
- con posibles turbulencias financieras.



## INCERTIDUMBRES

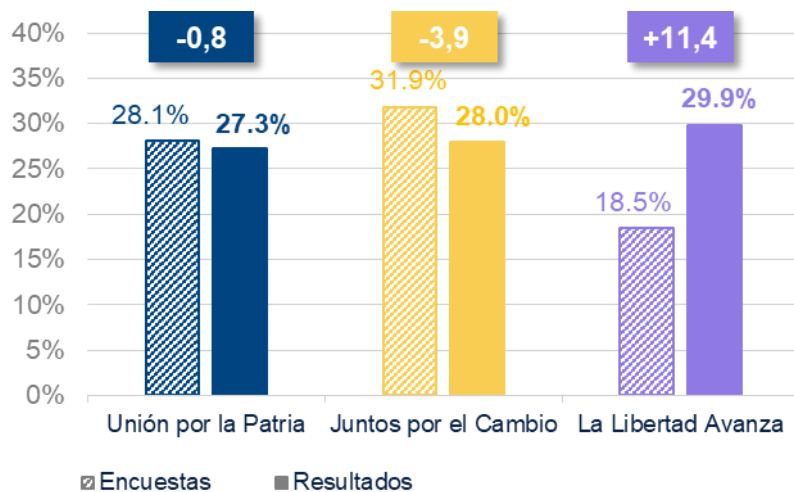
- Tensiones geopolíticas y políticas
- Rivalidad EE. UU.-China y desglobalización
- Cambio climático y transición energética
- Tensiones sociales y populismo

02

# Situación Argentina Octubre 2023

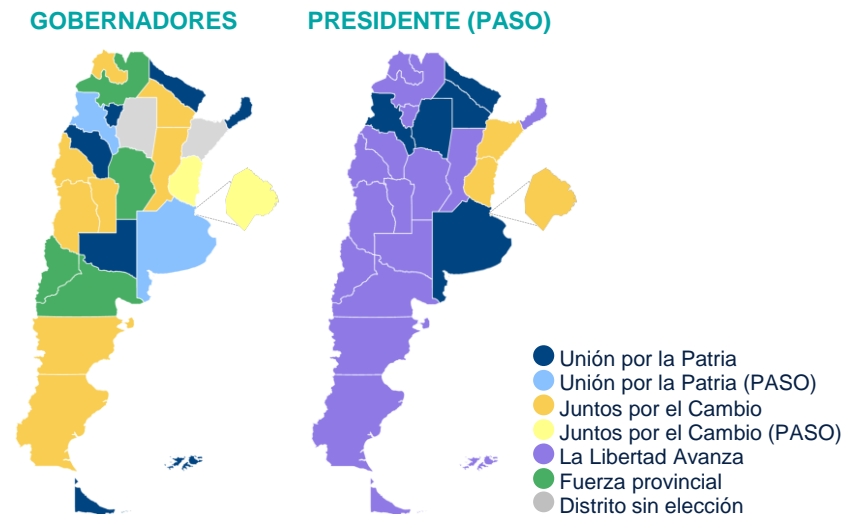
# Ni las encuestas ni los resultados de las elecciones provinciales anticiparon los resultados de las elecciones primarias...

## ENCUESTAS VS RESULTADO ELECCIONES PASO\*



\*PASO: Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias.  
Fuente: Ministerio del Interior y BBVA Research.

## ELECCIONES PROVINCIALES Y PASO\* PRESIDENCIAL



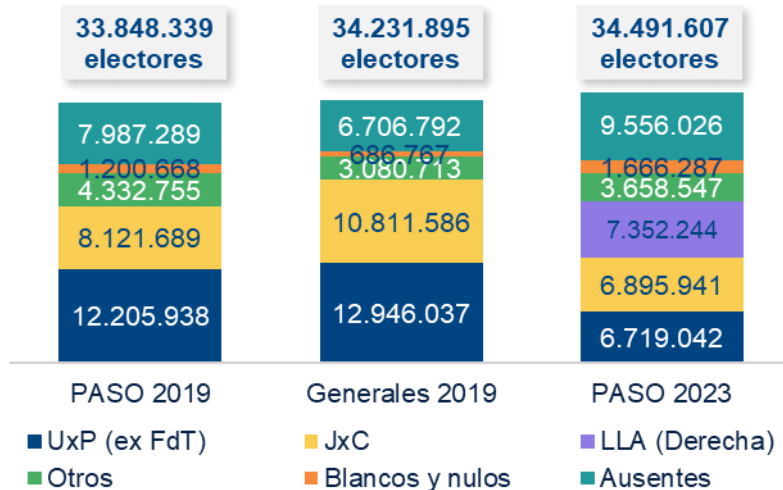
\*PASO: Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias.  
Fuente: Ministerio del Interior, Cámaras electorales provinciales y BBVA Research.

Las encuestas subestimaron la intención de voto a Javier Milei en más de 11 pp. En las elecciones que se dieron a nivel provincial antes de las PASO del 13 de agosto (46% del padrón electoral) los representantes del espacio libertario representaron apenas 3,8% del total del padrón sufragado.

## ... que dejaron un final abierto y aumentaron la incertidumbre...

### ELECCIONES PRESIDENCIALES 2019 Y 2023

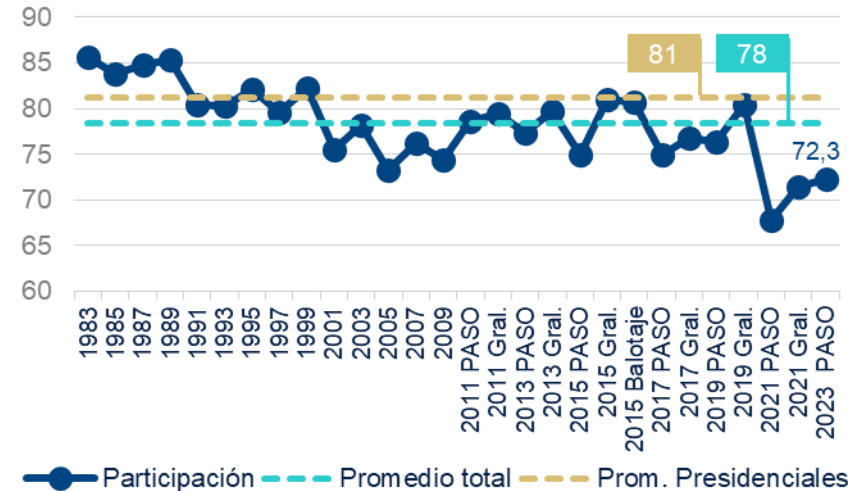
(NUMERO DE VOTANTES)



Fuente: Ministerio del Interior y BBVA Research.

### PARTICIPACIÓN ELECTORAL

(COMO % DEL PADRÓN)



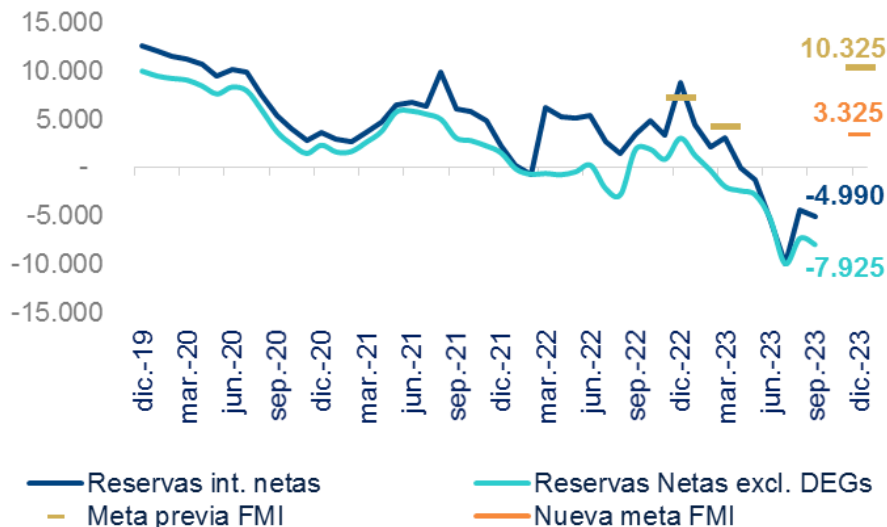
Fuente: Ministerio del Interior y BBVA Research.

La diferencia de votos entre los tres candidatos es acotada. El resultado final permanece incierto ya que podría haber entre 2 y 4 millones de votantes nuevos en las elecciones generales que no votaron en las primarias, a lo que hay que agregar el reparto de votos de espacios que no llegaron al umbral mínimo de 1,5% de votos en esa instancia (unos 745 mil votos).

## ... en un escenario económico ya muy deteriorado, con drenaje de reservas y aceleración de la emisión monetaria para asistir al fisco

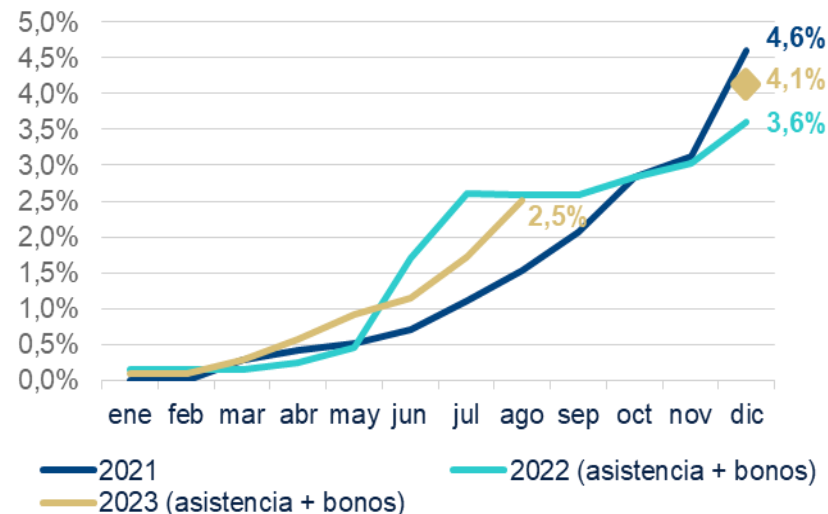
### RESERVAS INTERNACIONALES NETAS

(EN MILLONES DE USD)



### EMISIÓN MONETARIA PARA ASISTIR AL TESORO

(% PIB)



Nota: el valor de dic-23 es proyección de BBVA Research.

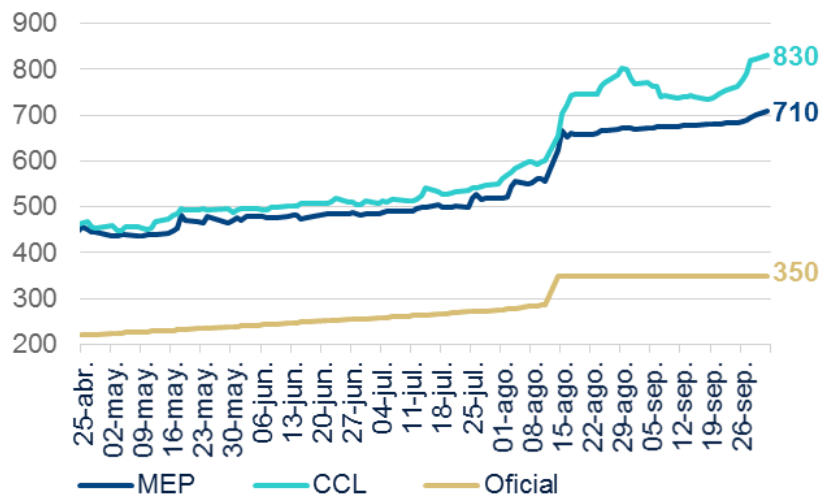
Fuente: BBVA Research, FMI y BCRA.

Fuente: BBVA Research, FMI y BCRA.

Las reservas internacionales netas de pasivos en moneda extranjera se encuentran en terreno negativo desde principios de año. Este bajo nivel de reservas, junto con una elevada emisión monetaria para asistir al fisco (y que aceleró aún más desde junio), conforman un combo que genera continuas y crecientes presiones cambiarias e inflacionarias.

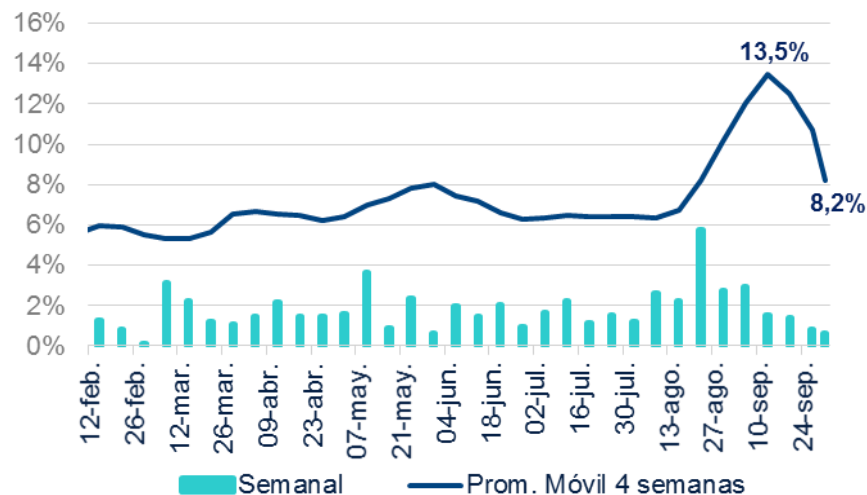
# Tras las elecciones primarias el gobierno convalidó un salto del tipo de cambio oficial, pero los paralelos también reaccionaron en igual medida

## EVOLUCIÓN DE LOS DISTINTOS TIPOS DE CAMBIO (ARS/USD)



Fuente: BCRA y BBVA Research.

## INDICADORES DE INFLACIÓN DE ALTA FRECUENCIA (VAR. % SEMANAL Y PROMEDIO MÓVIL DE 4 SEMANAS)



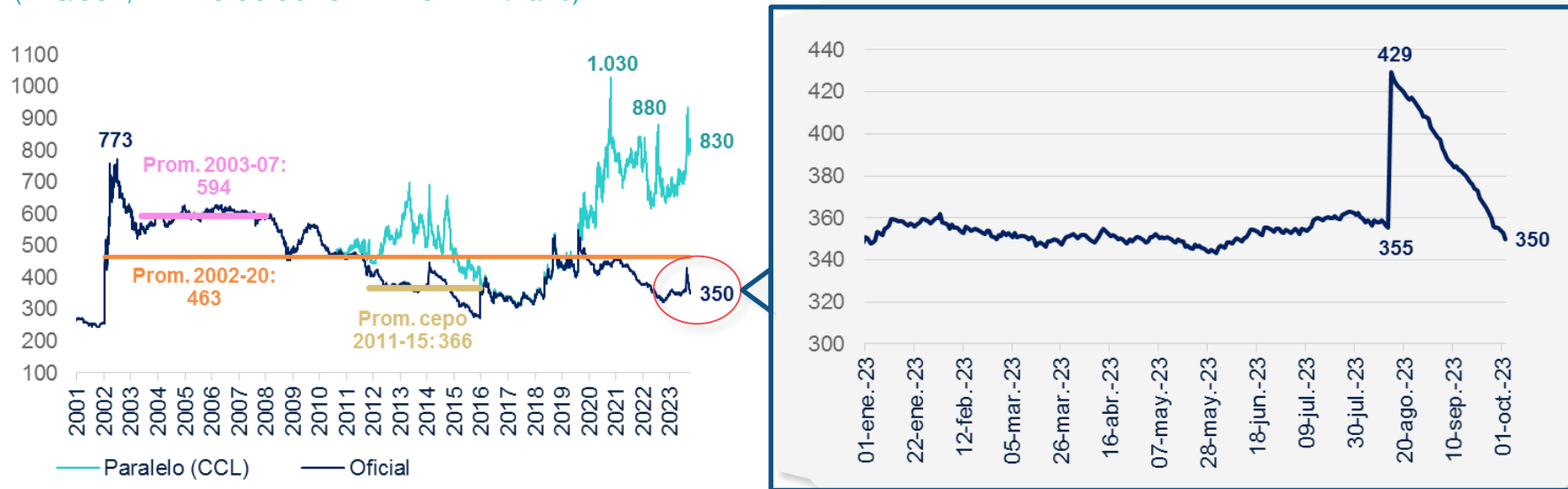
Fuente: SEIDO/Alphacast y BBVA Research.

La devaluación de 27% durante agosto fue consensuada con el FMI con el objetivo de aumentar reservas, pero la falta de un plan que ancle expectativas, junto con la incertidumbre electoral, impulsaron también a los tipos de cambio paralelos (la brecha no se achicó) y los precios reaccionaron fuertemente. El Gobierno afirmó que mantendría el tipo de cambio en 350 hasta fines de octubre.

## ... y la corrección cambiaria se diluye rápidamente por el acelerado traspaso a precios que se está evidenciando

### TIPO DE CAMBIO REAL: OFICIAL VS PARALELO

(ARS/USD, A PRECIOS CONSTANTES DEL 2/10/23)



Fuente: INDEC, BCRA y BBVA Research.

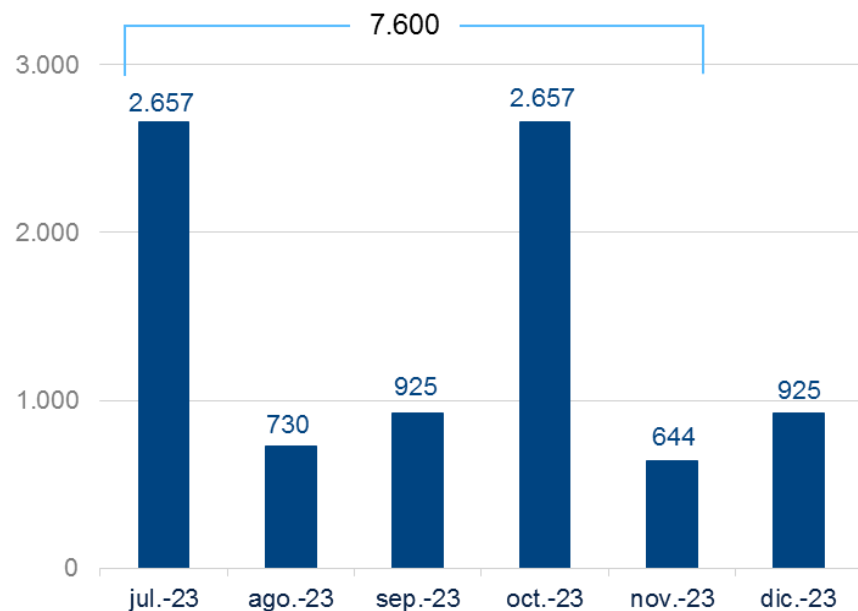
Para contener la inflación provocada por el salto cambiario luego de las primarias, el BCRA congeló el tipo de cambio desde entonces “borrando” rápidamente el efecto real de la depreciación. Por eso esperamos una nueva suba del tipo de cambio post-elecciones y un ajuste adicional en diciembre implementado por el nuevo gobierno.



## El FMI aprobó en agosto un nuevo desembolso, y la próxima revisión tendrá lugar cuando ya se conozca quién asumirá la Presidencia del país

### VENCIMIENTOS MENSUALES CON EL FMI

(USD MILLONES)

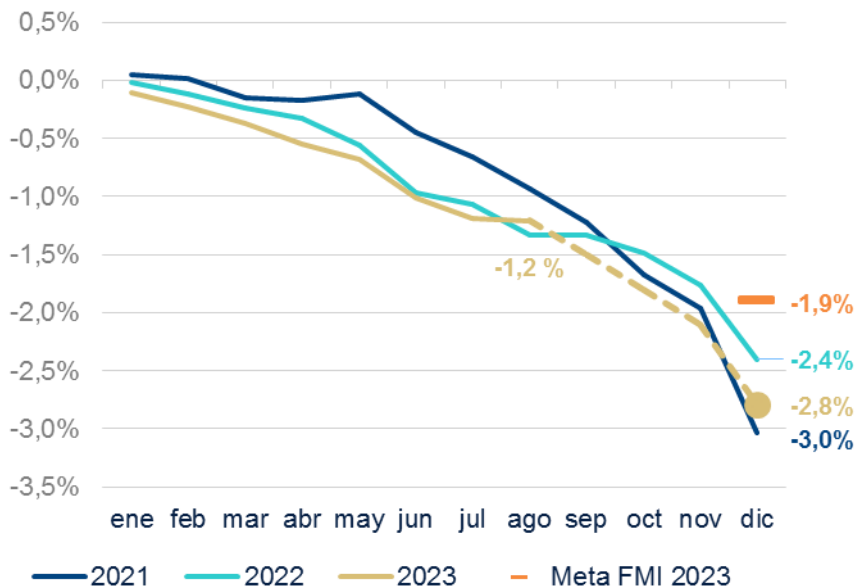


- El Gobierno llegó a un acuerdo con el FMI y en agosto obtuvo un desembolso de USD7.300 millones.
- Dicha suma alcanza para cubrir casi todos los pagos al organismo entre julio y noviembre, mes en el que tendría lugar la siguiente revisión de metas.
- La próxima discusión con el Fondo posiblemente tendrá lugar ya conociendo al nuevo presidente de Argentina.
- Por lo tanto, se espera una nueva recalibración del programa (que actualmente se está incumpliendo) en diciembre, en función de quién sea electo en las urnas.

## El déficit fiscal aumentó su deterioro post-PASO por las medidas de tinte electoral, dificultando más el ajuste necesario en 2024

### RESULTADO FISCAL PRIMARIO ACUMULADO

(% PIB)

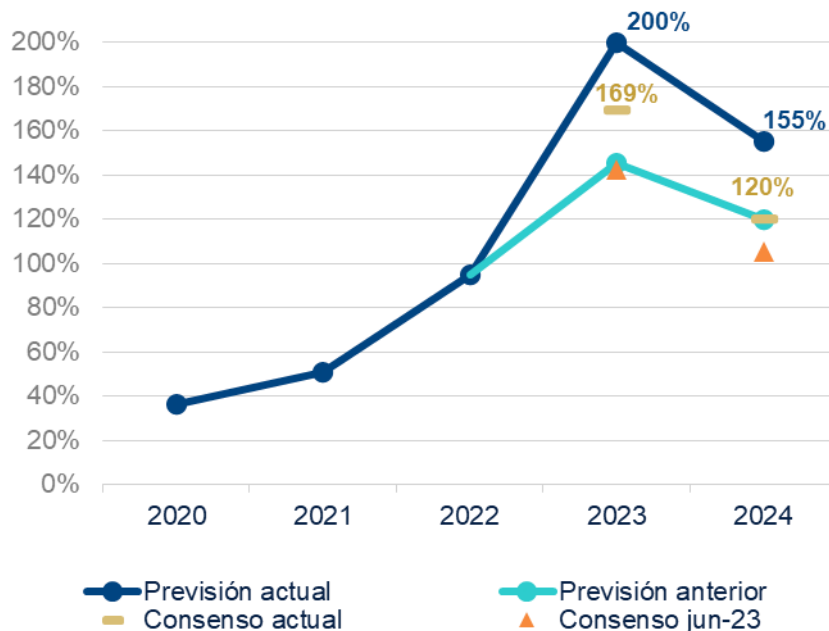


Nota: los valores entre sep-23 y dic-23 son proyección de BBVA Research.  
Fuente: Ministerio de Economía y BBVA Research.

- Los ingresos fiscales fueron perjudicados por la sequía, pero suben marginalmente por Impuesto PAIS (ampliación de la base imponible) y el IVA (consumo defensivo ante incertidumbre).
- La reducción del gasto público en 2023 se explica por licuación de gasto social y baja de subsidios. Sin embargo, las medidas post-PASO tendrán un costo fiscal de aprox. 1% del PIB (y se siguen anunciando políticas expansivas que deterioran el resultado este año y el que viene).
- Nuestra previsión de déficit fiscal primario para este año es de 2,8% del PIB.
- Para 2024 estimamos un déficit de 1% del PIB, ya que el próximo gobierno deberá ajustar las cuentas para evitar una intensificación de los desbalances macroeconómicos.

## Como consecuencia de todo lo anterior, elevamos nuestra previsión de inflación a 200% para 2023 y a 155% para 2024

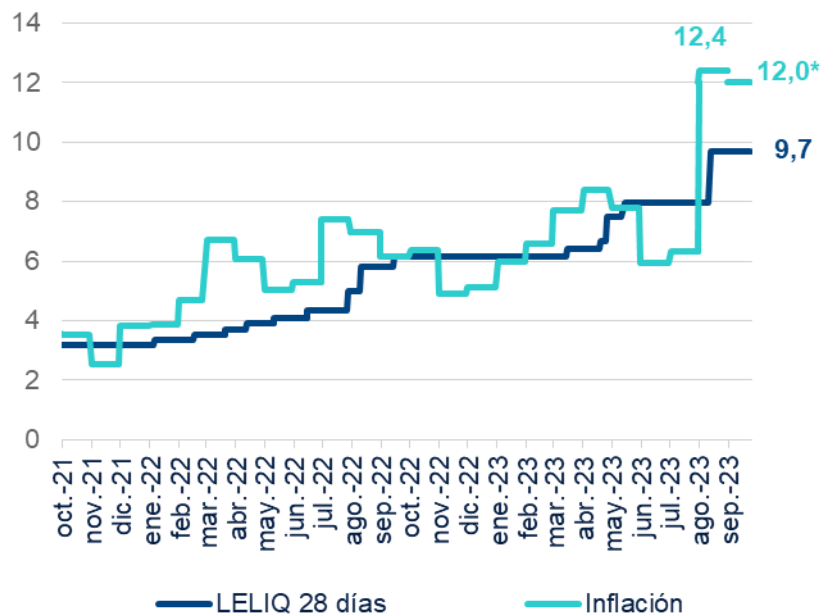
### INFLACIÓN OBSERVADA Y ESPERADA POR BBVA Y EL CONSENSO DE MERCADO (VAR. % A/A)



- La devaluación de agosto, al no estar enmarcada dentro de un plan integral, **sólo acelerará la inflación en el 2S23**.
- Esperamos una inflación mensual promedio de dos dígitos en lo que resta del año.
- **Proyectamos que el tipo de cambio deberá volver a moverse post elecciones que habrá una nueva corrección en diciembre**. Esto acelerará a los precios en el último bimestre de 2023.
- Además se esperan correcciones de precios relativos que mantendrá elevada la inflación en el 1S24.
- El gobierno que asuma debería lanzar un plan de estabilización, pero sus efectos **recién podrán palpase en la segunda mitad de 2024**.

## En ese marco de elevada inflación en el resto del año, proyectamos subas escalonadas de la tasa de interés hasta diciembre

### INFLACIÓN MENSUAL Y TASA DE INTERÉS EFECTIVA MENSUAL DE LA LELIQ (%)

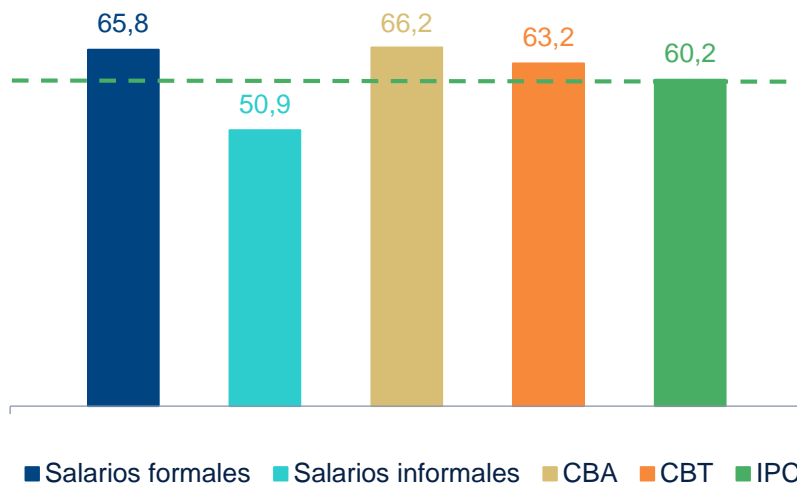


- Esperamos que la tasa de interés de la LELIQ suba escalonadamente hacia 138% anual en diciembre, en el marco de una inflación al alza que forzará al BCRA a tomar acciones de contención.
- De todos modos, **creemos que será muy difícil** que la tasa de interés compense la aceleración de los precios esperada para el 4T23 y la primera mitad de 2024.
- Desde mediados de 2024, si el gobierno lanza un plan de estabilización, entraríamos en un **entorno de tasas de interés reales positivas** para bajar la inflación.

# La alta inflación y la precariedad del mercado laboral provocaron un deterioro de las condiciones socioeconómicas...

## SALARIOS, CANASTAS BÁSICAS E INFLACIÓN

(VAR. % ACUMULADA A JULIO 2023)



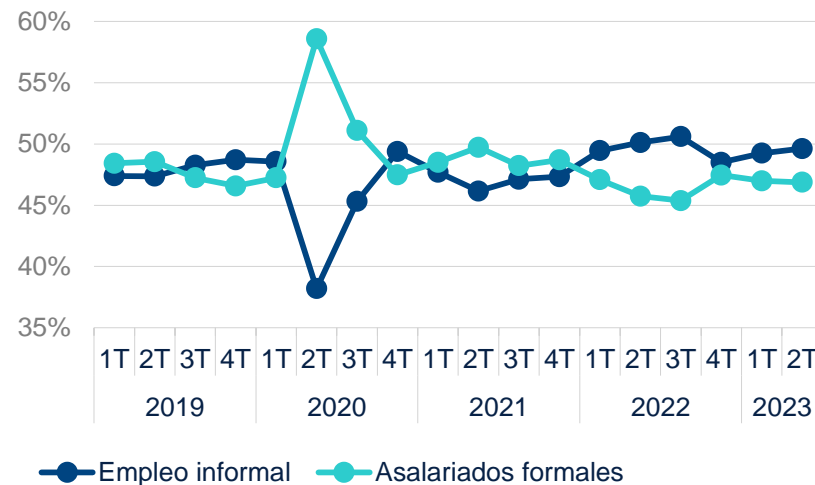
CBA: Canasta Básica Alimentaria (Línea de Indigencia).

CBT: Canasta Básica Total (Línea de Pobreza).

Fuente: INDEC y BBVA Research.

## EMPLEO FORMAL E INFORMAL

(% RESPECTO DE LA POBLACIÓN ACTIVA)



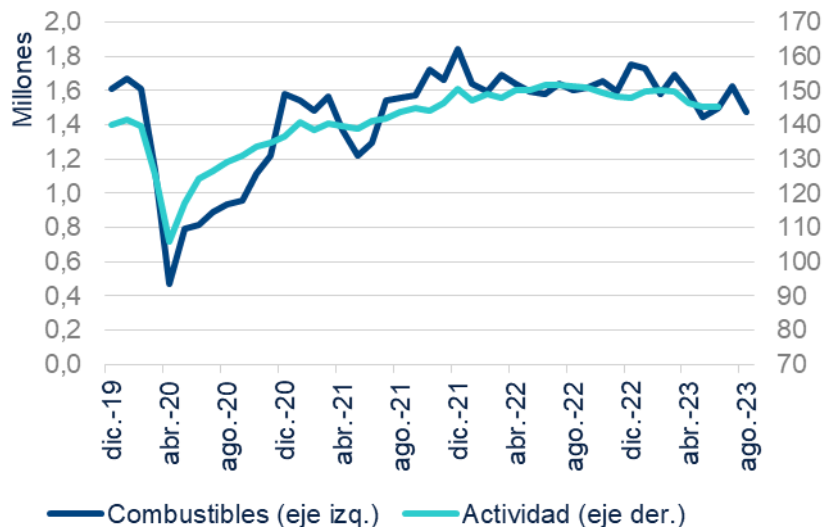
Fuente: INDEC y BBVA Research.

La aceleración inflacionaria erosiona cada vez más los ingresos perjudicando aún más la situación de los sectores más vulnerables. La proporción de trabajadores informales volvió a subir en el 2T23 y mantiene su tendencia al alza, al contrario de lo que sucede con los formales, quienes cuentan con mayor protección ante la pérdida de su salario real.

## ...que, junto a la sequía y las restricciones a las importaciones, afectan negativamente la actividad y castigan (por arrastre) el crecimiento de 2024

### ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO EN COMBUSTIBLES CON TARJETAS BBVA

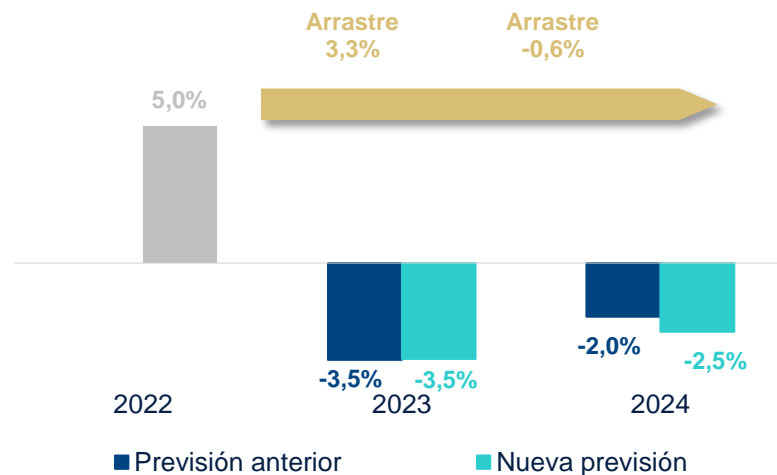
(ACTIVIDAD CON BASE 100=2004; CONSUMO EN CANTIDADES)



Fuente: INDEC y BBVA Research.

### EVOLUCIÓN DEL PIB

(VAR. % ANUAL)

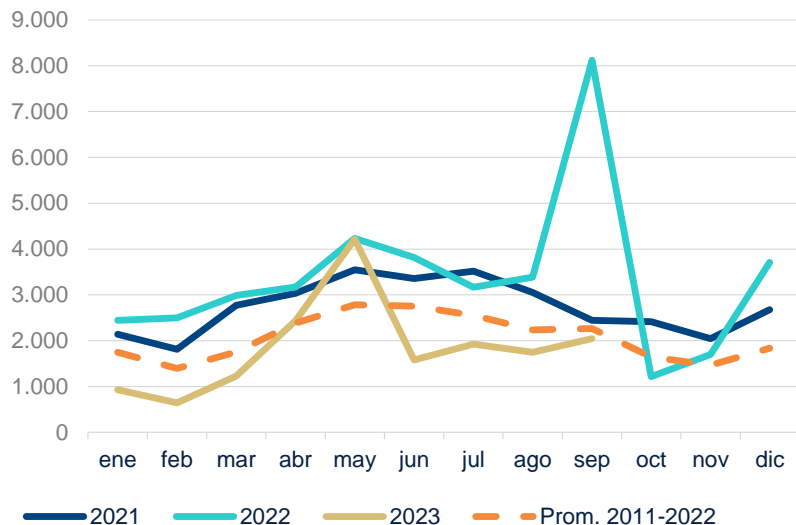


Fuente: INDEC y BBVA Research.

Si bien en el primer semestre del año la actividad tuvo una *performance* mejor que la esperada, la gravedad de la sequía la empujó a un resultado acumulado negativo (-1,9%). Los indicadores sectoriales recientes muestran signos recesivos en la segunda mitad del año. Ratificamos la previsión de caída del PIB de 2023 en -3,5% y modificamos la de 2024 de -2% a -2,5%.

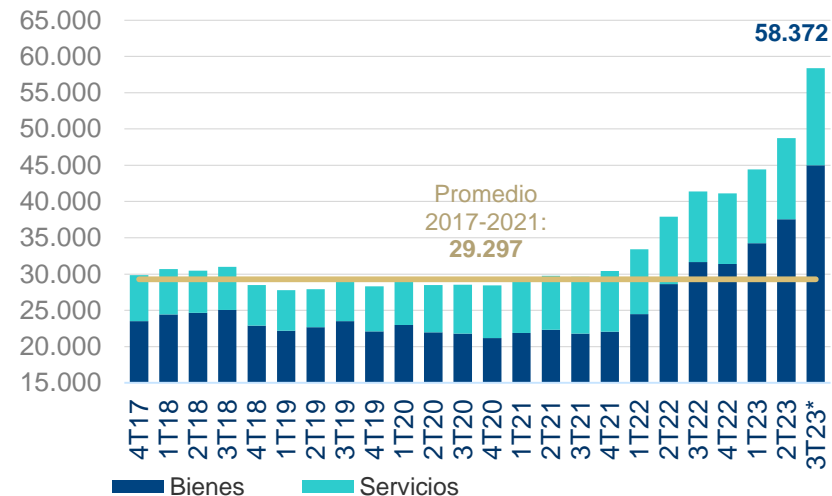
# Durante 2023, el sector externo fue acumulando desequilibrios, tanto desde el lado de las exportaciones como de las importaciones

## LIQUIDACIONES DE EXPORTACIONES AGRICOLAS (EN MILLONES DE USD)



Fuente: CIARACEC y BBVA Research.

## DEUDA DE IMPORTADORES (BIENES Y SERVICIOS) (EN MILLONES DE USD)

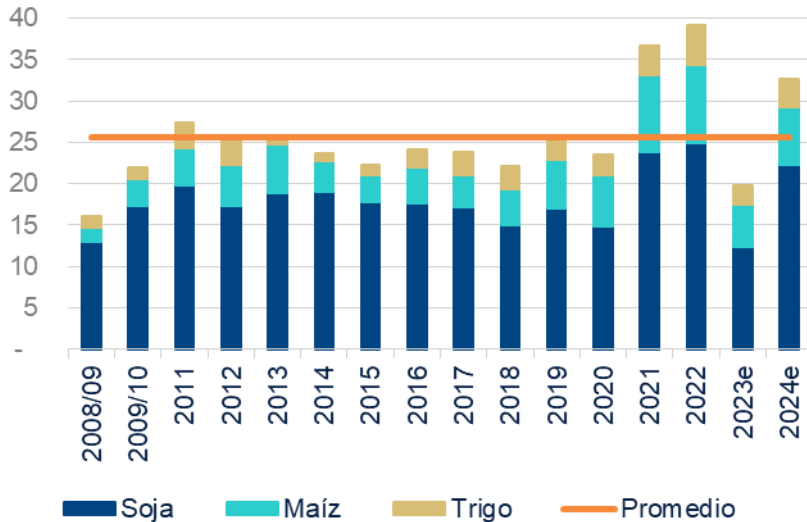


Fuente: INDEC, BCRA y BBVA Research.

Las crecientes restricciones al acceso al mercado libre de cambios por la menor liquidación de exportaciones (debido a la sequía) aceleró la acumulación de la deuda comercial de los importadores hacia niveles récord.

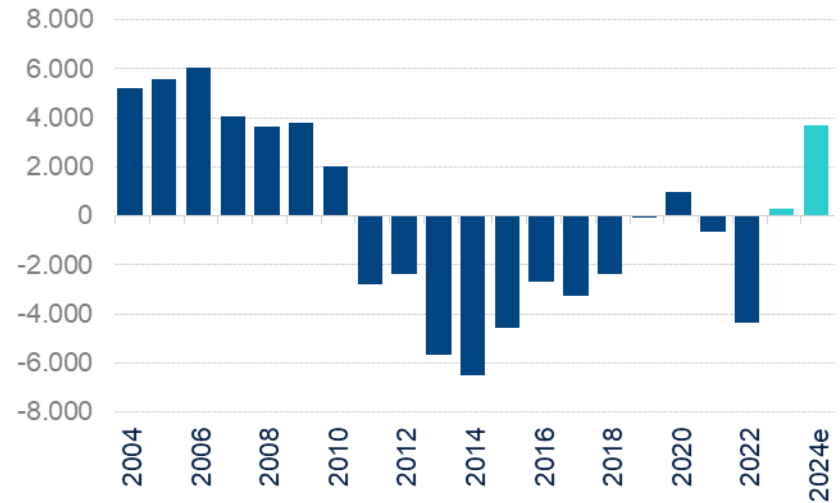
# En 2024, la recuperación de las exportaciones agrícolas y la mejora de la balanza energética darán soporte al mercado cambiario y a la actividad

## EXPORTACIONES DEL COMPLEJO AGRÍCOLA (EN MILES DE MILLONES DE USD)



Fuente: USDA, Bolsa de Comercio de Rosario y BBVA Research.

## BALANZA COMERCIAL SECTOR ENERGÉTICO (EN MILLONES DE USD)



Fuente: INDEC, Secretaría de Energía y BBVA Research.

Todo indica que la sequía se revertirá en 2024 y ello permitirá incrementar la oferta exportable del sector agropecuario. Con la inauguración del gasoducto y avance en otras obras de infraestructura se podrá no solo sustituir importaciones energéticas sino aumentar las exportaciones y alcanzar superávit en la balanza energética en 2024.



## Tabla de Previsiones Macroeconómicas

	2020	2021	2022	2023e	2024e
PIB (% a/a)	-9,9	10,4	5,0	-3,5	-2,5
Inflación (% a/a fdp)	36,1	50,9	94,8	200	155
Tipo de Cambio (vs USD fdp, prom. dic.)	82,6	101,9	172,9	630	1.493
Tasa de Política Monetaria (% fdp)	37,1	36,7	75,0	138	60
Consumo Privado (% a/a)	-13,7	10,0	9,7	0,3	-3,4
Consumo Público (% a/a)	-1,9	7,1	1,9	2,5	-5,3
Inversión (% a/a)	-13,0	33,4	11,1	0,4	11,7
Resultado Fiscal Primario (% PIB)	-6,4	-3,0	-2,4	-2,8	-1,0
Resultado Fiscal Financiero (% PIB)	-8,4	-4,5	-4,2	-4,7	-3,3
Cuenta Corriente (% PIB)	0,8	1,4	-0,7	-3,5	-1,1
Deuda Pública (% PIB)	103,8	80,6	85,0	114,8	90,7

# 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

Octubre 2023