

Situación Argentina

Junio de 2024

Mensajes principales. Internacional



Evolución reciente



El crecimiento ha sorprendido al alza y la inflación ha detenido su senda descendente recientemente, en buena parte por el dinamismo de los servicios. Con la política fiscal suavizando el impacto contractivo de la política monetaria, el margen para recorte de las tasas de interés ha disminuido. La volatilidad financiera sigue baja.



Perspectivas: crecimiento



El crecimiento se moderará en los próximos trimestres y se recuperará algo en 2025. En EEUU, el crecimiento de 2024 fue revisado al alza, pero una moderación suave sigue siendo probable. En la Eurozona, la recuperación cíclica ganará impulso. En China, pese a los mejores datos y crecientes estímulos, los desafíos estructurales eventualmente reducirán el crecimiento.



Perspectivas: inflación y tipos



El BCE ha comenzado a reducir la tasa de interés, pero la Fed esperará más de lo anticipado para iniciar su ciclo de flexibilización. La demanda perderá fuerza, favoreciendo la desinflación y recortes de tasas. Pero las preocupaciones por la inflación no desaparecerán y las tasas de interés seguirán en niveles contractivos.



Riesgos



Si la actividad no se debilita por el dinamismo de los servicios y/o la recuperación manufacturera se produce, la convergencia de la inflación al 2% estaría en riesgo. En el actual contexto geopolítico, nuevos choques de oferta también podrían impedir que la inflación se modere. Todo ello dejaría poco margen para menores tasas de interés.

Mensajes principales. Argentina



Panorama Político



Luego de seis meses de haber asumido, **el gobierno de Javier Milei mantiene elevados niveles de aprobación, fundamentalmente gracias a estar empezando a mostrar resultados en materia de inflación**, y su agenda de cambio estructural avanza –con resistencias- en el Parlamento.



Resultado Fiscal



El balance fiscal es la piedra angular del programa económico. Los resultados son más superavitarios que lo esperado. El desafío ahora es tornar sostenible a futuro esta dinámica, reemplazando impuestos distorsivos y consolidando el recorte del gasto.



Inflación



La inflación ha recorrido un sendero descendente desde el pico de 25,5% m/m en diciembre de 2023 a 4,2% en mayo. Los ajustes de precios relativos que aún faltan ralentizarán hacia adelante el descenso de la inflación, que proyectamos que termine en 140% anual en 2024.



Política Monetaria



En un escenario de aguda astringencia monetaria, **el Gobierno ha iniciado un proceso para gestionar la liquidez de la economía a través de Letras de Corto Plazo del Tesoro (LECAP) en lugar de pases pasivos del BCRA.** Hacia fin de año esperamos que las tasas reales de interés ya se ubiquen en terreno levemente positivo.

Mensajes principales. Argentina



Actividad Económica



El sinceramiento del tipo de cambio y de las tarifas de servicios públicos, junto con el fuerte ajuste fiscal, imprimieron un marcado sesgo recesivo a la economía. **Esperamos una contracción del PIB de 4% este año y una recuperación de 6% en 2025** motorizada por la inversión y la reactivación del consumo privado.



Sector Externo



Las cuentas externas mejorarán en 2024, debido a **la caída de importaciones por la recesión, la recuperación de las exportaciones agrícolas en un año sin sequía y el balance positivo del sector de energía** por menores compras de gas importado y aumento de exportaciones de petróleo.



Riesgos



Dada la fragilidad del tejido socioeconómico y el limitado poder del gobierno en el Congreso y a nivel provincial, un descenso del apoyo social que dificulte la consolidación fiscal (el pilar de la política macroeconómica) podría obstaculizar la desinflación y la estabilidad cambiaria.

01

Situación Global Junio de 2024

Escenario base: la inflación y las tasas de interés disminuirán, pero seguirán en niveles altos, favoreciendo un crecimiento económico moderado



Determinantes del escenario

Las tasas de interés caerán gradualmente, también en EE.UU., donde los recortes se pospusieron, pero seguirán en niveles contractivos

Escaso apoyo de la política fiscal para reducir la inflación, al menos en EE.UU.; cierta consolidación en Europa a partir de 2025, dadas las nuevas reglas fiscales

Condiciones de oferta: el contexto geopolítico hace probables choques negativos, pero no se asume ningún choque particular en el escenario base



Perspectivas macro

Crecimiento débil en 2S24 y mejora (limitada) en 2025; la desaceleración estructural de China será un lastre

La inflación seguirá cayendo, pero se mantendrá relativamente alta por temas de demanda (política fiscal, etc.) y oferta (geopolítica, proteccionismo, etc.)

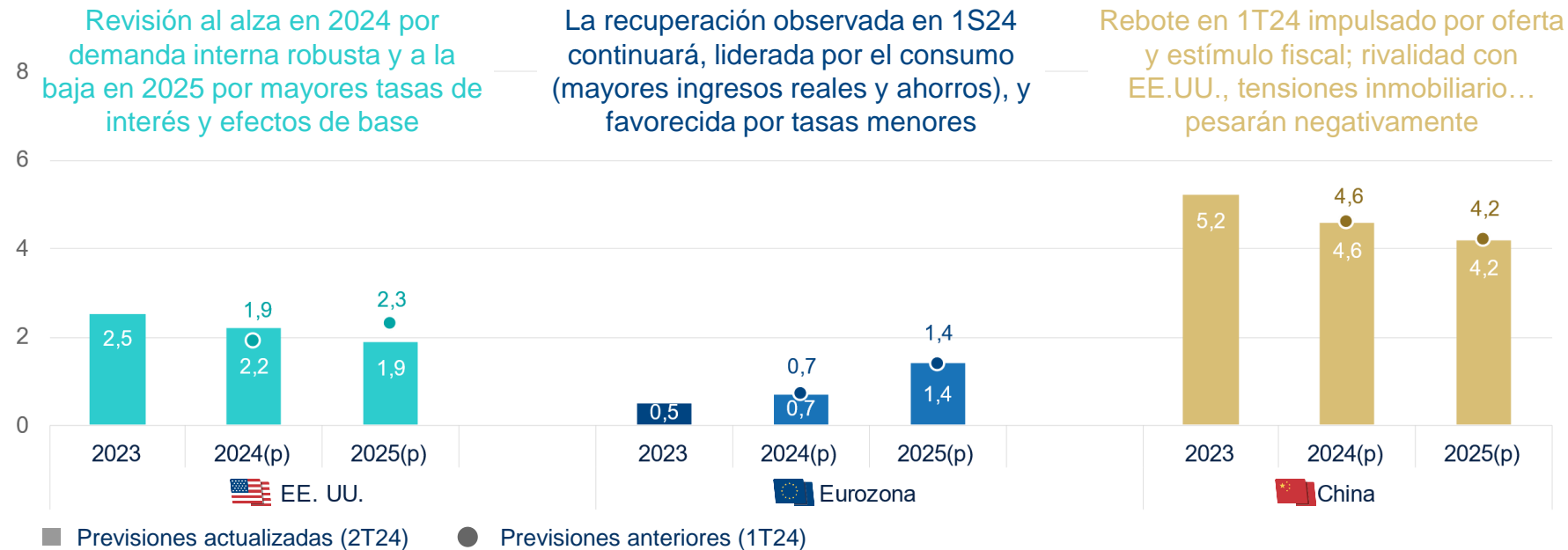
Volatilidad por la geopolítica y elecciones en EE.UU., probablemente contrarrestando los efectos positivos de la reducción de las tasas de la Fed



Perspectivas de crecimiento: aterrizaje más suave en EE. UU., recuperación cíclica en la Eurozona y desaceleración estructural en China

CRECIMIENTO DEL PIB (*)

(%)



(p): previsión.

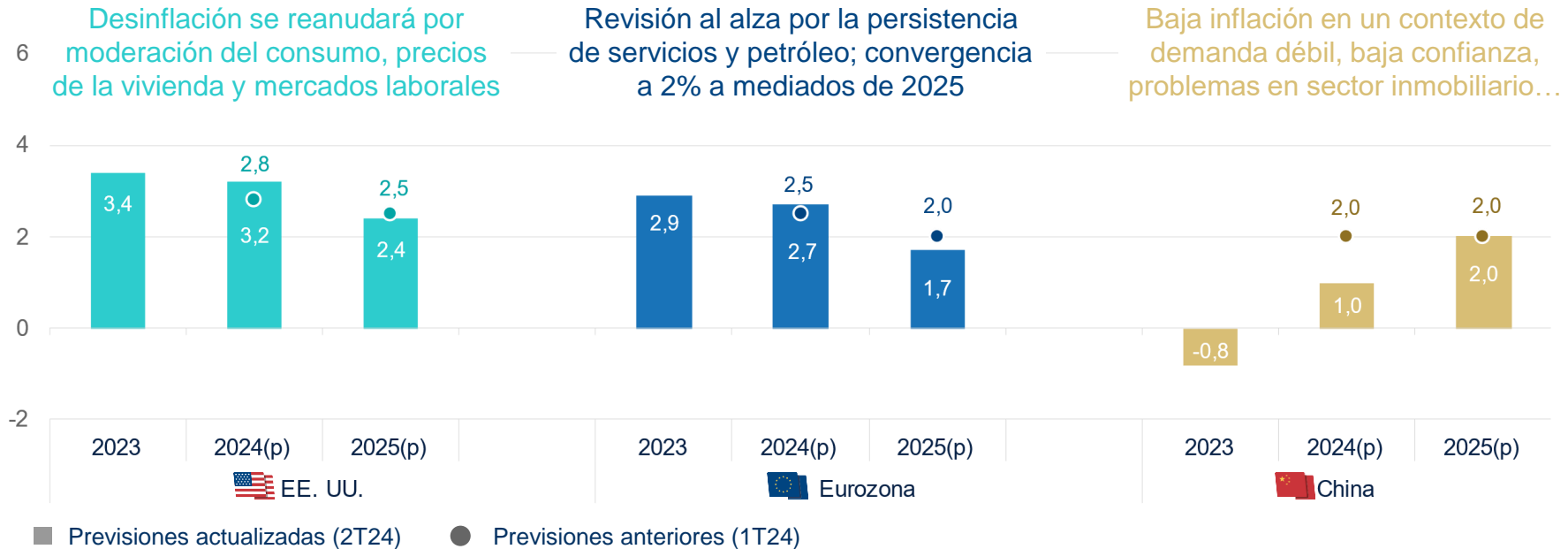
(*) Crecimiento del PIB mundial: 3,2% en 2023, 3,1% (+0,0 puntos porcentuales comparado con la previsión anterior) en 2024 y el 3,3% (+0,0 puntos porcentuales) en 2025.

Fuente: BBVA Research.

Inflación revisada al alza en EE. UU. y Eurozona, dada la persistencia en servicios, y a la baja en China, en contexto de riesgos de deflación

INFLACIÓN GENERAL: IPC

(% A/A, FIN DE PERIODO)



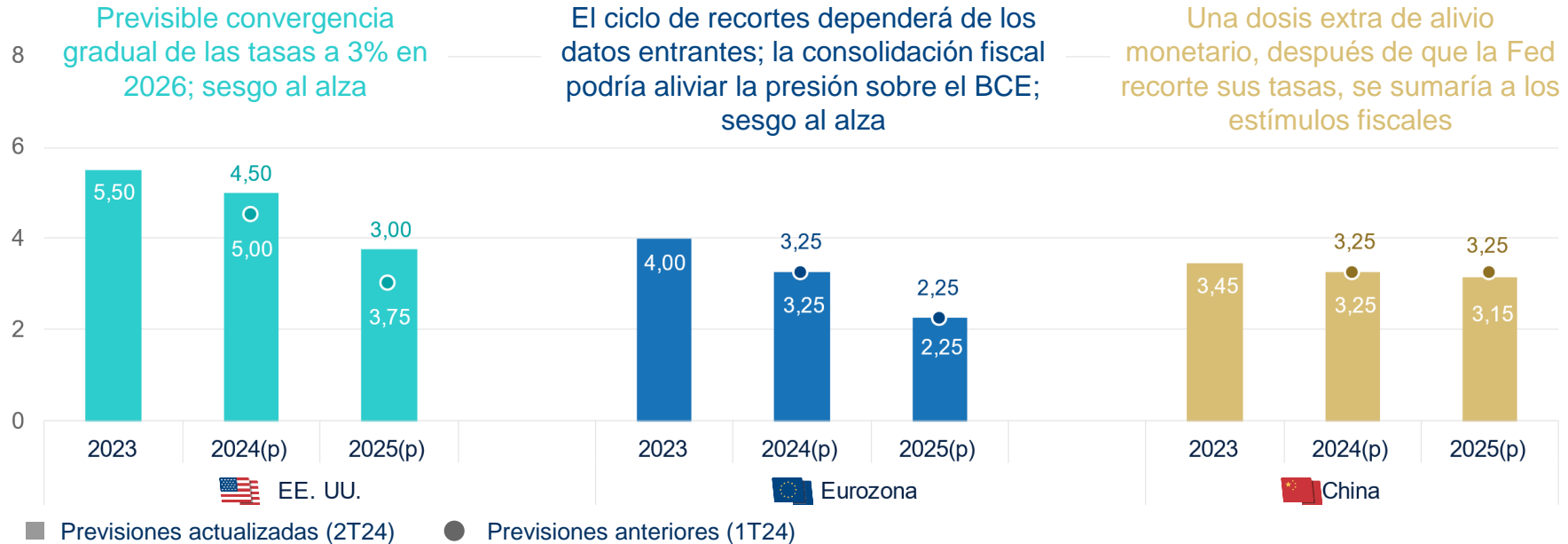
(p): previsión.

Fuente: BBVA Research.

El BCE ha bajado tasas, pero la Fed esperará al menos hasta sep/24 para iniciar su ciclo de recortes dada la aún incierta moderación de la actividad

TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA (*)

(% A/A, FIN DE PERIODO)

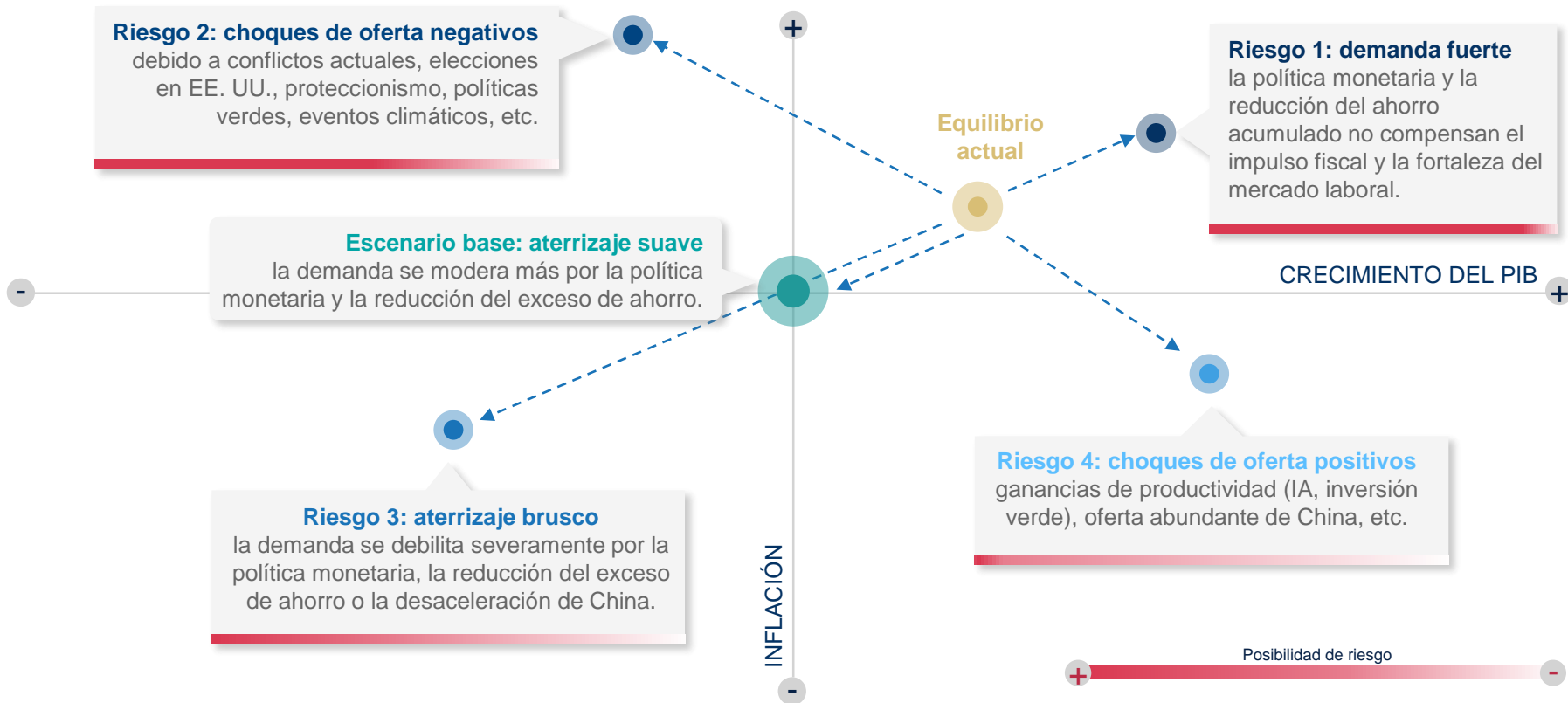


(p): previsión.

(*) En el caso de la Eurozona, tasas de interés de la facilidad de depósito del BCE..

Fuente: BBVA Research.

Riesgos: la fortaleza de la demanda, el proteccionismo, la geopolítica, entre otros factores, podrían impedir que la inflación y las tasas disminuyan



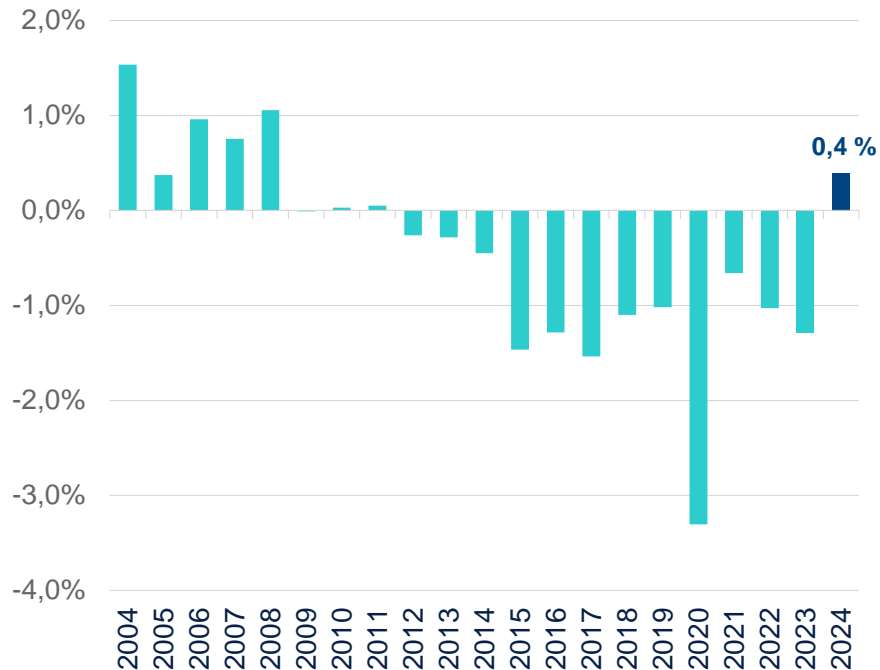
02

Situación Argentina Junio de 2024

El gobierno encaró con firmeza el problema del persistente desequilibrio fiscal y alcanzó un notable resultado positivo en los primeros cinco meses de 2024

RESULTADO FISCAL FINANCIERO

(% PIB, PRIMEROS CINCO MESES DE CADA AÑO)



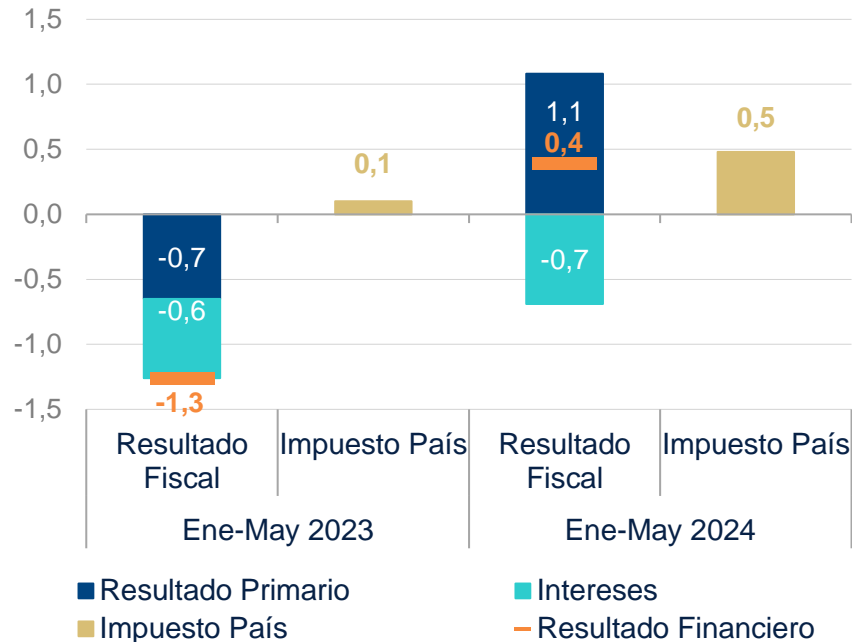
Fuente: Ministerio de Economía, INDEC y BBVA Research.

- La fuerte baja del gasto primario (-31,7% real) mejora el resultado fiscal en los primeros meses del año. Los ingresos cayeron 3% real por la retracción de la actividad pero los tributos ligados al sector externo brindaron soporte a la recaudación.
- Además de un ajuste del gasto más agresivo del estimado originalmente, el gobierno postergó algunos pagos para conseguir su objetivo de erradicar el déficit fiscal.
- Ajustamos nuestra previsión de resultado fiscal primario para este año de -0,8% del PIB hasta 0,1%, basado en un incremento en los ingresos por la ampliación de la base imponible del impuesto PAIS y un ajuste más fuerte sobre el gasto.

No obstante, el desafío ahora es volver sostenible el superávit fiscal más allá del freno en los pagos y evitando depender de impuestos distorsivos...

RESULTADO FISCAL E IMPUESTO PAÍS

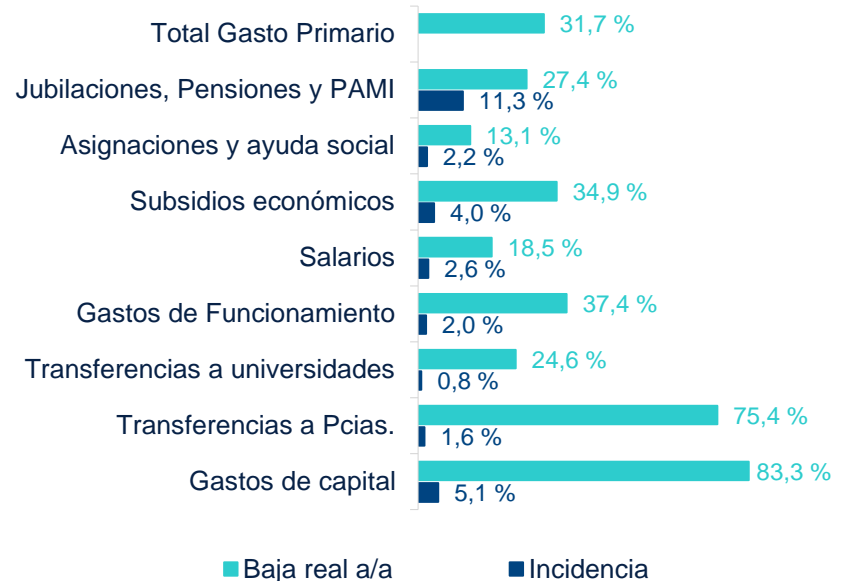
(% DEL PIB)



Fuente: Ministerio de Economía, Indec y BBVA Research.

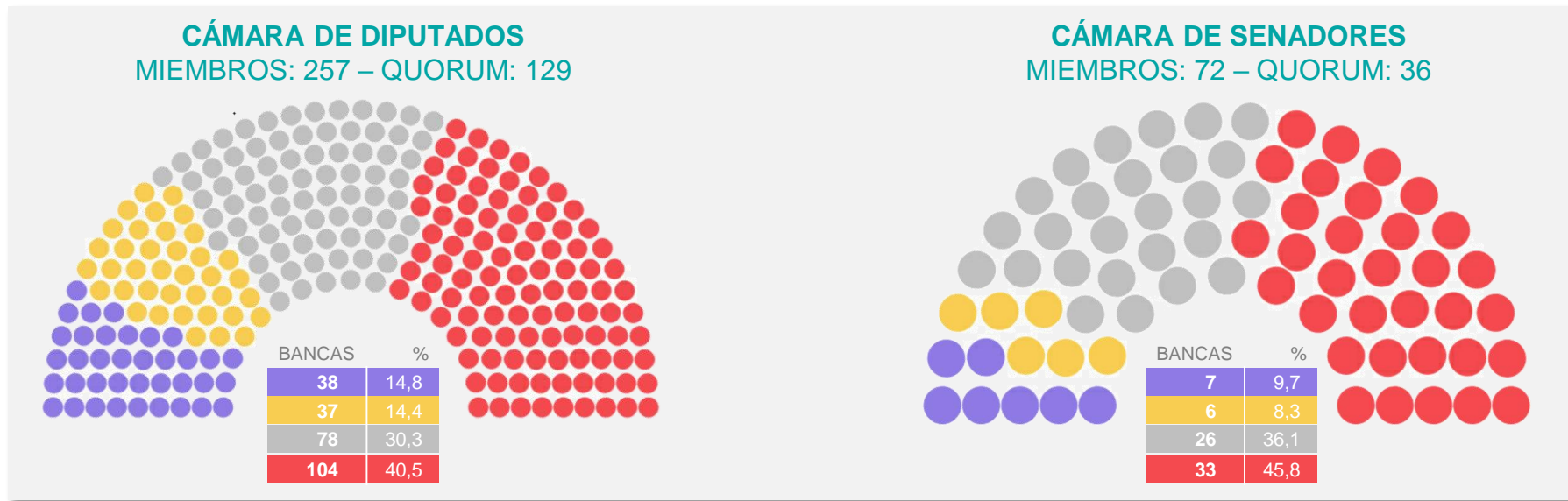
RECORTE DE GASTO PÚBLICO POR RUBROS ACUMULADO ENERO-MAYO

(VAR. % A/A EN TÉRMINOS REALES E INCIDENCIA)



Fuente: Ministerio de Economía, Indec y BBVA Research.

... para ello, será clave el capítulo fiscal de la Ley Bases, que ya fue aprobado con cambios en el Senado, pero la definición final estará en Diputados



● La Libertad Avanza
(oficialismo)

● PRO
("aliados")


● PJ "K" + Izquierda
(oposición "dura")

● Resto

El trámite de la Ley Bases ha avanzado lento debido a la baja representación que tiene el gobierno en el Congreso. Esperamos que en julio se promulgue la Ley tras su definición en Diputados, con pocos cambios respecto de lo firmado en el Senado, pero el Impuesto a las Ganancias y Bienes Personales serán los ejes del debate claves para la sostenibilidad fiscal.

El proyecto de ley aprobado en Diputados presenta puntos positivos para el ordenamiento de la economía

Reforma del Estado

- Declaración de emergencias: facultades delegadas para el PEN en varias áreas.
- Facultad para reorganizar y reestructurar las dependencias del Estado.
- Permiso para privatización total: ~~Correo Argentino, Aerolíneas Argentinas, Radio y TV Argentina, Enarsa, Intercargo~~. Parcial: AYSA, Belgrano Cargas, SOFSE; Corredores Viales. 
- Facultades para renegociación de contratos de obra pública.



Mercado Laboral

- Blanqueo laboral.
- Ampliación del período de prueba. Fondo de cese laboral. Figura trabajador "colaborador".
- Eliminación de multiplicadores de la indemnización por despido.



Energía

- Se elimina el objetivo del autoabastecimiento. Impide al Estado intervenir en los precios.
- Desregulación del sector gas natural. Unificación de entes regulatorios gas y electricidad.

Previsional


- Desestimación de la moratoria para quienes no cumplan 30 años de aportes. 
- Prestación de Retiro Proporcional a los años trabajados. 


Capítulo fiscal (+0,6% RECAUDACIÓN TOTAL 2024)

- Reinstauración del impuesto a las ganancias. 
- Blanqueo de capitales
- Moratoria tributaria, aduanera y laboral.
- Reducción gradual de Impuesto a Bienes Personales. Anticipo de pago a 5 años. 
- Suba del impuesto al tabaco de 70% a 73% sobre precio de venta.

Régimen de Incentivo a Grandes Inversiones (RIGI)

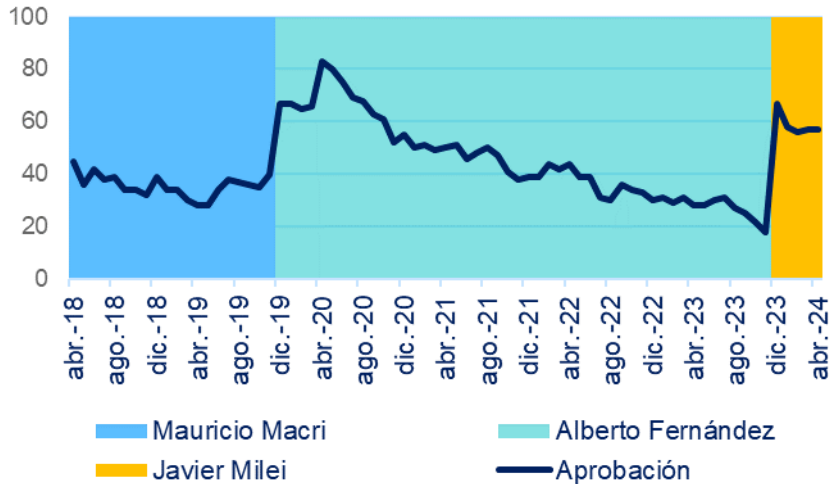
- Proyectos entre USD 200 y 900 millones.
- Sólo para: Forestal, Minería, Infraestructura, Energía, y Tecnología. 

 Rechazado por el Senado

 Modificado por el Senado

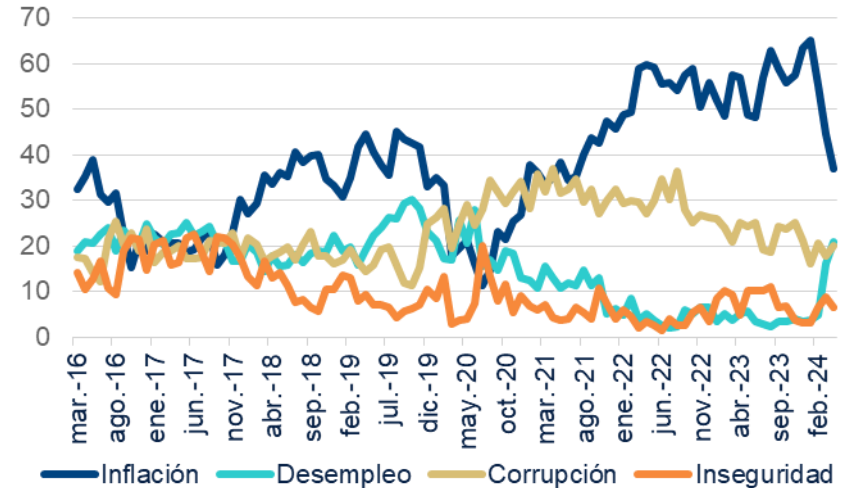
En sus primeros seis meses de gobierno, Milei mantiene elevados niveles de aprobación pública de acuerdo al consenso de las encuestas de opinión

APROBACIÓN PRESIDENCIAL (ENCUESTA EN %)



Fuente: Poliarquía y BBVA Research.

PRINCIPALES PROBLEMAS DE LA GENTE (ENCUESTA EN %)

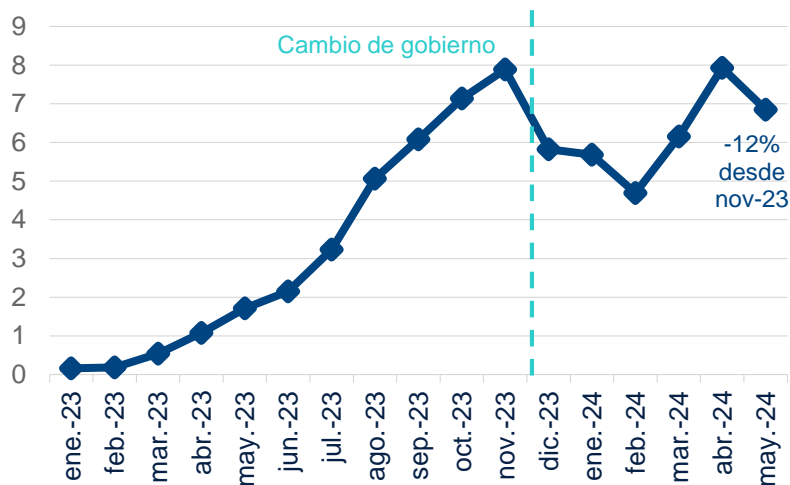


Fuente: Synopsis y BBVA Research.

Milei goza de altos niveles de aprobación pública. similares a los del momento de asumir, pese al ajuste macroeconómico en curso. Este apoyo es clave para poder seguir aplicando sus políticas y se sustenta en el éxito que está teniendo en su batalla contra la inflación, la principal preocupación de la sociedad (dada su exitosa desaceleración, comienza a ganar prioridad el desempleo).

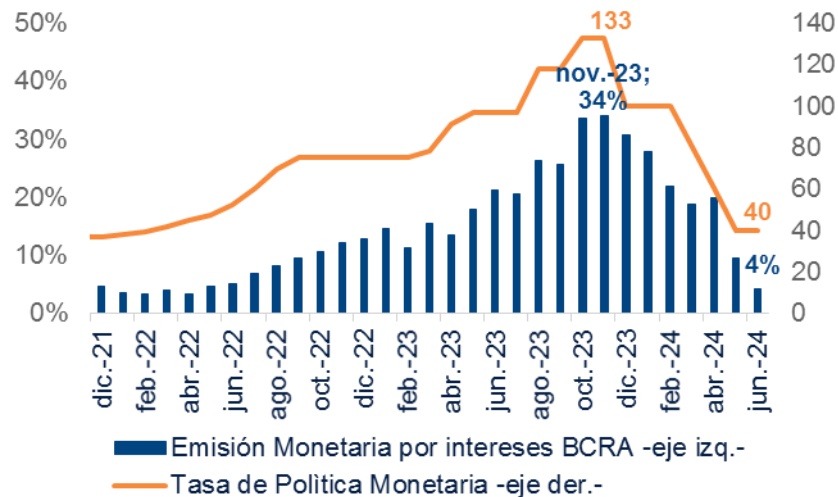
El superávit fiscal permitió eliminar la asistencia monetaria al Tesoro y la baja de tasas de interés redujo la emisión por pasivos remunerados del BCRA

ASISTENCIA MONETARIA AL TESORO, NETA DE RECOMPRAS DE BONOS AL BCRA (BILLONES DE PESOS CORRIENTES; ACUM. DESDE ENE-23)



Fuente: BCRA, Ministerio de Economía y BBVA Research.

EMISIÓN MONETARIA POR PAGO DE INTERESES DEL BCRA Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA (EJE IZQ: % DE LA BASE MONETARIA DEL MES PREVIO, EJE DER: % TASA NOMINAL ANUAL)



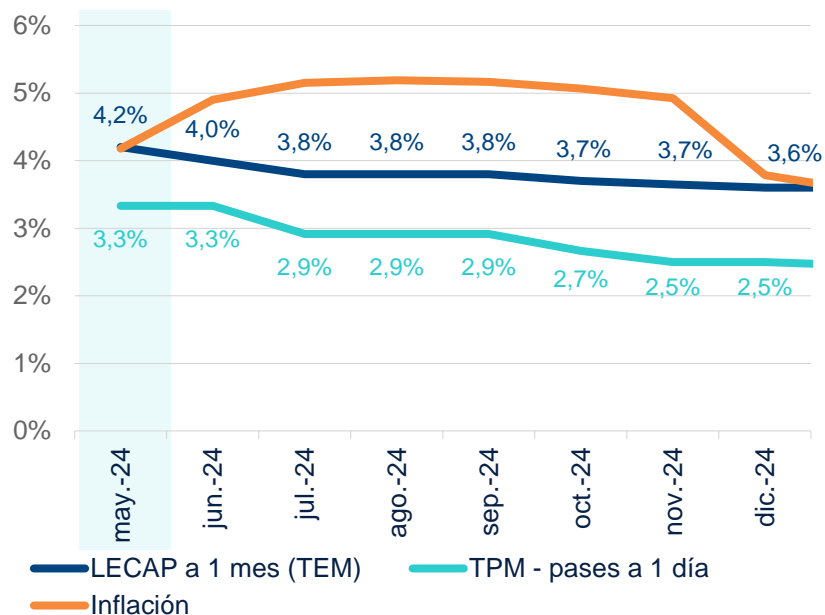
Fuente: BCRA y BBVA Research.

Uno de los ejes de la política económica del gobierno ha sido la reducción drástica de la emisión monetaria. Logró eliminar la emisión para el fisco y recortó sustancialmente la derivada de los intereses de pasivos del BCRA. El gobierno anunció su intención de remover los PUTs que tienen los bancos sobre varios bonos en pesos, para evitar esta potencial fuente de emisión contingente.

El Gobierno busca empezar a manejar las condiciones de liquidez de la economía con títulos del Tesoro en lugar de pasivos remunerados del BCRA

TASAS DE INTERÉS E INFLACIÓN MENSUAL

(% MENSUAL)



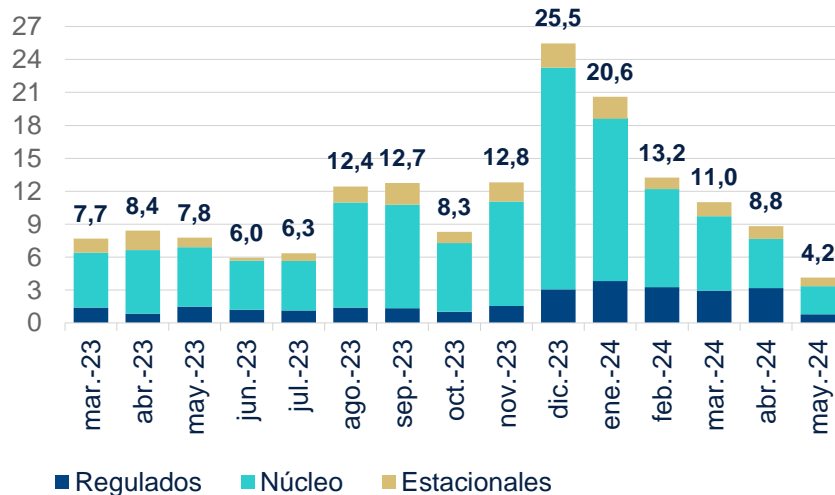
Fuente: BCRA, INDEC, y BBVA Research.

- El gobierno quiere que la tasa de interés de referencia de la economía pase a ser la de las Letras del Tesoro (LECAP) a corto plazo.
- Para incentivar a los bancos a rotar posiciones de pasivos a LECAP, bajó la tasa de pasivos a 40% anual (3,3% TEM), pero mantuvo la LECAP más corta en 50% anual (4,2% TEM).
- Los bancos ya rotaron buena parte, por lo que los pasivos remunerados del BCRA cayeron a la mitad en términos nominales.
- Esta forma de conducir la política monetaria es usual en economías desarrolladas. Sin embargo, en el contexto local, la volatilidad de precio que pueden tener las LECAP complejiza la administración de la liquidez vía este instrumento y su señal de tasas para el resto de la curva.

A pesar del agresivo recorte de la tasa de interés, la inflación ha bajado fuertemente, pero todavía quedan precios relativos que adecuar

INFLACIÓN POR COMPONENTES

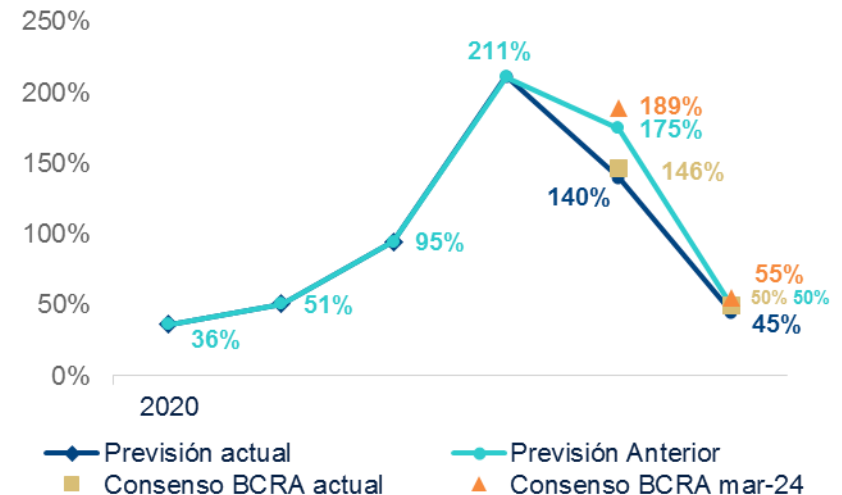
(VAR % A/A)



Fuente: INDEC y BBVA Research.

INFLACIÓN ESPERADA BBVA VS CONSENSO BCRA

(VAR % A/A)

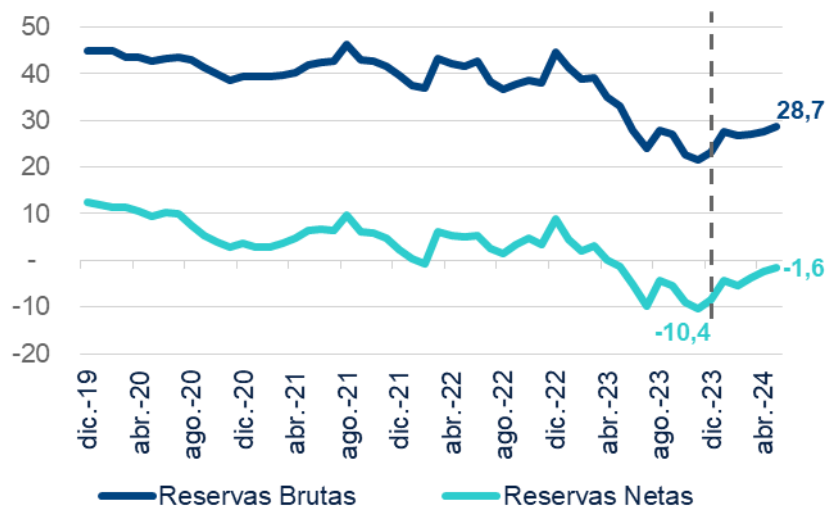


Fuente: INDEC, BCRA y BBVA Research.

El gobierno está sosteniendo el *crawling peg* cambiario a 2% m/m por más tiempo de lo esperado y moderó la velocidad de los ajustes de precios relativos. Esto hizo que la inflación sea menor a la esperada en el 1S24 y por eso redujimos a 140% a/a la proyección para dic-24. Los servicios (principalmente, regulados) han motorizado la inflación en el 1S24, creciendo 1,5 veces más que los bienes.

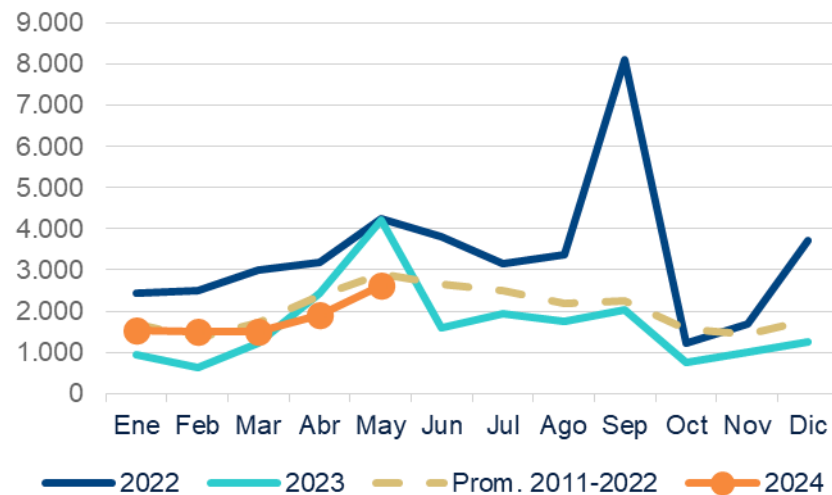
El BCRA logró recomponer sustancialmente las reservas internacionales en sus seis meses de gestión, aunque todavía se ubican en niveles bajos

RESERVAS INTERNACIONALES (EN MILES DE MILLONES DE DÓLARES)



Fuente: BCRA y BBVA Research.

LIQUIDACIONES DE EXPORTACIONES DE CEREALES Y OLEAGINOSAS (EN MILLONES DE DÓLARES)

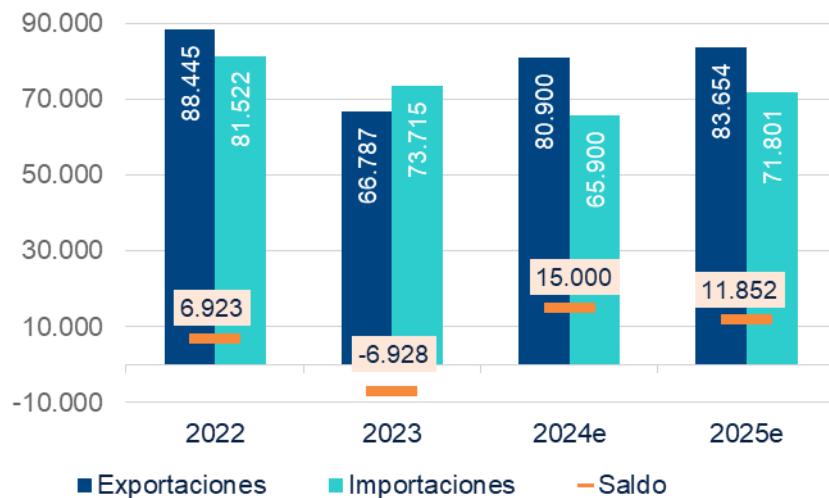


Fuente: CIARA-CEC y BBVA Research.

Las reservas netas han crecido USD 9.500 millones desde el cambio de gobierno. El segundo trimestre del año suele ser el más favorable en términos de liquidación de exportaciones del sector agropecuario. En el segundo semestre será más desafiante la acumulación de reservas internacionales, por la estacionalidad usual de las exportaciones argentinas.

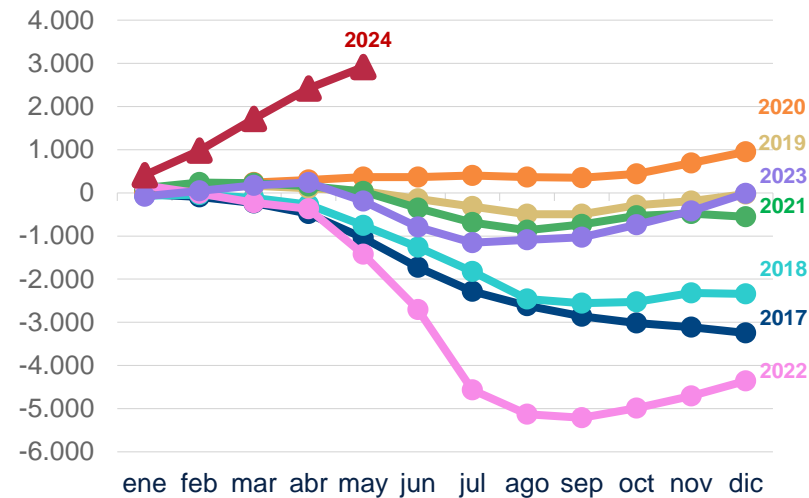
La balanza comercial mejorará en forma sustancial este año, gracias al aporte del agro y el sector de hidrocarburos

BALANZA COMERCIAL (MILLONES DE DÓLARES)



Fuente: BBVA Research sobre datos de INDEC.

BALANZA ENERGÉTICA (MILLONES DE DÓLARES)

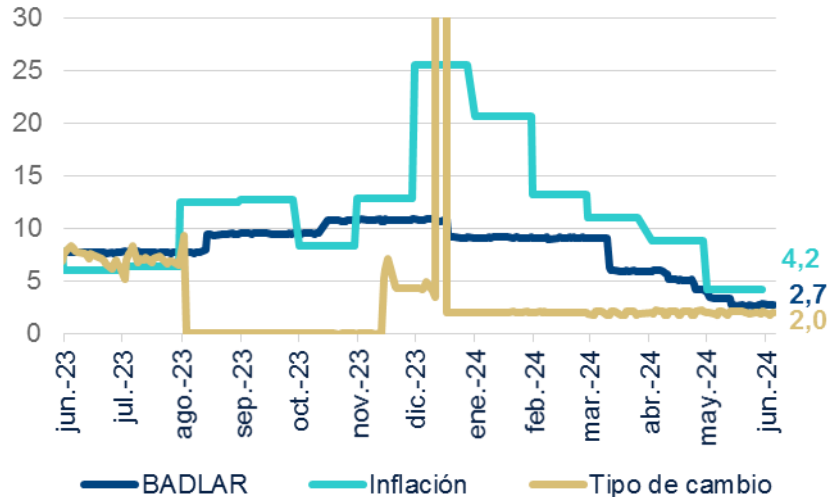


Fuente: BBVA Research sobre datos de INDEC.

El balance comercial tendría este año un superávit de USD 15.000 millones (versus un déficit de USD 6.900 millones en 2023). Además de las mejores condiciones climáticas que favorecen al agro, este resultado también se explica por un aporte creciente del sector hidrocarburos, que en 2024 podría lograr un superávit comercial en torno a los USD 4.000 millones.

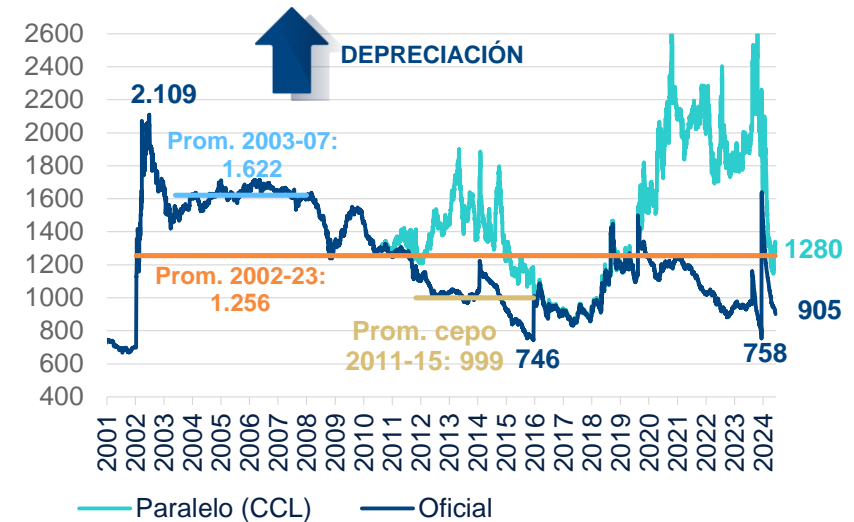
Sin embargo, el deslizamiento cambiario al ritmo de 2% fue superado ampliamente por la inflación y podría encontrar sus límites hacia el 3T24

TASAS DE INTERÉS, VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO E INFLACIÓN MENSUAL (% MENSUAL, TIPO DE CAMBIO: VARIACIÓN DIARIA MENSUALIZADA, PROM. 20 DÍAS)



Fuente: BBVA Research en base a BCRA e INDEC.

TIPO DE CAMBIO REAL (A PRECIOS CONSTANTES DEL 12/6/2024)

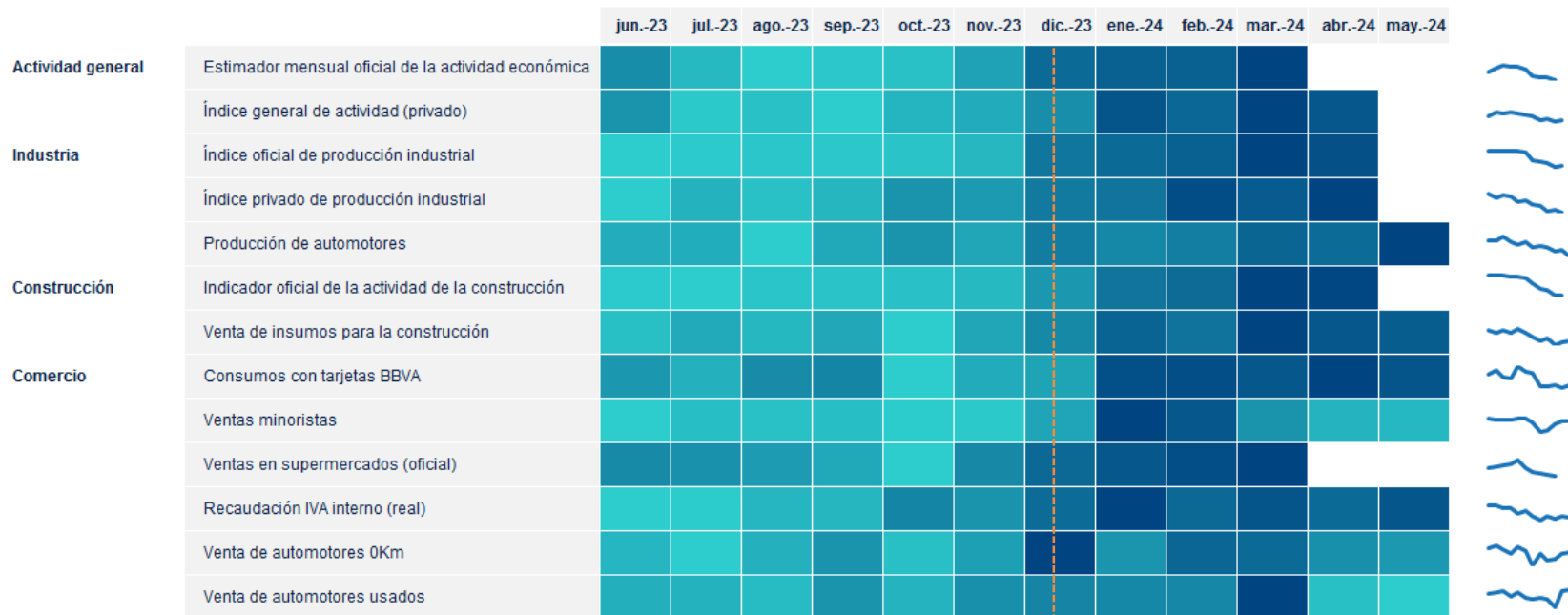


Fuente: BBVA Research en base a BCRA.

Esperamos que en la segunda parte del año el gobierno flexibilice gradualmente las restricciones cambiarias. En ese marco, el tipo de cambio oficial podría mostrar una modificación en su ritmo (ya sea un salto o aceleración de la depreciación diaria).
Proyectamos un tipo de cambio oficial de 1.200 ARS/USD para fin de diciembre.

El necesario ajuste macroeconómico ha generado, tal como se esperaba, una intensificación de la recesión previa...

EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA POR SECTORES SELECCIONADOS (SERIES SIN ESTACIONALIDAD)



Nota: cuanto más claro el color, mejor es el dato del indicador.

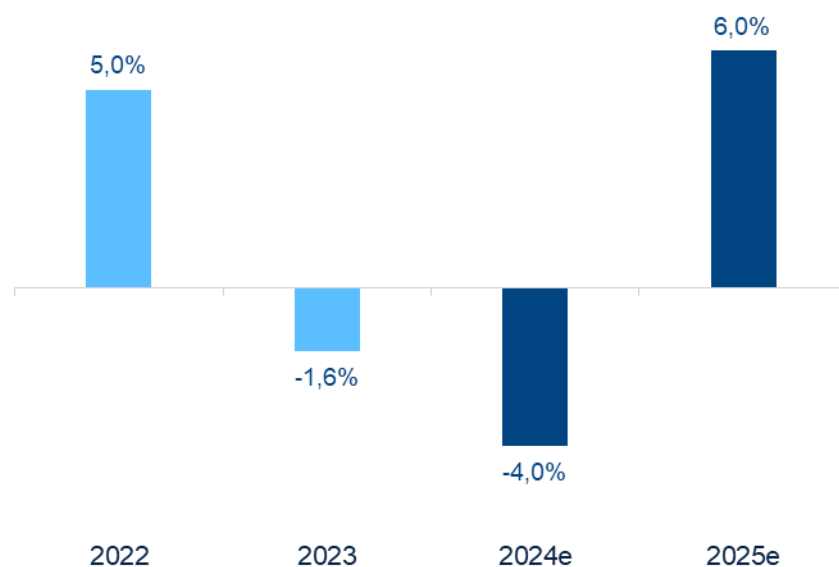
Fuente: BBVA Research en base a INDEC, CAME, FIEL, ADEFA, ACARA, IERIC y Ministerio de Economía.

Asume J. Milei

...por lo que mantenemos la previsión de caída de 4% del PIB en 2024 y rebote de 6% en 2025 por los efectos expansivos de la baja de la inflación

PREVISIÓN PIB

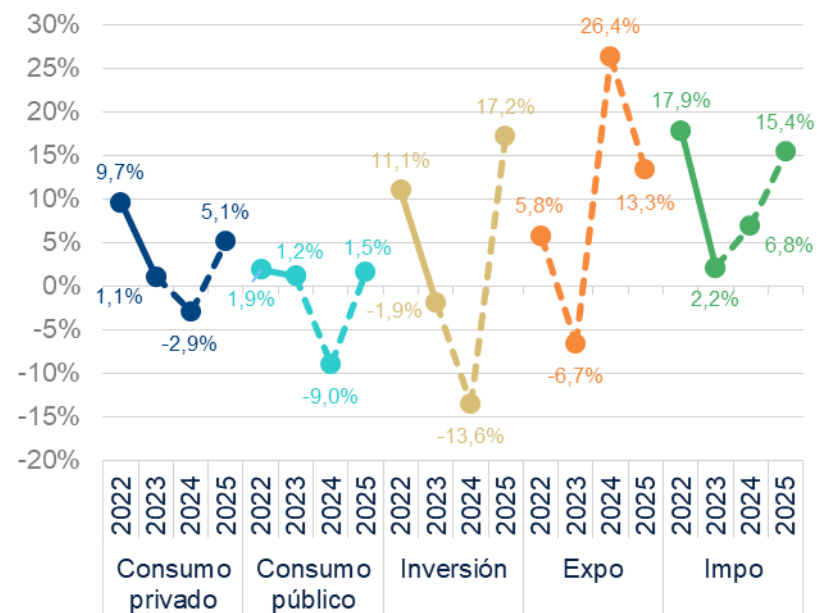
(VAR. % A/A; ARS CONSTANTES)



Fuente: BBVA Research en base a INDEC.

PREVISIÓN PIB POR COMPONENTES

(VAR. % A/A; ARS CONSTANTES)

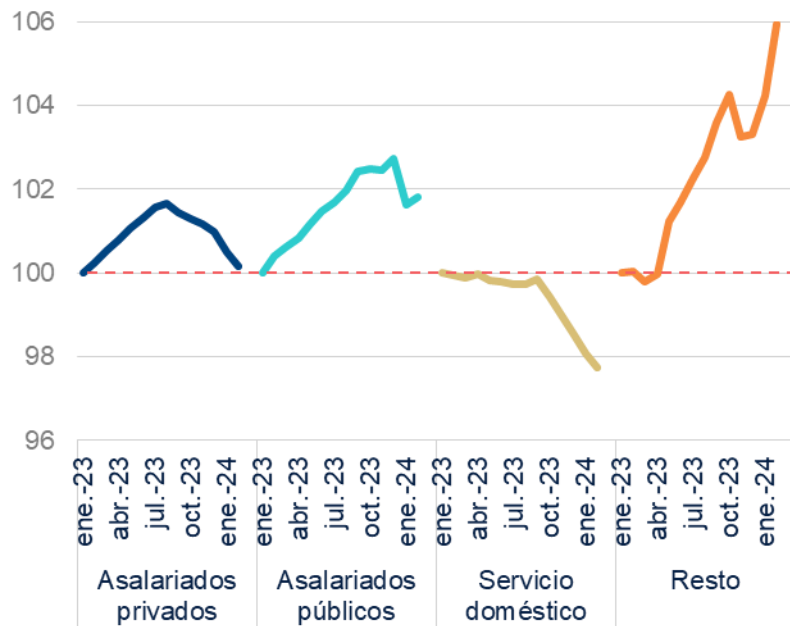


Fuente: BBVA Research en base a INDEC.

Los salarios reales han continuado su descenso y en el mercado de trabajo se intensifica la informalidad laboral

TRABAJADORES REGISTRADOS

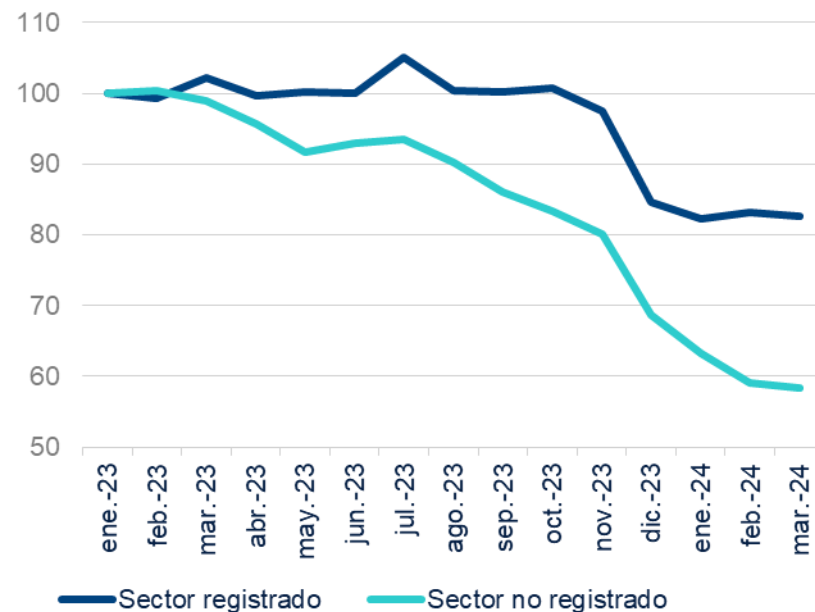
(BASE ENE'23 = 100; SERIES SIN ESTACIONALIDAD)



Fuente: BBVA Research en base a Ministerio de Capital Humano.

TRABAJADORES REGISTRADOS

(BASE ENE'23 = 100; SERIES SIN ESTACIONALIDAD)

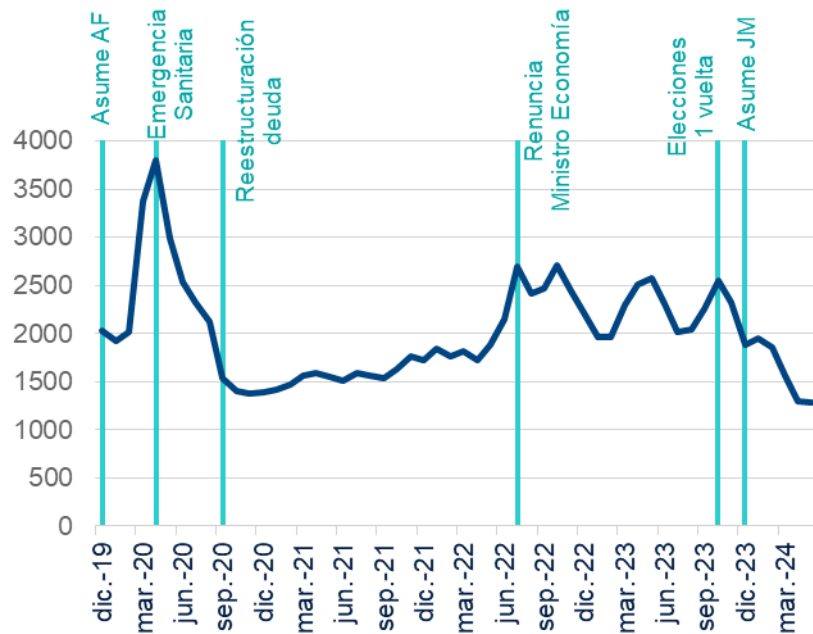


Fuente: BBVA Research en base a INDEC.

Pese a la baja del riesgo país de Argentina, es necesario seguir reduciendo el *spread* en vista de los vencimientos del año próximo

RIESGO PAÍS

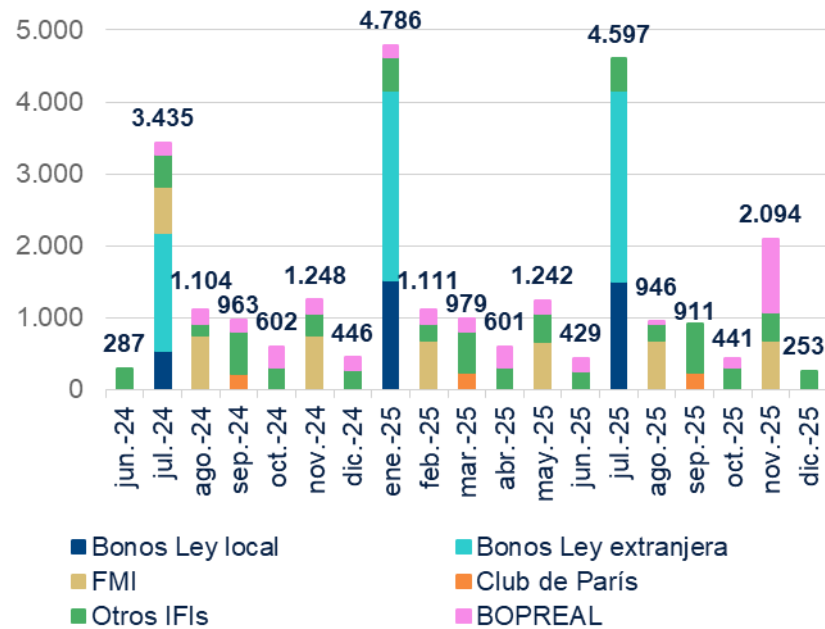
(EMBI, EN PUNTOS BÁSICOS)



Fuente: BBVA Research.

VENCIMIENTOS EN MONEDA EXTRANJERA

(EN MILLONES DE DÓLARES)

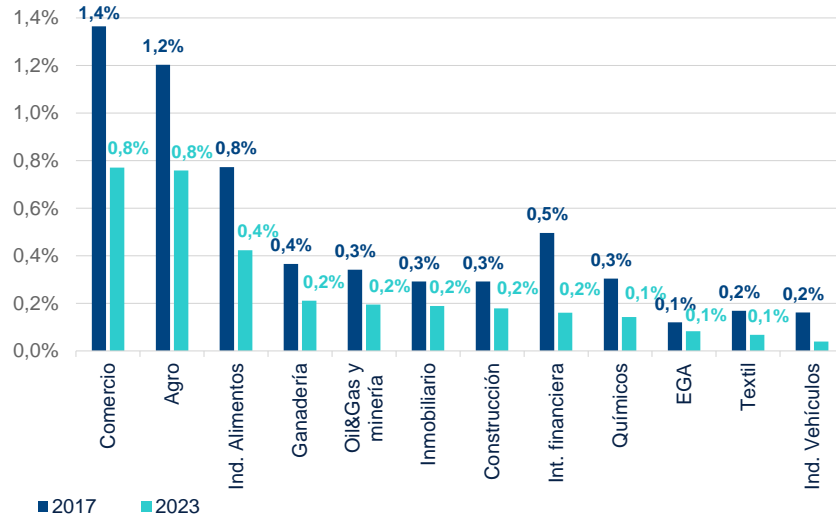


Fuente: Ministerio de Economía y BBVA Research.

La baja de la inflación, junto a la remoción de la represión financiera y del cepo cambiario estimularán el crédito al sector privado y un alargamiento de plazos

CRÉDITO POR SECTORES PRODUCTIVOS

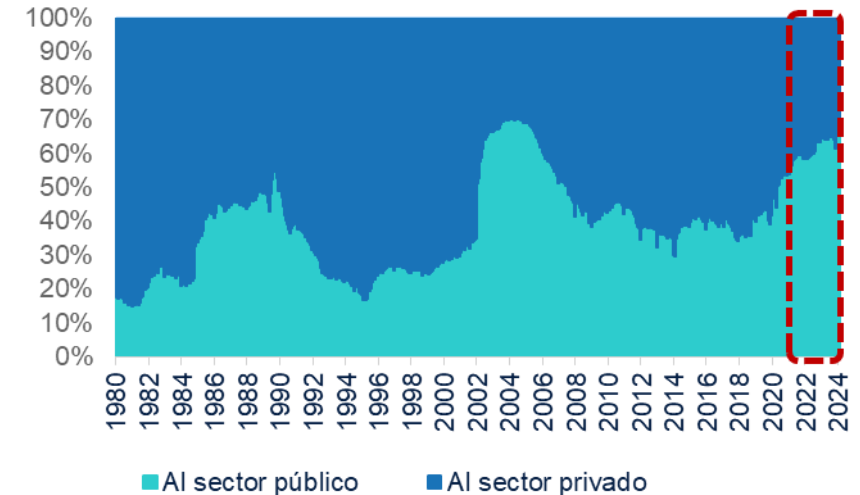
(% PIB)



Fuente: BCRA y BBVA Research.

CRÉDITO BANCARIO POR TIPO DE ACREEDOR

(EN % DEL TOTAL, INCLUYE TENENCIAS DE TÍTULOS PÚBLICOS Y PRIVADOS)

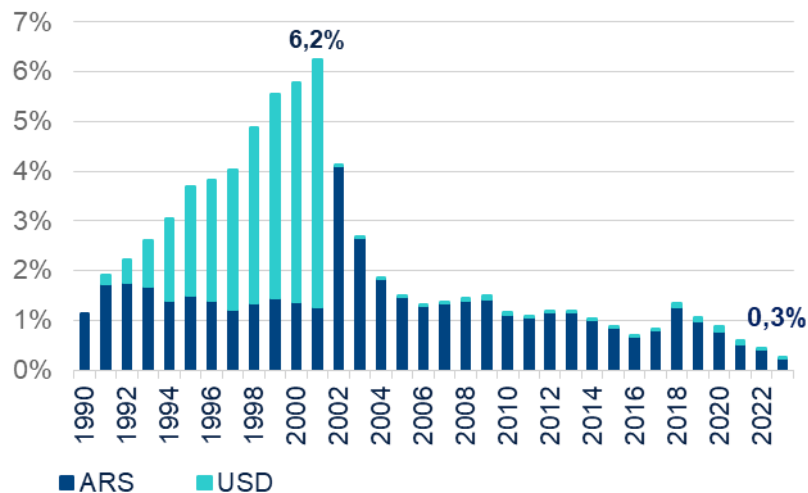


Fuente: BCRA y BBVA Research.

La reducción de la inflación y de las necesidades fiscales, la remoción del cepo cambiario y la libre determinación de tasas de interés, aumentarán el financiamiento disponible para la inversión privada. El crédito privado crecerá tanto en moneda local como moneda extranjera, reemplazando paulatinamente la proporción que del sector público en los balances bancarios.

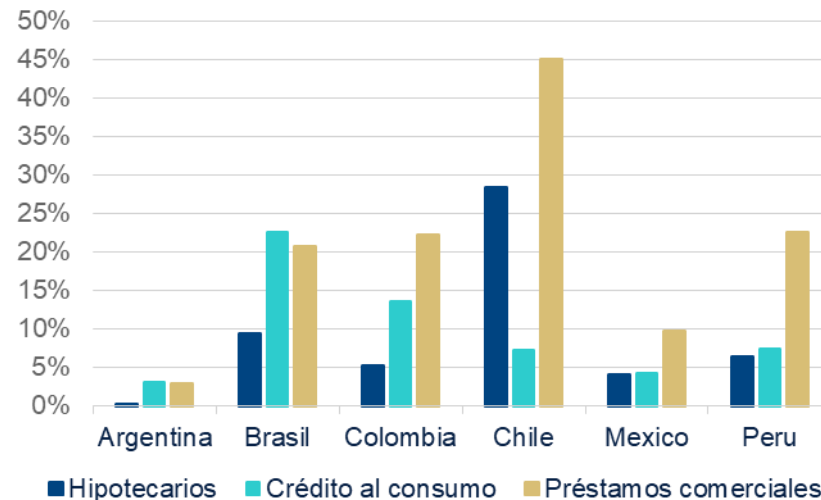
La línea de crédito con mayor potencial de crecimiento son los hipotecarios, dado que se encuentra actualmente en niveles históricamente bajos

CRÉDITO HIPOTECARIO EN PESOS Y EN DÓLARES (EN % PIB)



Fuente: BCRA y BBVA Research.

NIVELES DE CRÉDITO EN ARGENTINA VS PAISES SELECCIONADOS DE LATAM (EN % DEL PIB)



Fuente: BBVA Research.

En Argentina el déficit habitacional es de 6,5 millones de hogares, mientras que el nivel de crédito hipotecario es el más bajo desde la década de 1980. La ausencia de estos préstamos explica buena parte de la diferencia entre el tamaño del sistema financiero local y el resto de los países de la región, aunque también existe mucho potencial de aumento en créditos comerciales y al consumo.

Tabla de previsiones macroeconómicas

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
PIB (% a/a)	-9,9	10,7	5,0	-1,6	-4,0	6,0
Inflación (% a/a fdp)	36,1	50,9	94,8	211,4	140,0	45,0
Tipo de Cambio (vs USD prom. dic)	84,1	102,8	177,1	808	1200	1620
Tasa de Política Monetaria (% fdp)	37,1	36,7	75,0	100	30	24
Consumo Privado (% a/a)	-12,2	10,4	9,7	1,1	-2,9	5,1
Consumo Público (% a/a)	-2,0	6,3	1,9	1,2	-9,0	1,5
Inversión (% a/a)	-13,1	33,8	11,1	-1,9	-13,6	17,2
Resultado Fiscal Primario (% PIB)	-6,4	-3,0	-2,4	-2,7	0,1	0,4
Resultado Fiscal Financiero (% PIB)	-8,4	-4,5	-4,2	-4,4	-2,0	-1,7
Cuenta Corriente (% PIB)	0,7	1,4	-0,7	-3,3	0,4	-0,5
Deuda Pública (% PIB)	103,8	80,6	85,2	157,9	89,0	77,4

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.

Este informe ha sido elaborado por:

Economista Jefe

Marcos Dal Bianco

marcos.dalbiano@bbva.com

Federico Forte

Economista Principal

federico.forte@bbva.com

Adriana Haring

Economista Senior

aharing@bbva.com

Mario Iparraguirre

Economista

mario.iparraguirre@bbva.com

Juan Manuel Manias

Economista Principal

juan.manias@bbva.com

Tomás Triantafilo

Economista

tomasteodoro.triantafilo@bbva.com

Situación Argentina

Junio de 2024