



ABECEB

hacemos **más real** la economía real



ABECEB

Incertidumbre y presiones externas e internas condicionan el escenario

Mayo, 2022

CRECIMIENTO GLOBAL (var. % i.a.)

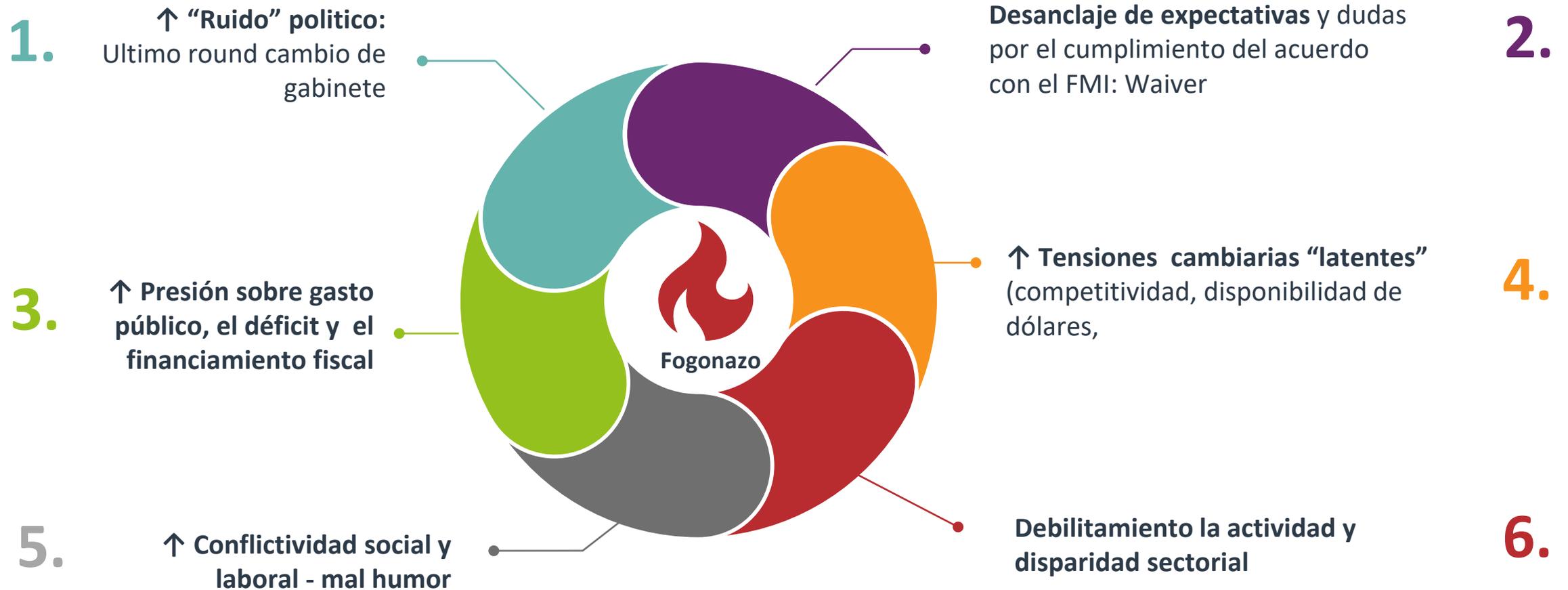
	2020	2021	2022 (proy. enero)	2022 (proy. abril)
Mundo	-3,1	6,1	4,5	3,5
Avanzados	-4,5	5,2	3,9	3
Emergentes	-2	6,8	4,9	4
LatAm	-7	6,8	1,9	1,8
Brasil	-3,9	4,6	0,4	0,3
China	2,2	8,1	5,1	4,7
EEUU	-3,4	5,7	3,8	3,2
Zona Euro	-6,4	5,3	4,3	2,9

LAS AMENAZAS

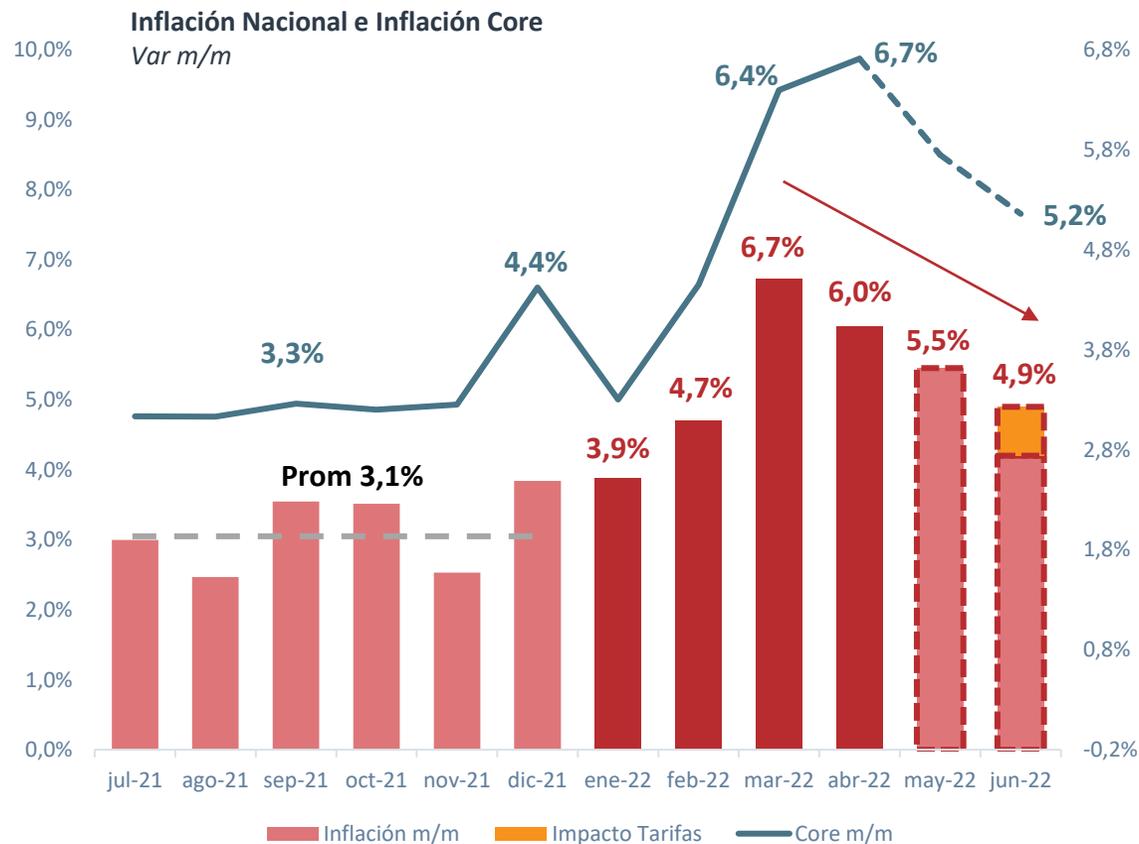
2. **INFLACIÓN Y REACCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA:** Bancos Centrales y Fed, suba de tasas + QT
2. **Guerra RUS-UCR:** retroalimentación del problema inflacionario generando más presión para endurecimiento monetario + amenaza de reacciones de mayor envergadura
3. **Desaceleración de China:** Aunque la situación mejora en el margen y el gobierno anunció estímulos, crecerá menos de 5% este año.

Principales riesgos: Riesgo geopolítico + Recesión en EEUU + Desaceleración de China

CONTEXTO LOCAL: SI BIEN LO PEOR EN MATERIA DE INFLACIÓN PARECE HABER QUEDADO ATRÁS, LOS IMPACTOS PERSISTEN Y LEJOS ESTÁ EL ESCENARIO DE LUCIR DESPEJADO



LA INFLACIÓN EMPIEZA A CEDER PERO A NIVELES MUY ALTOS Y DEJANDO MUCHAS DUDAS SOBRE EL NIVEL AL CUAL CONVERGERÁ EN EL SEGUNDO SEMESTRE



SIMULACIONES

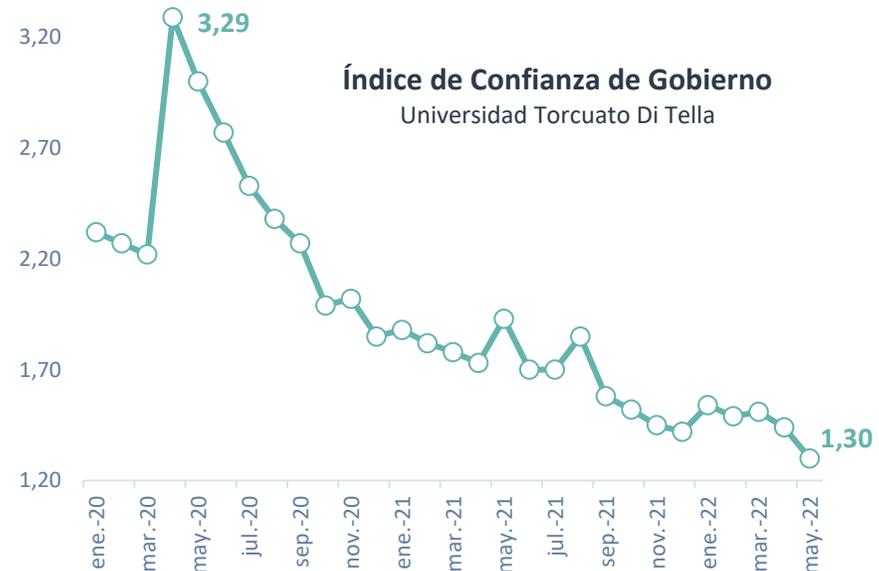
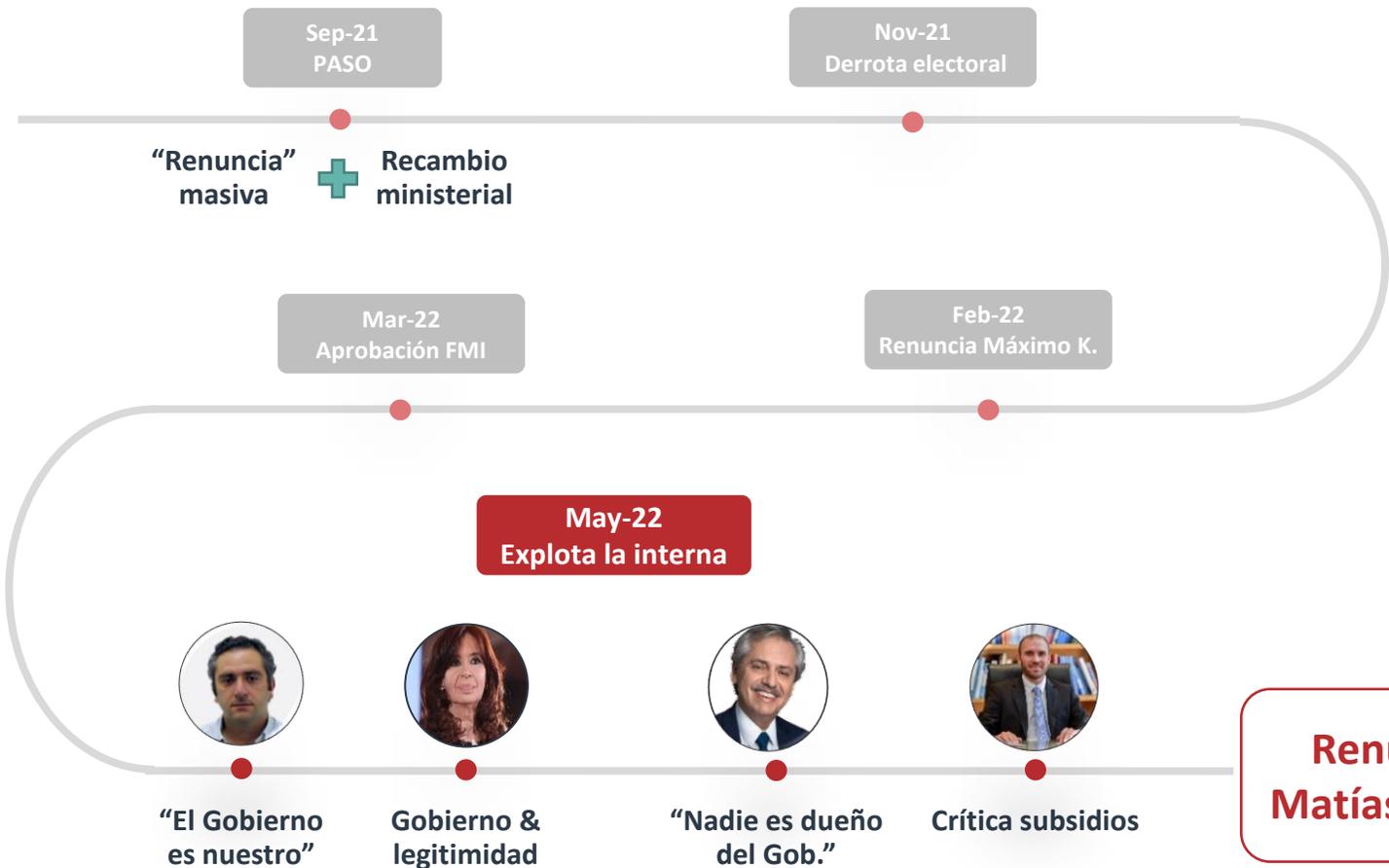
Prom. m/m jul-dic	Var i.a. dic-22
3,5%	67%
3,7%	69%
4,0%	71,5%
4,6%	78%
5,0%	83%
6,6%	100%

↓ El riesgo

Junio: Se vienen los impactos producto del aumento de tarifas de gas (+25%) y electricidad (+16%), con una incidencia de +0,7 p.p. en la inflación mensual. La duda actual es si superará la suba de 5,0%.

1.

RUIDO POLÍTICO. EL FOGONAZO EXACERBÓ LAS TENSIONES AL INTERIOR DE LA COALICIÓN GOBERNANTE. EL ULTIMO ROUND LA IDA DE KULFAS



¿Cómo seguirá?

- Se va uno de los pilares albertistas
- Daniel Scioli, su sucesor, no es del “riñón” del presidente pero tampoco de la vice
- ¿Cómo repercutirá en la interna? ¿Anticipo de una salida de Guzmán? Creemos que no

LO QUE MIRAN LOS MERCADOS

FENÓMENO J. MILEI

- **Notable ↑ de su popularidad** -principalmente entre los jóvenes-
- **Corre el eje de la discusión** (+ liberalismo)
- **Condiciona a la oposición** → parte de su discurso está en línea con el pensamiento de JxC

Imagen **Negativa** y **Positiva**



35%
36%

Fuente: Giacobbe Opinión Pública - mayo 2022

JUNTOS POR EL CAMBIO (JxC)

- **↑ la discusión interna sobre los candidatos de 2023**
- El **radicalismo** ya manifestó su deseo de presentar fórmula
- En el **PRO**, P. Bullrich y H. Larreta ¿Y si **Macri** decide ser candidato?

Imagen **Negativa** y **Positiva**



31%
44%



42%
34%



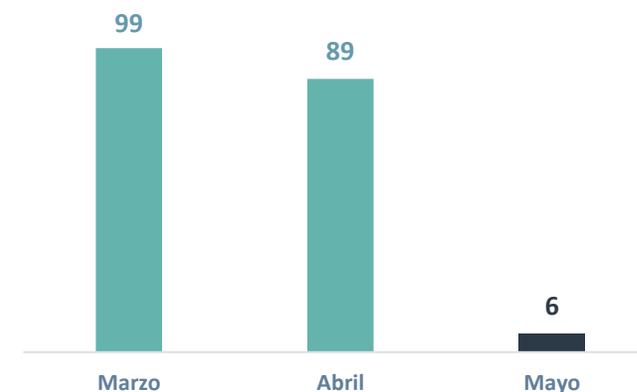
41%
25%

Fuente: Giacobbe Opinión Pública - mayo 2022

AUMENTA INCERTIDUMBRE

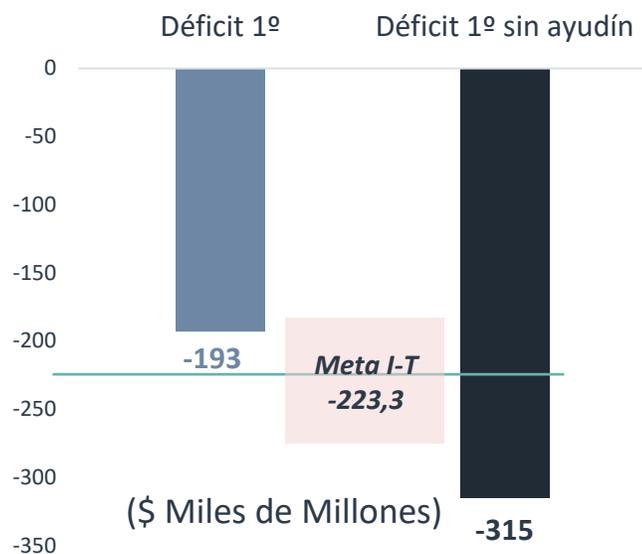
- A pesar de la alta inflación, **↓ apetito por instrumentos CER**
- **Motivo:** ↑ el miedo a un **reperfilamiento** de la deuda en \$ del próximo gobierno

Flujo fondos CER (\$MM)



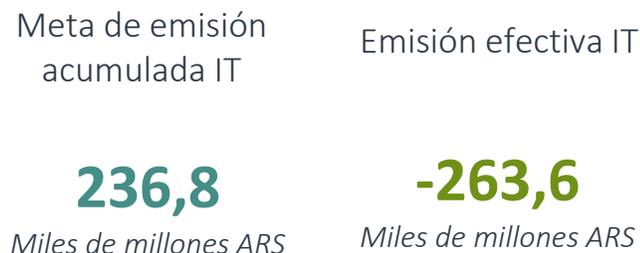
2. ACUERDO FMI: LAS METAS DEL PRIMER TRIMESTRE SE CUMPLIERON PERO DE UNA FORMA QUE GENERÓ DUDAS

FISCO: La meta de deficit se cumplió pero con contabilidad creativa

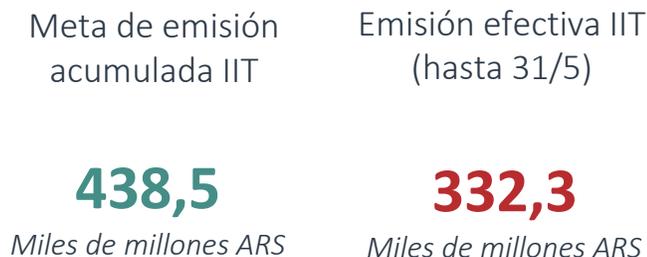


Más de 100 mil millones de ingresos adicionales (diferencia entre el VE y el VN de los bonos públicos emitidos).

MONEDA: Se cumplió la meta de emisión para el fisco...



Pero ya desde abril este fenómeno se revirtió considerablemente ...



ANEXO

Reservas: Se cumplió gracias a la ayuda del FMI

Compras netas del BCRA	-48
Deuda con acreedores privados y otros	-1.173
OOII	-635
FMI	+3.404
<hr/>	
Var Reservas Netas	+1.462
Meta FMI	+1.200
Meta FMI Ajustada*	+510

*La meta del FMI cuenta de ajustadores por recibir menores desembolsos de OOII a los del escenario base (tope en -500 de ajuste), y se le restaron 190 millones por pagos al Club de París

Pero nos enfrentamos a un 2do trimestre sin desembolsos del FMI y con un BCRA que adquirió en abr-may 22 solo un 28% de lo adquirido en abr-may 21.

2.

ACUERDO FMI: Y LAS DEL SEGUNDO TRIMESTRE DIFICILMENTE SE CUMPLAN (AL MENOS 2 DE TRES) SE VIENE WAIVER

FISCO

Meta Déficit 1º II-T	Déficit 1º acumulado I-Cuatr.	Margen p/ cumplir
-566,8 \$MM	-272 \$MM	-295 \$MM

1. "Plan Platita" 2 (+\$200 MM)

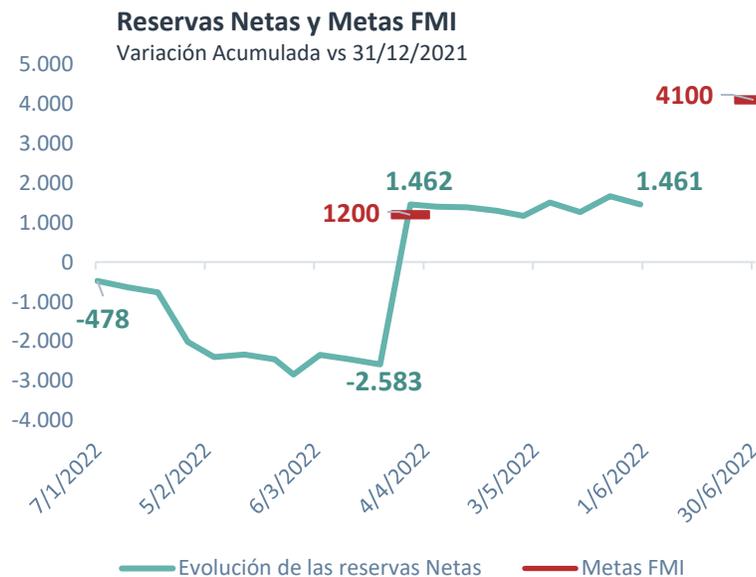
2. Inercia gastos e ingresos (gastos ↑ 15 p.p. + que ingresos -sin Rentas de la Prop.- en I-cuatr.)

3. Fin contabilidad creativa (representó el 10% de los ingresos en mar. y abr.)

ANEXO

A seguir de cerca
financiamiento –
warning abril y mayo

RESERVAS



Para poder cumplir la meta del FMI se deben aumentar reservas netas por:

USD 2.639 M
(USD 1.949 M con ajustador)
En el mes de Junio.

METAS ANUALES

Déficit Fiscal primario

1.756 \$MM (2,5% PBI)

Asist. Monetaria

705 \$MM (1,0% PBI)

Reservas

5.800 USD M

3. GASTO PÚBLICO: PREOCUPA SU DINÁMICA

1.

Muy alta suba del gasto público: +75% i.a.
(muy por encima de la inflación y de la suba de 60% de los recursos sin ingresos “creativos”)

2.

Más gasto social por el fagonazo inflacionario: Plan “Platita 2” (**0,3%** del PBI)

3.

Más gasto en subsidios por la negativa del gobierno de ajustar tarifas lo suficiente: **+131%** i.a. en 1º cuatrimestre; y **+ 166%** los energéticos

4.

Más gasto en sueldos públicos (PBA marcó la cancha con **↑ 60%**). El **gasto en salarios nacional ya crece al 85% i.a.**

Evolución de los ingresos y gastos

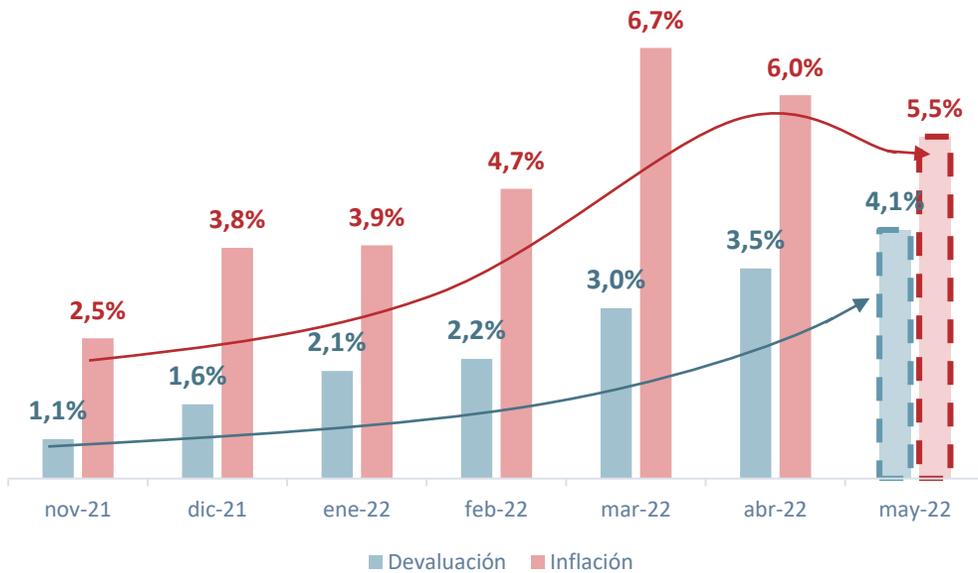
	Abril (var. % i.a.)	1º cuatrimestre (var. % i.a.)
Ingresos Totales	78%	70%
Ingresos Totales sin Rentas de la Prop.	61%	60%
Gastos Primarios	87%	75%
Prestaciones Sociales	82%	66%
Transferencias corrientes a provincias	133%	87%
Salarios	85%	71%
Subsidios económicos	148%	131%
Energía	133%	166%
Transporte	210%	73%

La clave: no malgastar el aumento de recaudacion nominal que genera el impuesto inflacionario

4. TENSIONES CAMBIARIAS “LATENTES”: PRESIÓN SOBRE LA COMPETITIVIDAD

CRAWLING PEG

Devaluación Mayorista e Inflación Nacional Var m/m



COMPETITIVIDAD

Tipo de cambio real multilateral dic. 21= 100



Términos de intercambio (2004-2022)

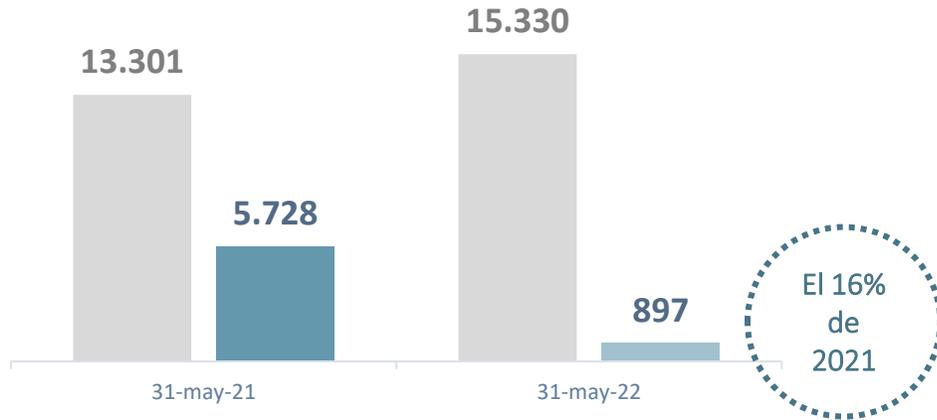


4.

TENSIONES CAMBIARIAS “LATENTES”: MENOR DISPONIBILIDAD DE DÓLARES QUE LA ESPERADA ¿QUE SE VIENE EN EL SEGUNDO SEMESTRE?

Disponibilidad de dólares I

Liquidaciones de Ciara (Gris), y Compras de dólares del Central.
Ciara datos hasta abril. BCRA Acum hasta el 31-may de cada año



El BCRA compra menos dólares y a un ritmo insuficiente para abastecer la demanda y acumular reservas. Los dólares se van...

TURISMO
más que se triplicó el déficit

IMPORTACIONES
+47,3% i.a.
Aun con + cepo

DÓLAR AHORRO
Ya demandaron casi lo que en todo el 2021.

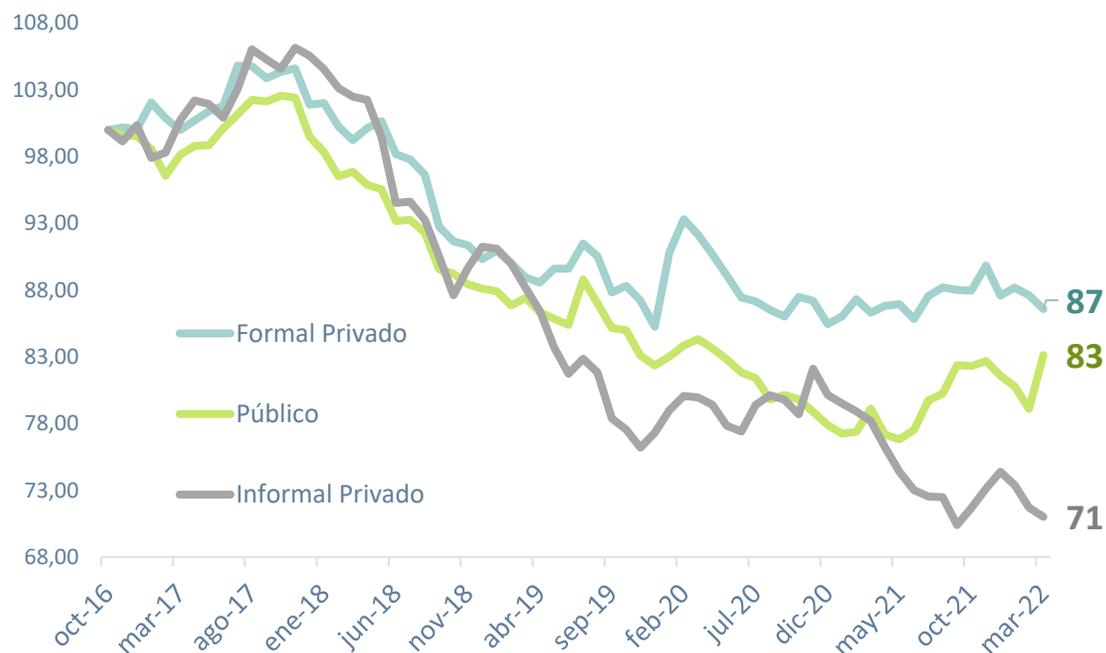
Disponibilidad de dólares II

	I semestre 2022	II semestre 2022	2021 Total	2022 Total
Oferta de Divisas	8.559	6.207	15.282	14.766
Saldo Comercial Liquidado	8.559	6.207	15.282	14.766
Cobro Exportaciones	42.886	41.229	76.423	84.115
Pago Importaciones	-34.328	-35.022	-61.141	-69.349
Demanda de Divisas	-6.898	-7.368	-10.233	-14.266
Turismo	-2.699	-2.987	-2.470	-5.687
Préstamos Financieros	-3.321	-2.291	-5.549	-5.611
Atesoramiento Privado	-560	-615	-518	-1.175
Otros*	-319	-1.475	-1.695	-1.794
BCRA (Compras Netas)	1.660	-1.160	5.049	500

EL MERCADO SE PREGUNTA ¿DEVALUACIÓN?
¿DESDOBLAMIENTO?
¿MÁS CEPO?

5. MAYOR CONFLICTIVIDAD, DETERIORO DEL PODER ADQUISITIVO Y PARITARIAS

Evolución Salario Real Oct-16=100. A Ene-2022



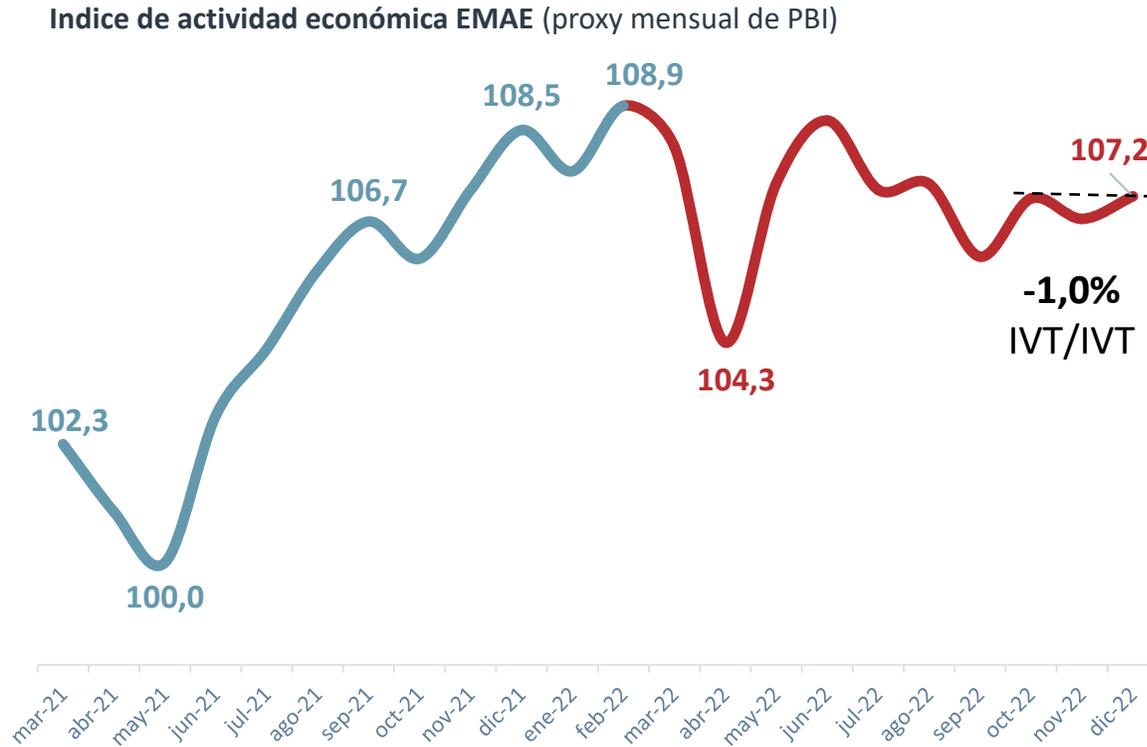
Paritarias: adelantos, múltiples cuotas y patear para adelante

1. La mayor parte de los gremios volvió a discutir sus acuerdos en mayo, quedando la pauta en un **piso promedio del 60%**; que de todos modos ya se sitúa lejos de la inflación proyectada, sólo aquellos con mayor poder de negociación podrían sostener su poder de compra
2. Frente a esta nueva escalada de precios algunos gremios reclaman nuevos adelantos/ reaperturas, situándonos en un ciclo de revisiones constantes.
3. **Acuerdos cada vez más cortos atentan contra la certidumbre.** Navales acordaron por 6 meses, trabajadores de la carne, pesqueros y Seguros, por 9 + cláusula de ajuste por inflación; Camioneros por 6 meses con reapertura en octubre
4. **Más cuotas y dobles revisiones, menos certidumbre de costos, más inflación.** La paritaria de comercio incluyó 7 tramos de aumento, todos por encima del 4,5% mensual. Sanidad 59% en 5 tramos con revisión en octubre y febrero; Alimentación 59% en 4 tramos con revisión en septiembre y febrero; Bancarios 60% en 3 tramos y con retroactivo a enero, con revisión en octubre y noviembre

Aumentó el riesgo de que las paritarias validen un nuevo piso inflacionario

6. DEBILITAMIENTO DE LA ACTIVIDAD: EL CUARTO TRIMESTRE DEL 2022 ESTARÁ POR DEBAJO DEL CUARTO DE 2021

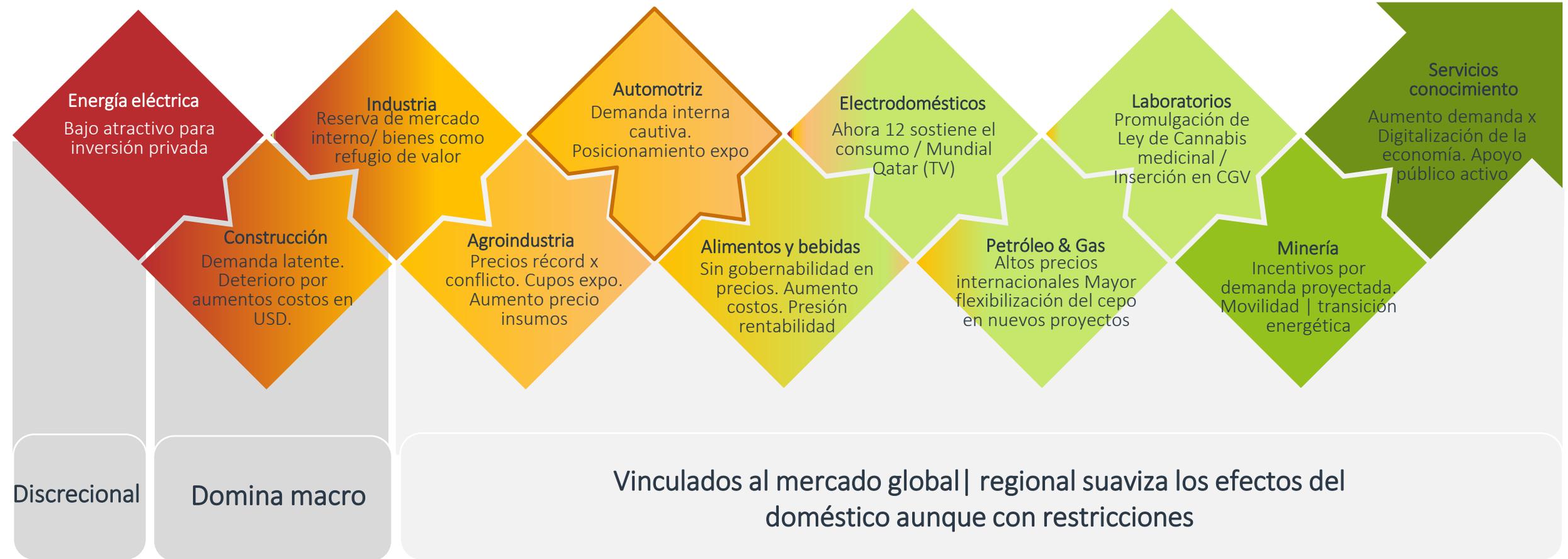
El PBI subirá en promedio 3,5% en 2022.
 Toda la suba se explica por arrastre estadístico del 2021 y el IT 22.



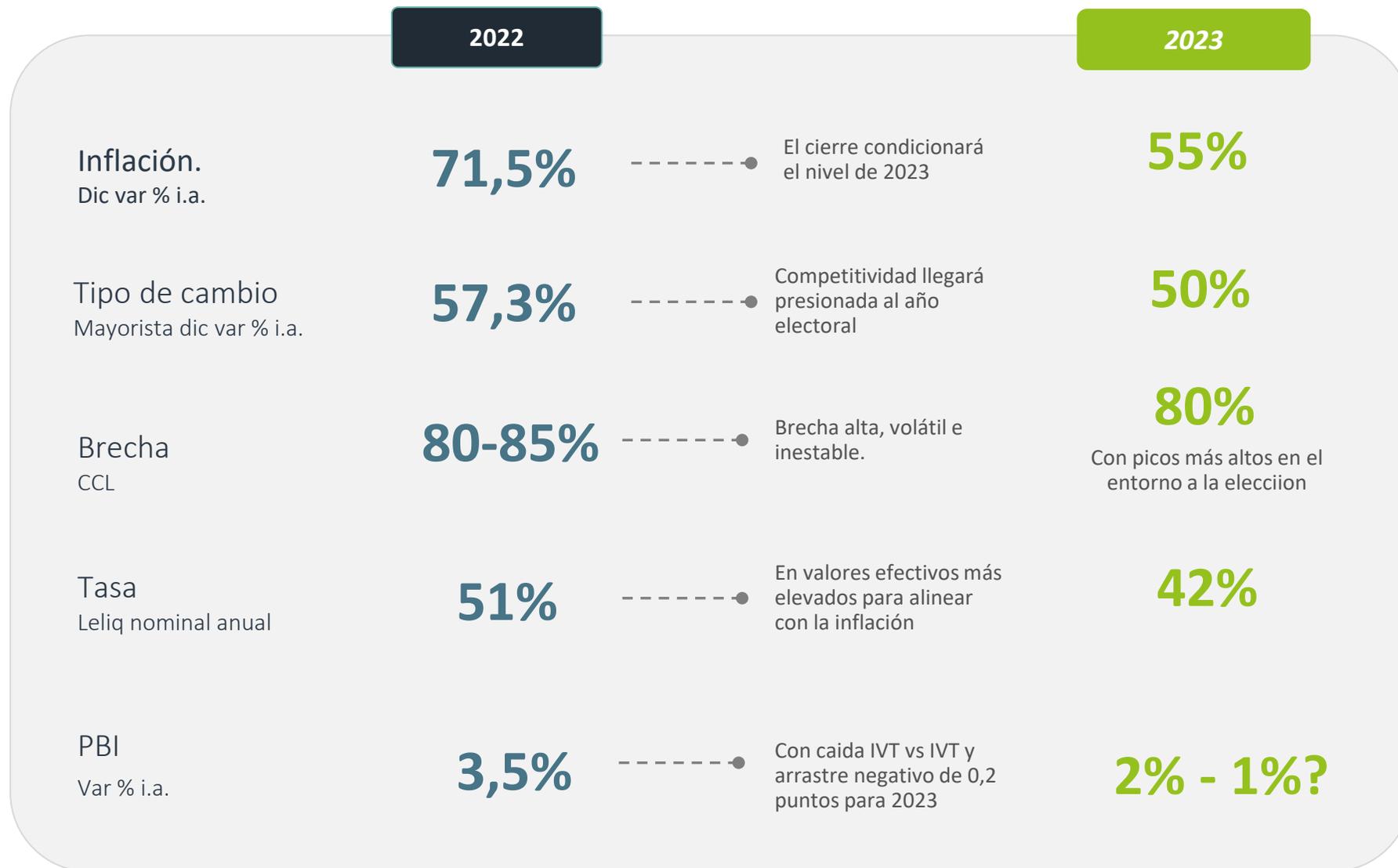
Motores “apagados”

- Consumo se va a frenar por el deterioro del poder adquisitivo
- La inversión no compensa (como parece estar sucediendo en los desarrollados)
- El freno a las impo tiene sesgo recesivo
- Impacto por mayores tasas de interés
- Las exportaciones industriales pueden moderarse ante el menor crecimiento global

6. PERO CON PERSPECTIVAS DIFERENCIADAS PARA LOS DISTINTOS SECTORES CONSIDERANDO LAS TENDENCIAS GLOBALES Y LA MACRO LOCAL



ESCENARIO BASE: CON MAYOR VOLATILIDAD Y MÁS RIESGOS PERO NO DISRUPTIVO



Riesgo:
escenario más disruptivo de nominalidad con tendencia creciente

ZOOM: TRAYECTORIAS ESPERADAS DE INFLACIÓN y TIPO DE CAMBIO

Inflación Nacional y Tipo de Cambio Mayorista

Var m/m por mes y promedio para 2023





SESGO DE LA FED

Clave para determinar el riesgo de una recesión en EEUU con fuerte impacto negativo en emergentes y la región



ACCIÓN Y REACCIÓN POLÍTICA Y SOCIAL

Clave para ver si vamos a un escenario de contención de tensiones y juegos con un mínimo de cooperación o a una intensificación de tensiones, pujas y rupturas con impacto macroeconómico de magnitud



REVISIONES DEL FMI

Waivers bajo qué condiciones
Clave para determinar la probabilidad de anclaje de las expectativas y acotamiento de la incertidumbre



DISPONIBILIDAD DE DÓLARES - RESERVAS

Clave para definir que opciones de política adoptará el gobierno (+ tasas, + devaluación / + cepo / ¿desdoblamiento?)



ROLL OVER DE LA DEUDA EN PESOS

Clave para acotar el riesgo de excesiva expansión monetaria con el consecuente impacto en en la nominalidad (espiral)



INDEXACIÓN - PARITARIAS

Clave evitar indexación generalizada y una mayor inercia inflacionaria difícil de quebrar



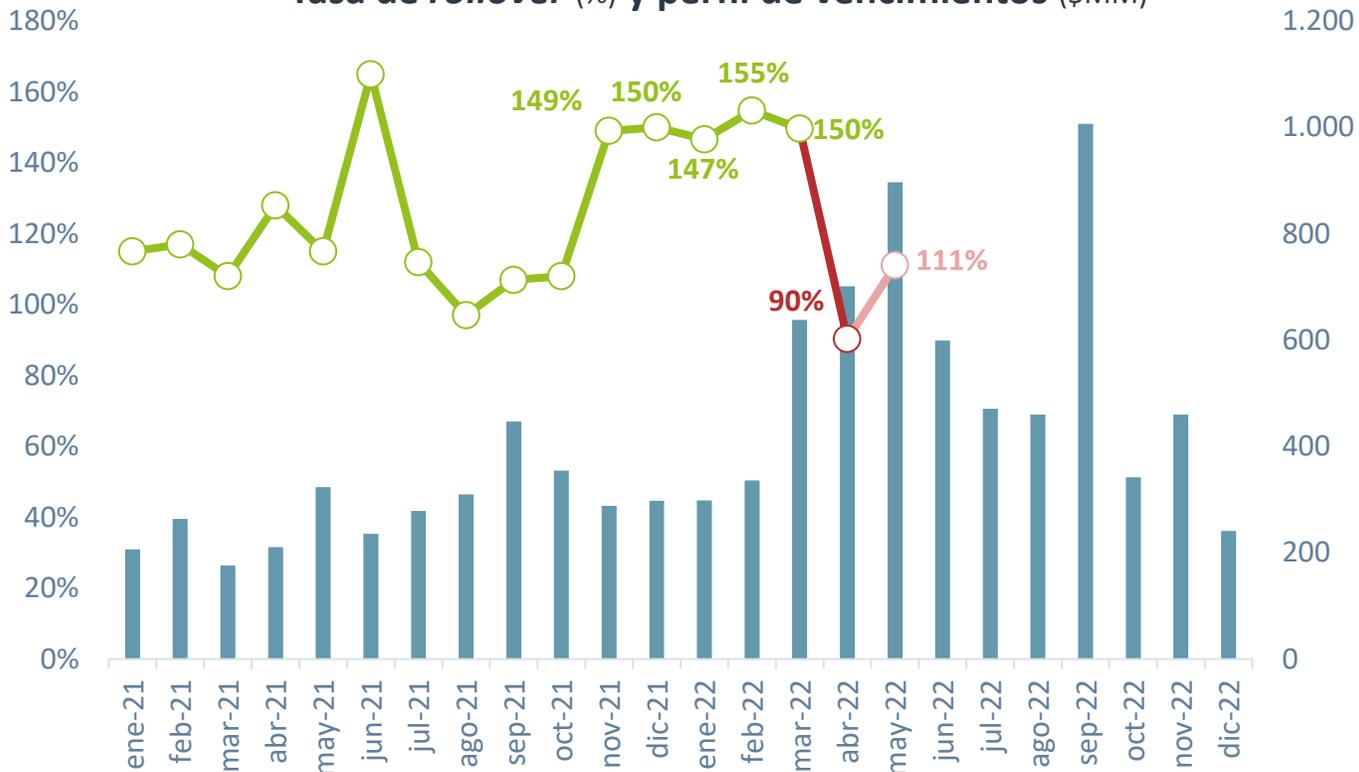
ANEXO



FISCO: LLAMADO DE ATENCIÓN EN ABRIL Y MAYO RESPECTO A LAS COLOCACIONES DEL MECON

VOLVER

Tasa de rollover (%) y perfil de vencimientos (\$MM)



Operaciones del Tesoro con BCRA (\$MM)

	Meta FMI	Trimestre	Acumulado año	Margen p/meta
IT-22	236,8	-264	-264	
IIT-22	438,5	332	69	370

Financiarse se ha tornado más desafiante

- Abril: rollover **90%**
- Mayo: rollover **111%**, pero i) muy por debajo I-T, ii) 50% de lo colocado fue un bono que puede utilizarse como encaje
 - ↓

Correlato monetario → Operaciones del BCRA con el Tesoro

- Abril: +\$391 MM
- Mayo: -\$59MM

Agravante: el 31/5 el Tesoro le vendió al BCRA parte de sus DEGs por \$322 MM y los usó para cancelar Adelantos Transitorios

→ Este movimiento prepara el terreno para, al menos, cumplir la meta monetaria