



ABECEB

**La Argentina post acuerdo. Más incertidumbre
que riesgo para el escenario 2022-2023**

Abril 2022

1

La guerra entre Rusia y Ucrania y el acuerdo con el FMI en el centro de la agenda

- La suba de los precios de los commodities y de la energía. La reacción del gobierno ante el nuevo contexto internacional

2

Escenarios y proyecciones de variables clave.

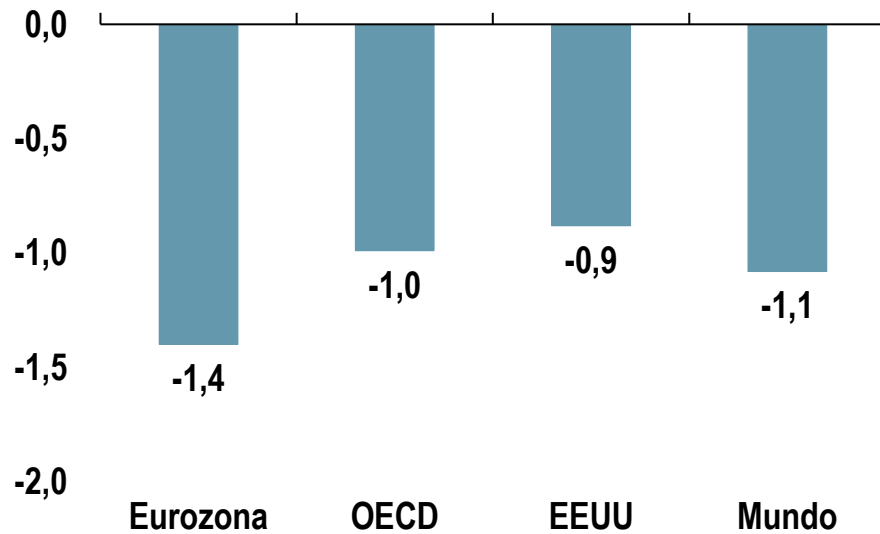
- ¿Puede defenderse un crawling peg y acumular reservas?
- ¿Hay riesgos de estanflación?
- ¿Se levanta el pie del cepo importador post acuerdo? ¿Cuándo y en qué empresa/sector ?
- ¿Hasta dónde puede bajar la brecha?

Riesgos de estanflación: las primeras proyecciones preliminares de impacto

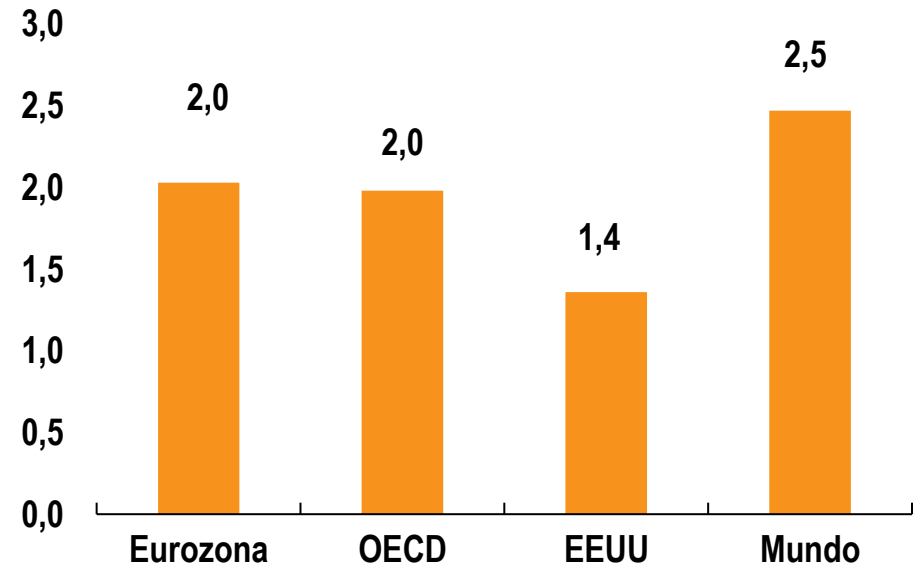
Simulación de impacto en 2022

Fuente OECD

En Crecimiento del PBI



En Inflación



4,0% 2,8%

-1,2pp



La FED más pesimista que la OECD

2,7%

4,3%

+1,6pp

Múltiples efectos directos e indirectos a corto y mediano plazo

1 PROBLEMA REPETIDO
(LA 3RA DE PUTIN)

2 RUSIA VS OCCIDENTE
"UNIFICADO"
Cambio postura Alemania

3 RUSIA SIGUE FIRME Y EXIGE
RENDICIÓN
Tensión EEUU - Rusia - China



Consecuencias

DE CORTO PLAZO

↓ Crecimiento; ↑ Inflación ; ↑ Costos

Renace necesidad de reaprender lo olvidado: a gestionar con alta inflación

Problemas suministros

Refugio activos seguros

Retraso diferenciado
normalización monetaria y fiscal

↑ Dólar Oro, Franco Suizo ↓ Euro



Monet.	Fed + rápido	BCE + lento
Fiscal	+ Déficit	¿Reglas Fiscales? Gastos militares

Refuerza ↑ Dólar ↓ Euro

↑ Expo agro ; pero ↑ déficit energético p/ importadores netos

DE MEDIANO /LARGO

Cambios en las estructuras **de capital de las compañías**: salen rusos ¿entra China?) Reingreso del Estado en las compañías

China posible **ganador**

Reorganización industrial – relocalización (Cierre plantas autopartes en Rusia)

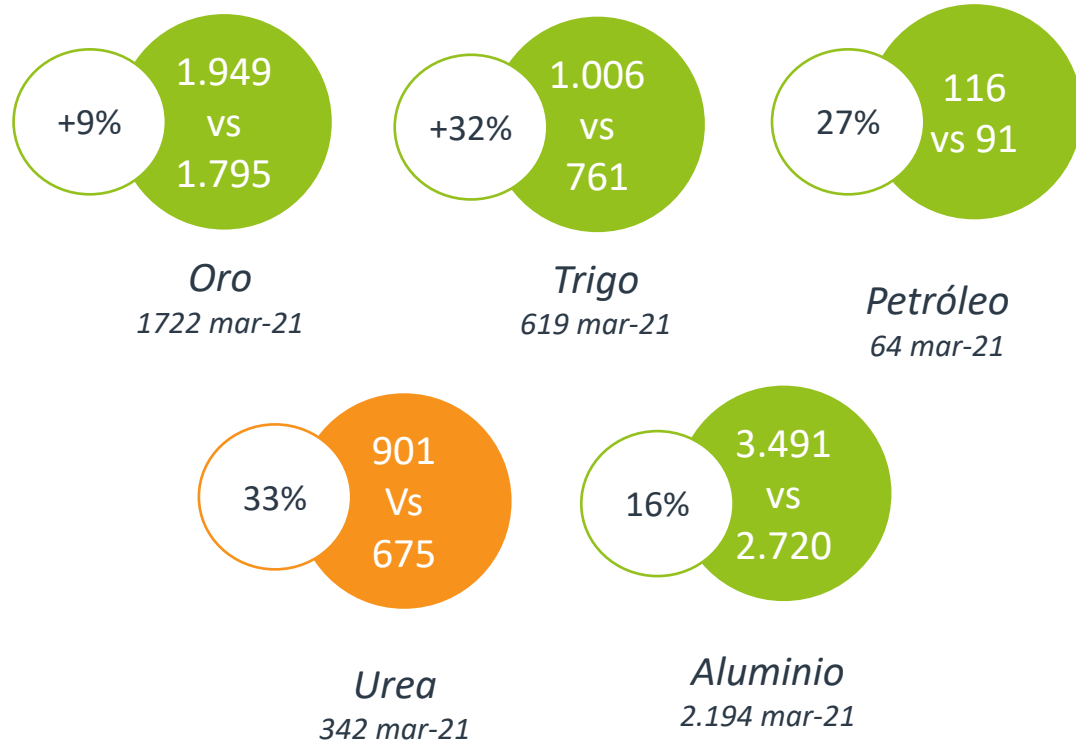
Transformación energética : retrasa a mediano largo el proceso de avance hacia renovables al estimular el freno a la descarbonización y elevar valor activos no renovables (oportunidad para Vaca Muerta)

Desviación de comercio pone en valor el Mercosur en un contexto en que Europa necesita reestructurarse y ser menos dependiente de Rusia

Suba de costos vinculados a la logística, los precios de materias primas y potenciales disrupciones sobre cadenas de abastecimiento

Precios de Commodities

Marzo 22 vs enero 22



RETRASA LA NORMALIZACIÓN DE LAS CADENAS DE SUMINISTRO GLOBALES

COMPROMETE MERCADO DE ALIMENTOS EN LA PRÓXIMA CAMPAÑA

COMPROMETE DESTINOS DE ALGUNOS PRODUCTOS ESPECÍFICOS

- + **COSTOS DE FLETES, RETRASOS Y DESVÍOS**
- + **PRESIÓN SOBRE PRECIOS DE FERTILIZANTES.** Rusia es uno de los principales productores de potasa en el mundo y Ucrania prohíbe exportaciones de fertilizantes.
- + **DUDAS SOBRE CRISIS DE CHIPS Y SEMICONDUCTORES.** Rusia y Ucrania son **productores clave de insumos industriales** como el **paladio, el platino, el neón y el xenón**

Avance de la cosecha de otoño y primavera en Ucrania. Impacto no sólo en trigo sino potencial también en girasol y otros mercados alimenticios

La cadena alimentaria es la más expuesta al comercio con Rusia.	Expo Fruta Lácteos Carne	Impo Agroquímicos Insumos de acero
--	--	---



Gas

GNL: se disparan los precios de importación y la SE dilata la compra de buques (solo compro 8 de los +70 que necesitaría) especulando que los precios bajen pero estos siguen subiendo:

2021	Marzo 22
8,4	45
<i>Usd/Mmbtu</i>	<i>Usd/Mmbtu</i>
+436%	

Para disminuir exposición al GNL gobierno avanza en ampliar importaciones de gas boliviano. **Brasil tiene que dar el visto bueno, y por la mejora en su generación hidráulica tendría margen para reducir sus importaciones de gas boliviano**



Se le pagaría a Bolivia un precio de hasta **us\$18/Mmbtu**



Permitiría ahorrar **700-800 MM** en impo. de GNL



Solo seria una compensación parcial. Costos de importación 2022e: +us\$10.000 MM y ya se especula con cortes de suministro a la industria para reducir demanda.



Petróleo y Combustibles

Salto de precios internacionales presiona sobre acuerdo interno y operadoras exigen subas en el barril criollo:

<i>Brent</i>	<i>Barril Criollo*</i>
116 us\$/b	55 us\$/b
Mar-22	Mar-22e

- **Subas del barril criollo se traducirán en surtidores** (refinerías no pueden absorber la suba).
- Ya hubo aumentos que sumaron el 22% pero **se necesitarán subas adicionales de hasta 75%** si se quiere recortar brecha brent/criollo y mantener márgenes

Gasoil importado se encarece y empresas deben vender a pérdida

Aumento de precios del gasoil importado

+67%
i.a. (en usd)
Feb-22



Comienza a haber faltantes de gasoil en el interior del país, siendo un gran condicionante para la cosecha que se viene

**Se toma como referencia el precio del petróleo medanita para el mercado interno*

EL ACUERDO CON EL FMI LOGRÓ SORTEAR EL DEFAULT PERO DEJÓ FUERTES TIRONEOS EN LA POLÍTICA CON IMPACTO EN LA ECONOMÍA

Los “tironeos” que signarán el largo camino hasta la presidencial de 2023

Economía y previsibilidad

Se logró un acuerdo con el FMI que sorteó el default y acota la “sobre incertidumbre” pero es un acuerdo ...

- **CORTO:** horizonte a 2,5 años y “relativo”
- **LIGHT:** o sea poco exigente y con “márgenes de maniobra” para incumplir sin incumplir (más con la guerra Rusia Ucrania en el medio)
- **INSUFICIENTE:** no alcanza para anclar del todo las expectativas con impactos para las empresas
- Y con revisiones trimestrales que gatillarán ruidos políticos, aun cuando el FMI probablemente haga la vista gorda en varios incumplimientos

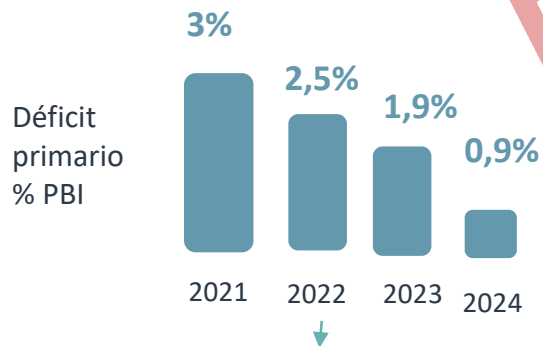
POLÍTICA Y GOVERNABILIDAD

- **Fractura al interior del FDT:** ¿el peor momento, peor aún que cuando se daba el “intercambio epistolar”? ¿irreconciliable?
- **Debilidad política del presidente:** un presidente no debe aclarar quién toma las decisiones. Suele ser un problema bajo esquemas fuertemente presidencialistas
- Casi dos años con este clima político es toda una eternidad para la economía. **Inestabiliza aún más equilibrios inestables**



Metas fiscales

En recalibración



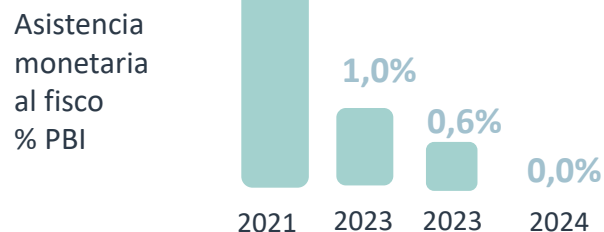
Nominal de \$1,758 billones

- + Techo aumento deuda flotante
- + Compromiso no atrasar pagos deuda externa



Metas monetarias

En recalibración



nominal de \$700 MM

- + Sin otros "corsets" (metas de agregados etc)
- + Tasas reales (pasivas) positivas



Meta de Reservas Netas

USD **5,800** M en 2022

USD **15,000** M en 3 años

- + Sin salto y con el compromiso de mantener la competitividad

Aprobado por el Directorio del FMI ya llegó el primer desembolso en DEGS (US\$ 9,6 mil M), con el que se pagó el vencimiento del 22 de marzo por US\$ 2,8 mil M quedando el remanente de DEGS en las reservas del BCRA.

La aprobación vino acompañada de un documento de casi 180 páginas donde se presenta un extenso listado de las debilidades, riesgos y desafíos que enfrenta el programa económico y donde se anticipa que será necesario recalibrarlo rápidamente,



Condicionantes

- **Externos:** Impactos de corto y mediano plazo de la normalización post pandemia e interrogante sobre el desenlace de la guerra.
- **Económicos internos :** Horizonte de planificación y budgeting corto. Desbalances macro y distorsiones micro seguirán presionando
- **Políticos:** Rebalanceos inter e intra-partidarios (oficialismo y oposición) con presencia de tensiones. Ciclo electoral impactará sumando ruido en 2023.
- **Estructurales:** Sin perspectivas de reformas por delante = baja inversión, productividad, empleo = mercado empobrecido

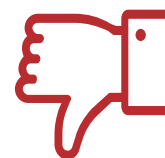


Oportunidades

- **Comerciales vinculadas a reconfiguración geopolítica:** ¿Mayor demanda externa de agro alimentos? ¿Revitalización UE – Mercosur?
- **Inversiones:** ¿Se reactiva el potencial productor y exportador de Vaca Muerta?
- **Activos argentinos “baratos”** dando lugar a entradas para nuevos negocios (compras, fusiones y adquisiciones)
- **Potencial creciente en servicios y exportación ligados a la innovación,** potenciado por una mano de obra barata.



El grado de intensidad de cómo termine operando este combo de condicionantes y oportunidades llevará a un ajuste en + o en – del escenario base.



Hoy la balanza de riesgos está inclinada a **más inflación y más pisado de importación**

Variables clave

	2022	2023
 Inflación (dic)	58/60% ↑	48-50%
 Deva oficial (dic.)	50% ↓	42%
 Brecha (dic.)	75-65%	70%
 Tasa (Leliq) ^{TNA} _{TEA}	47,0% (58,6%)	42,5% (51,9%)
 PBI (var % ia)	3,5%	2,5%
 Consumo (var % ia)	3,8%	2,3%

A tener en cuenta



- Nuevo piso más elevado cercano al 60% con incertidumbre y riesgo al alza
- La aceleración inflacionaria interna y global lleva al gobierno a devaluar por debajo de la inflación.
- Hoy en 84% se espera que converja a un nivel algo más bajo pero con fuerte resistencia a la baja en la zona de 75/65%
- Tasas más altas calibradas a la inflación y la devaluación –más alta- de forma de tratar de estimular la demanda de activos en pesos
- Crecimiento en 2022 explicado sólo por alto arrastre estadístico de 2021 (3 pp) y un primer trimestre razonable. PBI de 2022 aún **2%** por debajo de 2017
- Limitantes a la expansión de masa de ingresos **ponen techo al crecimiento**, aunque con heterogeneidades. Consumo 2022 aún **12 %** por debajo de 2017



Más inflación y menos actividad

	2022	2023
 Inflación (dic)	65,0%	55,4%
 Deva oficial (dic.)	47%	40,1%
 Brecha (dic.)	85-75%	85-75%
 Tasa (Leliq) <small>TNA TEA</small>	55% (71,2%)	46% (57%)
 PBI (var % ia)	2,0%	0,5%
 Consumo (var % ia)	3.0%	1,3%

Supuestos

- **La inflación se acelera más de lo esperado en el primer semestre** elevando la nominalidad de la economía.
- **El BCRA pisa el tipo de cambio para no exacerbar tensiones inflacionarias**
- El combo mayor inflación y atraso cambiario **exacerba la incertidumbre y lleva a una brecha más alta que en el escenario base.**
- **El BCRA ajusta más la tasa de interés** contener tensiones sobre la brecha y el dólar.
- **El nivel de actividad se resiente por impacto de la presión recesiva que ejerce la mayor inflación sobre el poder adquisitivo + el encarecimiento del crédito derivado de la política monetaria más restrictiva.**
- **La aceleración inflacionaria impide recomposición salario real, la suba de 2022 obedece solo al arrastre estadístico heredado de 2021**

ANEXO

Balance cambiario ajustado: El gobierno adecuará las restricciones para que el saldo permita cumplir sus objetivos de reservas

MULC Simplificado

Millones de USD

+ 2.100

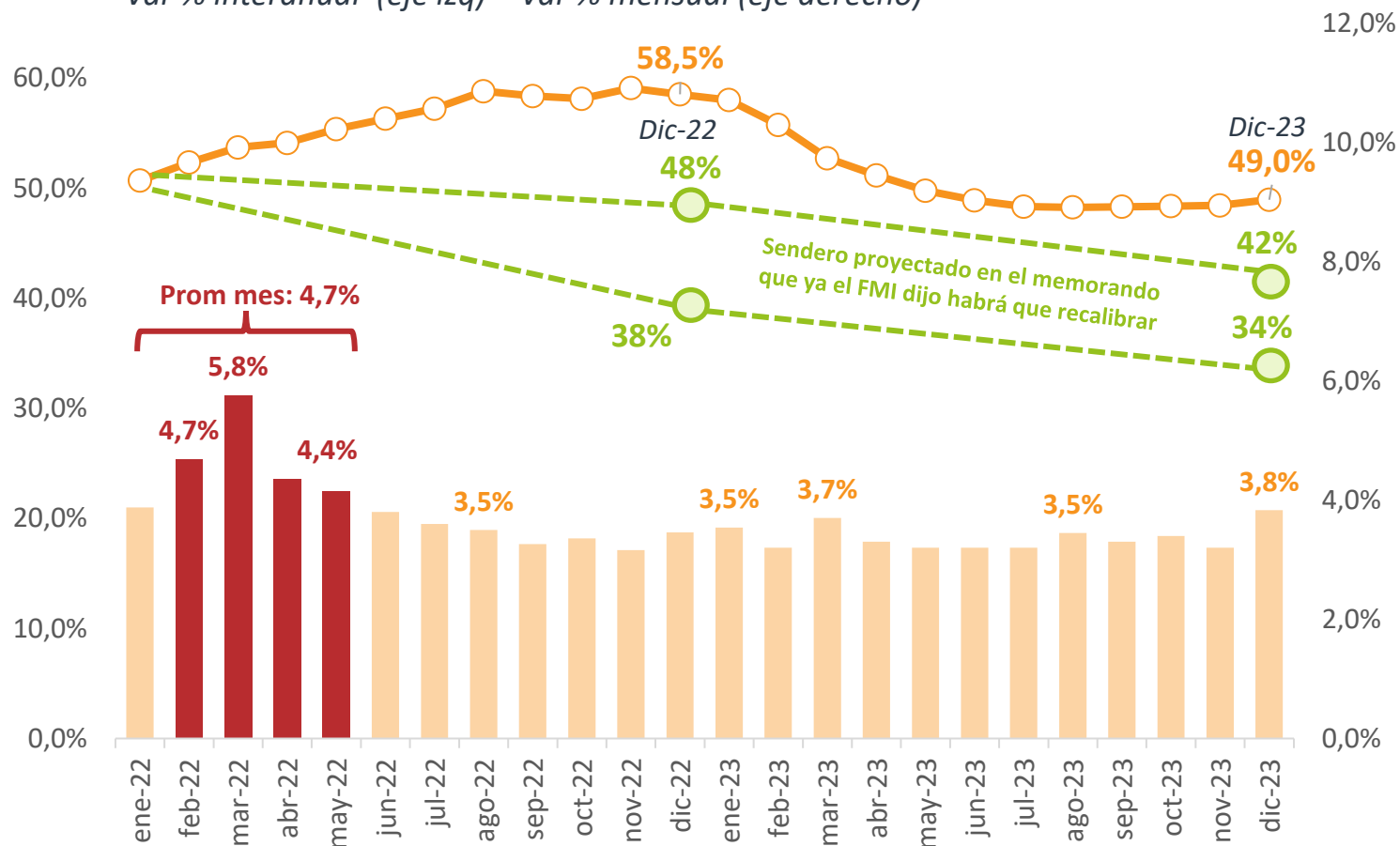
Saldo positivo que compraría el BCRA
(Diferencia entre oferta y demanda neta)



Acuerdo con el FMI que NO ES UN plan antiinflacionario + Presiones de inflación importada (energía y alimentos) + Problemas de suministro
 = **Intervenciones y los acuerdos de precios (refuerzo a la pata heterodoxa del enfoque "multifacético")**

Inflación Nacional

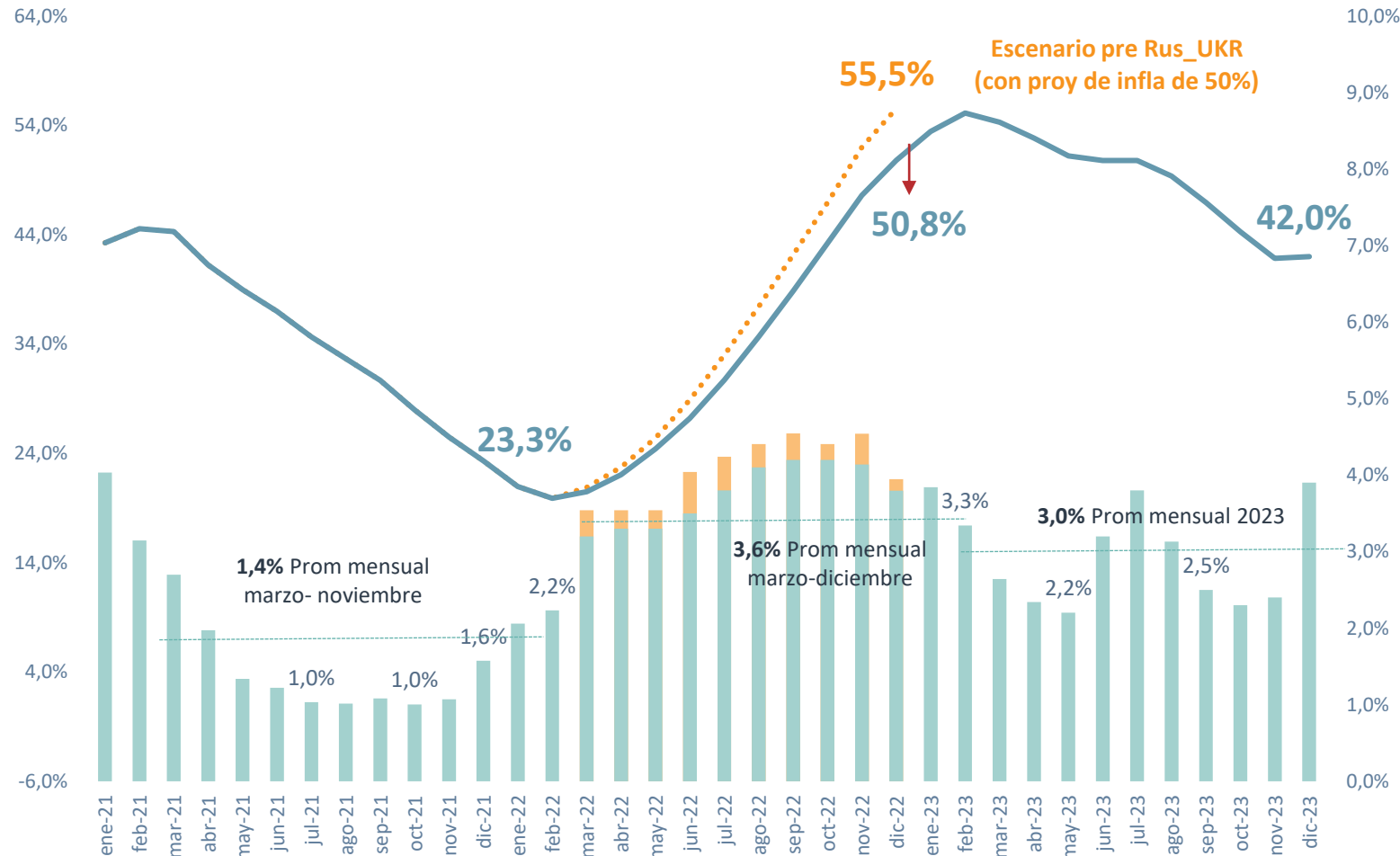
Var % interanual (eje izq) – Var % mensual (eje derecho)



Impactos de la aceleración inflacionaria

- **Mayores tensiones políticas en el oficialismo**
- **Mayor presión sobre salarios y paritarias.**
- Mayor presión para que el gobierno **incremente el intervencionismo en precios.**
- **Mayor presión sobre el gasto social**
- **Recalibración de tasas al alza** para alinearlas con rendimientos reales positivos.
- **Un TC corriendo levemente por detrás de la inflación** ayudado por factores externos

Tipo de cambio oficial mayorista (A3500) + Viejo Escenario Var % interanual (eje izq) – Var % mensual (eje derecho)



- Las mayores presiones inflacionarias **moderarán la aceleración del crawling peg** vs lo que se pensaba
- Considerando proyecciones de inflación global y monedas socios devaluando en línea con la inflación **permitiría llegar a fin de año con un TCRM estable vs fin de 2021 -pero por debajo del promedio del año anterior**

Tipo de cambio real multilateral

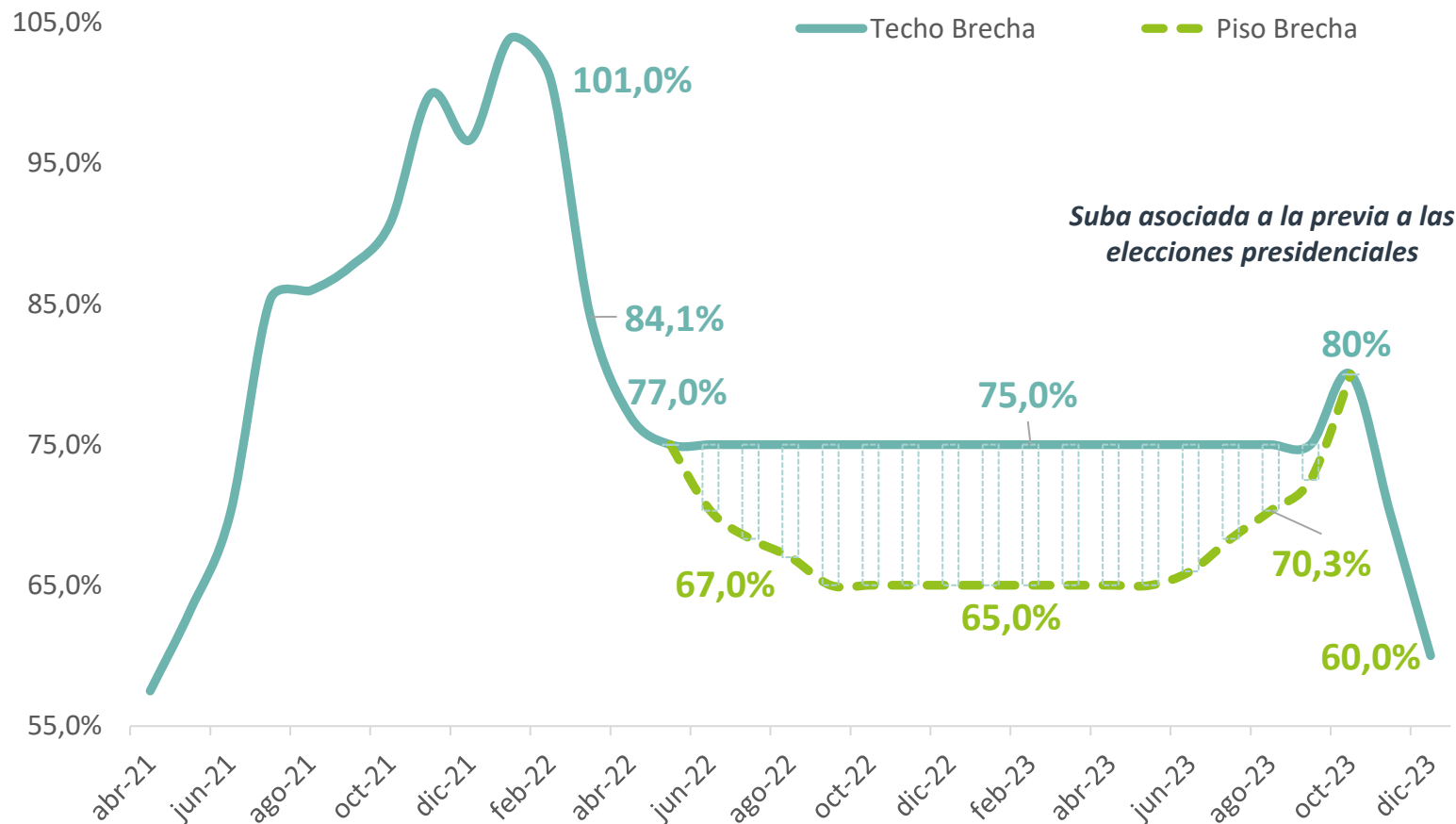
- \$/USD constantes de Feb-22

Promedio 2020	122,3	
Promedio 2021	118,1	} -10,3%
Dic 2021	105,9	
Marzo 2021	105,5	
Promedio 2022	103,6	-12% vs prom 21
Dic 2022	105,7	-0% vs dic

- No descartamos que ante las mayores tensiones inflacionarias el gobierno baje la tasa de devaluación versus lo que se espera sobre todo este trimestre

BRECHA / Se espera que siga declinado aunque seguirá en niveles elevados en un contexto de continuidad de restricciones cambiarias **ABECEB**

Brecha del TC oficial mayorista vs dólar Blue
Promedio mensual



A tener en cuenta

Se redujo de mas de 100% a 75% - 85% (CCL blue) con el acuerdo . Puede bajar algo mas, pero no mucho.

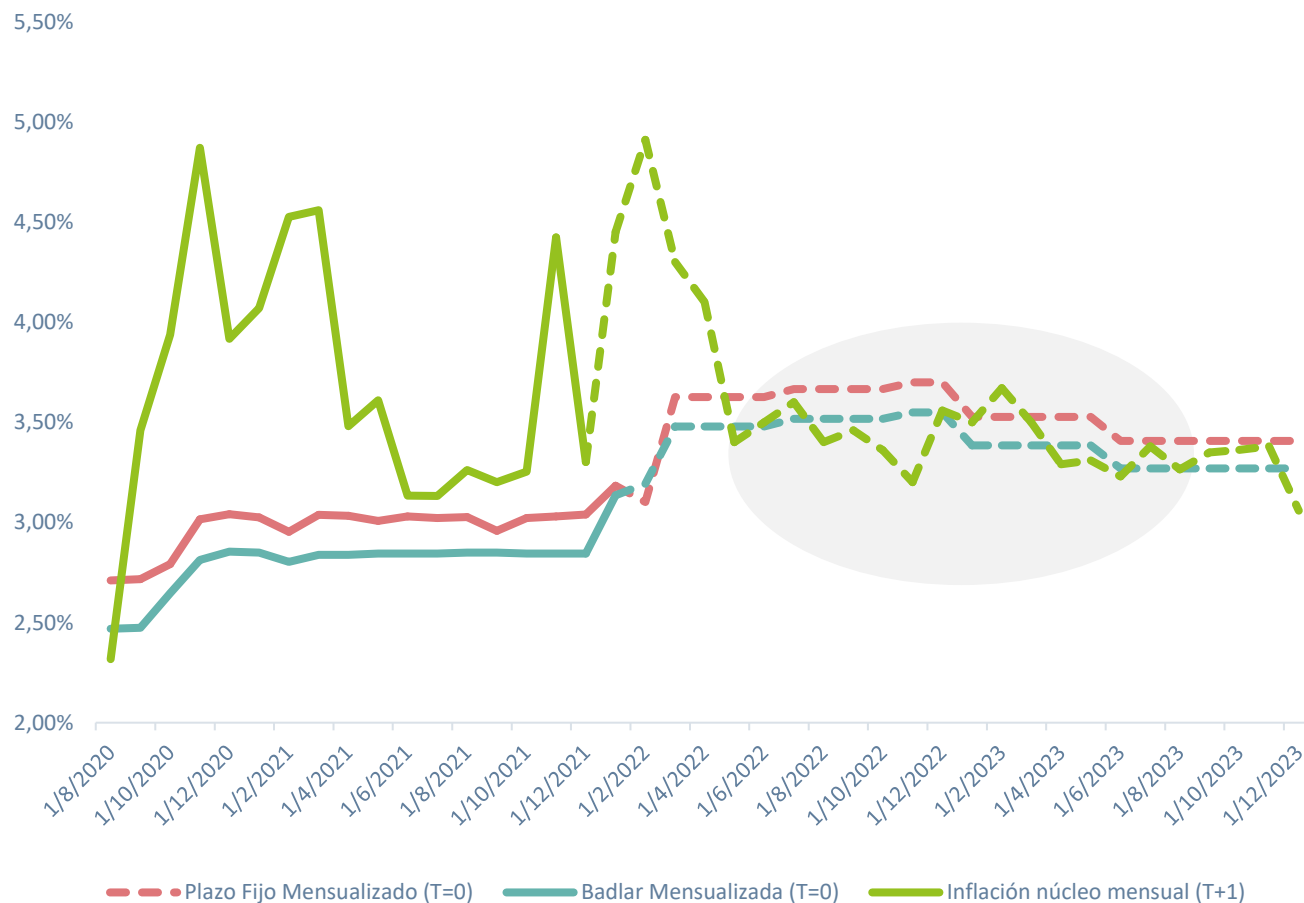
Resistencia en la zona de 75/65% (con buena suerte) en un contexto de mayor incertidumbre, ruidos de nominalidad y mantenimiento/ endurecimiento de restricciones cambiarias

Nuevo gobierno?

TASAS / Se esperan nuevas subas para alinearlas a la nueva trayectoria cambiaria e inflacionaria **ABECEB**

Tasa Plazo Fijo - Tasa Badlar - Inflación Núcleo.

Tasa % efectiva mensualizada - Var % m/m

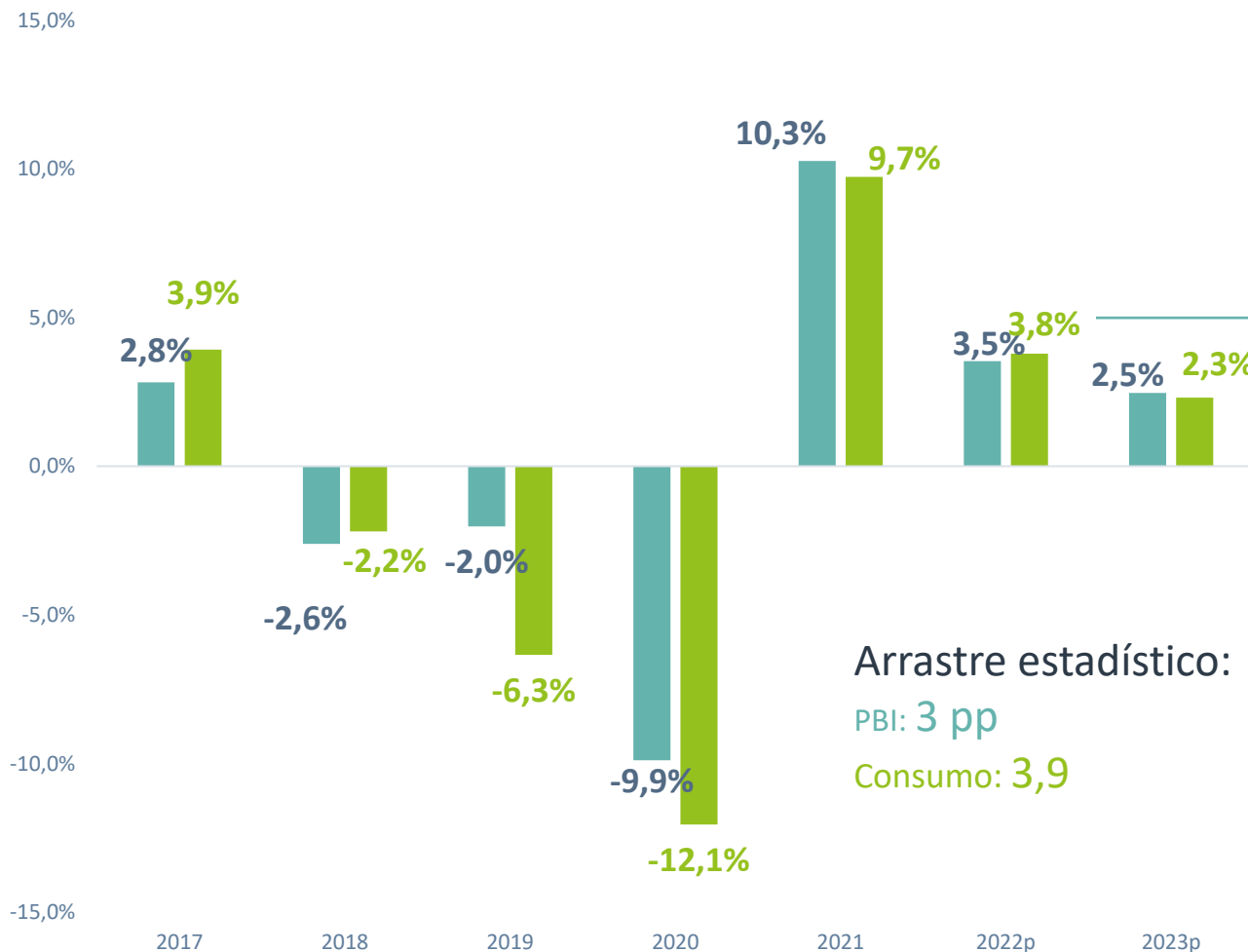


Hacia tasas reales positivas

Con dos subas en el año ya estamos cerca pero falta

	TNA (TEA) PLAZO FIJO	TNA (TEA) BADLAR	TNA (TEA) LELIQ	
2021(eop)	36,5% (43,3%)	34,1% (40,0%)	38,0% (45,4%)	
Hoy	43,5% (53,3%)	43,1% (52,7%)	44,5% (54,8%)	Ultima suba
2022(eop)	45,9% (57,0%)	45,5% (56,3%)	47,0% (58,6%)	Recalibrada por + inflación
2023(eop)	39,6% (47,7%)	39,2% (47,1%)	42,5% (51,9%)	

PBI y Consumo total (Var % ia)



Los riesgos del pronóstico : a la baja no pudiendo descartarse un frenazo más fuerte y anterior a lo previsto, incluso con la posibilidad de que aparezca algún dato negativo en el segundo semestre.

Fuerte suba de alimentos afectará ingreso disponible para gastar en bienes no esenciales.

Profundización de la polarización que ya venía

Paritarias se recalentarán: pautas iniciales difícilmente empaten a la inflación, Nuestra previsión para var salario real 2022 post fognazo inflacionario -1%. Pero...

¿Acortamiento de plazos? ¿Bonos compensatorios más adelante?