



ABECEB

Argentina : Coyuntura y Perspectivas 2022

Marzo 2022

Argentina

1

Centralidad del acuerdo con el FMI en el escenario 2022 -2023. El dilema que perseguirá a Alberto hasta el final de su gestión

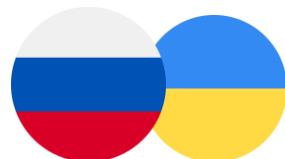
2

Escenarios y proyecciones de variables clave. Preguntas clave

- ¿Puede defenderse un crawling peg y acumular reservas?
- ¿A qué combo de actividad e inflación vamos?
- ¿Se levanta el pie del cepo importador post acuerdo? ¿Cuándo y en que empresa/sector ?
- ¿Hasta dónde baja la brecha?



Mucho ruido con desenlace abierto que se suma a tendencias subyacentes con balance negativo



Conflicto Rusia - Ucrania

Enfrentamiento armados puede cesar más o menos rápido
Tensiones seguirán bajo la forma de "guerra de desgaste" con efecto más prolongados en el marco de las relaciones geopolíticas EEUU – Rusia +China



Volatilidad Financiera



Suba tasas FED



Inflación global y regional persistente en niveles altos



Moderación del crecimiento y el comercio global (con foco en China)



Cadena de suministros



Estancamiento de Brasil



¿Soja "mata" Petróleo?

| | | Promedio 2021 | 24/02/2022 | Var vs 2021 |
|---------|----------|---------------|------------|-------------|
| Granos | Soja | USD 501,91 | USD 610,50 | 21,6 % |
| | Trigo | USD 258,26 | USD 340,25 | 31,7 % |
| | Maíz | USD 225,78 | USD 273,62 | 21,2 % |
| Metales | Níquel | USD 18.441 | USD 24.716 | 34,0 % |
| | Aluminio | USD 2.485 | USD 3.395 | 36,6 % |
| Energía | Gas | USD 3,71 | USD 4,56 | 22,9 % |
| | Petróleo | USD 67,91 | USD 92,81 | 36,7% |

Si valuáramos nuestras importaciones y exportaciones a los precios de ayer...

- ✓ Las expo agro serían USD 3,000 M + altas que en el escenario de buenos precios (soja 530) y + USD6,000 M que en el conservador (Soja =500)
- ✗ La balanza energética empeoraría otros USD 500 M por sobre el ya elevado saldo que se estimaba para 2022 (del orden de USD3,200 M)



Flight to safety

Los capitales se refugian en los activos más seguros ante este tipo de eventos

| | 23/02/2022 | 24/02/2022 | Variación |
|--------------------------------------|------------|------------|-----------|
| Índice Dólar | 96,19 | 97,12 | 1,0 % |
| Rendimiento Bono del Tesoro (2 años) | 1,60 | 1,58 | -1,7 % |
| FTSE 100 (Inglaterra) | 7461,6 | 7266,6 | -2,6 % |
| SSE (China) | 3489,1 | 3429,9 | -1,7 % |
| Rublo Ruso | 81,14 | 85,28 | 5,1 % |
| Rupia India | 74,63 | 75,60 | 1,3 % |
| Peso Mexicano | 20,22 | 20,54 | 1,6 % |
| Real Brasileiro | 5,00 | 5,12 | 2,4 % |

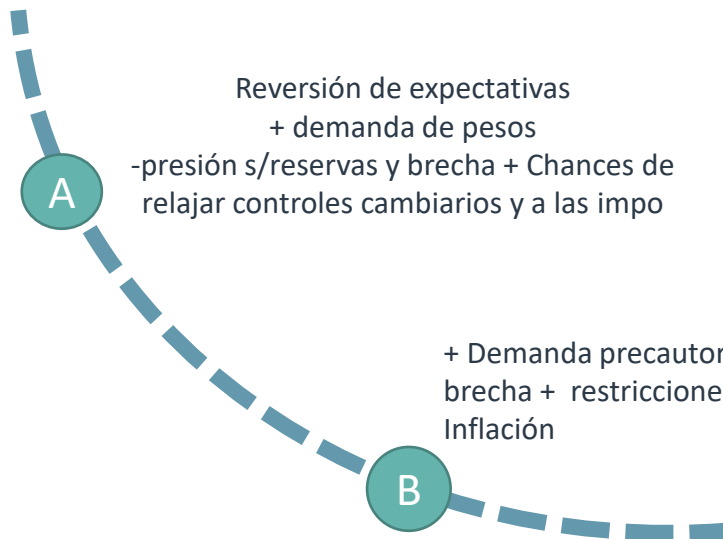
Se venía apreciado previamente

En el frente interno, el acuerdo con el FMI ocupa un lugar central aunque es el principio no el final. Nada será lineal ni libre de tensiones y/o dilemas en el escenario aun con acuerdo

El acuerdo es una oportunidad pero la economía seguirá dominada por trade offs que perseguirán al gobierno hasta el final de su gestión

- Oportunidad para evitar una interrupción macro de consecuencias políticas y sociales impredecibles
- Pero en el marco de un acuerdo a sólo 2,5 años habrá que seguir lidiando con desbalances macro, distorsiones micro y sin reformas
- Y múltiples trade offs que desafiantes p/ administrar
El principal que subsume todo : **Previsibilidad Vs política**

Previsibilidad
(Aprobación y cumplimiento del acuerdo)



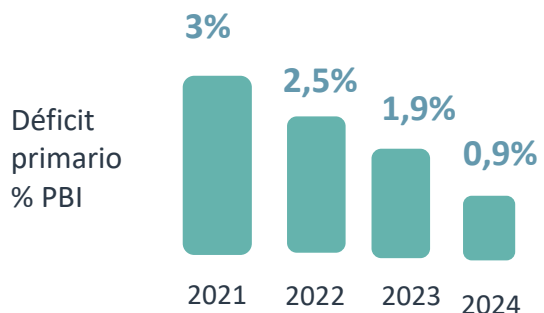
Urgencias y "demandas" de la política

Acuerdo FMI

Corto, relativamente **poco exigente** (“light”) y con “**márgenes de maniobra**” para incumplir sin incumplir. **Un acuerdo “mejor que nada”** (frente a la posibilidad de un default) **pero que no termina de ni despejar** el panorama.

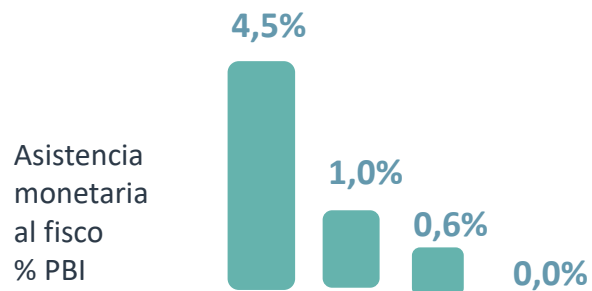
1 El acuerdo con FMI: Es cumplible (más no sea aprovechando las válvulas de escape) No creemos que se traben desembolsos en el primer año al menos

Metas fiscales



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

Meta monetarias



+ Sin otros “corsets” (metas de agregados etc)
+ Tasas reales (pasivas) positivas

Meta de Reservas Netas

USD **15,000** M en 3 años

USD **5,800** M en 2022

+ Sin salto y con el compromiso de mantener la competitividad

¿Qué impacto tiene?

- Deja al escenario con una inflación muy alta, piso de 50%
- Mayor presión tributaria

- Refuerza el escenario de alta inflación
- Torna al crédito para el sector privado más caro y escaso

- Tipo de cambio oficial se moverá algo por encima de la inflación
- Los costos de los insumos importados se tornarán más caros
- Se mantendrán el cepo y las trabas para importar

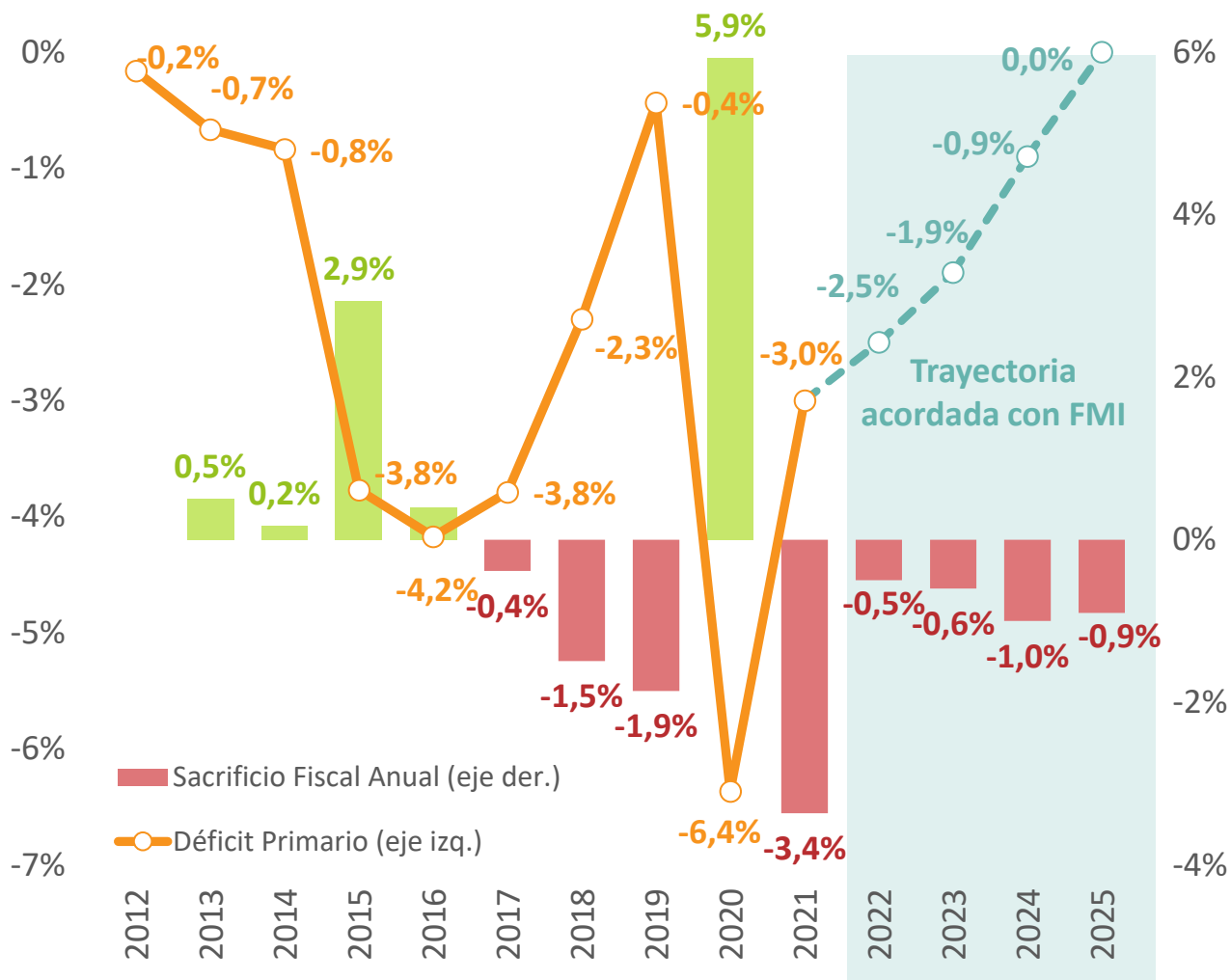
A.

Acuerdo con el FMI

Meta fiscal 2022 cumplible (aunque con inflación alta). Meta 2023 generan más dudas en año electoral

ABECEB

Resultado Primario y Sacrificio Fiscal Anual (% PBI)



Las claves fiscales del acuerdo

Bajar el déficit en 0,5 pp del PBI sin esfuerzo por el lado del gasto requiere que la recaudación crezca en torno a 50% (y convalidar inflación alta, lo que no le gusta al FMI)

Simulación Fiscal 2022 (miles de millones de \$)

| | 2021 | 2022 | Crecimiento |
|---------------------------------------|---------------|---------------|--------------|
| Gasto Primario | 9.860 | 14.755 | 49,6% |
| Indexado (Prest. Sociales) | 5.432 | 8.127 | 49,6% |
| No Indexado | 3.046 | 4.417 | 45,0% |
| Subsidios Económicos | 1.382 | 2.210 | 60,0% |
| Ingresos Fiscales | 8.453 | 12.933 | 53,0% |
| Resultado Primario | -1.408 | -1.796 | |
| Resultado Primario (% del PBI) | -3,0% | -2,5% | 0,5% |

Sin ajuste tarifas

2022 será un año partido en dos: 1ra mitad fiscalmente más llevadera y 2da más desafiante (último trimestre).

La meta de 2023 genera más dudas (año electoral). ¿Incumplirá el gobierno en el intento de ganar las elecciones?

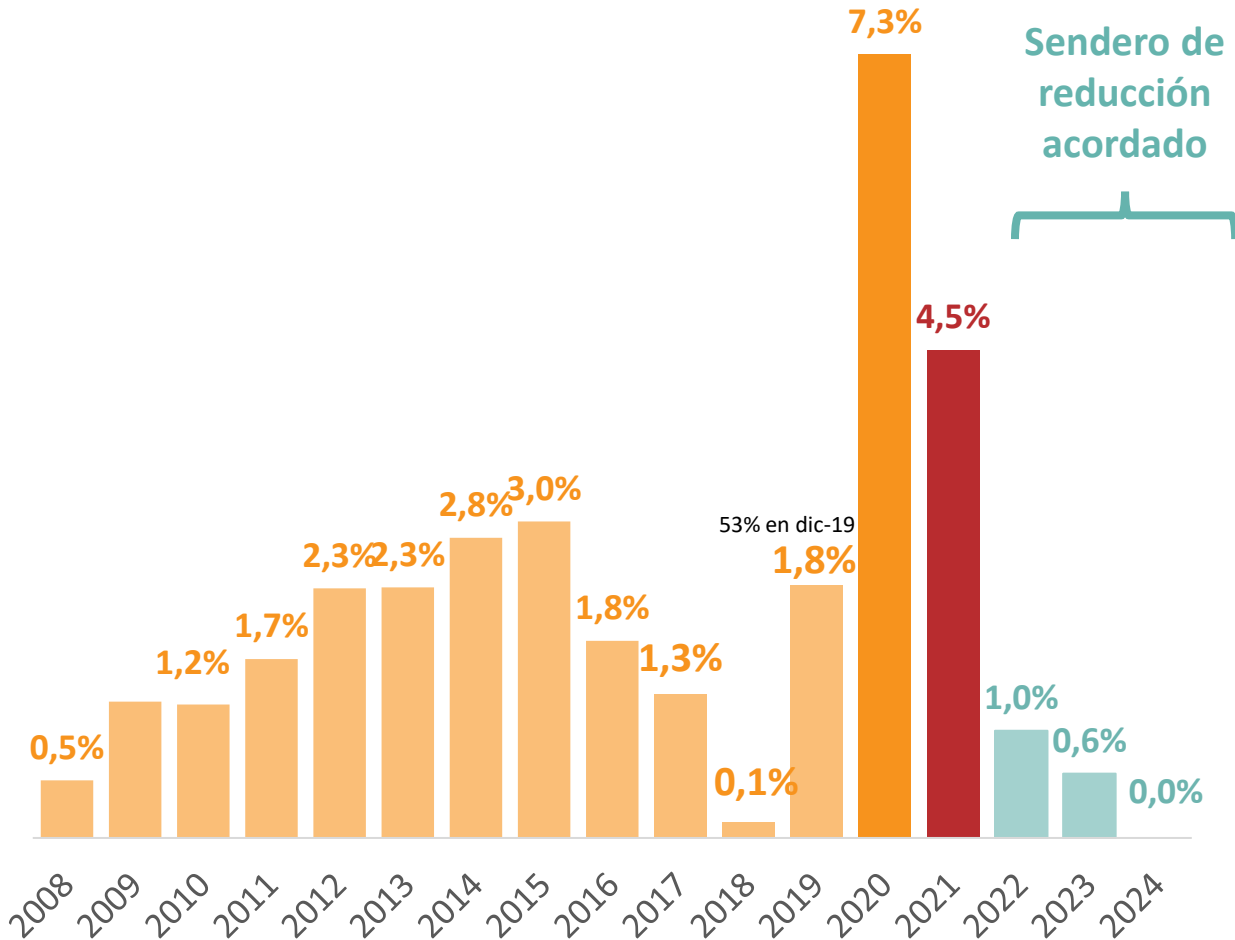
La mayor reducción del déficit la deberá afrontar un nuevo gobierno en 2024 (1% del PBI)

B.

Acuerdo con el FMI:

Meta monetaria desafiante donde la clave pasará por la colocación de bonos en pesos para fondear el déficit

Asistencia Monetaria al Tesoro % del PBI



4.674

Miles de millones de \$

Vencimientos de deuda en moneda local para 2022

+

1.082

Miles de millones de \$

Financiamiento Extra necesario para cumplir meta

Rolover necesario de casi

125%

El ministro quisiera ese financiamiento extra *vía* desarme de LELIQS de los bancos

Simulación Monetaria 2022 (miles de millones de \$)

| | Ministro | FMI (proxy) |
|-------------------------------------|--------------|--------------|
| Emisión Fiscal | 722 | 722 |
| | 1% PBI | 1% PBI |
| Emisión por compra de USD | 128 | 128 |
| Emisión Neta por desarme de LELIQS | 1.082 | 0 |
| | 1,5% PBI | |
| Variación de la BM | 1.932 | 850 |
| Variación de la BM (% anual) | 53% | 23,3% |

! Desarmar Leliqs para hacer espacio para colocar deuda a los bancos es lo mismo monetariamente que emitir para el fisco. Por eso el FMI lo quiere evitar. El problema de la postura del fondo es el planchazo del crédito

C.

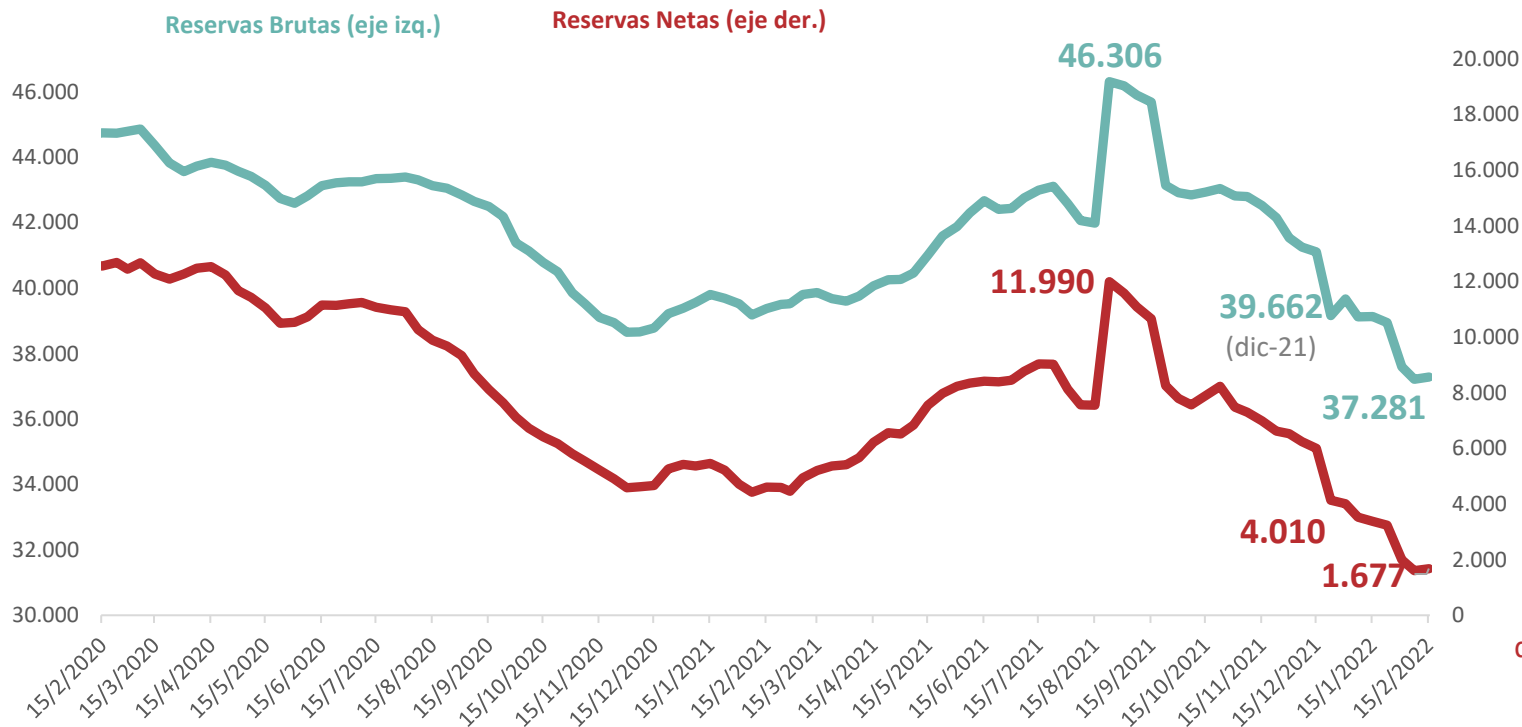
Acuerdo con el FMI:

Meta de reservas: La devolución de cash es condición necesaria para cumplir la meta en 2022 pero no suficiente



El FMI “devolverá los pagos de capital efectuados en 2021 por unos USD4.500 M (supuestamente al inicio del programa . Deben ir a las reservas para ser acumulados pero NO USADOS.”

Reservas Internacionales del BCRA (millones de) USD



Meta 2022: En principio + USD 5.800 M de reservas netas (habrá que ver el punto de partida)

Meta 2023: + USD 4.000 M (según Draft tentativo)

Habrá que ver en la letra chica la definición precisa y si hay algún rango de contingencia

Las reservas netas incluyen USD3,560 M de tenencia de ORO por tanto las reservas liquidas son hoy negativas

C.

Acuerdo con el FMI:

Para cumplir la meta se requiere además un mercado cambiario algo “superavitario”, lo que luce desafiante

Simulación “inercial” MULC 2022

Con un escenario conservador de precios internacionales, arroja un balance de divisas ajustado

| En Millones de USD | 2021 | 2022 |
|----------------------------------|----------------|----------------|
| Total oferta (O) | 15.314 | 14.010 |
| Saldo comercial liquidado | 15.282 | 13.951 |
| <i>Cobro Exportaciones</i> | 76.423 | 77.260 |
| <i>Pago Importaciones</i> | 61.141 | 63.309 |
| IED | 728 | 1.258 |
| Otros (incluye serv.) | -696 | -1.199 |
| Demanda de divisas (D) | -11.698 | -13.010 |
| Turismo | -2.470 | -4.700 |
| Intereses, Ut, & Div. | -3.160 | -3.125 |
| Préstamos Financieros | -5.549 | -4.200 |
| Atesoramiento privado | -518 | -1.000 |
| Saldo Mulc | 3.615 | 1.000 |
| Compras netas BCRA | 5,049 | ? |

Lo que hay que saber...

Con mejores precios que los conservadores (por ej: soja a USD 530 en lugar de USD500). Las expo podría trepar a **USD80,000 M**. Y hasta UDS 83,000 M con Soja a USD600 y cereales más altos Pero hay amenazas: FED + Brasil + crecimiento global

Número “pisado”. Las impo energéticas suman presión y por elasticidad deberían crecer más (si hay más dólares lo harán) apuntando a un número más parecido a **USD65,000 M** y absorbiendo parte del incremento de expo de agro

No contempla inversiones “prometidas” de China o Rusia

Gasto mensual “modesto” algo inferior al prom. 2do Sem 19 post deva (USD 400 vs USD 469 M)

Supone menor cancelación neta (por más fondeo post acuerdo con FMI o cambios /+ presión en torno a la regla 40% -60%

Asume niveles de fin de año anualizados. Cerrar más el grifo afectaría la brecha

Saldo “piso” a priori positivo abre la puerta para que el BCRA pueda comprar (puede mejorar si se convalida un escenario de mejores precios para el agro)

C. Las claves del MULC 2022: Por el lado de la oferta, los dólares de la exportación a priori no serían muy distintos al muy buen nivel de 2021

|  Exportaciones (DEVENGADAS) <i>USD millones</i> | | | |
|---|---------------|---|--------------|
| | 2021 | 2022 | Variación % |
| Totales | 77.935 | 80,900 | 3,8% |
| Agro | 36.788 | 37,689  | +2,4% |
| Automotriz | 7.426 | 8.532 | 15% |
| Minería | 3.298 | 3.589 | 8.8% |
| Resto | 30.424 | 31.081 | 2.2% |

 Con escenario de precios optimista podría sumar USD2,900 M adicionales y llevar las expo algo arriba de USD 80,000 Millones dándole más aire a las impo

C.

Las claves del MULC 2022: Por el lado de la demanda, las importaciones “prioritarias” ponen un piso alto de demanda

ABECEB



Importaciones (DEVENGADAS) *USD millones*

| | 2021 | 2022 (p) | Var % |
|---------------------------------------|--------|----------|-------|
| Totales | 63.185 | 66.344 | 5% |
| Combustibles y energía | 5.843 | 9.653 | 65% |
| Automotriz | 11.148 | 12.227 | 10% |
| Vehículos | 2.657 | 2.574 | -3% |
| Autopartes (303) | 8.491 | 9.653 | 14% |
| Maquinaria agrícola | 141 | 83 | -41% |
| Camiones y buses | 1.522 | 1.022 | -33% |
| Emergencia sanitaria | 3.638 | 3.265 | -10% |
| Fertilizantes y fitosanitarios | 2.596 | 2.883 | 11% |
| Resto | 38.296 | 37.210 | -3% |



Factor de ajuste principal: empresa por empresa, ítem por ítem, trimestre a trimestre

C. Las claves del MULC 2022: la disponibilidad de dólares marcará el pulso de los grados de represión del cepo y los controles

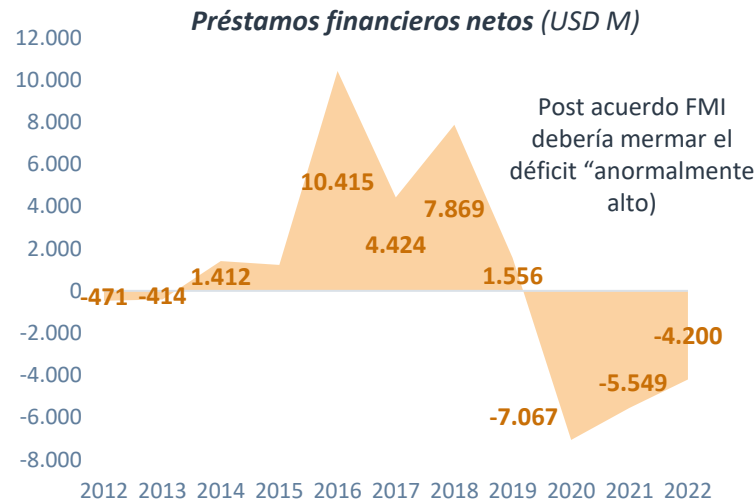
Importaciones

- Se seguirán priorizando **bienes intermedios por sobre finales, aunque el aumento del share nacional / ventas encontrando un límite**
- **Y los bienes de consumo populares y visibles**
- Se redoblarán las estrategias empresa por empresa

| | | |
|---|-------------|-------------|
| Imp bienes intermedios son las que más crecieron 2021 vs 2019 (pre-pandemia) | Bs. Capital | 20% |
| | Bs. Interm. | 50% |
| | . | |
| Aumento de share de nacionales en mercados (% share en ventas 2021 vs 2019) | Bs. Consumo | 15% |
| | Vehículos | -28% |
| | Tractores | 94% vs 66% |
| | Cosecha | 86% vs 61% |
| | Doras | |
| | Autos | 50% vs 30% |

Flujos Financieros

- De ser necesario, **cambios en el 40%- 60%** (a ¿25-75%?) para el pago deudas financieras

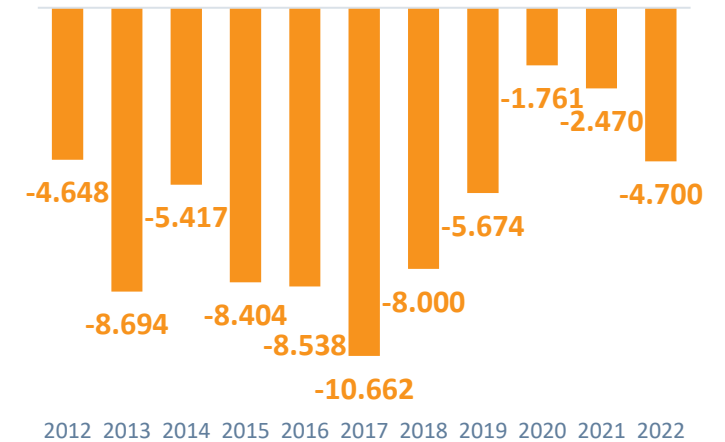


- Difícil restrinjan dólar ahorro (unos USD 100 M por mes) por impacto en brecha

Turismo

- Inercialmente tiene que subir post pandemia

Gasto en Turismo más tarjetas (USD M)

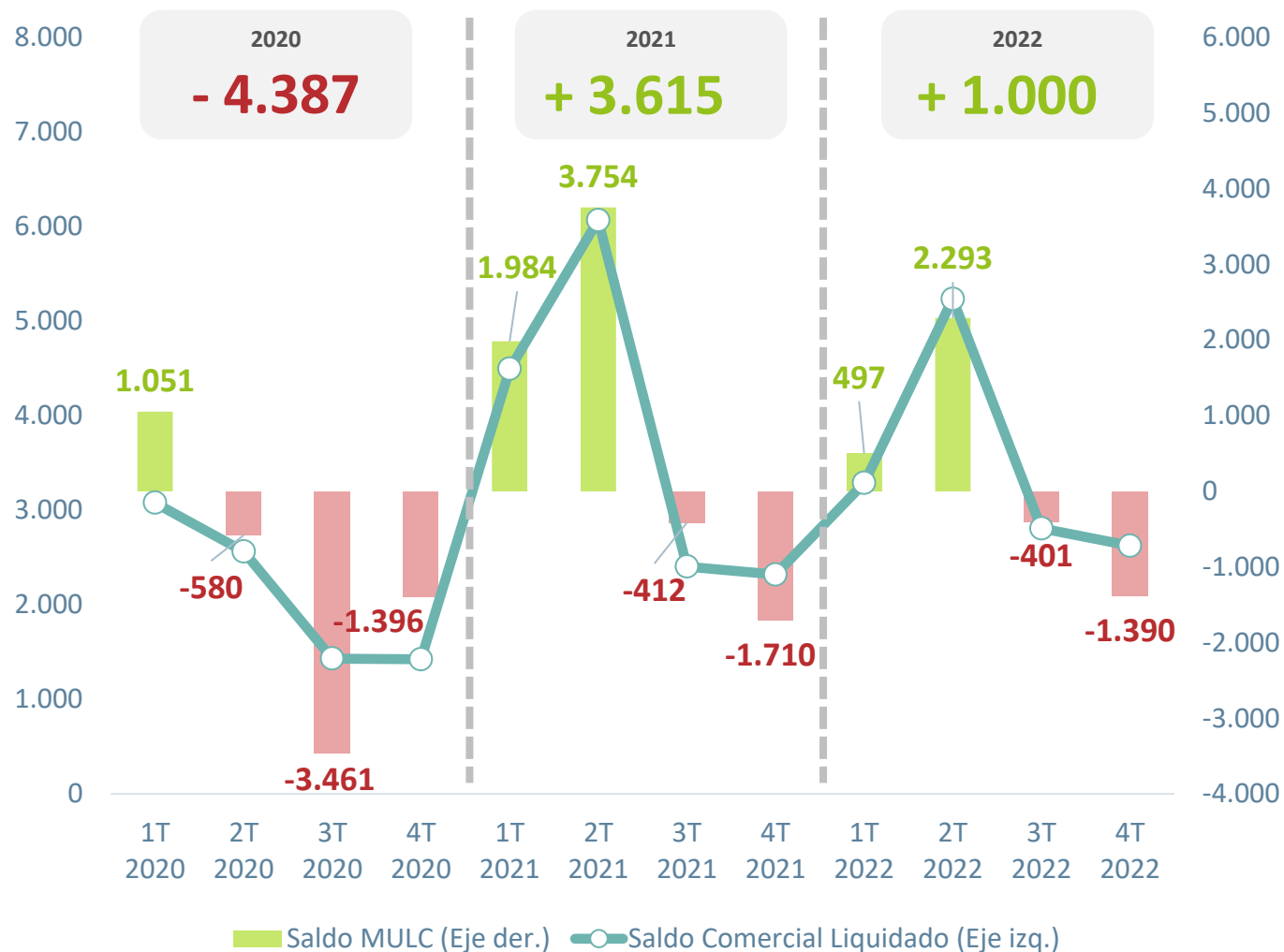


- ¿Desaliento vía nuevo dólar diferenciado? (+ impuesto)

C. Las claves del MULC 2022: Un año dividido en dos partes en materia cambiaria, como suele suceder por razones de estacionalidad pero con condimentos especiales

Saldo del BCRA en el MULC y Saldo Comercial Liquidado

Millones de USD



? Entonces ¿tiene chances de cumplir la meta de Reservas?

Estaría muy cerca bajo ciertas circunstancias (meta desde marzo con financiamiento neto positivo de FMI y resto de O.O.I.I.)

| | | | |
|--------------------|--------------------------------|---|--------------------------------|
| Devolución DEG FMI | + 4.500 USD millones | } | + 4.500 USD millones |
| Saldo MULC | + 1.000 USD millones | | |
| Deuda Priv. en USD | - 1.000 USD millones | | |

vs USD 5,800 M de meta

El puchito que el falta (USD1,300 M) podría provenir de:

- Saldo MULC algo más generoso por mayores precios agro
- + Financiamiento de O.O.I.I.
- + DEGS del fondo de países desarrollados



Argentina

1

Centralidad del acuerdo con el FMI en el escenario 2022 -2023. El dilema que perseguirá a Alberto hasta el final de su gestión

2

Escenarios y proyecciones de variables clave. Preguntas clave

- ¿Puede defenderse un crawling peg y acumular reservas?
- ¿A qué combo de actividad e inflación vamos?
- ¿Se levanta el pie del cepo importador post acuerdo? ¿Cuándo y en que empresa/sector ?
- ¿Hasta dónde baja la brecha?

Brasil

3

Condicionado por el ciclo político y una agenda macro cargada donde se cuele lo electoral

| | 2021 | 2022 | 2023 |
|--|--------------|--------------|--------------|
| PBI <i>var i.a.</i> | 10,3% | 3,9% | 2,5% |
| Inflación Nacional <i>Var i.a. Diciembre</i> | 50,9% | 50,5% | 46,7% |
| Tipo de Cambio <i>Mayorista - Diciembre</i> | 101,9 | 158,5 | 225,0 |
| Tasa de devaluación <i>Var i.a. Diciembre</i> | 23,3% | 55,5% | 42,0% |
| Brecha vs Blue <i>Promedio - Diciembre</i> | 96,7% | 59,9% | 58,0% |
| Tasa de Política Monetaria <i>Promedio - Diciembre</i> | 38,0% | 44,0% | 42,5% |
| Déficit Primario SPN (sin DEGS) <i>% PBI</i> | -3,1% | -2,5% | -2,5% |
| Reservas Internacionales <i>en USD M</i> | 39,7 | 43,6 | 44,6 |



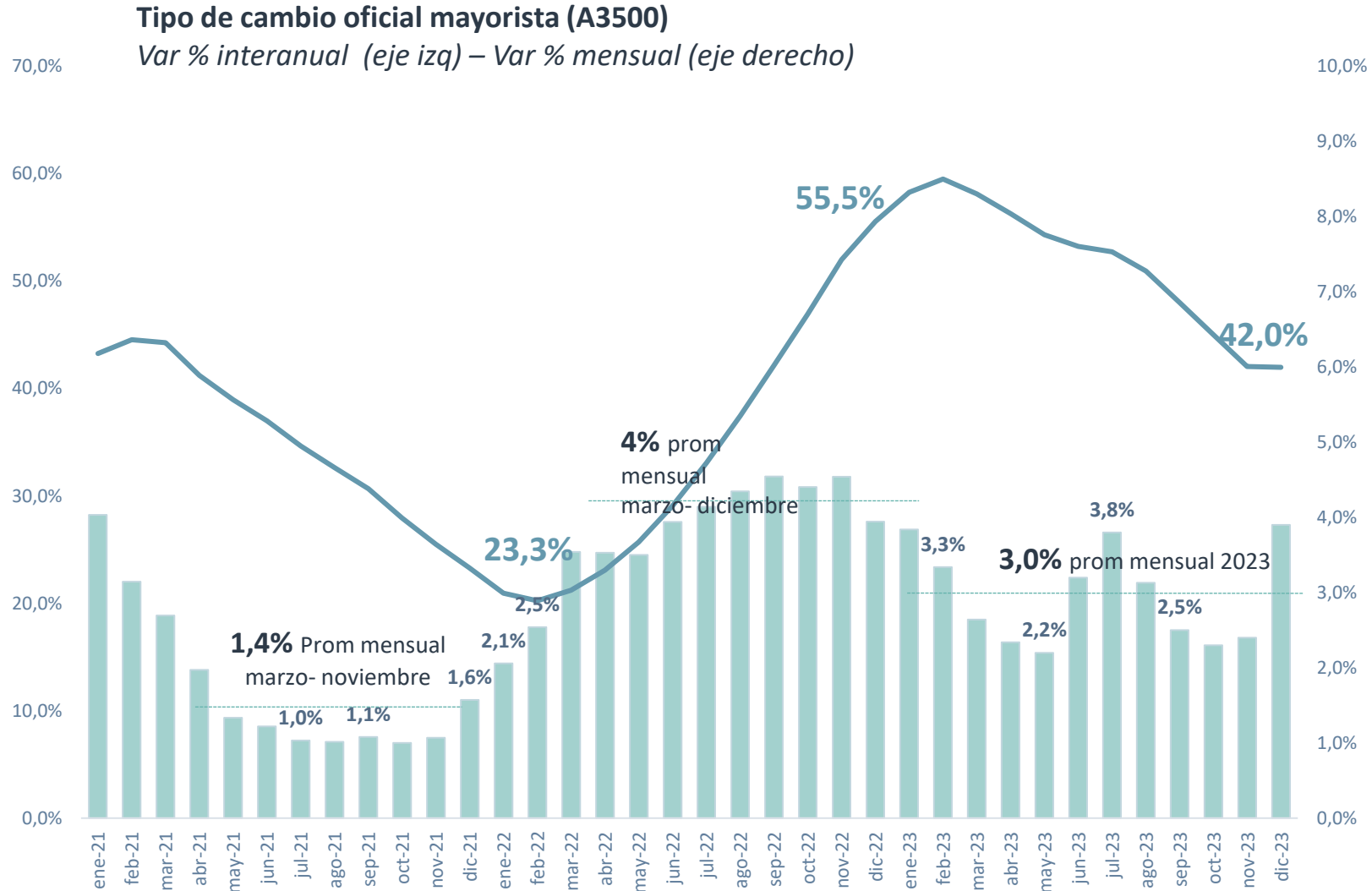
Riesgos

- **Externos:** Mayor endurecimiento monetario al previsto y sus impactos en dólar y commodities
- **Sanitarios:** Nuevas variantes Covid más riesgosas e impredecibles
- **Internos:**
 - Políticos: Tensiones intra e inter partidarias crecientes, afectando la gobernabilidad
 - Económicos: Salto devaluatorio, fogueo inflacionario y cuadro recesivo

El peor escenario: la combinación de todos los riesgos

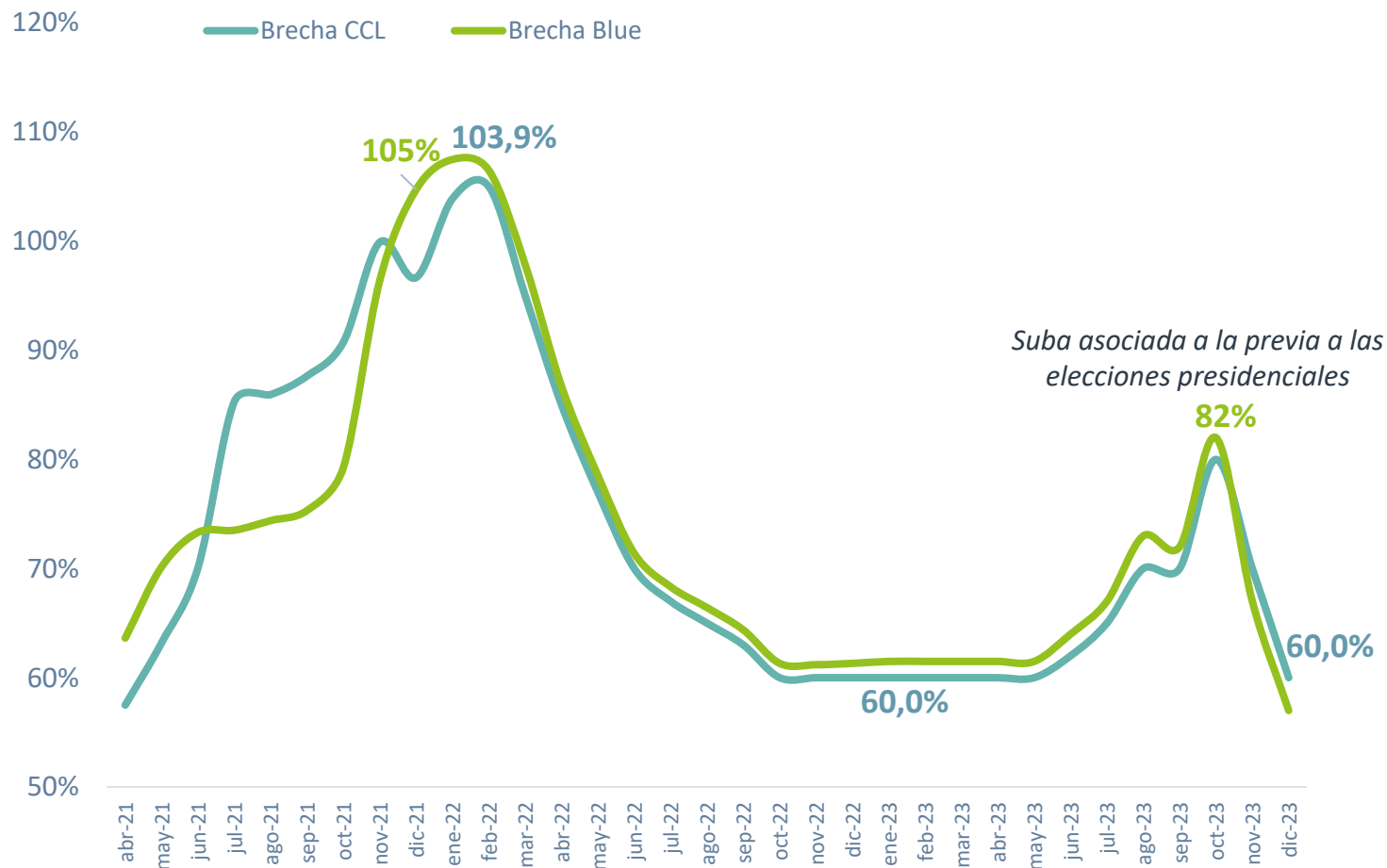
(probabilidad baja pero mayor que tiempo atrás)

Dólar oficial / El escenario base es de aceleración del crawling peg, no de salto. Aunque son varios los frentes a monitorear

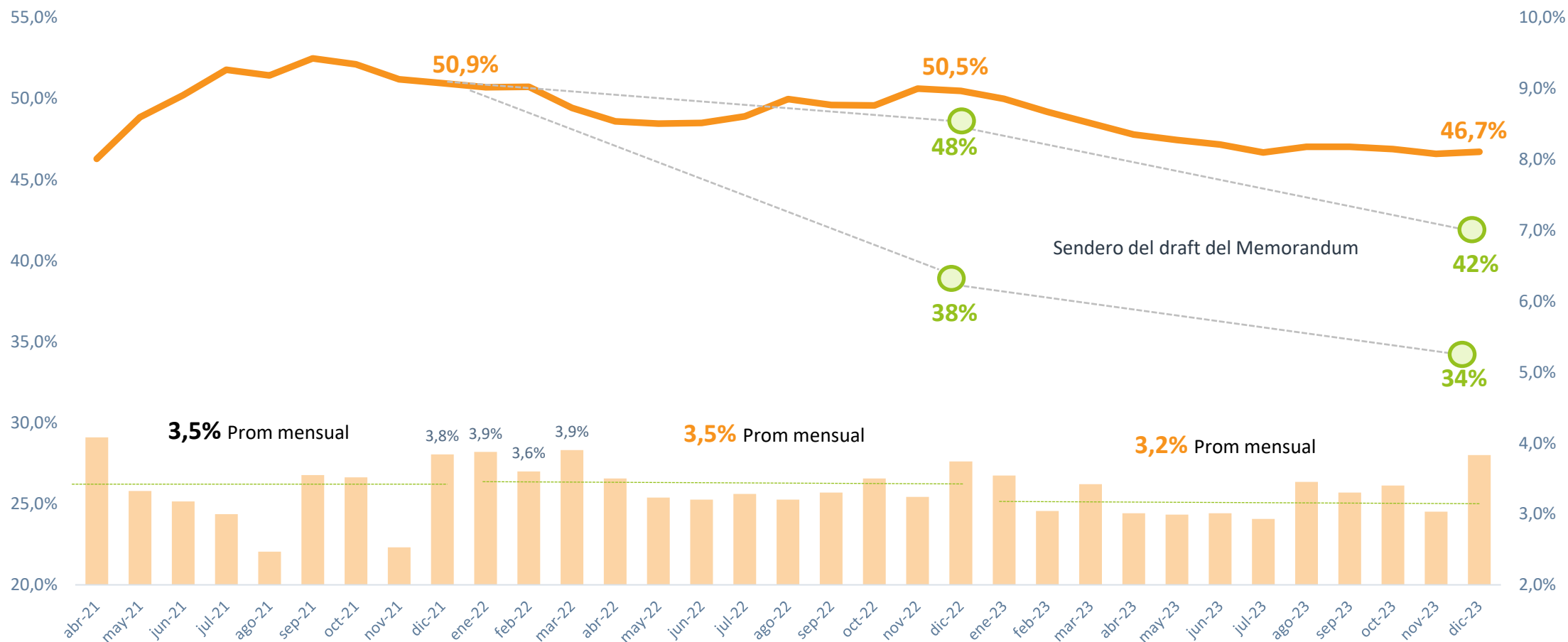


Brecha cambiaria / Se espera que la brecha se reduzca post acuerdo aunque es difícil que perfere el piso de 60% en un contexto de continuidad de restricciones cambiarias

Brecha % vs dólar A3500 Promedio mensual

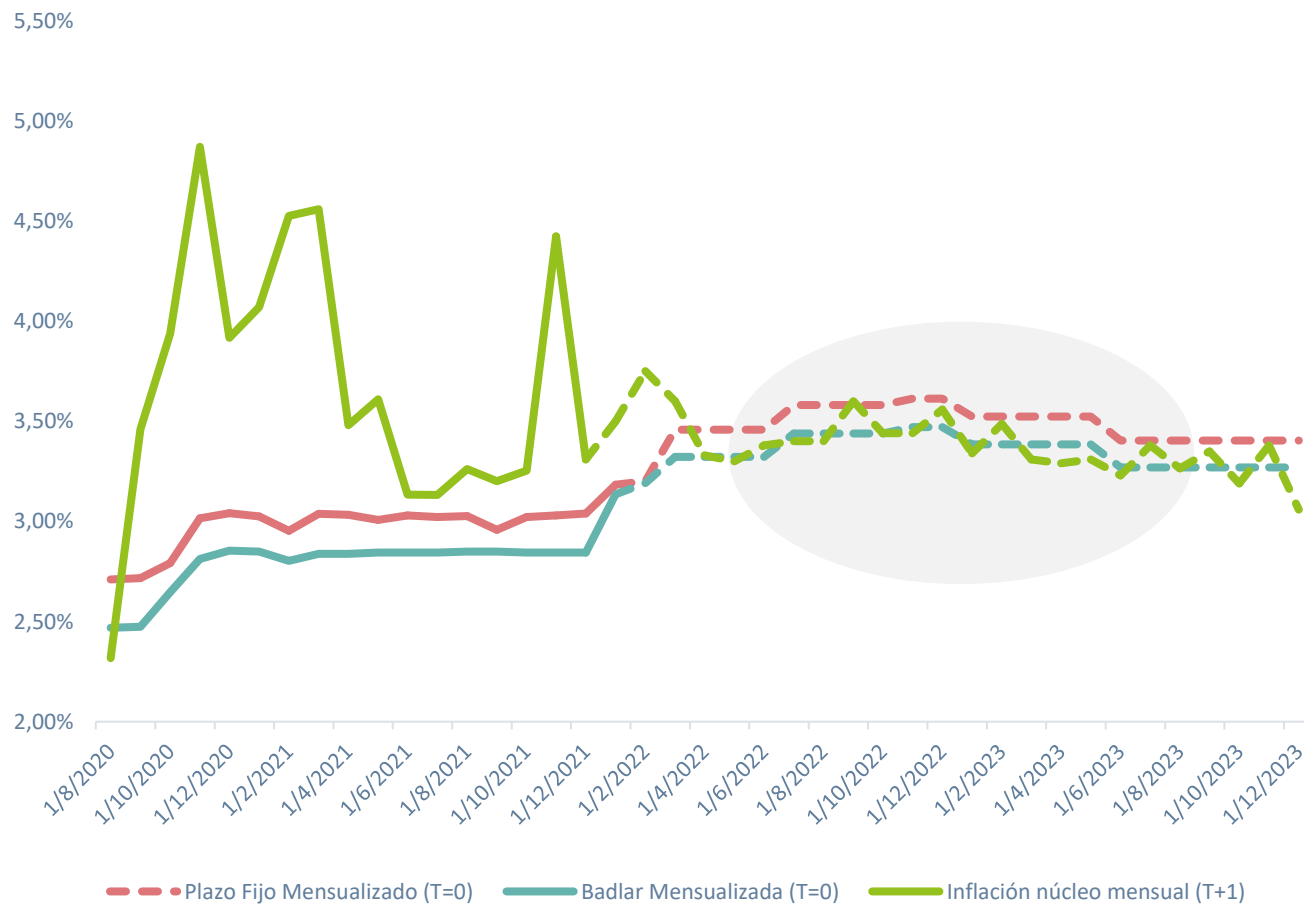


Inflación Nacional
Var % interanual (eje izq) – Var % mensual (eje derecho)



Tasa Plazo Fijo - Tasa Badlar - Inflación Núcleo.

Tasa % efectiva mensualizada - Var % m/m



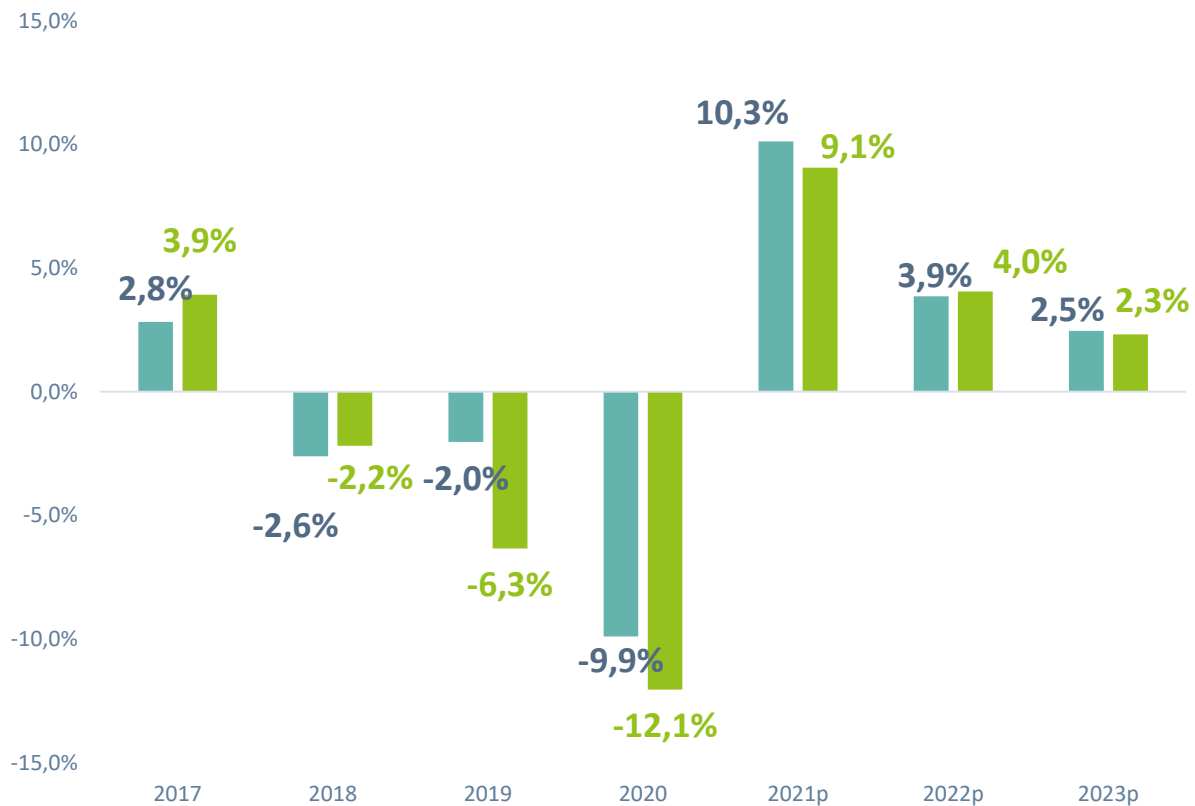
Hacia tasas reales positiva

Con dos subas en el año ya estamos cerca pero falta un poco más

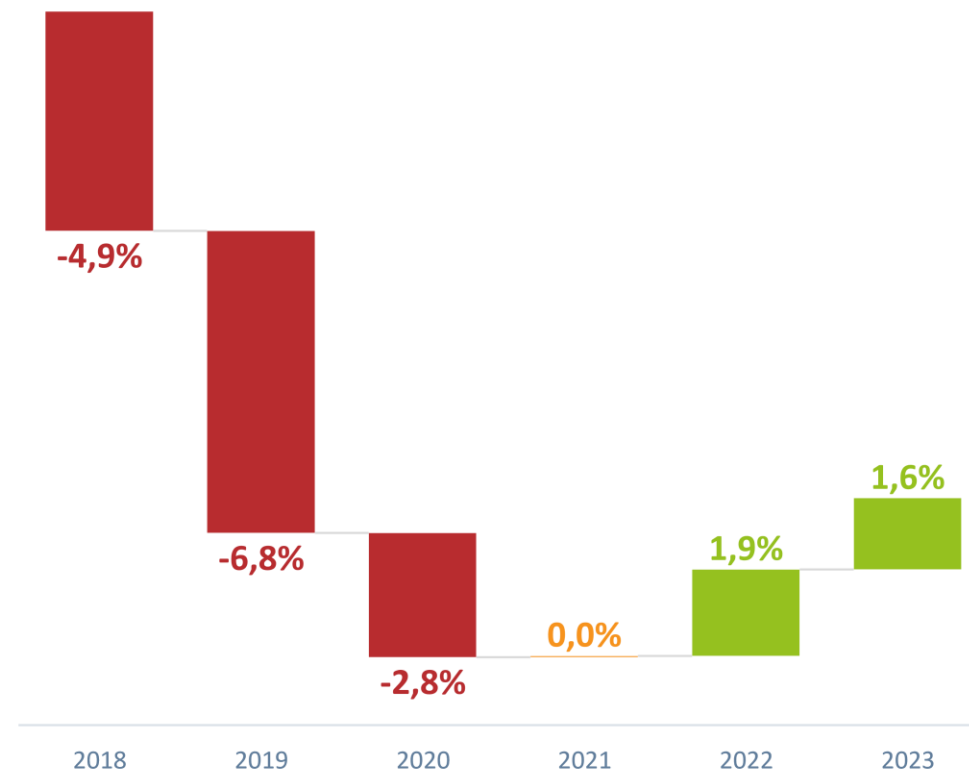
| | TNA (TEA) PLAZO FIJO | TNA (TEA) BADLAR | TNA (TEA) LELIQ |
|-----------|-----------------------------------|-------------------------------|------------------------------|
| 2021(eop) | 36,5% (43,3%) | 34,1% (40,0%) | 38,0% (45,4%) |
| Hoy | 41,5% (50,4%) | 39,9% (48,1%) | 42,5% (51,9%) |
| 2022(eop) | 43,3% (53,0%) | 41,5% (50,4%) | 44,0% (54,1%) |
| 2023(eop) | 40,8% (49,4%) | 39,2% (47,1%) | 42,5% (51,9%) |

Actividad / Modesta recuperación traccionada por una magra recuperación cíclica del consumo interno que continúa

PBI y Consumo total (Var % ia)



Poder de compra de la masa de ingresos. Var ia%



Fin rebote fácil

(la mayoría de las actividades estará normalizada ya a fin del IT21, salvo algunos sectores de servicios)

Poco out put gap y bajo crecimiento tendencial (dada la baja inversión, el sesgo antiexportador y la baja productividad)

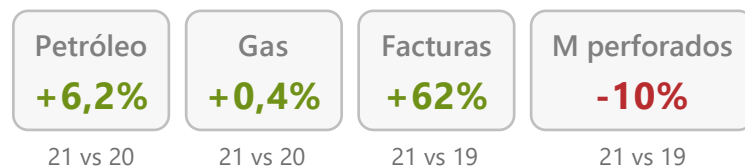
Pocos instrumentos para fogonear la demanda (acuerdo con FMI implicará sesgos fiscal y monetario menos expansivos). Programas como **Precios cuidados y Ahora 12 siguen**



2021

Escalada de producción en el IVT impulsada por la aceleración en la perforación y terminación de pozos (alcanzaron niveles similares al IVT 19), llevó a nivel más alto de producción de petróleo desde 2015 y revertir el declino de la producción de gas.

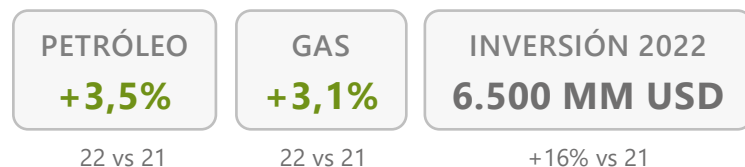
Producción 2021



Perspectiva

Producción crecerá de la mano de VM (declino del convencional). **Petróleo:** altos precios internacionales incentiva a incrementar margen exportable. **Gas:** midstream para consumo local e infraestructura para exportación son cuellos de botella para el incremento de producción de VM.

Producción 2022



DRIVERS SECTORIALES

Precios

Petróleo: crece brecha entre precio internacional y local (se duplicó en el 2S) favoreciendo a YPF (compradora neta de petróleo).

Combustibles: reciente aumento del 9% queda corto para recuperar el margen de refinación (crack-spread -25% en 2021). Recomponer margen requeriría aumentos +70%.

Gas: Se espera un valor internacional del GNL entre us\$20-27/MBTU, lo que limita la capacidad del gobierno de comprar más gas a us\$3,5 / MBTU (PG4).

Marco Inversor

Situación poco atractiva: barril criollo desfazado de cotización internacional + combustibles con aumentos por debajo de lo necesario + acceso limitado de divisas + sin nuevo esquema de pago IG (Presupuesto Nacional). Limitada intensión de novedades en Ley de Hidrocarburos en 2022.

Demanda

Combustibles: demanda en niveles pre-pandemia. El incremento del precio internacional del GNL puede dar un impulso a la demanda para generación eléctrica (sustitución).

Gas: mayor demanda por sequía (generación eléctrica) y ventana de exportación a Chile y coyuntural a Brasil, pero limitada por infraestructura de transporte. La mayor demanda y la caída de la oferta de Bolivia implicará mayor importación de GNL, en un año con altos precios internacionales. .

DRIVERS DE NEGOCIOS

Exportación

Baja salida exportadora para integradas: YPF refina un 15% más del petróleo que produce y a PAE los aumentos en la demanda de combustible le reducen margen exportador.

Infraestructura

El declino del convencional impulsa migración de inversiones desde el GSJ a VM, lo que estimulará demanda de gathering y demás infraestructura de midstream.

Transición energética

A nivel local están penetrando las grandes tendencias globales: *Compañías priorizan yacimientos de bajo break even en otros países* (Total, Conoco Phillips y Wintershall) y *consolidan su posición en renovables* (Pampa, YPF, PAE y Tecpetrol quien recientemente anunció la compra del 100 % de las acciones de la firma Parques Eólicos de la Buena Ventura (PEBV)).

Gas como combustible estratégico de transición

VM es una de las grandes reservas globales de gas, pero la infraestructura (i.e., terminal de licuefacción) y el marco regulatorio local limitan las posibilidades de aprovechar la oportunidad (exportar). Por el momento, no se anticipan inversiones que reviertan esta situación.

En suma, ¿que deben esperar las empresas de este entorno macro?

- *Los controles sobre las importaciones actúan como una barrera proteccionista. Por lo tanto, mientras subsistan, **las restricciones seguirán favoreciendo a los sectores en condiciones de sustituir importaciones (aunque en grado decreciente)***
- *Un tipo de cambio real algo más competitivo incentivará la demanda por bienes y servicios locales, (como fue el turismo este verano). Una depreciación más acorde con la inflación seguramente reforzará los incentivos para el sector transable en general. **Como los salarios están deprimidos, el sector exportador de servicios y los intensivos en mano de obra tendrán una oportunidad.***
- ***Los que sean importadores sólo de bienes finales con escasa visibilidad y encadementio sentirán más las restricciones a las importaciones***
- *Las tasas de interés más altas (para guardar consistencia con la inflación y el mayor ritmo de devaluación) implicará que el crédito al sector privado va a ser más escaso. Además, habrá crowding out con el sector público por ende **los sectores cuyas ventas dependen del crédito van a sentir el peso de la falta de financiamiento.***