



ABECEB

hacemos **más real** la economía real



ABECEB

EL PLAN LLEGAR: LOS RIESGOS DE UNA ECONOMÍA EN LA CUERDA FLOJA

SEPTIEMBRE 2022

CONTEXTO INTERNACIONAL:

- › Alerta por el escenario global: Inflación, recesión e incertidumbre financiera
- › LATAM: Desaceleración en 2023 por factores internacionales y ruido político



Crecimiento global nuevamente revisado a la baja

Proyecciones de crecimiento (var. % i.a.)

| | 2022 | 2023 | | |
|----------|---|-------|------------|-------------------------------|
| | | Junio | Septiembre | |
| Mundo | 2,4% | 2,% | 1,7% | Podría entrar en recesión ... |
| EEUU | 0,2% <small>Vs 1,7% en Junio</small> | 1,7% | 0,5% | → II-T '23 |
| Eurozona | 2,5% | 2,0% | 0,3% | → IV-T '22 |
| China | 4,0% | 4,9% | 4,5% | |

CON EE.UU. Y EUROPA EN “CAMINO” A UNA RECESIÓN Y PRESIONES DESDE TODOS LOS FRENTE:

- Inflación:** Se resiste a bajar, es menos útil la política monetaria contra una inflación de oferta, + índice general cediendo lentamente mientras ↑ la núcleo (EE.UU. CPI Agosto).
- Crisis del Gas:** Se comienza a hablar que será algo mayor a un problema de “un solo invierno” y se podrían extender las fallas en las cadenas de suministro hasta fines de 2023.
- Guerra RUS-UCR:** Retroalimentando el problema inflacionario y del endurecimiento monetario.
- Desaceleración de China:** Profunda crisis en el sector inmobiliario –con ventas cayendo un 40% vs '21-, sector que representa cerca de un tercio del PBI de China.



Las tres amenazas

Crisis del Gas
Más prolongada de lo esperado

Tensiones geopolíticas
USA-China Taiwán

Endurecimiento monetario
Incertidumbre en los mercados de bonos



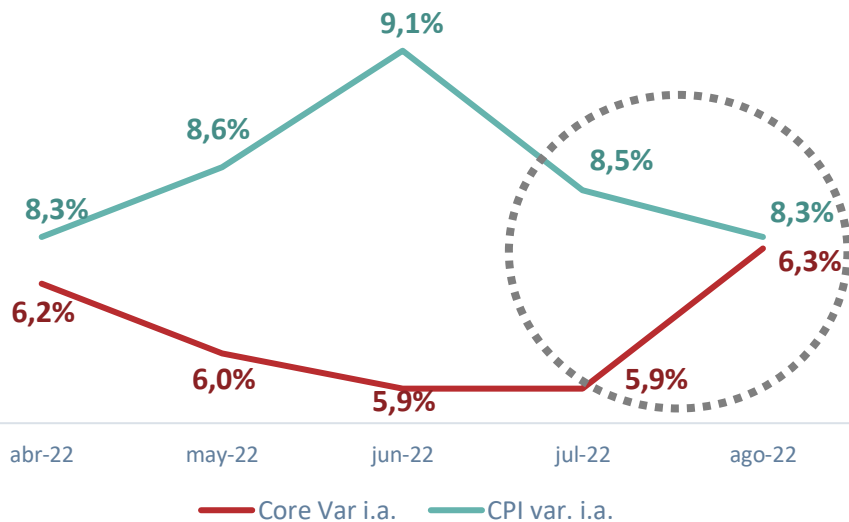
¿Por qué esperar un mayor endurecimiento monetario?

Jerome Powell, discursos cada vez más hawkish:

“La inflación seguirá siendo alta durante algún tiempo. Esperen lo mejor, planifiquen para lo peor”.

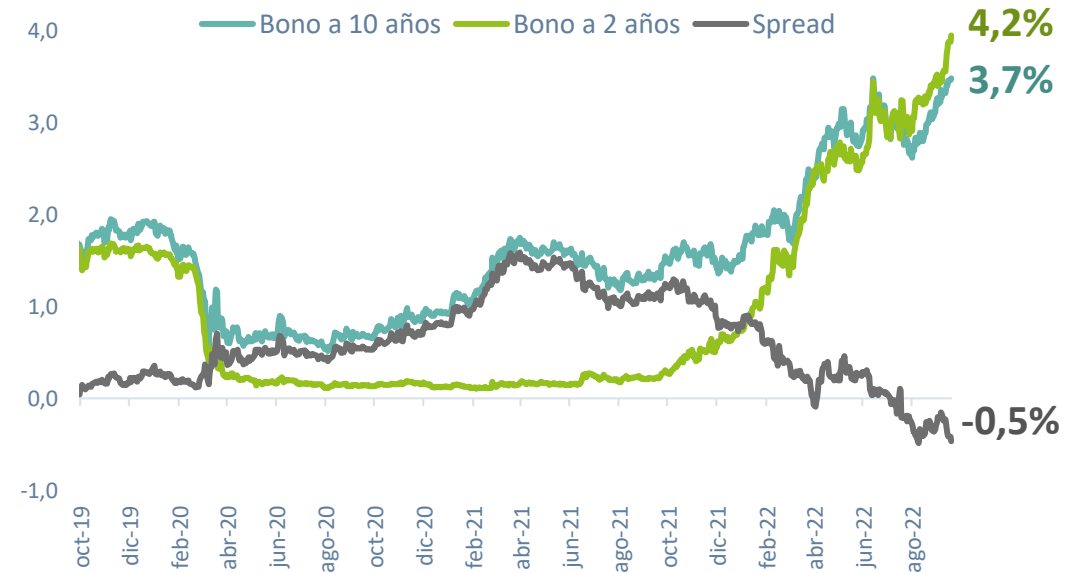
“Si bien las tasas de interés más altas reducirán la inflación, también traerán algo de dolor a los hogares y las empresas.”

EEUU preocupa la dinámica de la inflación núcleo:



Mientras el índice general deja atrás el pico, la core busca nuevos máximos

Expectativas del mercado en números

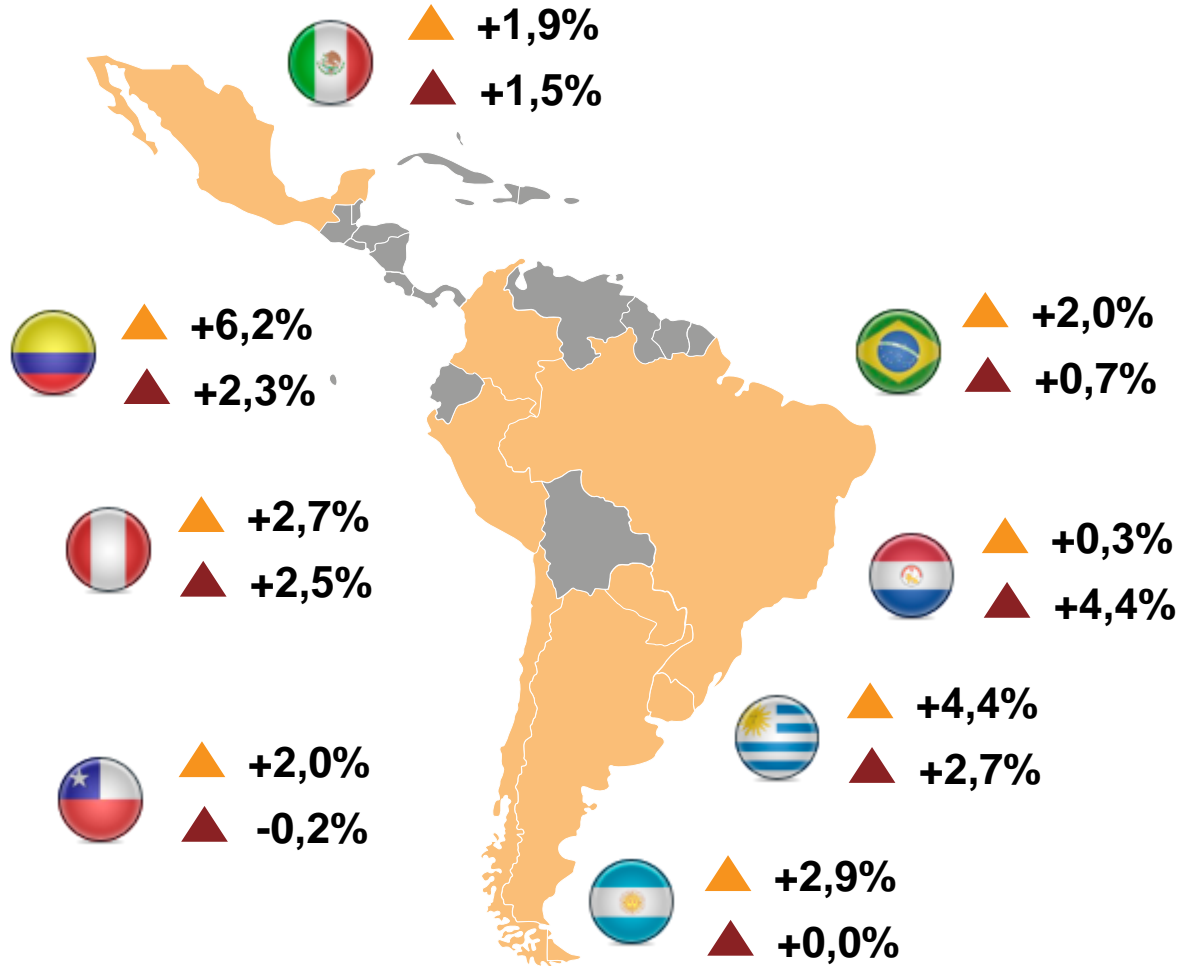


- Fuerte ↑ de las tasas de corto: **suba esperada implícita de 75 pbs** en la reunión de noviembre de la FED.
- Con una suba esperada de 50 pbs en diciembre, **cerrarían el año en un rango de 4,25-4,50 %**.
- El mercado espera del **BCE una suba de 50 pbs como piso** en octubre.
- Spread negativo desde julio: **aumentan las chances de recesión**.



Proyecciones de crecimiento en LATAM

▲ +2,4% 2022
▲ +1,1% 2023



Factores locales que se suman al escenario global menos favorable



Estancamiento y elevadísima inflación de cara a un 2023 con elecciones presidenciales



Crecimiento mejor al esperado en 2022 y foco puesto en las elecciones. ¿Podrá Lula -hoy favorito- revertir el bajo crecimiento estructural?



Fuertemente atada al devenir de la economía estadounidense, su desaceleración llevaría a un menor crecimiento en 2023.



Debilitamiento del consumo ante la elevada inflación y una inversión aletargada esperado un nuevo contexto regulatorio y el devenir de las reformas impulsadas por Petro en el Congreso.



Estanflación, déficit gemelos y la incertidumbre en torno al proceso constitucional derivarían en una caída del PBI el año que viene.



- La guerra, la continuidad de la expansión global y los términos de intercambio record ayudaron a administrar desequilibrios (en particular en el frente cambiario). Sin embargo, el escenario global hacia adelante se presenta más negativo

1. Los **precios de las commodities** seguirán sostenidos (en mayor medida los de la energía que los del agro) pero con presiones bajistas derivadas del fortalecimiento esperado del dólar y el debilitamiento /estancamiento de la actividad global, lo que impactará no sólo en el valor de las exportaciones sino en los ingresos de los productores.
2. La demanda (en cantidades) de productos del agro y la energía seguirá firme pero el resto de las exportaciones se ralentizará frente a la merma del crecimiento global y de nuestros principales socios comerciales (China, Brasil, UE y EEUU).
3. **Los problemas en las cadenas globales de suministro con altos precios de insumos persistirán** con impactos productivos en algunos sectores. La elevada inflación internacional presionará además en el gasto de importaciones y en el saldo de la balanza comercial.
4. La inflación global, que no volverá en 2023 a los objetivos de los bancos centrales, requerirá de la continuidad del endurecimiento monetario (no se esperan recortes de tasas hasta 2024), lo que elevará el costo del financiamiento para el sector privado.
5. El **fortalecimiento del dólar** asociado al endurecimiento monetario **pondrá presión sobre nuestra competitividad**, obligando al gobierno a “no cometer” errores con la estrategia cambiaria para no aumentar más las expectativas de devaluación y la brecha.
6. Las tensiones derivadas de la prolongación de la guerra, la crisis del gas y las tensiones geopolíticas en torno a Taiwán mantendrán **la incertidumbre y los riesgos del escenario en niveles elevados. Para una economía como la Argentina con pocas anclas internas es una mala noticia.**



ARGENTINA:

POLÍTICA: Lo peor está por venir

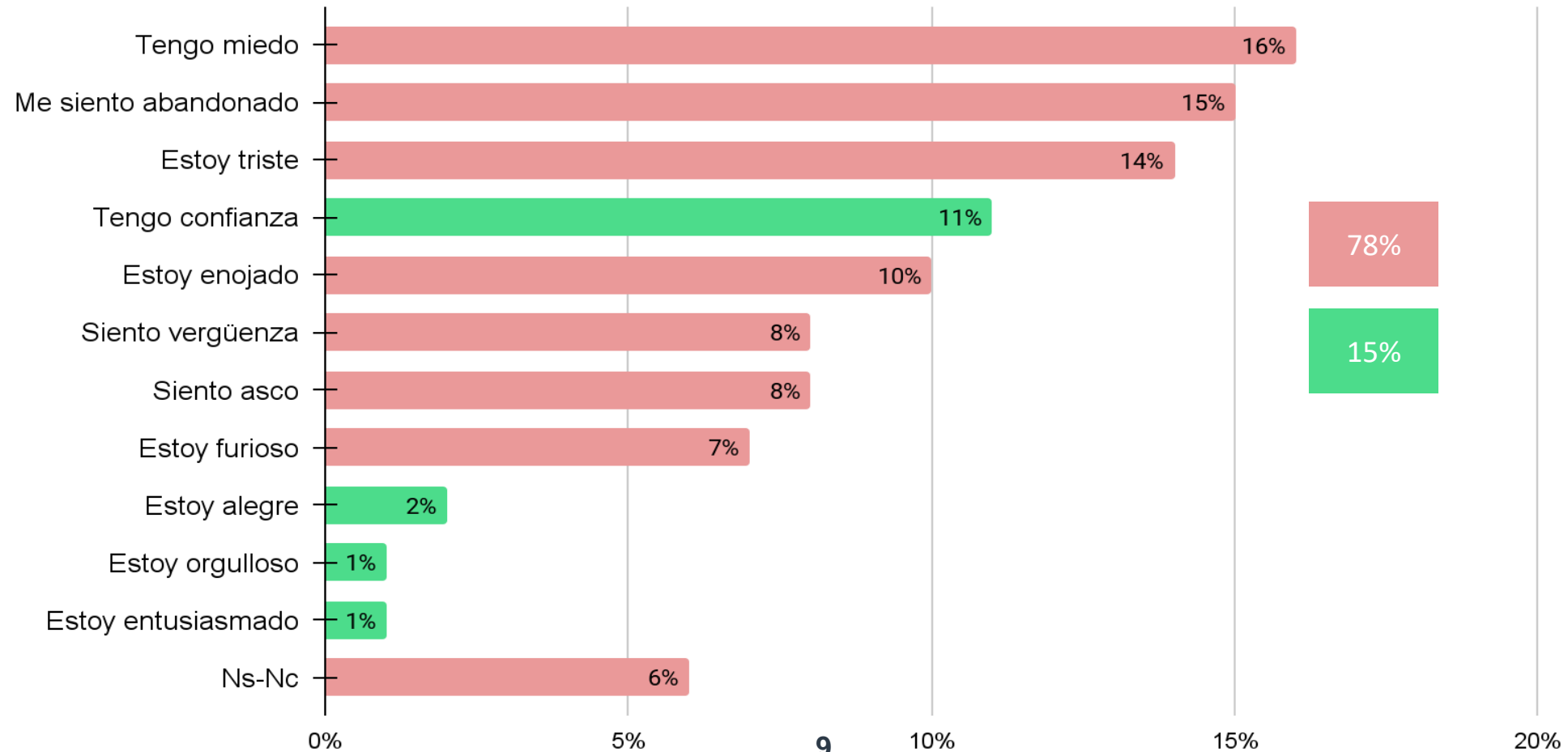
ECONOMIA: Los riesgos y efectos del Plan Llegar

LA POLITICA: CLAVES PARA ENTENDER LA COYUNTURA

EMOCIONES QUE TRAJERON CRISIS

HUMOR SOCIAL: SENTIMIENTOS

¿Qué sentimiento lo identifica más a usted actualmente?

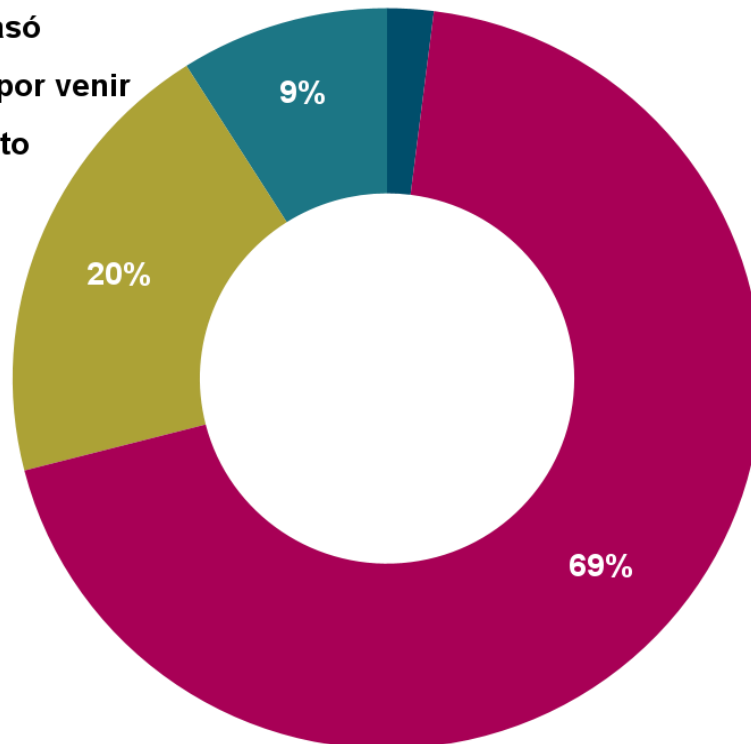


LA POLITICA: CLAVES PARA ENTENDER LA COYUNTURA HUMOR SOCIAL: EL PEOR MOMENTO ESTA POR VENIR

¿Usted diría que lo peor de esta crisis ya pasó, estamos atravesando lo peor, o lo peor está por venir?

Encuesta online en todo el país, 2.000 casos totales; error muestral para los totales generales de +/- 2.2%. La fecha de realización del campo fue del 20 al 25 de julio de 2022. Los totales pueden no ser exactos debido a redondeos.

- El peor momento ya pasó
- El peor momento está por venir
- Este es el peor momento
- Ns-Nc



“Cada día que pasa está peor lamentablemente. Si encontrás algo bueno, después tenes diez malos. Cada año que pasa es peor, nada positivo.”

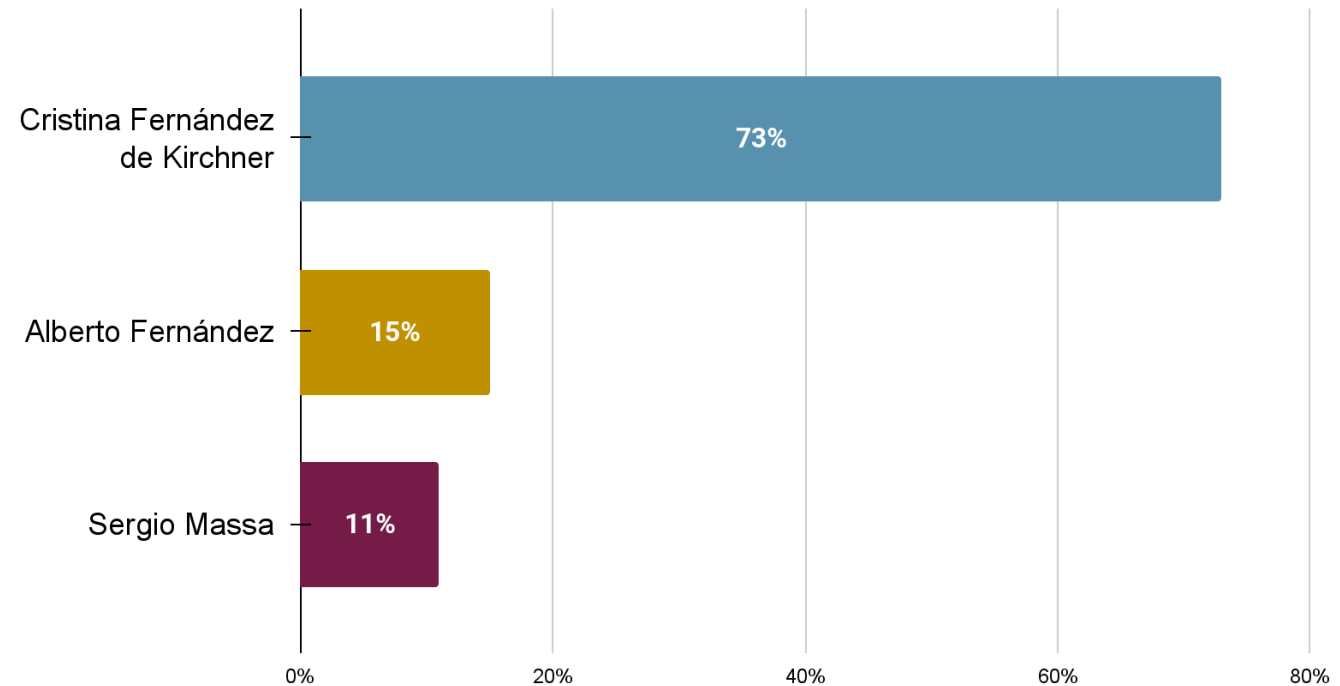
“A mí me parece que este es uno de los peores momentos. Tengo la esperanza de que esto mejore. No quiero ni pensar que se viene lo peor, pero en este momento es muy complicado.”

“Es lo que genera el malestar, porque no sabes cuan peor podés estar...”

LA POLITICA: CLAVES PARA ENTENDER LA COYUNTURA

HUMOR SOCIAL: EL GOBIERNO DE CFK

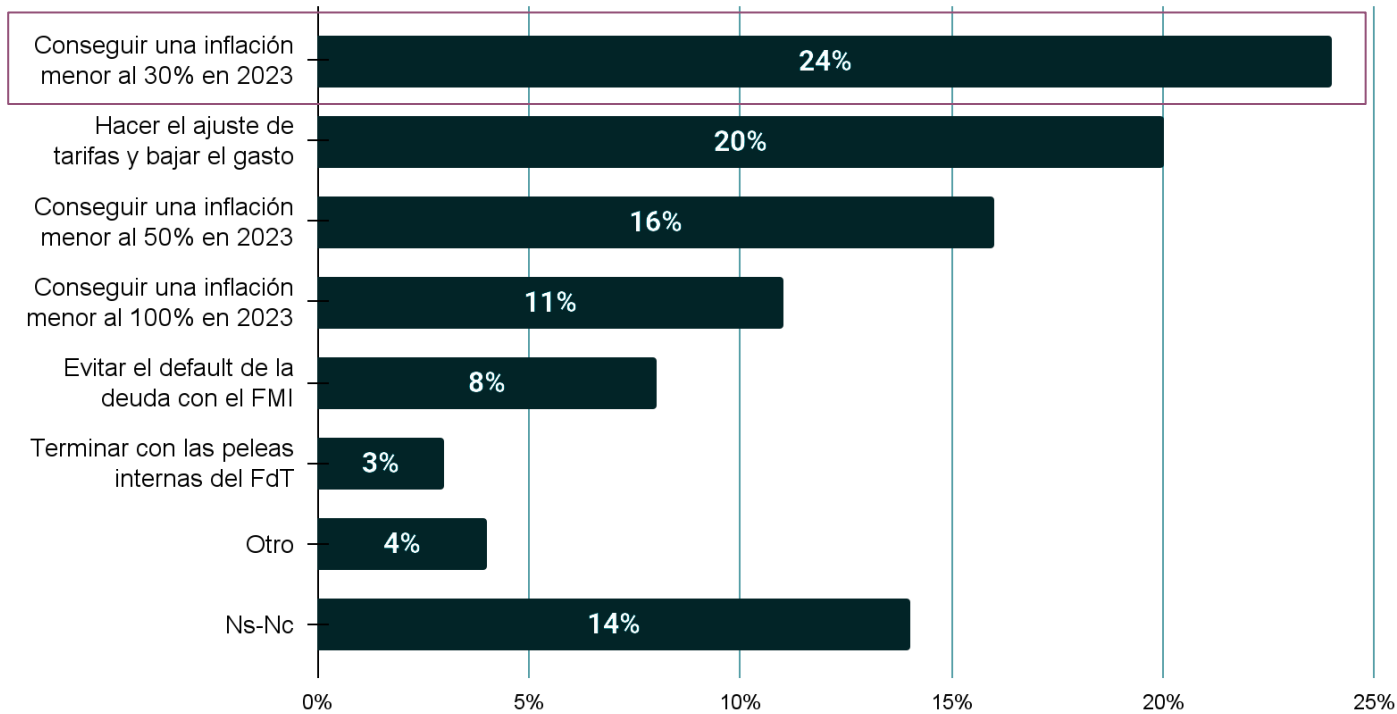
¿Quién tiene más poder dentro del oficialismo?



LA POLITICA: CLAVES PARA ENTENDER LA COYUNTURA

HUMOR SOCIAL: LA MEDIDA DEL EXITO

¿Qué debería lograr Sergio Massa como Ministro de Economía para ser considerado exitoso?



“Si da estabilidad económica, todos vamos a decir que hizo algo exitoso. Ahí la gente lo va a ver con otros ojos”.

“Tiene que lograr que baje la inflación que hay, queremos estabilidad”.

“La estabilización del dólar, para que le den un respiro al laburante. Que la plata te alcance para algo más, no solo para un kilo de pan”.

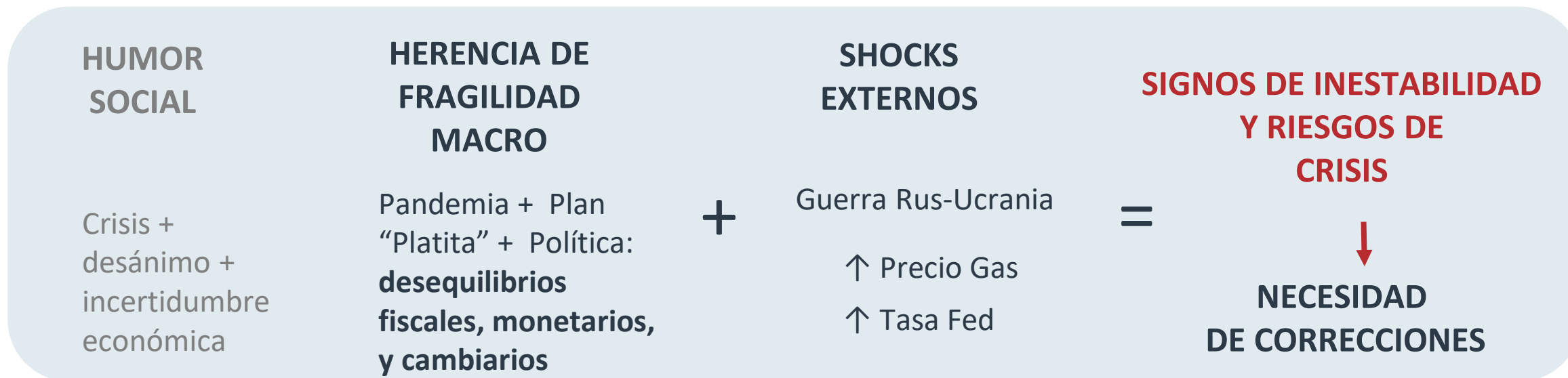
“Una estabilidad, que se regularice el tema de los precios”

“Es muy exagerada la suba de precios en tan poco tiempo”.

**LA SOCIEDAD CONVIVE CON
LA CRISIS,
Y SE PREPARA
PARA UN ESCENARIO
PEOR**

LA ECONOMÍA: FOCO EN LA COYUNTURA

EL OBJETIVO DE LA ERA MASSA: CONTENER LA INESTABILIDAD



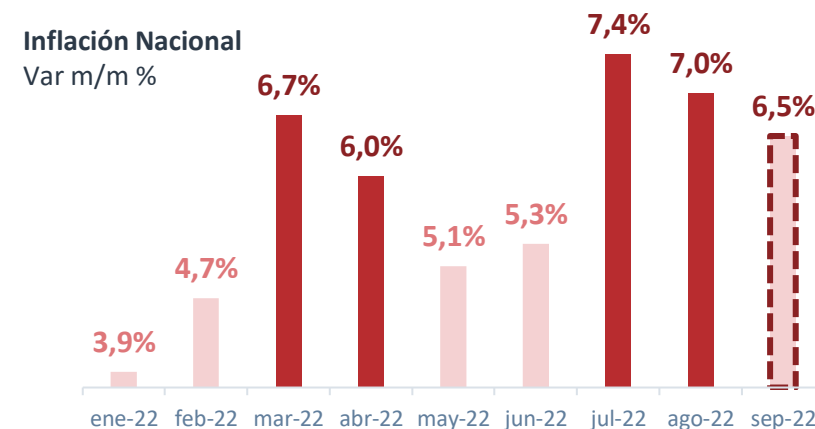
- Desde las tensiones cambiarias y financieras y la minicrisis de la deuda en pesos que terminó con la salida del ministro Martín Guzmán a principios del mes de julio, pasando por el corto interregno de Silvina Batakis como ministra de Economía (que apenas estuvo en el cargo poco más de tres semanas) hasta llegar a la asunción de Sergio Massa al frente de la cartera económica, mucha agua ha corrido debajo del puente.
- **Se hizo nuevamente patente el contexto de elevada fragilidad en el que funciona la economía argentina, donde cualquier evento, mala noticia o shock gatilla las fuentes de inestabilidad latentes derivadas de los desequilibrios acumulados.** En ese sentido, tras la relativa tranquilidad que se instaló a partir de fines de enero post firma del acuerdo del FMI y la llegada de los dólares de la cosecha gruesa que llevaron a un descenso de la brecha, a partir de mayo/junio **el panorama se comenzó a complicar** en un contexto de expectativas deterioradas por una peor performance fiscal a la esperada, un decepcionante perfil de compras de dólares y acumulación de reservas por parte del BCRA en el mejor trimestre cambiario del año, y dudas crecientes sobre el cumplimiento del acuerdo con el FMI.
- Con la economía corrida cerca del umbral de una crisis, fue necesaria **una corrección más significativa del rumbo para calmar las expectativas y alejarla** (al menos transitoriamente) de ese umbral. Y en ello precisamente consistió el Plan del ministro Massa que, además, asumió con el aval político de la vicepresidente, dando la señal de que tendría más margen para hacer lo que Guzmán no pudo, y ello en un marco de mayor unidad (al menos aparente) al interior del oficialismo

FUENTES DE INESTABILIDAD CON ESCASOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA

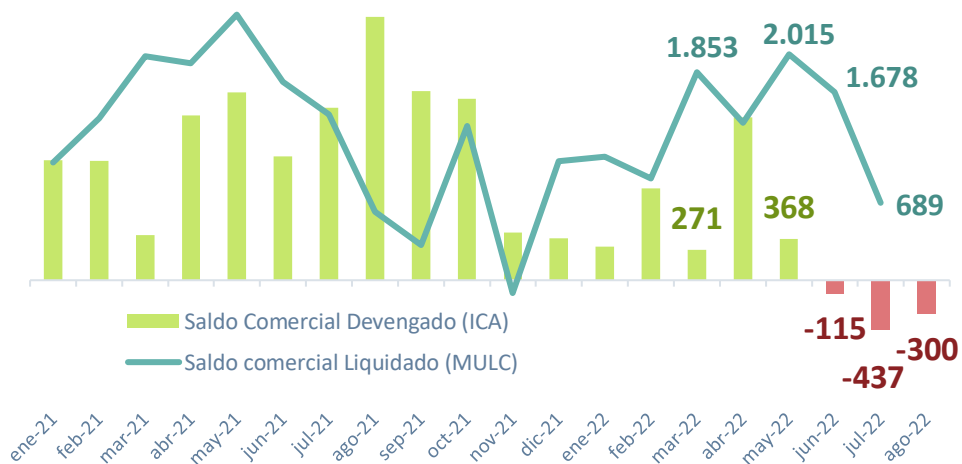
BRECHA Y RIESGO PAÍS EN RÉCORDS



DOS FOGONAZO INFLACIONARIOS



SUPERÁVIT COMERCIAL EN NEGATIVO



PÉRDIDA DE RESERVAS

-9.000
USD MILLONES

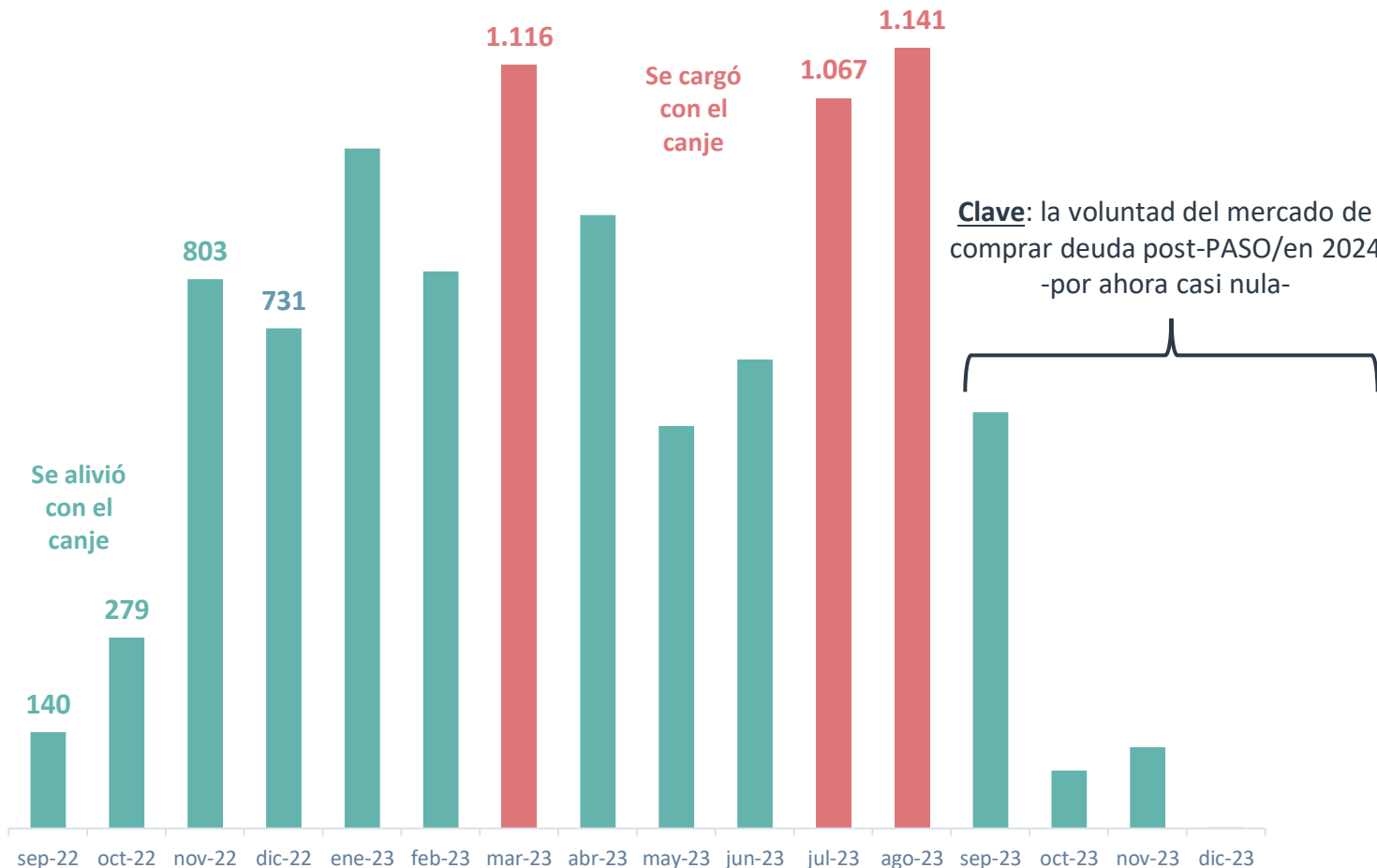
Caída acumulada de reservas netas entre ago 2021 y ago 2022 (aunque a sept se recorta la caída a **USD -7.300 M** por dólar soja)

LA ESTRATEGIA DEL GOBIERNO: ACCIONES SECUENCIALES PARA FRENAR LAS FUENTES DE INESTABILIDAD



- **¿Cuál ha sido la estrategia del ministro Massa hasta el momento y qué resultados ha cosechado?** La estrategia principal ha sido adicionar al programa intervencionista que se venía implementando **una dosis de mayor ortodoxia con el fin de anclar las expectativas**, lanzando para ello una secuencia de medidas basadas en tres ejes: i) estabilización del mercado de la deuda en pesos; ii) mayor ajuste fiscal y ratificación de las metas del acuerdo del FMI; iii) refuerzo de reservas donde la medida estrella de corto plazo ha sido sin dudas la posibilidad de liquidar dólares de las exportaciones de soja a un precio 43,3% más elevado (dólar soja), pero complementada con una intensificación de acciones orientadas a la obtención de préstamos/repos y fondeo del exterior.
- Si bien la estrategia hasta aquí está lejos de constituir un programa antiinflacionario integral, las medidas orientadas en la dirección correcta han permitido “comprar cierto tiempo” conteniendo en el corto plazo las fuentes de inestabilidad. Sin embargo, los principales problemas de fondo no se han resuelto, las fuentes de inestabilidad siguen en estado de latencia, e incluso muchas de las medidas -acertadas a los fines de atender la urgencia- conllevan efectos colaterales negativos con los que hay que lidiar y siguen condicionando el escenario.

Perfil de vencimientos deuda pública en pesos (\$mM)



El canje de agosto

- **Redujo** las **necesidades** de financiamiento en lo que resta de **2022** en **\$2,1 billones**.
- **PERO SE CONCENTRARON FUERTES VENCIMIENTOS PREVIO A LAS PASO.**
- Bono dual: buena opción para acreedores; mala para el emisor (**DEUDA NO LICUABLE**).

Primeros tests positivos

- Tasa de roll over agosto: **199%**
- + **\$228 mM** financiamiento neto 1º licitación septiembre
- **Pero con vencimientos a muy corto plazo***: **148** días en ago. y **175** en sept. vs. 197 días promedio en I-S.
- **Y mayores tasas de interés:** única Letra no ajustable x CER en sept. ofreció **83,4% TNA (124% TEA)** vs. 56,2% TNA (73,2% TEA) en I-S promedio*.

Si bien el mercado se estabilizó luego de la “mini-crisis” de junio, **la acumulación de vtos pre-PASO (c/ vez mayor x ↑ tasas y ↓ plazo) implican un riesgo muy importante a monitorear**

*Promedio ponderado x monto emitido - Letras del Tesoro en \$

Micro-ajustes fiscales para llegar al 2,5% de déficit primario

| | % del PBI | \$mM |
|--|--------------|--------------|
| Déficit Fiscal Primario -proyección inicial- | 3,30 | 2.689 |
| Segmentación tarifas | -0,15 | -122 |
| Recorte presupuestario Decisión Administrativa 826 | -0,16 | -128 |
| Más reca por mayor inflación | -0,20 | -166 |
| Adelanto Ganancias | -0,31 | -250 |
| Más retenciones por dólar soja | -0,45 | -367 |
| Refuerzo jubilados | +0,14 | +116 |
| Refuerzo asignaciones | +0,07 | +54 |
| Déficit Fiscal Primario considerando anuncios Massa | 2,24 | 1.825 |

Convalidado en el Presupuesto 2023

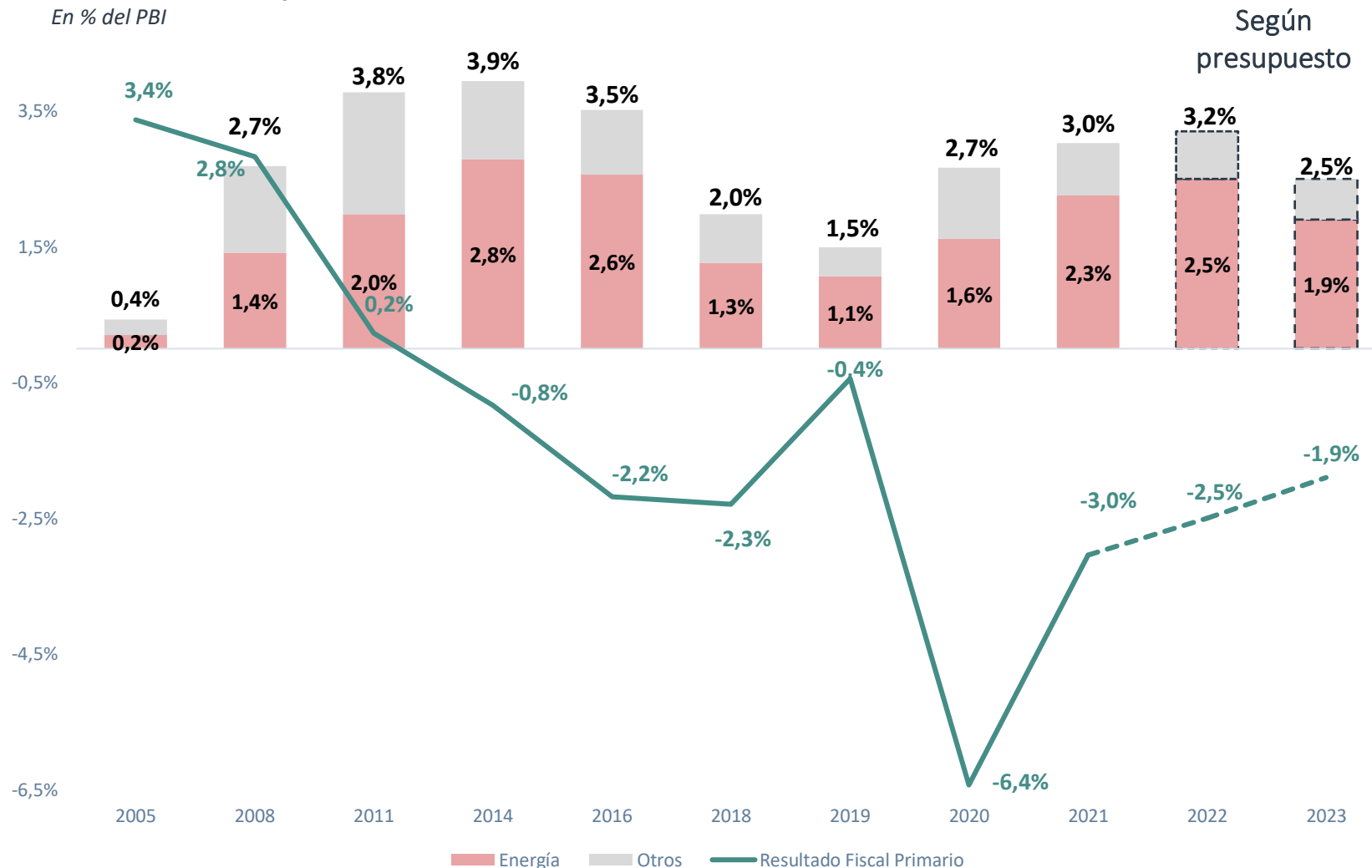
| | Base Devengado (Presupuesto) | Deuda Flotante | Base Caja (Meta Fiscal) |
|-----------|---------------------------------|-------------------|----------------------------|
| % del PBI | Déficit Fiscal Primario | | Déficit Fiscal Primario |
| 2022 | 2,8 | 0,3 | 2,5 |
| 2023 | 2,0 | 0,1 | 1,9 |
| Var. | -0,8 | | -0,6 |

Y hasta podría quedar margen p/ ↑ gasto
-principalmente x mayores retenciones sojas a la previstas-

LA ESTRATEGIA EN EL FRENTE FISCAL: MASSA AVANZA EN TARIFAS

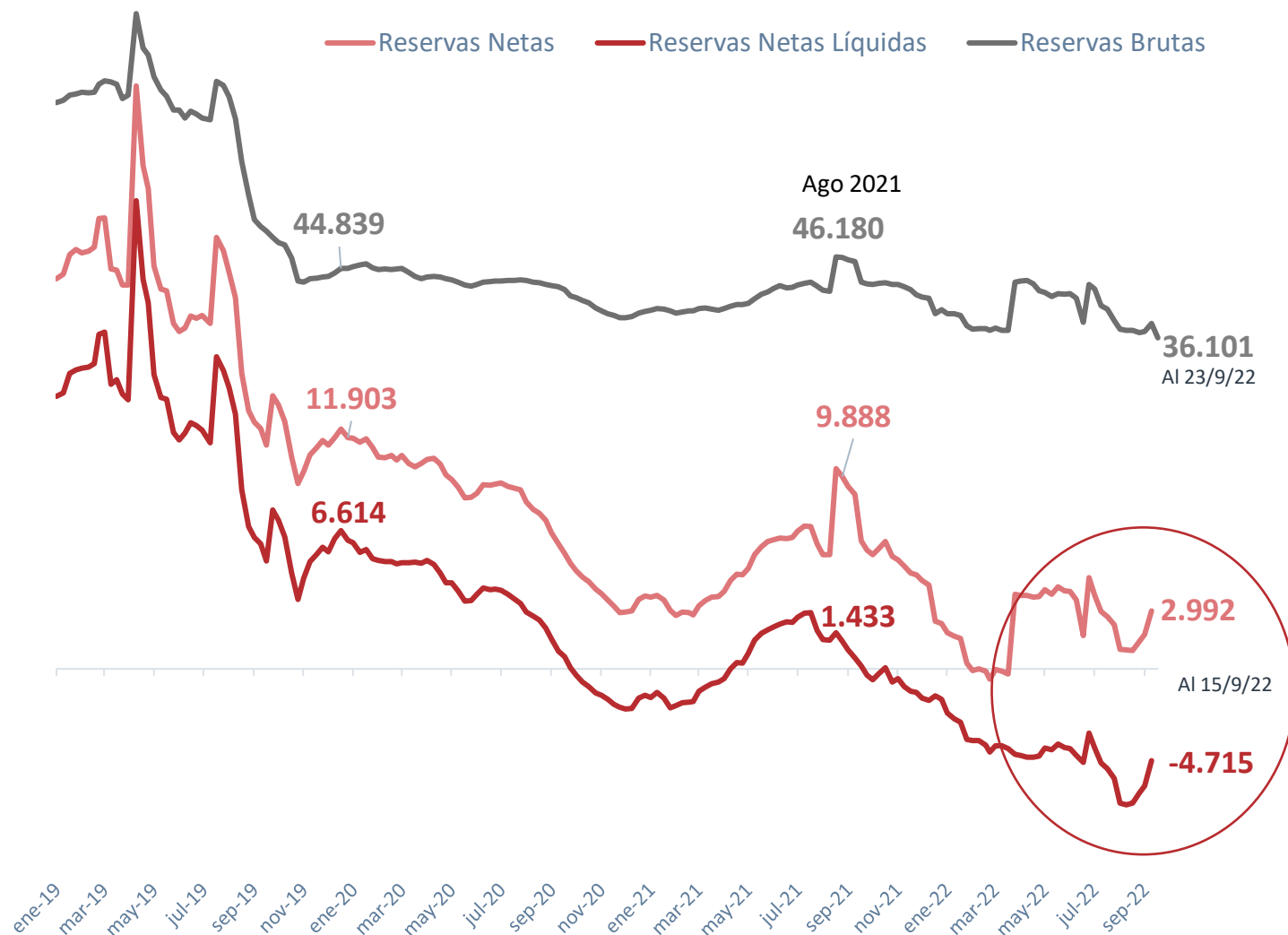
Subsidios Abiertos y Resultado Fiscal Primario

En % del PBI



- La segmentación de tarifas en 2022 no tendría fuertes impactos... Solo **0,15% PBI** !
- **Pero sí tendría mucho más peso en 2023**, donde el grueso del ahorro fiscal según el presupuesto se explicaría por la baja de los subsidios en particular los energéticos

LA ESTRATEGIA EN RESERVAS: FOCO EN RECOMPOSICIÓN



LO CONCRETO HASTA AQUÍ

USD **5.400** M Reservas por dólar soja

USD **3.300** M lleva comprados neto el BCRA

USD **1.200** M BID reservas en 2022

USD **900** M WB – Anunciado (sin timing de ingreso)

4 REPOS Bancos + Fondo Inversión

↓ → Anuncio inicial, no se conoce grado de avance

LA ESTRATEGIA EN RESERVAS: DÓLAR SOJA A 200, LA MEDIDA “ESTRELLA”

IMPACTO MONETARIO Y FISCAL

| | Liquidación Esperada (total) (USD M) | En ARS mM | | Incremento de Reservas (USD M) |
|---|---|----------------------------|---------------------------|-----------------------------------|
| | | Expansión Monetaria | Recaudación Fiscal | |
| Escenario inicial esperado | 5.000 | 730 (17,4% BM) | 330 (0,41% PBI) | 3.000 |
| Escenario intermedio | 6.000 | 876 (20,9% BM) | 396 (0,49% PBI) | 4.000 |
| Escenario estimado de cierre septiembre | 7.000 | 1.022 (24,4% BM) | 462 (0,57% PBI) | 5.000 |

IMPACTO AL PRODUCTOR POR CADA DÓLAR LIQUIDADO

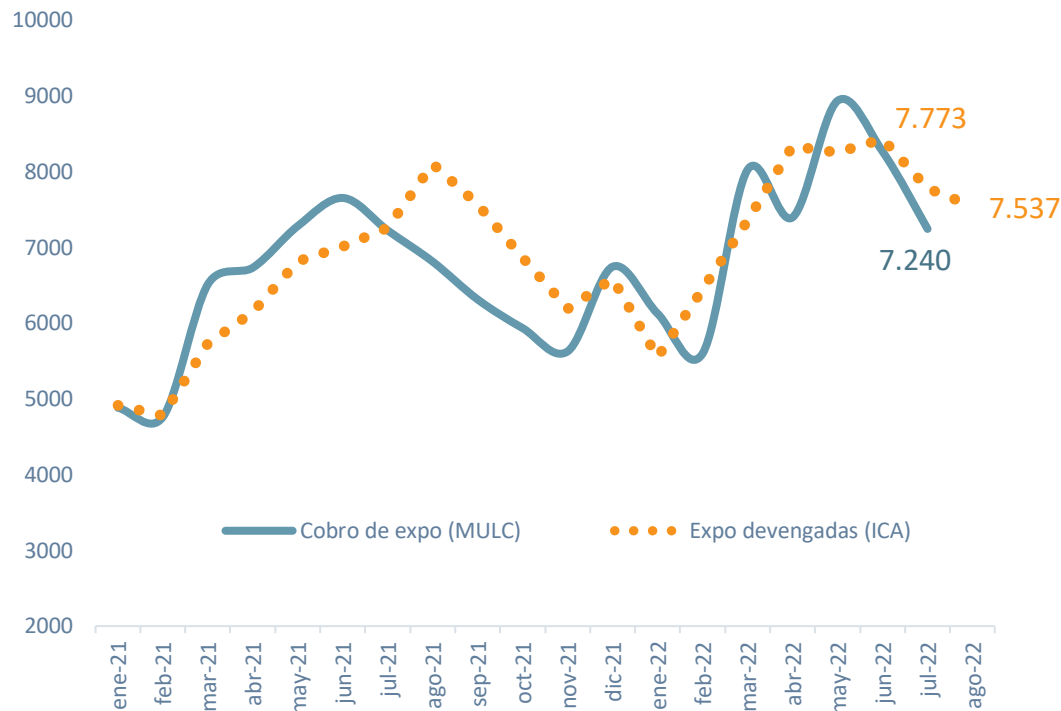
El impacto del dólar diferencial a \$200 implica una mejora de un **43,3%** en el precio que recibe el exportador.



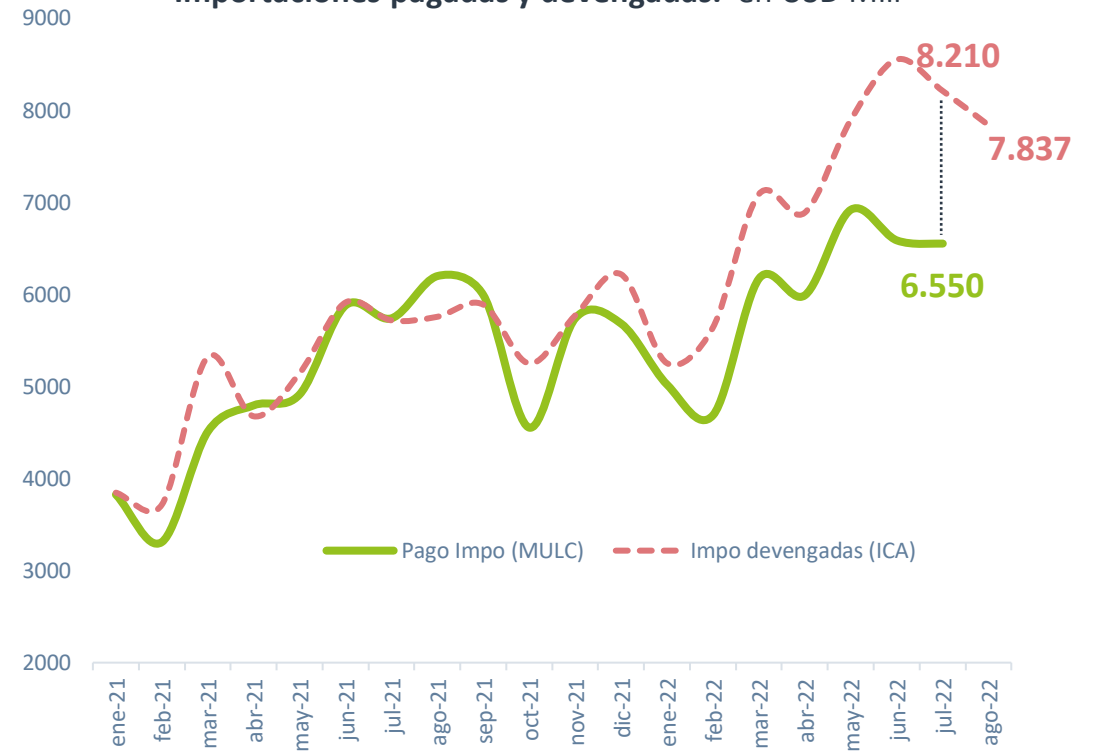
Pero en medio de la implementación de la medida se le cierra el acceso al MULC y al CCL!!!

ESTRATEGIA "PAN PARA HOY" HAMBRE PARA MAÑANA

Exportaciones cobradas y devengadas. en USD Mill



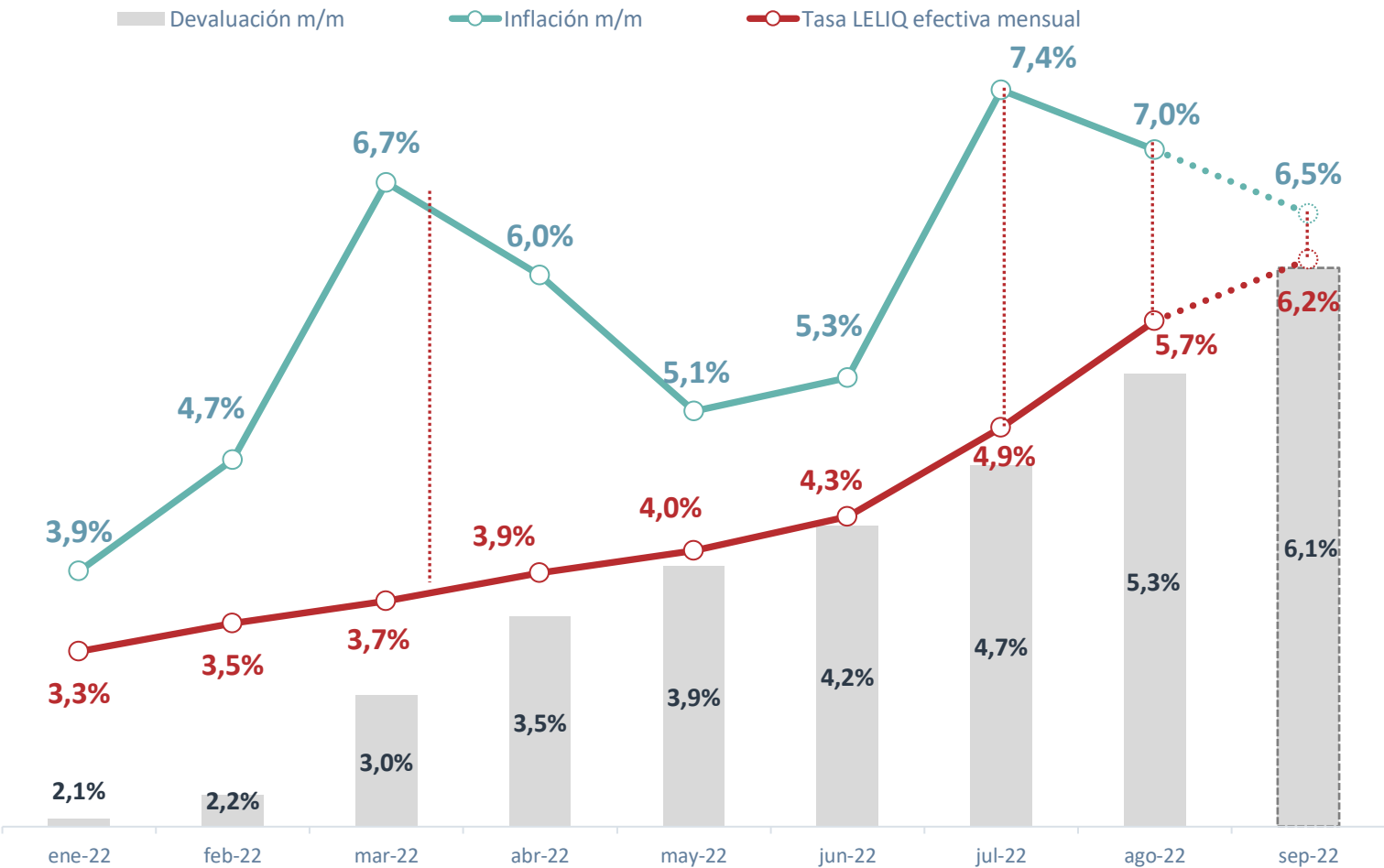
Importaciones pagadas y devengadas. en USD Mill



Exportaciones alineadas con cobro. Adelanto aumentaría la oferta de dólares hoy pero la reduce mañana.

Ya hoy se paga menos de lo que se devenga por el cepo plus. Endurecer las restricciones ampliará la brecha.

LA ESTRATEGIA EN EL FRENTE CAMBIARIO: ACELERACIÓN DEL RITMO DE DEPRECIACIÓN



Claves

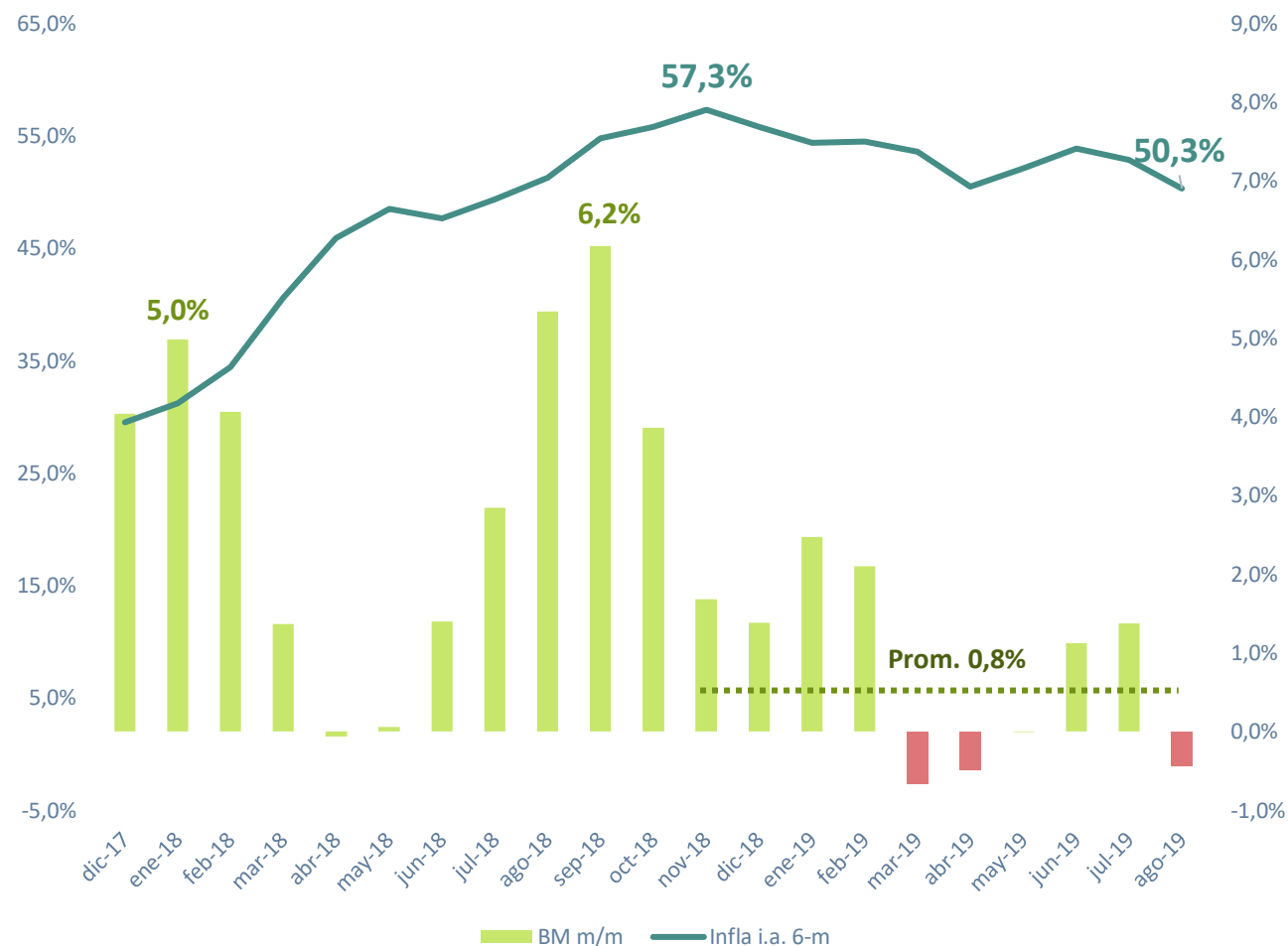
- Fuerte suba de la tasas:**

69,5% a 75,0% TNA Leliqs (107% TEA y 6,2% TEM aun menor a infla esperada septiembre)
- Clave para sostener demanda en pesos y contener expectativas de devaluación
- ACELERAR EL RITMO DE DEVA ES CLAVE PARA NO ACUMULAR ATRASO CAMBIARIO.**
- EL **trade-off** es que el mayor **deslizamiento cambiario** puede **alimentar la inercia inflacionaria** en un contexto de mayor emisión monetaria

LA ESTRATEGIA EN EL FRENTE INFLACIONARIO: MEDIDAS INSUFICIENTES PARA COORDINAR EXPECTATIVAS DE PRECIOS, TIPO DE CAMBIO Y SALARIOS

Base Monetaria e Inflación.

BM prom. móvil 3 meses var m/m, Inflación var i.a. 6 meses rezagada



CLAVES

- Hasta ahora: **Promesa de emisión cero para el fisco + fuerte ↑ en tasas de interés.**
- Experiencia 2018- 19 enseña: que la **regla de 0% de aumento de la base monetaria “suelta” NO alcanzó para que la inflación bajara del 50%**
- Además, **la suba de tasas tiene efectos colaterales: eleva el déficit cuasi- fiscal**
- Por tanto, **no se descartan pasos más decididos frente la inflación** (principal piedra en el zapato electoral ¿**Qué puede hacer?**)

↓
Sumar políticas de corte más heterodoxo
 (políticas activas de ingreso como acuerdos o congelamientos de precios y salarios)

EN DEFINITIVA, ALGUNAS DE LAS INICIATIVAS PARA CONJURAR LA CRISIS AMPLIAN LOS DESEQUILIBRIOS Y DAN LUGAR A “TRAMPAS DE INESTABILIDAD” QUE SE RETROALIMENTAN

TRAMPA 1

- **Mayor emisión monetaria para comprar soja dólares y acumular reservas...**

↓ demanda de pesos,

↑ brecha y las expectativas de devaluación

↑ crawling peg, reforzando la inercia inflacionaria y el régimen de alta inflación

TRAMPA 2

- **Mayores tasas de interés en el intento de que no caiga la demanda de pesos...**

↑ déficit cuasi fiscal que se financia con más emisión que luego debe absorberse colocando + deuda del BCRA

**PASIVOS REMUNERADOS: \$8,1 BN (100% i.a.)
HABLA DE EMISIÓN POTENCIAL DE TRES DÍGITOS**

TRAMPA 3

- **Intervenciones crecientes (para mitigar efectos y cortas arbitrajes) derivan en confianza decreciente**

CASO TESTIGO:

Prohibición de acceso al MULC y al CCL a los que vendieron dólar soja.

TRAMPA 4

- **Mayor inflación en el corto ayuda a licuar gasto (jubilaciones, AUH, etc.) pero eleva las chances del veto de la política por los impactos distributivos**

Reduce la credibilidad en la sostenibilidad de las políticas de ajuste

ARGENTINA

ESCENARIOS HACIA ADELANTE

- › Dos posibilidades: Correcciones a medias o ajuste desordenado
- › ¿Para qué deben prepararse las empresas?

La economía argentina se prepara para transitar lo que resta de 2022 y encarar el arranque de 2023 **con 4 frentes que concentrarán las miradas de la coyuntura:**

- 1. La dinámica cambiaria después del “dólar soja”.** Si bien mermará la demanda de dólares por importaciones energéticas, también se terminaron los dólares extra. Además, está la amenaza de la sequía sobre los dólares de la cosecha fina (trigo de diciembre) que también podría alcanzar la cosecha gruesa, la mayor presión de la demanda de dólares por turismo (Mundial + vacaciones) que se suman al atraso cambiario y la alta brecha -que en general tienden a desalentar expo y sobrestimular importaciones-. A todo lo anterior se suma un menor crecimiento global afectando las cantidades exportadas no vinculadas al agro y la energía y el hecho de que habrá que empezar a pagar las importaciones postergadas a 180 días desde el super cepo de junio. Todo esto augura que el mercado cambiario oficial seguirá con un balance de divisas sumamente apretado (cuán apretado está por verse), lo que condicionará la política cambiaria (no habrá margen para seguir atrasando el tipo de cambio oficial por lo que el gobierno deberá sí o sí devaluar como o algo más que la inflación) y obligará a seguir haciendo fine tuning del cepo y las restricciones. En ese contexto no se descartan nuevas restricciones (y crecientes) a medida que se acerque el verano. En particular, si “algo falla” (por motivos internos y/o externos) no se descarta incluso que las expectativas de una mayor corrección cambiaria del oficial terminen acelerando una nueva suba de la brecha.
- 2. La dinámica inflacionaria y las presiones por la recomposición de ingresos.** Si bien se espera niveles inflacionarios algo más bajos que los del tercer trimestre, persisten dudas sobre la velocidad en la que se instalará la inflación en esta economía de alta inercia y ya decididamente instalada en un régimen de alta inflación. En otras palabras, no es lo mismo para las expectativas que la inflación “viaje” por encima de 6%, al 6% mensual o se instale en el 5% mensual. Ello principalmente los efectos sobre las presiones por la recomposición de ingresos, que ya están a la orden del día, pero se intensificarán a mayores niveles inflacionarios. De hecho, las presiones en este sentido ya son evidentes, tal como lo reflejan el paro de ATE en aeropuertos, el bloqueo de SUTNA (neumáticos), el conflicto del sindicato de Peajes -al que además se sumó Camioneros-, todo en un contexto de intensas renegociaciones salariales. Considerando que la inflación pinta con ser la gran piedra en el zapato electoral, no se descarta por tanto que el gobierno adopte pasos más decididos para combatirla apelando a medidas de corte más heterodoxo como políticas activas de ingreso que incluyan acuerdos o congelamientos de precios y salarios.

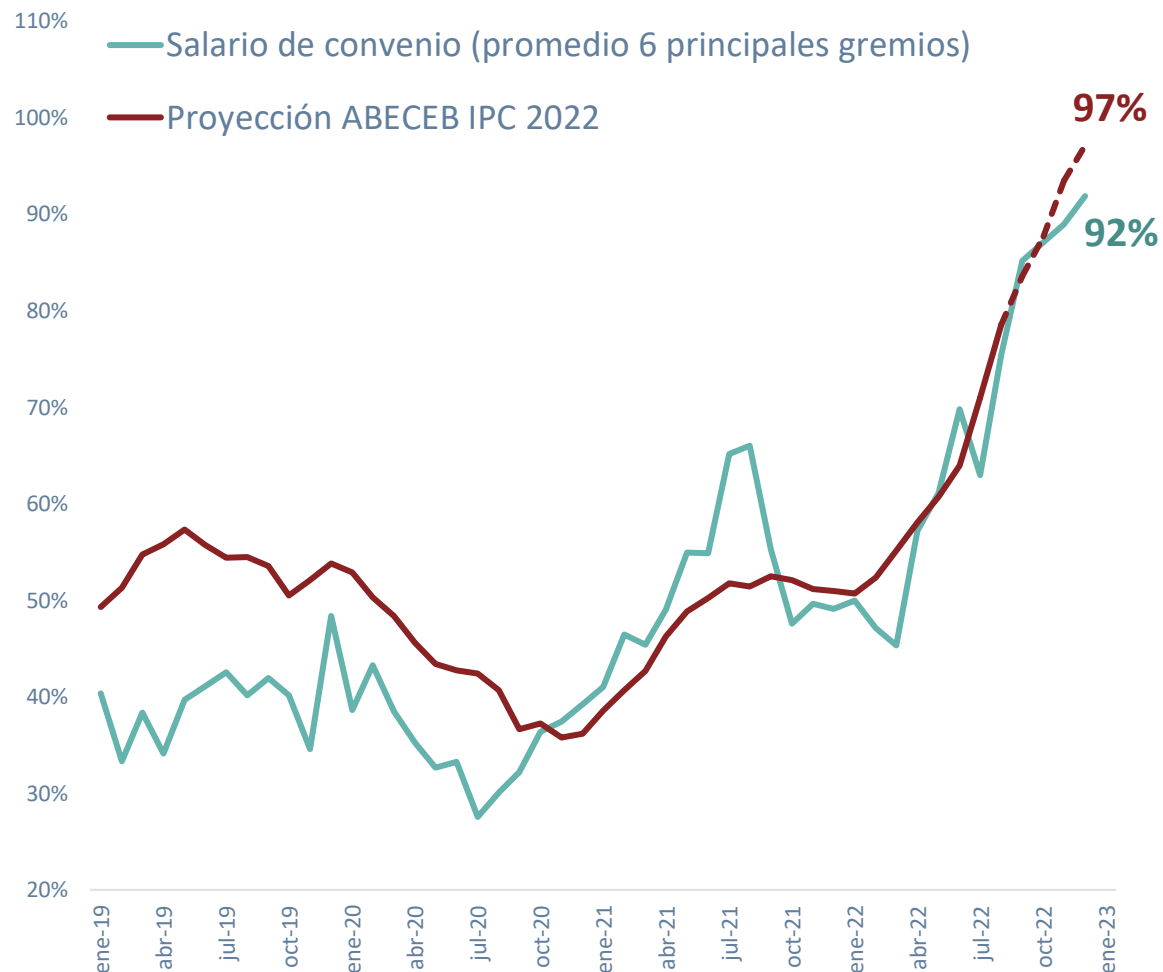
- 3. La dinámica de la actividad económica.** Como mencionamos anteriormente en el primer semestre vino bastante bien de algún modo dissociada y desincronizada de los problemas macro y el tercer trimestre muestra signos de constituirse en punto de inflexión con indicadores mixtos y sectores que empezarán a sentir con más fuerza los impactos del deterioro de los fundamentals. Pero todo sugiere que en el cuarto trimestre los impactos de las fuerzas recesivas se harían notar con más fuerza, previéndose un deterioro más significativo en el consumo masivo producto de la suba de tasas, el agotamiento progresivo del adelanto de consumo -clave en el primer semestre-, y la caída del salario real -que además probablemente derive en un consumidor más cauto. A esto se le suma el impacto financiero negativo de la elevada inflación, que podría traer complicaciones para la construcción -tanto obra privada como pública-, y una economía más debilitada en la que se prevé un estancamiento en la creación de empleo -sobre todo informal-.
- 4. El posible impacto del ciclo electoral sobre el componente “ortodoxo” del Plan Massa y el desempeño de la economía.** Las elevadas tasas de inflación y la suba de los precios de los alimentos están gatillando fuertes shocks negativos en los ingresos reales en períodos breves. Esto lo hizo patente el valor de la línea de pobreza de agosto que trepó a 120.000 pesos para que una familia no sea considerada pobre. Sin dudas, esta situación eleva las chances de que los conflictos distributivos lleven a que la vicepresidente (últimamente más inclinada al pragmatismo ajustador), a un viraje en su postura y termine ejerciendo su poder de veto y desautorizando el ajuste de Massa. El problema es que, de materializarse este veto de la política, la credibilidad respecto de la sostenibilidad de las políticas de ajuste se verá negativamente impactada, elevando los riesgos de que el escenario macro vuelva a inestabilizarse.

De todos modos, en la medida en que el componente ortodoxo se mantenga (escenario base), la economía argentina podría cerrar el año con una velocidad crucero para la inflación, el tipo de cambio oficial y las tasas de interés en torno al 6% mensual (equivalente a una velocidad anualizada del 100%), una brecha cambiaria que difícilmente perfore el 95%-100% y con una actividad económica y un consumo con signos más evidentes de debilitamiento. En ese contexto el PBI, tras acumular un crecimiento de 6,2% en el primer semestre del año (contra igual semestre del año anterior) cerraría 2022 mostrando una suba promedio del orden de 3,9% pero con un nivel del PBI en el cuarto trimestre inferior al del cuarto trimestre de 2021, tendencia que podría profundizarse hacia el verano de 2023

ZOOM: LA INFLACIÓN Y LA DINÁMICA POR LA RECOMPOSICIÓN DE INGRESOS

Salarios se vuelven a discutir en sept- noviembre

Salario registrados e inflación. Var% i.a.



| Miles de trab | Sindicato | Acuerdo inicial% | REVISIÓN/ADELANTO | PROX REUNIÓN | DIC22/DIC21 a hoy |
|---------------|---------------|------------------|-------------------|--------------|-------------------|
| 900 | Comercio | 59,5% | SI | No definida | 97% |
| 421 | Construcción | 62% | SI | Noviembre | 91% |
| 17 | Aceiteros | 39% | 59% | Diciembre | 67% |
| 162 | Camioneros | 31% | SI | Octubre | s.d. |
| 109 | Bancarios | 60% | SI | Octubre | 65% |
| 220 | Gastronómicos | 60% | SI | Junio 2023 | +100% |
| 204 | Seguridad | 85% | No | Mayo 2023 | 80% |

Las tensiones se recalientan - Señales

- Paro ATE Aeroparque
- Conflicto peajes
- Bloqueo SUTNA (neumáticos)

DOBLE DE CONFLICTOS LABORALES QUE UN AÑO ATRÁS

585 mil obreros involucrados (vs 199 mil en ago-21)

40 días trabajados perdidos (vs 19 en ago-21)

Heatmap actividad

| Indicador | % prom. | II-T | Julio | Agosto |
|---|---------------|------|-------|--------|
| Actividad Económica (EMAE) | Var. i.a. | 6,9 | 5,6 | |
| | Var. m/m s.e. | 0,6 | 0,0 | |
| Construcción (Índice Construya) | Var. i.a. | 10,2 | 8,4 | 12,1 |
| | Var. m/m s.e. | 1,0 | 7,6 | -9,9 |
| Venta total nafta (IAE Mosconi) | Var. i.a. | 32,6 | 14,3 | |
| | Var. m/m | -0,6 | 1,5 | |
| Venta total gasoil (IAE Mosconi) | Var. i.a. | 10,4 | 3,1 | |
| | Var. m/m | 1,6 | -0,7 | |
| Demanda eléctrica no residencial (Cammesa) | Var. i.a. | 5,6 | 3,1 | 2,0 |
| | Var. m/m | 0,0 | -0,6 | -1,4 |
| Producción Industrial (IPI y Secretaría Des. Productivo p/ agosto) | Var. i.a. | 8,0 | 5,1 | 4,8 |
| | Var. m/m | 1,8 | -1,2 | -1,6 |
| Venta Minoristas PyMEs (CAME) | Var. i.a. | 1,3 | -3,5 | -2,1 |
| | Var. m/m | -4,3 | -6,0 | 1,4 |
| Índice de Confianza del Consumidor (UTDT) | Var. i.a. | 5,5 | -8,2 | 6,6 |
| | Var. m/m | 2,0 | -11,1 | -0,1 |

Mayor presiones recesivas

- Caída salario real y del ingreso disponible (tarifas)
- Riesgo en el empleo
- Mayores tasas
- Restricciones a las importaciones
- Faltantes de productos
- Incertidumbre
- **A favor eventos puntuales que pueden mitigar** (Mundial en nov-dic)



Aunque hay señales mixtas, julio-agosto evidencian una desaceleración y son grandes candidatos a ser un punto de inflexión

¿QUE ESPERAR HACIA ADELANTE?






| | | |
|--|---------------------|---|
| | PETRÓLEO & GAS | Confirmación de la licitación del gasoducto y las plantas de compresión muestra un buen presente |
| | MINERIA | Mayor dinámica proyectos litio en el NOA. San Juan próxima construcción cobre (Josemaría) 2023 |
| | EDC | Macro y cambiario local limita potencial |
| | ELECTRO | Riesgos importaciones insumos podría afectar oferta. Alarmas para 2023. Retrasa decisiones de inversión |
| | AUTOMOTRIZ | Mercado sujeto a la política de administración del comercio ergo a la disponibilidad de divisas. La producción condicionada por el abastecimiento de componentes de origen importado afectando a la cadena. |
| | AGROINDUSTRIA | Efecto de La Niña podría amenazar el área sembrada y los rindes + presión sobre costos (gasoil y fertilizantes) |
| | ALIMENTOS Y BEBIDAS | Señales de enfriamiento. Giro a segundas marcas y caída de ventas |
| | INDUSTRIA | Falta de insumos podría motivar paradas o reducción de turnos. Caso x caso |
| | CONSTRUCCIÓN | Volatilidad de precios y alta inflación anticipa complicaciones tanto para obras privadas grandes como para las públicas |
| | ENERGIA ELÉCTRICA | VAD distribuidoras atrasado (AMBA interior) Desde enero/20 + 45%, muy por debajo de la inflación y esto desincentiva la inversión. Falta de redes de alta tensión para proyectos renovables. Discusión c/ENRE |

LA ECONOMIA: MIRADA 2023






LOS NÚMEROS DEL ESCENARIO BASE

Probabilidad: 60 -65%

ABECEB

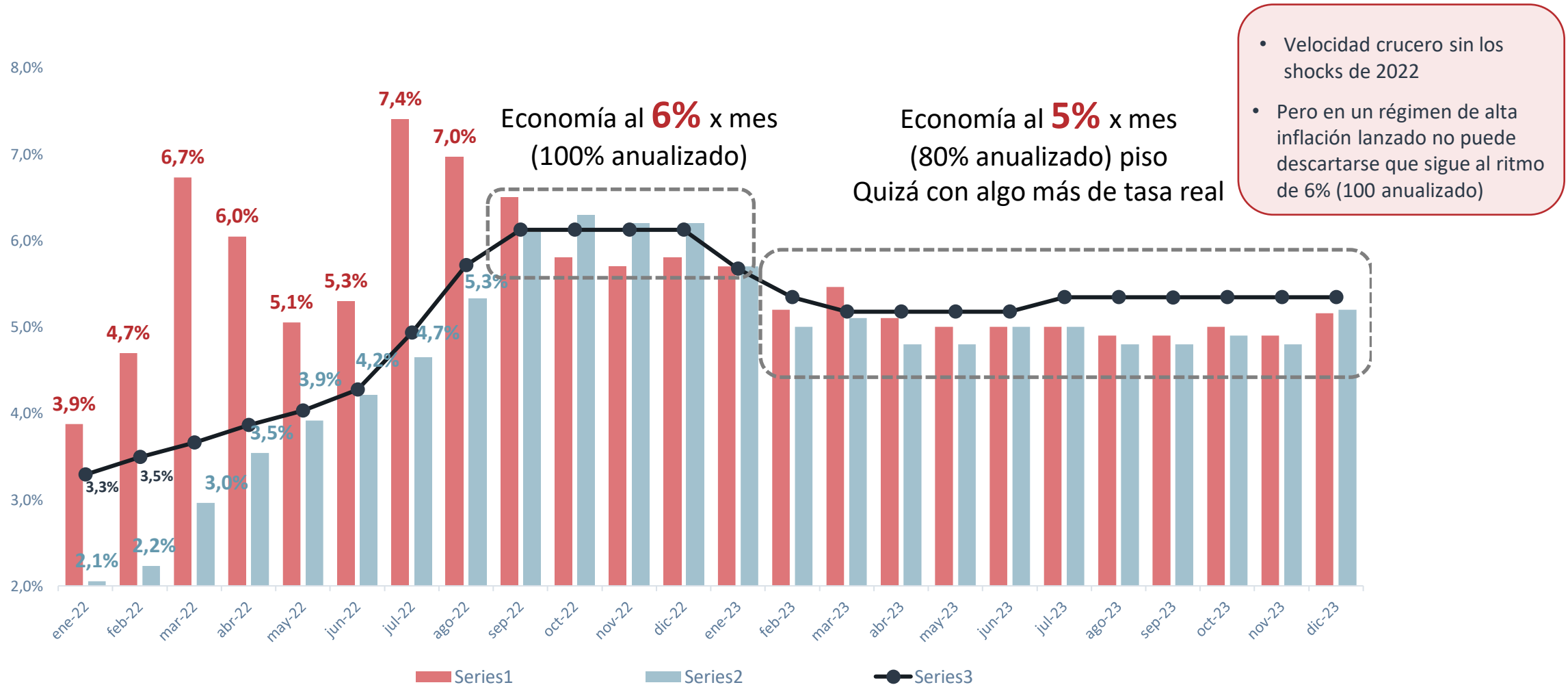
| | 2021 | 2022 | | 2023 | |
|---|---------------------------------|---------------------------------|------------------|--------------------------------|------------------|
| | | ABECEB | Presupuesto | ABECEB | Presupuesto |
|  Inflación <i>Dic. Var % i.a.</i> | 50,9% | 97,1% | 94,5% | 81,9% | 60,0% |
|  TC Mayorista Dic. <i>(Deva % i.a.)</i> | 101,9 (23,3%) | 172,7 (69,5%) | 166,5 (63,4%) | 309,9 (79,4%) | 269,9 (62,1%) |
|  Tasa Pol. Monet. <i>Leliq TNA (fin período)</i> | 38,0% | 75,0% | - | 65,0% | - |
|  CCL -Dic. Prom. <i>(Brecha %)</i> | 208,6 (104,7%) | 354,1 (105,0%) | - | 572,7 (84,8%) | - |
|  PBI - Var % i.a. <i>Q4 vs Q4</i> | 10,3% -8,9% | 3,9% -1,0% | 4,0% - | 0,0% +1,3% | 2,0% - |

Riesgos

-  **Al alza** (100% a fin de año cada vez más cerca)
-  **Al alza** (a monitorear “refuerzo” reservas)
-  **Al alza** (prepararse para menos crédito)
-  **Al alza con mayor volatilidad.**
-  **A la baja** (presiones recesivas por varios frentes: poder de compra + restricciones + incertidumbre)

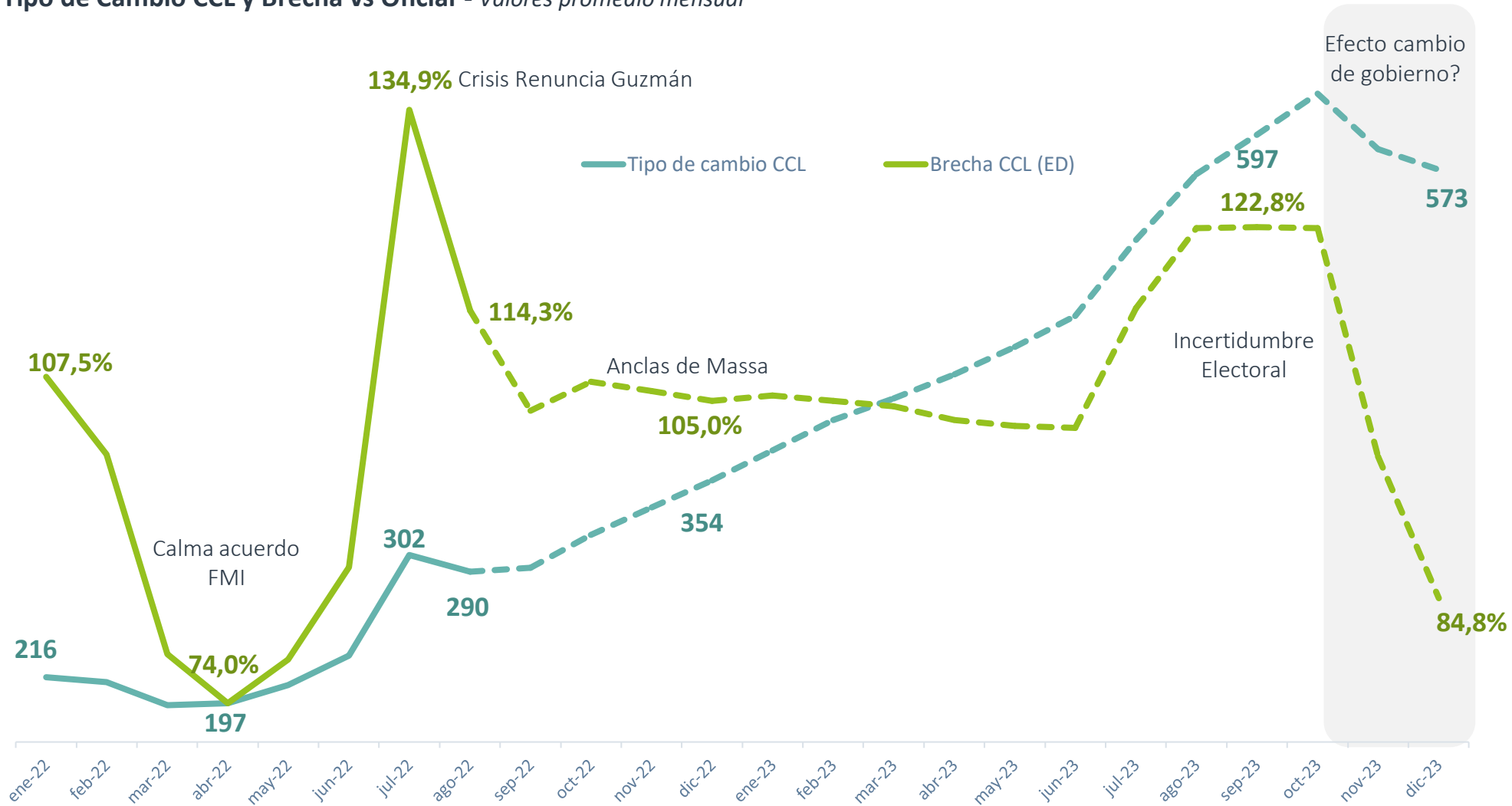
Trayectoria mensual tipo de cambio oficial, tasa, e inflación

Inflación, Devaluación y tasa de política monetaria (efectiva). Variación Mensual



Trayectoria mensual dólar alternativo y brecha (CCL)

Tipo de Cambio CCL y Brecha vs Oficial - Valores promedio mensual



EN ESTE ESCENARIO BASE ¿PARA QUÉ DEBEN PREPARARSE LAS EMPRESAS?

DISCRECIONALIDAD EN 3 DIMENSIONES

- ✓ **Intervenciones puntuales para atacar síntomas de inestabilidad:** incremento de tasas; aceleración de la depreciación; restricciones discrecionales a las importaciones con impacto diferencial por sector, según la especialidad.
- ✓ **Incentivos específicos para actividades con potencial para generar dólares** –minería, energía, etc.– **o cambios tributarios para aumentar la recaudación.**
- ✓ **Medidas para aplacar presiones políticas fuertes.** Por ejemplo, de sindicatos, sectoriales –“dólar Malbec”–, sociales o electorales. No se pueden descartar políticas heterodoxas de ingresos y precios más activas si la inflación no cede.

ABECEB