

## Zona de riesgo

- Internacional
  - Estamos cerca de un punto de bisagra. Los Bancos Centrales mantienen las políticas monetarias contractivas para frenar la inflación. Si logran que la economía desacelere suavemente, lo que en la jerga se llama un “soft landing”, entonces estaremos en el mejor de los mundos con inflación desacelerando y a la vez esquivando la recesión y sin crisis de crédito. Si en el intento de bajar la inflación en lugar de una frenada suave el resultado es el de una frenada en seco, entonces tendremos recesión y crisis de crédito: un “hard landing” o aterrizaje forzoso. Hasta hace un mes, el escenario de soft landing era muy improbable, y en los últimos 30 días, el humor de los inversores mutó, haciendo más probable una baja de inflación suave y sin golpes fuertes en la actividad económica. La publicación de los índices de inflación en Estados Unidos de octubre trajo ese alivio, pero parece ser prematuro considerar que ya vimos lo peor: como dice el refrán, “Golondrina no hace verano”, aunque los inversores en las últimas semanas sólo tienen ganas de mirar el vaso medio lleno. **Lo que vaya a ocurrir en el mercado accionario y de bonos globales hasta marzo de 2023 depende mucho más de lo que vaya a hacer la Reserva Federal y de factores psicológicos que de los datos concretos que traerá la economía.**
  - Repasamos lo que viene ocurriendo en los principales mercados globales:
    - En el Reino Unido, la potencial crisis del sistema previsional fue evitada por el momento, pero le costó la cabeza a la Primera Ministro Truss. El nuevo Primer Ministro Rishi Sunak está presentando un presupuesto más equilibrado con suba de impuestos, y hasta ahora su plan está siendo bien recibido por los inversores.
    - En Estados Unidos la inflación interanual bajó a 7.7% en octubre, el nivel de actividad medido por el PBI sigue firme con un crecimiento interanual de 2.6% en el tercer trimestre, y el desempleo todavía permanece en niveles muy bajos para los standards históricos, con su última lectura en 3.7 por ciento. Como ya mencionamos, lo importante aquí no son los datos concretos, sino cómo van comparando contra las expectativas y cuál es el humor de los inversores. Si el miedo le gana a la codicia los precios van a ir para abajo, si la codicia se impone al miedo, la euforia va a retornar después de un año para el olvido. Luego de tocar 4.25%, la tasa de los bonos de 10 años cayó por debajo de 3.80% en los últimos días.
    - En Europa el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania continúa, y su impacto en el precio de la energía, especialmente el gas, sigue complicando las perspectivas para el continente de cara al invierno.
    - En China, el Partido Comunista re eligió a Ji Xiping como Premier. Uno de sus primeros actos de gobierno fue remover al ex presidente chino Hu Jintao del Congreso del Partido. El mercado consideró que tal decisión es una señal de radicalización de Ji Xiping, ya que Hu Jintao había avanzado en reformas durante la década que duró su gobierno (2003 a 2013) y su salida forzada del Congreso fue leída como una reversión de esas reformas. Mientras tanto, el otro frente interno en China es cómo seguirá su política de confinamientos para lograr cero casos de Covid, algo que genera mucha incertidumbre en cuanto al nivel de actividad, ventas y producción local pero también en el abastecimiento de las cadenas globales de manufactura.
    - En Brasil, luego de una segunda vuelta muy reñida, Lula fue elegido como presidente para ingresar al Poder Ejecutivo el próximo enero. Ya se empieza a hablar de excepciones a los topes de gastos que aprobó en su momento el Congreso y que apuntan a contener el balance fiscal brasileño. Los inversores por el momento se mantienen escépticos pero esperan a que la transición sea ordenada y que el nuevo gobierno vaya formando su gabinete.



- **Seguimos recomendando cautela y mantener una mayor ponderación de la cartera en efectivo, hasta tanto se puedan observar señales concretas de que la inflación se desacelera.**
  
- Política local
  - La coalición de gobierno sigue fracturada. Naufragaron los intentos del oficialismo por eliminar las PASO el año que viene. Luego del triunfo de Lula en Brasil, CFK levantó el perfil y dio un par de discursos, aunque todavía no está claro si va a ser candidata a presidente, o más probablemente, a senadora por la Provincia de Buenos Aires, y de esa manera asegurarse los fueros parlamentarios.
  - El plan dólar soja I implementado por Massa cumplió con su objetivo de poder continuar las negociaciones con el FMI en situación de cumplimiento de metas. Tal es así, que el gobierno acaba de lanzar el plan dólar soja II. Las negociaciones para el último desembolso del año, de USD 5,000 millones, continúan en estos momentos y es muy probable que los fondos lleguen al país, ya que en realidad son los que permiten a Argentina seguir pagando los vencimientos que caen, y de esa manera renovar el status quo sin que la cosa cambie para ambas partes.
  - En paralelo el gobierno logró ampliar el swap con el Banco Central Chino por un monto de USD 5,000 millones, que estarán disponibles para ofrecer en el mercado cambiario oficial, aunque nuestra visión es que evitarán su uso inmediato, y el gobierno planea más bien continuar con un cepo muy estricto y guardar esa munición por si es necesario utilizarla más adelante en el verano, o más adelante en el período previo a las elecciones.
  - El Senado aprobó el Presupuesto 2023 en una sesión en la que no se presentó la oposición. Se prevé un déficit fiscal de 1.9 por ciento del PBI y un nivel de inflación de 60 por ciento. Mientras tanto, la inflación real se resiste a las proyecciones. En el mes de octubre mostró una variación mensual de 6.3 por ciento.
  - Los dólares implícitos en las diferentes cotizaciones de bonos y acciones se movieron un escalón más arriba y se ubican en el rango de 315 (billete) a 322 pesos (el CCL). La entrada en vigencia del plan dólar soja II debería ayudar a mantener la calma en este mercado, al menos hasta enero.
  
- Monetario y Cambiario
  - La inflación de septiembre fue 6.3 %, acumulando 88.0 % en los últimos 12 meses. Las mayores alzas fueron en comunicación (+12.1 %), vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (+7.5%) y restaurants y hoteles (+7.4%). Los componentes de la canasta que menos subieron fueron equipamiento y mantenimiento del hogar (+4.9 %), y transporte (+4.5 %).
  - El IPC núcleo (que descarta la incidencia de precios regulados y de precios estacionales) que es un mejor indicador de la tendencia de los precios, marcó una variación mensual de 5.5 % y acumula 86.4 % en doce meses.
  - En estas últimas semanas, el BCRA dejó de subir las tasas de interés, y el único ancla que el gobierno está utilizando es el control de precios a través del programa Precios Justos. Las paritarias navegan en la zona del 100 por ciento, la devaluación del dólar oficial se mueve al 6.5 mensual, así que toda la economía está fluyendo a una velocidad anualizada del 100 por ciento, sin anclas. El control de precios no será efectivo en mitigar la inflación, así que no esperamos buenas noticias en este frente. Adicionalmente, el BCRA retomó las compras de bonos en el mercado secundario, compras que más temprano que tarde se materializarán en emisión de pesos para financiarlas. La tasa badlar se ubica en niveles de 69 por ciento, y a pesar de los incrementos que realizó el BCRA desde comienzos del año (30 puntos porcentuales) sigue siendo negativa contra la inflación corriente de los meses en curso.
  - **Mantenemos un pronóstico de inflación para el año 2022 muy cercano al 100%. Dejamos sin cambios el pronóstico de un dólar oficial en diciembre en la zona de 180 pesos, aunque el plan dólar soja II debería comprimir transitoriamente la brecha hacia el 90% (consistente con un dólar paralelo en 340 pesos).**



- Actividad

- El último informe mensual de actividad económica (EMAE) que publicó el INDEC corresponde al mes de septiembre. Se registró una caída en el nivel de actividad de 0.3% en comparación con el mes anterior con ajuste estacional, y un rebote de 4.8% frente al mismo mes del año pasado. En la variación interanual los sectores que más crecen son Hoteles y restaurantes (+30.3 %) y Explotación de minas y canteras (+14.2 %).
- En cuanto a la industria, el dato del IPI que publicó INDEC para el mes de septiembre muestra una caída de 0.2 % y una variación interanual positiva de 4.2%. En esta última medida interanual se destaca el crecimiento en Automotores y otros equipos de transporte (+13.4%) y Textiles, prendas de vestir, cuero y calzado (+7.8 %).
- En el plano de la construcción, en el mes de septiembre se observa un tropiezo mensual con ajuste estacional de 2.9 %, mientras que el índice de actividad del sector se ubicó 5.2 % por encima del mismo mes de 2021.

- Compartimos proyecciones actualizadas:

<b>Proyecciones</b>						
	2017	2018	2019	2020	2021 E	2022 P
Inflación Nacional (variación anual, dic.)	24,8%	47,6%	55,0%	33,0%	50,9%	100,0%
Tipo de cambio \$/US\$ (fin dic)	18,8	37,8	59,9	85,0	102,8	180,0
Tipo de cambio informal	19,3	40,3	76,8	160,0	215,0	340,0
Brecha	2,7%	6,5%	28,1%	88,2%	109,2%	88,9%
Reservas internacionales brutas (dic, en miles de M de US\$)	55,1	65,8	44,8	38,0	39,6	44,0
Tasa de política monetaria (dic.)	28,75%	59,3%	55,0%	38,0%	38,0%	75,0%
Tasa Badlar bancos privados (dic.)	23,3%	48,6%	42,1%	33,0%	34,0%	69,0%
PBI real (variación anual)	2,7%	-2,5%	-2,8%	-10,5%	10,3%	5,0%
Consumo privado (variación anual)	4,0%	-2,4%	-6,5%	-14,0%	10,2%	4,0%
Inversión (variación anual)	12,2%	-5,7%	-15,0%	-11,0%	32,9%	15,0%
Desempleo (promedio anual, nueva metodología INDEC)	10,5%	9,2%	10,4%	14,0%	7,0%	10,0%
Superávit primario (excl. rentas, % del PBI)	-4,2%	-2,6%	-1,0%	-6,0%	-2,9%	-1,8%
EMBI Global Argentina (spread en %, dic)	351	817	2000	1300	1790	2300
Deuda pública neta (% del PBI)	27,8%	42,2%	45,8%	55,0%	53,0%	54,0%
Exportaciones de bienes (miles de M de US\$, FOB)	58,6	61,6	64,2	52,0	77,9	80,0
Importaciones de bienes (miles de M de US\$, CIF)	66,9	65,4	51,8	40,0	63,2	65,0
Balance comercial (miles de M de US\$)	-8,3	-3,8	12,4	12,0	14,7	15,0
Cuenta corriente (% del PBI)	-4,9%	-5,3%	-1,0%	0,0%	0,5%	-1,0%