Zona de riesgo

- Internacional

  - Las políticas monetarias contractivas de los principales Bancos Centrales del mundo no han podido hasta ahora mostrar resultados impactando en una baja de la inflación. Es más, ya hay riesgos concretos de que se produzcan fallas o disrupciones en los mercados de créditos o en el funcionamiento del mercado global de capitales antes de que logren desacelerar la suba de precios. A continuación, van algunos ejemplos:
    - En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra (Banco Central) se vio obligado a recomprar bonos del Tesoro (Gilts) luego de que la nueva Primer Ministro Truss anunciara una rebaja de impuestos y el subsidio a la energía sin tener asegurado el financiamiento para compensar esas medidas. La Libra Esterlina se depreció con fuerza hasta llegar a un mínimo de 1.07 contra el Dólar y luego rebotar. La caída en los precios de los Gilts era una amenaza para el sistema de jubilación en el Reino Unido ya que los fondos de pensión tenían posiciones de riesgo en las que apostaron a que las tasas bajas iban a durar para siempre y las subas recientes en los tipos de interés comenzaban a forzar la venta de urgencia de activos a pérdida.
    - En Estados Unidos el Tesoro está consultando a los bancos sobre la necesidad de recomprar las emisiones de bonos más viejas que tienen menos liquidez en el mercado. La tasa del bono a 10 años llegó a 4% y no está claro que ahí pare, ya que la Reserva Federal va a subir nuevamente la tasa de política monetaria 75 puntos básicos hasta la zona de 3.75% en su reunión de noviembre. El problema es que todo esto coincide con un nivel de desempleo bajísimo en la zona de 3.5%, y con un mercado inmobiliario que comenzó a enfriarse pero que tiene que ceder mucho para que la inflación baje del 8 por ciento actual al 2 por ciento objetivo de la Fed. Los servicios y los salarios en Estados Unidos siguen aumentando a ritmo firme y la Fed se encuentra entre la espada y la pared: seguir subiendo tasas ya pone en peligro al sistema financiero (las tasas de las hipotecas ya se encuentran por encima del 7 por ciento) y también provocaría una recesión demasiado larga y fuerte.
    - En Europa el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y su impacto en el precio de la energía, especialmente el gas, está complicando las perspectivas para el continente de cara al invierno. Ya se mencionó el ruido político generado en el Reino Unido por un presupuesto fallido presentado por la Primer Ministro Truss, y no descartamos que la inestabilidad política vaya en ascenso. Lo mismo puede decirse de Italia, donde las elecciones anticipadas de septiembre arrojaron como ganadora a Giorgia Meloni, nieta de Benito Mussolini, quien reemplazará a Mario Draghi como Primer Ministro y algunos comienzan a temer una salida de Italia de la Unión Europea. Los países de Europa continúan registrando los niveles de inflación más altos de los últimos 60 años, y al igual que lo que ocurre en Estados Unidos, la suba de tasas del Banco Central Europeo no está dando frutos a la velocidad esperada.
    - Por último, dado que la Reserva Federal está siendo el Banco Central más agresivo de todos en la velocidad y magnitud de suba de tasas, el efecto inmediato es un fortalecimiento global del dólar frente a todas las monedas, lo que genera un riesgo de una crisis global por caída de precios de las materias primas no energéticas, y un debilitamiento de las economías emergentes.
  - Mientras tanto, China sigue por otro carril, implementando una cuarentena mucho más dura de lo que el mercado imaginaba. La política de cero casos de Covid implicó cierres de ciudades como Shanghai, Beijing, y los principales centros comerciales e industriales. También afectó

en gran medida la logística global, lo que está repercutiendo en los márgenes y en las ventas de las empresas que operan o tienen plantas de producción en China, es decir, gran parte de la oferta mundial.

- El Partido Comunista Chino está por elegir al nuevo líder, se espera que Ji Xinping sea ungido nuevamente como Premier, pero tiene enormes desafíos ya que además de lo mencionado en relación a su estrategia de covid (muy limitada porque China no logró desarrollar una vacuna efectiva contra el virus), el mercado inmobiliario está severamente afectado por una larga crisis, y la rivalidad con Estados Unidos ya es abierta: el gobierno norteamericano está boicoteando la industria de semi conductores, y prohíbe a ingenieros y empresas norteamericanas continuar trabajando.
- Los mercados accionarios han sufrido fuertemente el contexto que describimos hasta aquí. Lo que había sido un comienzo flojo hasta abril se transformó en un año horrible hacia mediados de mayo, y hacia comienzos de octubre ya podemos decir que 2022 va camino a ser recordado como uno de los peores en términos de performance de activos financieros. Lo novedoso esta vez es que los bonos soberanos de mediano y largo plazo emitidos por países desarrollados, que suelen funcionar como refugio, este año han perdido más del 20 por ciento de su valor, motivado por las subas agresivas de tasa de interés.
- **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. Se habla de intentos del oficialismo de eliminar las PASO el año que viene.
  - El plan dólar soja implementado por Massa ha permitido al gobierno cumplir con las metas del acuerdo con el FMI y destrabar los desembolsos de esa entidad y de otros multilaterales. Sin embargo, no se trata de un aumento sostenido de exportaciones, sino más bien de adelantar aquello que iba a liquidarse en los próximos meses, con lo cual debemos esperar que vuelva la pérdida gradual de reservas a medida que las importaciones retomen su ritmo. Otro factor a tener en cuenta es que el clima seco sigue azotando a las zonas agrícolas, de manera que las proyecciones de cosecha fina y gruesa están siendo constantemente revisadas a la baja.
  - Por estos motivos esperamos que el cepo siga cerrándose cada vez más, y las recientes medidas de Dólar Qatar para contener la demanda de dólares de turismo es sólo un ejemplo. La implementación del nuevo sistema de monitoreo de importaciones SIRA en reemplazo de las SIMI busca desarmar el flujo de importaciones que estaban saliendo en respuesta a amparos judiciales presentados por importadores.
  - El Congreso recién está comenzando el debate sobre el Presupuesto 2023. Argentina debe reducir su déficit fiscal cerca de un punto porcentual sobre el PBI para cumplir con la meta de déficit 2023 ya acordada con el FMI.
  - Mientras tanto, a la inflación se le volvió a salir la cadena ya que el último registro correspondiente al mes de septiembre mostró una variación mensual de 6.2 por ciento, lo que implica un acumulado en el año de 66.1 puntos y de 83.0 puntos en los últimos 12 meses. El REM (Relevamiento de Expectativas de Mercado que publica el BCRA) apunta a una inflación en el año 2022 cercana a los 100 puntos porcentuales y eso es consistente con inflación mensual en la zona de 6.5 puntos en los meses de octubre, noviembre y diciembre.
  - Los dólares implícitos en las diferentes cotizaciones de bonos y acciones se mantienen en el rango de 290 (billete) a 304 pesos (el CCL).

- Monetario y Cambiario

    - La inflación de septiembre fue 6.2 %, acumulando 83.0 % en los últimos 12 meses. Las mayores alzas fueron en prendas de vestir y calzado (+10.6 %), bebidas alcohólicas y tabaco (+9.4%) y bienes y servicios varios (+6.8%). Los componentes de la canasta que menos subieron fueron educación (+3.7 %), vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (+3.7 %) y comunicación (+2.5 %).
    - 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 82.3 % en doce meses.
    - A pesar de que va en contra de su ADN, el gobierno está empleando la suba de tasa de interés como principal herramienta anti inflacionaria (descartemos los controles de precios que no tienen ninguna utilidad). En lo que va del año el BCRA ya subió cerca de 30 puntos porcentuales las tasas de política monetaria y de depósitos, pero todavía corre de atrás a la inflación que se retroalimenta por suba de combustibles, de precios regulados, y por las expectativas de una aceleración de precios tras el cierre de paritarias muy agresivas. Recordemos también que lo que está pasando es que se está depurando el exceso de emisión de pesos con el que se financió el déficit durante la pandemia. La badlar se ubica en niveles de 68 por ciento, y así y todo sigue siendo negativa contra la inflación corriente de los meses en curso.
    - **Nos alineamos al REM en 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, y una ampliación de la brecha hacia el 110% (consistente con un dólar paralelo en 380 pesos).**

- Actividad

    - El último informe mensual de actividad económica (EMAE) que publicó el INDEC corresponde al mes de julio. Se registró un nivel de actividad igual al del mes anterior con ajuste estacional, y un rebote de 5.6% frente al mismo mes del año pasado. En la variación interanual los sectores que más crecen son Hoteles y restaurantes (+45.7 %) y Explotación de minas y canteras (+13.6 %).
    - En cuanto a la industria, el dato del IPI que publicó INDEC para el mes de agosto muestra un crecimiento de 0.4 % y una variación interanual positiva de 7.6%. En esta última medida interanual se destaca el crecimiento en Automotores y otros equipos de transporte (+23.2%) y Textiles, prendas de vestir, cuero y calzado (+12.9 %).
    - En el plano de la construcción, en el mes de agosto se observa un tropiezo mensual con ajuste estacional de 2.1 %, mientras que el índice de actividad del sector se ubicó 7.3 % por encima del mismo mes de 2021.

- Compartimos proyecciones actualizadas:

Proyecciones

	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	380,0
Brecha	2,7%	6,5%	28,1%	88,2%	109,2%	111,1%
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%