



Encuentro Border Shops

URUGUAY 2022

Hoja de ruta

I. Economía mundial: a las puertas de un nuevo ciclo de alta incertidumbre

- a) 2022: ajuste de manual, se activó la secuencia *tasas – dólar – precios de materias primas*
- b) 2023... hacia dónde pueden converger la actividad y la inflación

II. Brasil: nuevo gobierno ¿nueva macro o continuidad?

III. Argentina: alta inflación y tipo de cambio como condicionantes políticos y económicos en un año electoral

I. ECONOMÍA MUNDIAL: A LAS PUERTAS DE UN NUEVO CICLO (¿"INÉDITO"?)

En los últimos cuarenta años la economía mundial atravesó por **cuatro ciclos** bien diferenciados. **La pandemia marcó un nuevo quiebre.**



4 ciclos en 40 años:

- i. **La “década perdida” (1980-94): bajísimo crecimiento, alta inflación,** espiralizada en los emergentes. Estuvo cruzado por crisis de deuda (México 82), petroleras, financieras emergentes y en EE.UU. (Savings and Loans 86).
- ii. **La caída del Muro de Berlin (1995-2001): alto crecimiento, baja inflación** (derrumbe en los emergentes). Fue un cambio de época en el mundo, en especial en los emergentes donde primó un reformismo con orientación capitalista. Hubo crisis (Mexico 95, Asia 97, Rusia 98, Brasil 99) que no llegaron a retrocesos sistémicos o cambios de régimen. **Se terminó consolidando la estabilidad macro en los emergentes.**
- iii. **El ciclo de oro (2002-2008): altísimo crecimiento, bajísima inflación.** Fue el empalme perfecto del ciclo anterior (consolidación de fundamentos macro emergentes) con condiciones financieras expansivas derivadas de la recesión 2001 en EEUU y el atentado 9-11 (tasas bajas, dólar débil, commodities altos).
- iv. **El ciclo de piedra (2009-2019): cuasi estancamiento con cuasi deflación.** Al mundo le costó recuperarse de la crisis 2008. Esta empalmó con la crisis europea 2012 (PIGS), el Brexit (2016) y la guerra comercial EE.UU.-China (2017-18). El mundo se “cerró” con tendencia a la desglobalización y el proteccionismo.

*La pandemia sanitaria 2020-21 y la “pandemia inflacionaria” 2022 marcan un **punto de quiebre** en el ciclo macro 2009-2019. En 2023 la economía mundial entrará en un **ciclo todavía indeterminado en crecimiento e inflación.***

NÚMEROS BÁSICOS DE LOS CUATRO CICLOS Y EL QUIEBRE DE LA PANDEMIA

Cuatro ciclos macro en cuarenta años:		(I) "Década" perdida 1980-1994	(II) Caída del Muro 1995-2001	(III) Ciclo de oro 2002-2008	(IV) Ciclo de piedra 2009-2019	Pandemia "Sanitaria" "Inflacionaria"	
						2020-2021	2022 e
MUNDO	PBI	3,0	3,5	4,5	2,5	1,5	3,0
	Inflación	25,3	6,8	4,2	3,5	4,6	10,0
G7 (*)	PBI	2,7	2,8	1,9	1,2	0,1	1,5
	Inflación	4,9	1,8	2,0	1,5	3,1	7,0
LATAM	PBI	2,0	3,0	4,5	1,5	0,0	3,0
	Inflación	183,2	12,6	6,0	4,5 (**)	6,0 (**)	8,0 (**)

(*) EEUU, UK, Alemania, Italia, Francia, Japón, Canadá (**) Para estos períodos el cálculo excluye Argentina y Venezuela // Fuente: Macroview en base a IMF, Bancos Centrales

- En 2020, la pandemia cortó un ciclo de diez años de crecimiento pesado y cuasi “deflacionario”. **Este interregno ya lleva tres años: 2020 shock sanitario, 2021 recuperación económica y 2022 de resaca inflacionaria** por los desbalances macro y productivos de los dos años previos.
- **No luce que se esté entrando en un ciclo “ochentista” de estanflación.**
- Con retardo, pero hay un **ajuste sincronizado y acelerado de las políticas monetarias de los Bancos Centrales grandes (FED, BOE, BCE) y emergentes, que va a dar paso a otra macro a partir de 2023.**
- **Es un hecho que liquidez va a ser menor y más cara, el dólar más fuerte, los precios de las materias primas menos altos, el crecimiento más esquivo y la inflación más baja pero con costo en empleo y actividad.**

UN PARÉNTESIS, LA POLÍTICA: GANAN LAS OPOSICIONES SIN IMPORTAR EL SIGNO

PAÍS	AÑO	GANADOR	PRESIDENTE ACTUAL	PRESIDENTE SALIENTE
México	2018	Oposición	López Obrador (izquierda)	Peña Nieto (derecha)
Paraguay	2018	Oficialismo	Mario Benítez (derecha)	Horacio Cartes (derecha)
Colombia	2018	Oposición	Iván Duque (derecha)	Juan Manuel Calderón (izquierda)
Brasil	2018	Oposición	Jair Bolsonaro (derecha)	Michel Temer (izquierda)
Uruguay	2019	Oposición	Lacalle Pou (derecha)	Tabaré Vázquez (izquierda)
Argentina	2019	Oposición	Alberto Fernández (izquierda)	Mauricio Macri (derecha)
Bolivia	2020	Oposición	Arce Catacora (izquierda)	Áñez Chávez (derecha)
Ecuador	2021	Oposición	Guillermo Lasso (derecha)	Lenín Moreno (izquierda)
Perú	2021	Oposición	Pedro Castillo (izquierda)	Francisco Sagasti
Chile	2021	Oposición	Gabriel Boric (izquierda)	Sebastián Piñera (derecha)
Estados Unidos	2021	Oposición	Joe Biden (demócrata)	Donald Trump (republicano)
Colombia	2022	Oposición	Gustavo Urrego (izquierda)	Iván Duque (derecha)
Brasil	2022	Oposición	Lula da Silva (izquierda)	Jair Bolsonaro (derecha)

De 13 elecciones en el continente, en 12 triunfó la oposición “sin importar” el signo (de derecha a izquierda o viceversa)

LA ELECCIÓN DE MEDIO TÉRMINO EN EE.UU.: OTRO FACTOR CONDICIONANTE PARA EL ARRANQUE DEL CICLO QUE VIENE

Últimas elecciones Legislativas en EE.UU.

Cámara de Representantes ("House"): 435 escaños (218 para mayoría)

Cámara de Senadores: 100 escaños (51 para mayoría)

Año	Presidente	Partido	"House"	Senado	Posición post elección
1982	Reagan I	Republicano	-26 (192 a 166)	0 (54 a 54)	Mayoría en Senado (no en Representantes)
1986	Reagan II	Republicano	-5 (182 a 177)	-8 (53 a 45)	Minoría en ambas Cámaras
1990	Bush	Republicano	-8 (175 a 167)	-1 (45 a 44)	Minoría en ambas Cámaras
1994	Clinton I	Demócrata	-54 (258 a 204)	-9 (57 a 48)	Minoría en ambas Cámaras
1998	Clinton II	Demócrata	5 (206 a 211)	0 (45 a 45)	Minoría en ambas Cámaras
2002	Bush (h) I	Republicano	8 (221 a 229)	1 (49 a 50)	Mayoría en ambas Cámaras
2006	Bush (h) II	Republicano	-30 (232 a 202)	-6 (55 a 49)	Minoría en ambas Cámaras
2010	Obama I	Demócrata	-63 (256 a 193)	-6 (57 a 51)	Minoría en Representantes
2014	Obama II	Demócrata	-13 (201 a 188)	-9 (53 a 44)	Minoría en ambas Cámaras
2018	Donald Trump	Republicano	-40 (240 a 200)	2 (51 a 53)	Mayoría en Senado (no en Representantes)

- Únicamente Clinton II y Bush (h) I ganaron escaños en la elección de término medio.
- Excepto Reagan I, Bush (h) I, Obama I y Trump, todos pasan a tener minoría en ambas Cámaras
- Biden viene de una posición donde tiene mayoría en la Cámara de Representantes (220) y tiene que negociar en el Senado (48 propios).

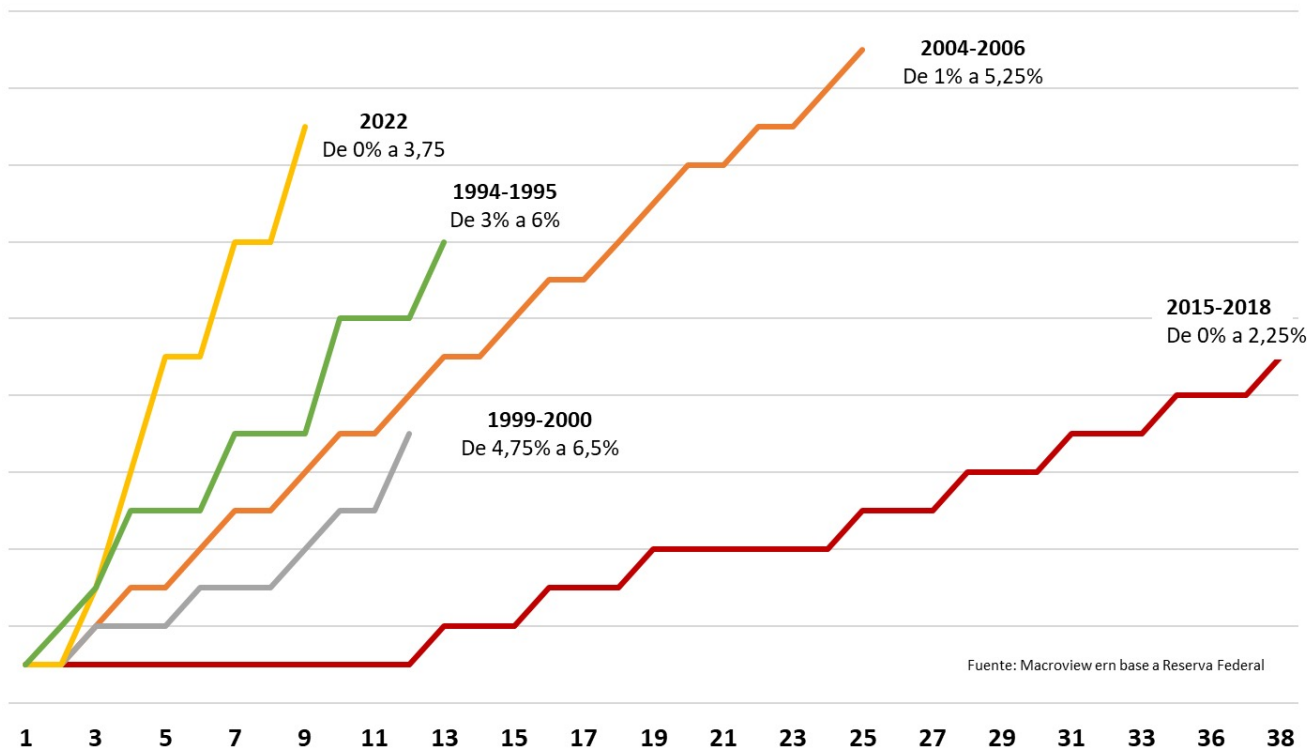
α) 2022: AJUSTE DE MANUAL: SE ACTIVÓ LA SECUENCIA TASAS – DÓLAR – PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

- **La macro mundial salió de la pandemia con desbalances macro importantes:** balance de bancos centrales hiper expandidos, tasas de interés reales muy negativas, niveles de gasto y déficit fiscal todavía altos, deuda “límite”, economías recalentadas, problemas de oferta y logística de bienes y servicios.
- **El shock petrolero por la guerra en Ucrania agravó y aceleró el cuadro, pero el trasfondo es macro.** Los resultados económicos están arriba de la mesa: **inflación alta y “pegajosa”, posible recesión y dólar fuerte.**
- **El mundo no enfrentaba estos dilemas desde los ´80.** Hay en ciernes un ajuste acelerado de la política económica para evitar un ciclo de estanflación.
- **La Reserva Federal lidera el proceso.** Aceleró la suba de tasas y las dejó casi a final abierto. La inflación y pérdida de credibilidad no le dan margen para “errar de nuevo”.
- **A partir de ahí la secuencia fue de manual:** volaron las tasas de interés, corrigieron de golpe las bolsas, las monedas grandes (euro, yuan, yen y libra), el riesgo emergente y corporativo. Siguen semi – ilesas las materias primas (en particular el petróleo y la soja).

a.1. “Tarde pero seguro” la Reserva Federal está en la “¿recta final?” de un ajuste en las tasas de interés casi inédito

Las últimas subas de la tasa de interés de la Reserva Federal

Suba acumulada desde el primer aumento en la tasa de interés (en p.p.)



Meses transcurridos desde la primera suba de tasa

2022	1994-95	2004-06	1999-00	2015-18
De 0% a 3,75%	De 3% a 6%	De 1% a 5,25%	De 4,75% a 6,5%	De 0% a 2,25%
9 meses	13 meses	25 meses	12 meses	38 meses

Aunque lejos y en otro nivel, el temor de tener que aplicar subas de tasa de interés a lo “Volcker” a comienzos de los ‘80 está latente (subió la tasa de interés al 19% con inflación del 13%).

a.2. El resto de las tasas de interés “volvieron al pasado”. Después de quince años al “cero” están en 4%. Si la inflación empieza a bajar pueden ser un “techo” pero no hay certezas...

TNA % fin de período	BONOS DEL TESORO EE.UU. - YTM %						Inflación EE.UU. (% prom. anual)
	Fed Funds	2 años	5 años	10 años	30 años	Promedio tasas	
2000-2006 *	5,25	4,81	4,68	4,69	4,81	4,75	2,6
2007	4,25	3,04	3,45	4,03	4,46	3,74	4,1
2008	0,25	0,75	1,55	2,21	2,68	1,80	0,1
2009	0,25	1,14	2,68	3,83	4,63	3,07	2,7
2010	0,25	0,60	2,00	3,29	4,33	2,56	1,5
2011	0,25	0,24	0,83	1,87	2,89	1,46	3,0
2012	0,25	0,25	0,72	1,75	2,95	1,42	1,7
2013	0,25	0,38	1,75	3,02	3,96	2,28	1,5
2014	0,25	0,67	1,65	2,17	2,75	1,81	0,8
2015	0,50	1,05	1,76	2,27	3,01	2,02	0,7
2016	0,75	1,19	1,93	2,44	3,06	2,16	2,1
2017	1,50	1,89	2,21	2,41	2,74	2,31	2,1
2018	2,50	2,50	2,51	2,68	3,02	2,68	1,9
2019	1,75	1,58	1,70	1,92	2,39	1,90	2,3
2020	0,25	0,13	0,37	0,93	1,66	0,77	1,4
2021	0,25	0,73	1,25	1,50	1,89	1,34	7,0
nov-22	3,75 / 4,0%	4,72	4,39	4,21	4,31	4,41	8,2**

(*)= Los valores son del fin del período (dic-06)

(**)= El valor es de sep-22

Fuente: **MacroView S.A** en base a Reserva Federal

a.3. Las bolsas (EE.UU.), que cayeron por el ajuste de tasas 2022, son hoy un factor de incertidumbre adicional que pesa sobre la macro

DOW JONES		Caída acumulada (%)	Meses de mercado bajista	Meses hasta recuperar
1981 / 82	II crisis petrolera + macro (tasa Fed en 20%)	-21	15	4
1987 / 88	Crisis financiera "savings and loan"	-32	2	9
2001 / 02	Fed sube tasa a 6,5%, Burbuja PuntoCom, 911	-29	15	16
2008 / 09	Crisis financiera EE.UU.	-49	15	48
2020	Pandemia	-30	3	7
2022	"Crisis macro" (inflación + Fed + desaceleración)	-13	6	?

Fuente: Macroview en base a Reuters

S&P 500: -20%

Nasdaq: -35%

Las bolsas acarrean unos seis / ocho meses de tendencia a la baja aunque selectiva (el Dow Jones cayó 10/13%, el S&P 500 -20% y las tecnológicas -35%). Aunque no haya un horizonte de recuperación claro (por la incertidumbre macro) es clave que la pérdida de valor de los activos financieros no pase a mayores

a.4. El riesgo emergente y empresarial viene sorteando razonablemente bien el contexto financiero. Aumentó el riesgo pero menos que en otros ajustes fuertes

Bonos corporativos High Yield y Riesgo país (EMBI, pbs)

(bps)	Corporativos EE.UU. High Yield	Spread emergente	EMBI BRASIL	EMBI MÉXICO	EMBI TURQUÍA	EMBI ECUADOR	EMBI ARGENTINA
2000-2006 *	580	555	718	253	519	800	3119
2007	592	239	221	149	239	614	319
2008	1812	690	428	376	532	4731	858
2009	639	274	192	164	197	806	1198
2010	541	248	189	149	177	913	682
2011	723	377	223	187	385	846	683
2012	534	248	142	126	176	826	987
2013	400	334	224	155	309	530	1067
2014	504	384	262	184	224	883	786
2015	695	410	521	232	288	1266	589
2016	422	363	328	232	360	647	481
2017	363	328	241	188	286	459	412
2018	533	440	276	238	415	826	549
2019	360	302	214	177	408	825	1316
2020	386	354	260	197	366	1062	2236
2021	310	379	326	213	348	869	1579
nov-22	477	472	258	411	600	1476	2566

No son todos iguales a los ojos del mercado, hay selectividad y se premia la solvencia macro antes que la ideología política de los gobiernos (Brasil-México vs. Turquía-Ecuador).

* Valor promedio del período 2000-2006

α.5. “Súper dólar” y commodities: los altos precios de las materias primas no tienen nada que ver con la economía mundial de hoy

Monedas y materias primas (promedios anuales)

	Euro / Dólar	Libra / Dólar	Petróleo US\$/barril	Cobre	Soja US\$/ton	
2000-2006	1,09	1,66	40	1,3	213	
2007	1,37	2,00	72	3,2	318	
2008	1,47	1,85	100	3,1	453	
2009	1,39	1,57	62	2,4	378	CUATRIENIO DE ORO
Promedio 2010 - 2013	1,33	1,58	92	3,6	481	
Promedio 2015 - 2020	1,13	1,35	51	2,7	349	SEXGENIO COMPLICADO
2021	1,18	1,38	68	4,4	502	
2022 (último dato)	0,98	1,12	89	3,4	529	
2023 (e)	1,00	1,15	76	3,4	505	

Si no fuera por el impacto de la guerra, los granos no podrían valer lo que valen

b) 2023 POST AJUSTE DE MANUAL: i) TERMINÓ?, ii) HACIA DÓNDE PUEDEN CONVERGER ACTIVIDAD E INFLACIÓN

- **¿Cómo sigue?** Hay una **secuencia inevitable previa** para que el ciclo se encamine. En lo que queda de 2022 / comienzos de 2023:
 - i. El crecimiento se debe desacelerar lo “justo” para “ayudar” a enfriar la inflación
 - ii. Y que la Fed (y el resto de los Bancos Centrales) no se pasen de rosca y empiecen a cambiar el sesgo de la política monetaria. Dejen de subir las tasas de interés y den señales de que en algún momento las puede poner en terreno neutral.

- **Tres riesgos latentes:**
 - i. Que la recesión pase a mayores antes que la inflación baje,
 - ii. Que la Fed cometa un “error” de política monetaria (exagere el ajuste),
 - iii. Que derivado de la crisis de monedas (libra, euro) y la suba de tasas aparezcan complicaciones en el sistema financiero global.

La tendencia de partida del crecimiento mundial de un nuevo ciclo apunta a ser poco generosa y heterogénea. Es un gran desafío el crecimiento

"Ciclo de piedra"	Últimos años del ciclo de piedra	La pandemia	Años de "ajuste de manual"	
2009-2019	2015-2019	2020-2021	2022 p	2023 e

Locomotoras

Las locomotoras están en una transición, lejos de proyectar una vuelta a la tendencia del ciclo previo (2009-19)

- EE.UU. busca frenar la marcha
- Europa en plena crisis energética
- China ya frenó, "pronóstico reservado"
- Japón no sale del "1%"

Emergentes

Con este panorama, el derrame a los emergentes es "pobre".

Además, salvo India, siguen envueltos en dificultades de crecimiento "estructurales"

EE.UU.	2,3	2,4	1,1	2,0	1,0
Europa	1,4	2,0	-0,4	3,0	0,5
China	7,7	6,7	5,2	3,0	4,0
Japón	1,2	0,9	-1,5	1,5	1,5
Brasil	1,4	-0,5	0,4	2,8	1,0
México	2,7	2,0	-1,6	2,0	1,2
India	6,9	6,6	1,0	7,0	6,0
Argentina	1,4	-0,2	0,2	3,1	0,0

Conclusión economía mundial

- Las “reconfiguraciones” de ciclo al inicio siempre dejan muy abiertos los escenarios posibles de actividad, empleo, inflación, valor de los activos, movimiento de personas, bolsillo, crédito...
- El punto conflictivo hoy es que el “trigger” del cambio de ciclo fue la reaparición de la inflación y, como consecuencia, se volvió a un mundo donde el “cash” vale, dejó de ser “gratis”. En otros episodios el cambio de tendencias macro se dio por shocks que obligaron a reducir el costo del dinero (al revés de hoy).
- Hasta que el crecimiento y la inflación den pistas de hacia dónde pueden estar convergiendo, **el inversor se puede tornar más selectivo**, exigirle más a los proyectos. **El consumidor más cauto**, menos holgado y con menos crédito disponible.

II. BRASIL: NUEVO GOBIERNO ¿NUEVA MACRO?

- **El tercer mandato de Lula da Silva debería ser un “simil” de sus dos anteriores, sin giro de 180°** en términos de política económica. Seguramente mantendrá los basamentos económicos de los últimos veinte / treinta años.
- **La reacción financiera positiva post - electoral** refleja la bajísima probabilidad de un giro “anti - mercado” en Brasil: **real, bolsa y bonos firmes.**
- **Lula no es Bolsonaro en términos económicos; hay diferencias.** Pero serán menos evidentes que las diferencias políticas. Además, la alianza con la que ganó (Geraldo Alckmin), la buena elección de Bolsonaro y el Congreso reducen los grados de libertad del PT para ensayar políticas populistas.
- **Un desafío común para el nuevo gobierno de Brasil será volver a crecer a un ritmo más fuerte,** un atributo escaso de la historia brasileña.
- **Brasil tiene hoy la enorme ventaja de contar en la actual y compleja coyuntura internacional con una macro muy “razonable”.** No hay desbalances urgentes que atender en el sector fiscal, ni externo y en el plano monetario el “ajuste” ya se hizo (la tasa Selic es 13% con una inflación del 8%).
- **Clave : la nueva Administración deberá demostrar que puede “dominar la ansiedad política”** de cebar la bomba para crecer “al 5% anual”, como supo tener Lula.
- **Primer test:** el equipo (Hacienda y Banco Central) y que Lula **no tome el atajo de dilapidar los colchones macro: equilibrio fiscal primario, superávit externo y equilibrio monetario.**

Lula Da Silva debiera ir por defender su “track record” 2003–2010, que se basó en el respeto por la organización económica heredada de Fernando Henrique

La economía de los últimos presidentes de Brasil

<i>Promedio período</i>	Fernando Collor 1990-1992	Itamar Franco 1993-1994	Fernando Henrique Cardoso 1995-2002	Lula da Silva 2003-2010	Dilma Rousseff 2011-2016	Michel Temer 2016-2018	Jair Bolsonaro 2019-2022	2022 (e)
PBI var % anual	-1,2	5,0	2,5	4,1	0,4	1,5	0,7	2,7
PBI per cápita Índice 1990=100	inicio del período	100	97	104	111	139	135	137
	final del período	97	104	111	139	135	137	140
Inflación var % anual	1.070	1.696	9,2	5,8	6,9	3,3	6,4	7,2 (sep)
Tipo de cambio real Índice 1995=100, fdp	143	100	278	104	157	176	225	219 (nov)
Riesgo país pbs	790	888	887	376	257	308	294	249 (nov)
Déficit fiscal Primario (en % del PBI)	-	-	0,8	3,0	0,3	-1,7	-3,1	0,5
Reservas internacionales (fin de período en USD MM)	-	-	37,0	285,0	370,0	375,0	325,0	350,0
Tasa SELIC (%)	-	-	23,3	15,4	11,0	9,0	6,1	13,75

Los resultados económicos de la administración Bolsonaro: claro ejemplo de una derrota electoral “no económica”. Primó la pandemia (mal común global) más errores políticos no forzados

	2018	2019	2020	2021	2022 (e)
PBI - var. % anual	1,8	1,2	-3,9	4,6	2,7
Inflación - %	3,7	4,3	4,5	10,1	7,2
Exportaciones - USD MM	232	221	209	281	320,0
<i>Var.% anual</i>	7,9	-4,6	-5,4	34,2	14,0
Importaciones - USD MM	185	186	159	219	266
<i>Var.% anual</i>	16,6	-5,0	-15,0	38,0	20,0
Saldo comercial - USD MM	46,6	35,2	50,4	61,4	54,0
<i>Var.% anual</i>	-16,7	-24,4	43,2	21,8	-12,0
Riesgo país - (en pbs)	271,0	222,0	263,0	337,0	249,0
Pobreza (% de la población)	27,0	26,0	19,0	23 (e)	22 (e)

Brasil termina 2022 mejor que el promedio: crecimiento más que potable, inflación alta pero controlada, alto superávit comercial, reservas y buena percepción crediticia.

Brasil logra crecer y transitar un año electoral (2022) con un cuadro fiscal equilibrado

millones de reales (en base al gobierno central de Brasil)

	2019	2020	2021	2021	2022	2022 e
		anual		ene-sep		(% del PBI)
<u>Ingresos Netos</u>	<u>1655</u>	<u>1432</u>	<u>1735</u>	<u>1240</u>	<u>1394</u>	<u>19,2</u>
<u>Gastos Totales</u>	<u>1771</u>	<u>2322</u>	<u>1775</u>	<u>1329</u>	<u>1358</u>	<u>18,7</u>
Prestaciones de la Seguridad Social	770	792	782	605	612	
Personal y Cargas Sociales	385	383	362	266	247	
Otros gastos obligatorios	241	860	337	266	222	
Gastos del Poder Ejecutivo Sujetos a Programación Financiera	376	287	294	191	277	
<u>Resultado fiscal primario</u>	<u>-116</u>	<u>-890</u>	<u>-40</u>	<u>-88</u>	<u>36</u>	<u>0,5</u>

Fuente: MacroView S.A. BCB, IBGE, FMI y Consensus

- **Brasil incurrió en 2020 en un déficit fiscal primario del 9% del PBI**, derivado de una caída del 13% en los ingresos corrientes y un aumento del 31% en el gasto primario (por la pandemia). **Financió ese diferencial con deuda** interna, con lo cual la deuda bruta total trepó del 88% al 99% del PBI entre 2019 y 2020.
- **En 2021 esa ecuación se dio vuelta**, los ingresos corrientes crecieron 21% y los gastos retrocedieron 24%, con lo cual se logró prácticamente restaurar el equilibrio fiscal. En 2022 con datos hasta septiembre, los ingresos corrientes corren al ritmo de la mayor inflación (+14%) mientras que los gastos se han mantenido nominalmente estables.
- **Haber recompuesto salud fiscal le ha permitido a Brasil defender un riesgo país en torno a los 300 bps, estabilidad monetaria y cambiaria**

Pensando a futuro (i): tres diferenciales “positivos” de la macro brasileña que le dan a Lula un punto de partida “cómodo”

		2018	2019	2020	2021	2022 (e)
Tasa de Interés Super Alta	Tasa SELIC Nominal (%)	6,40	5,80	2,55	5,00	13,75
	Tasa SELIC real (%)	2,6	1,4	-1,9	-4,6	6,1
Tipo de Cambio Competitivo	Tipo de cambio nominal Real / US\$	3,61	3,95	5,19	5,39	5,15
	Tipo de cambio Real / USD base 1995 = 100	176	186	224	240	219
	Tipo de cambio real bilateral \$ arg / real bras a pesos de oct-22	41	44	37	35	32
Equilibrio Fiscal Primario	Resultado fiscal primario* % del PBI	-1,7	-1,3	-10,0	-0,4	0,5
	EMBI pb	272	241	321	301	249

*Resultado primario en base al gobierno central

Fuente: Macroview S.A. en base a FMI.

- **Política monetaria: logró anticiparse y recuperar espacio de acción.** Le permitió “anclar” expectativas inflacionarias y evitar sobresaltos en el tipo de cambio.
- **Tipo de cambio real: relativamente elevado (competitivo).** Dado que la inflación brasileña no distó mucho de la internacional en este período y que el real algo se devaluó, Brasil tiene un tipo de cambio real 20% más alto que en 2019.
- **Equilibrio fiscal primario:** el gobierno logró reencauzar el déficit 2020 por la pandemia.
- **Brasil va cerrando un 2022 con un crecimiento que más acelerado** (puede ser del 2,5% o más acorde al consenso) y una inflación “dominada” en estándares mundiales (no más)

Pensando a futuro (ii): la incógnita de un Congreso adverso y atomizado.

Positivo para limitar iniciativas populistas o anti – mercado. **Negativo** por la posibilidad de intentos de destitución política (de moda en la región)

PARTIDO	IDEOLOGIA	DIPUTADOS	SENADO
PL (Partido Liberal)	Bolsonaro	99	14
União Brasil (UNIÃO)	Centro Derecha	59	10
PP	Derecha liberal	47	6
PSD	Liberalismo Conservador	42	11
REPUB	Derecha cristiana	41	3
PSDB	Centroderecha	13	4
PSC	Ultra derecha	6	2
PATRI	Ultra derecha	4	
NOVO	Derecha	3	
PTB	Ultra derecha	1	
PT	Lula Da Silva	68	9
PDT	Centroizquierda	17	3
PSB	Centroizquierda	14	1
PSOL	Socialismo Izquierda	12	
PV	Centroizquierda	6	
PCdoB	Comunismo	6	
Solidaridad	Centroizquierda	4	
PROS	Centroizquierda	3	1
REDE	Centroizquierda	2	1
MDB	Tercera vía	42	9
PODE	Tercera vía	12	6
Avante	Tercera vía	7	
Ciudadanía	Tercera vía	5	1
TOTAL ESCAÑOS		513	81

- Es difícil hacer cálculos lineales de la cantidad de bancas de cada espacio o facción ideológica.
- Pero hay una notable inclinación hacia la derecha en ambas Cámaras (entre bolsonaristas y otros partidos)
- El PL (Partido Liberal de Bolsonaro) tendrá la mayor bancada en Diputados desde 1998 (99 / 513). Y en el Senado aumentó de seis a catorce (14 / 81)-
- Para muchos será un congreso “hostil”. De mínima cambios en la legislación del tipo laboral pro trabajador o aumentos de impuestos a segmentos de ricos o grandes empresas serán esquivos.

Conclusión Brasil

- **Los “planetas macro” parecen bien alineados de cara al cambio de gobierno y el ciclo económico mundial.** Hay actividad, la inflación parece manejable, tiene amplios colchones financieros (reservas y financiamiento), no hereda desbalances externos ni fiscales insostenibles.
- **Políticamente, Lula Da Silva no es un “experimento” político.** Tiene dos buenas gestiones a favor, una alianza amplia y un Congreso adverso (inclinado a la derecha), “difícil” para dar rienda a ideas populistas.
- En un contexto económico mundial más peleado y difícil de transitar, **Brasil puede ser “una plaza” ganadora (o menos perdedora).**

III. ARGENTINA: ALTA INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO COMO CONDICIONANTES POLÍTICOS Y ECONÓMICOS EN UN AÑO ELECTORAL

Lo que suceda con la **ECONOMÍA** y con la **POLÍTICA** (cierre 2022 y todo 2023, con la elección presidencial en octubre) girará en torno a la tasa de **INFLACIÓN** y **EL TIPO DE CAMBIO**.

- **PARA LA ECONOMÍA**, el **ritmo inflacionario condicionará**: la actividad, la expectativa devaluatoria, la nominalidad, la tasa de interés, la puja salarial, la brecha, TODO.
- **PARA LA POLÍTICA**, **condicionará**: la interna oficialista, el futuro del Ministro de Economía Massa, el pulso de la «calle», el resultado electoral, la transición, la herencia para 2024, TODO.
- **LA INFLACIÓN “HOY”**: van ocho meses con un **piso mensual de 6%** (noviembre será el mes nueve). Doce meses al 6 es 100% en un año. Hace menos de un año estaba al 3 (que era poco más de 40 anual).
- **EI TIPO DE CAMBIO “HOY”**: dólar oficial “atrasado” 30%, control de cambios con brecha alta y reservas muy exiguas.
- **LA INFLACIÓN “QUE VIENE”**: ¿se puede ir a **menos de 100** o vamos derecho a **más de 100**? ¿Hay aún chance de **boyar** en torno a 100? Clave en la inflación lo que suceda con el tipo de cambio

¿Cómo se llega a la elección de octubre? ¿Con qué inflación y con qué actividad? ¿Quién la gana?
¿Cómo se sigue en 2024?

FRACASO O NO DEL MINISTRO Y SI SOBREVIVE O NO EL PROYECTO K: AMBAS COSAS PENDEN DE LA TASA DE INFLACIÓN Y LA DEVALUACIÓN



- **MASSA MINISTRO: manotazo económico** para encapsular la crisis (evitar devaluar, bajar algo la inflación y llegar al final con decoro aunque prácticamente sin chance electoral). También **un manotazo político** porque asomaba una crisis de gobernabilidad.
- **AJUSTE ECONÓMICO CON TOLERANCIA POLÍTICA:** la crisis y el miedo impusieron un **ajuste fiscal y monetario clásico (sin devaluar)** y al mismo tiempo la “**tolerancia silenciosa**” de una Vicepresidente que es anti - ajuste.
- **PERO MASSA NO ESTÁ ALCANZANDO:** no se está **ni aplacando** la expectativa de devaluación **ni bajando** la inflación. Y está en duda la «**tolerancia silenciosa**».
- **INFLACIÓN, TIPO DE CAMBIO Y ELECCIÓN:** el oficialismo K no tolera inflaciones como esta, mucho menos frente a una elección clave en provincia de Buenos Aires. Tampoco quiere soltar el tipo de cambio. Quiere aplicar el **Manual K:** congelar precios, tarifas y dólar. Pero **querer no es poder**.

**La economía no está para nuevas oleadas de incertidumbre política.
¿Cómo sigue el vínculo entre el Ministro Massa y el resto del oficialismo?**

LA TABLA DE INFLACIÓN DE LA ARGENTINA

Inflación (%)

Mensual	Anual
12 meses al:	
3	42
4	60
5	80
6	100
7	125
8	150

Hace un año acá

Hoy ya acá

En menos de 1 año saltó de 3 a 6% mensual

Inflación promedio mensual (%)

2021					2022			
ago	sep	oct	nov	dic	I	II	III	oct (e)
2,5	3,5	3,5	2,5	3,8	5,1	5,5	6,9	6,5
3%					6%			

Es una tabla que va mucho más fácil para arriba
que para abajo.

Hoy, se puede subir rápido de 6 a 7 o a 8% mensual
pero cuesta bajar de 6 a 4.

100% DE INFLACIÓN: CON BASE MACROECONÓMICA MÁS ADITIVOS

- **BASE MACRO 2022:** el Tesoro registra un faltante de pesos que termina en una **expansión monetaria de 80% anual**. Esta expansión monetaria le pone **un piso macro de 80% a la tasa de inflación**.
- **MÁS ADITIVOS:** a la inflación base de **80%** se le sumaron aditivos que la llevaron a **100%**: **i) la guerra** (hizo saltar el precio mundial de la energía y los alimentos); **ii) una caída de la demanda de dinero** (hace que financiar al gobierno con emisión sea más inflacionario); **iii) una corrida a la deuda en pesos** (aceleró la emisión del BCRA, subió la brecha y la presión sobre los precios); **iv) el deslizamiento del dólar oficial, la suba de las tarifas y las paritarias salariales** (aportan su granito de arena); **v) el control de importaciones** (provoca presión inflacionaria adicional).

80% MACRO MÁS 20% DE ADITIVOS = 100% EN 2022

INFLACIÓN 2023: ¿MÁS O MENOS DE 100%?

A) QUÉ TIENE QUE PASAR PARA QUE DÉ MENOS DE 100% (¿60%?)

- Congelamiento de precios
- "Ajustazo" y recesión
- Plancito de estabilización

INVIABLE

CERO PLAFÓN POLÍTICO

INCONCRETABLE

• B) QUÉ PUEDE PASAR PARA QUE DÉ MÁS DE 100% (¿125 / 150%?)

- Salto devaluatorio (aún exitoso)
- Corrida a la deuda en pesos
- Relajación fiscal y monetaria

CALDO DE CULTIVO HAY

POSIBLE

AÑO ELECTORAL

BOYANDO EN TORNO A 100%: NO DESCARTABLE (pero hay que "hacer cosas")

A) PARA QUE LA INFLACIÓN DÉ MENOS DE 100%

i) ¿Congelamiento de precios? Cero viabilidad. Ya hay dos tercios de los precios (los libres) subiendo al "100%"

Inflación % anual

IPC Total
Septiembre 2022/2021
83,0

Precios "Libres"

(65% del total)

99

Precios "Regulados / Controlados"

(35% del total)

60

<u>Ejemplos:</u>	Prendas de vestir	127
	Verduras	125
	Restaurante	101
	Azúcar y dulces	101
	Aceite	101
	Bebidas alcohólicas	101
	Calzado	99
	Diarios y revistas	98

<u>Ejemplos:</u>	Telefonía e Internet	36
	Electricidad y Gas	42
	Cigarrillos	56
	Combustibles	58
	Transporte	63,4
	Educación	63,8
	Salud	63,9
	Alquileres	65

ii) ¿PUEDE BAJAR EL DÉFICIT FISCAL EN AÑO ELECTORAL?

¿A 3 billones (1,3 puntos del PBI de gasto)? ¿A 2 billones (2 puntos de gasto)?

En % PBI	Promedio 5 años 2017-2021*	2022 Revisión Junio FMI	2023 Proy. FMI*	
Ingresos	18,1	17,6	16,8	Ingresos caen 0,9 íntegramente por caída de ingresos no tributarios
Gasto primario	21,4	20,0	18,7	REDUCCIÓN DE GASTO necesaria: 1,3 pp
Jubilaciones	8,9	7,7	7,5	
Subsidios	2,2	2,6	2,1	
Programas Sociales	3,3	3,6	2,9	
Salarios	2,6	2,9	2,9	
Provincias	0,8	0,6	0,5	
Obra Pública	1,4	1,5	1,6	
Bienes y Servicios y otro	2,0	1,1	1,2	
Resultado primario	-3,2	-2,5	-1,9	

(*) El bajo nivel de gasto de 2019 por licuación y recortes de Macri se compensa en 2020 por un mayor gasto de pandemia

RECETA DEL FONDO: subir las tarifas y licuar los planes sociales

iii) FISCO Y EMISIÓN DE MONEDA

Billones de pesos

	2022 (e)	2023 (e)
Faltante primario de pesos del gobierno	2,5	3,3
Tope de emisión de pesos (Acuerdo FMI)	0,8	1,0
Deuda en \$ en CER	1,7	2,3
Expansión de moneda total	80%	80%

Para que el Gobierno coloque deuda el BCRA les libera pesos a los bancos

MORALEJA: aun cumpliendo a rajatabla el tope de déficit fiscal y de emisión para financiar al gobierno del Acuerdo con el Fondo, se expande pesos al 80% anual. **80% es el piso de inflación por desorden macro. Para bajarlo a ¿55 / 60%?, hay que ir un faltante de no más de 2 billones (una caída nominal contra 2022!!)**

iv) ¿UN PLANCITO DE ESTABILIZACIÓN?

Inconcretable en las condiciones actuales

- Se está blanqueando en el oficialismo que con lo hecho por Massa hasta ahora, **la inflación no baja.**
- **Por el lado K**, crece la presión por **congelamientos de precios** (quisieran congelar también las tarifas y el dólar oficial pero no pueden)
- **Por el lado de Massa**, se insinúa **una especie de plan de estabilización** (salto del dólar oficial / desdoblamiento con suba de retenciones, salto tarifario, posterior «congelamiento» de precios, tarifas y dólar). Habría meses de dos dígitos mensuales. Después, ¿un derrumbe a 2% mensual para que el año dé 60%?
- **Nada tendría viabilidad sin un ajuste fiscal fuerte.** Sin ancla fiscal, una devaluación podría ser la primera de una serie y la inflación rebrotaría.
- **Por ahora, la Vicepresidente convalida la política económica. Pero** es evidente que con esta inflación no se hace pie electoral en Buenos Aires.
- **Para un Plancito, seguro se empezará a jugar con el timing (como si se pudiera)** para “lucrar” de una eventual baja de la inflación justo para la elección: **con Primarias**, debería lanzarse en ¿enero / febrero? **Sin Primarias**, ¿en marzo / abril?

B) PARA QUE LA INFLACIÓN DÉ MÁS DE 100

i) Un salto cambiario (aún controlado): por qué no sucedió hasta ahora

US\$ M

1. Demanda de dólares	-13.500
Turismo	-7.700
Empresas	-5.800
Atesoramiento	-2.500
Servicios profesionales neto	2.500
2. Superávit comercial	5.500
Exportaciones	89.000
Importaciones FOB*	-78.000
Fletes y seguros de importaciones	-5.500
3. PISADA DE IMPORTACIONES	10.000
4. Y así el BCRA compraría (1 + 2 + 3)	2.000

Aceleración de la pisada de importaciones

Diferencia entre pagos y embarques (FOB)

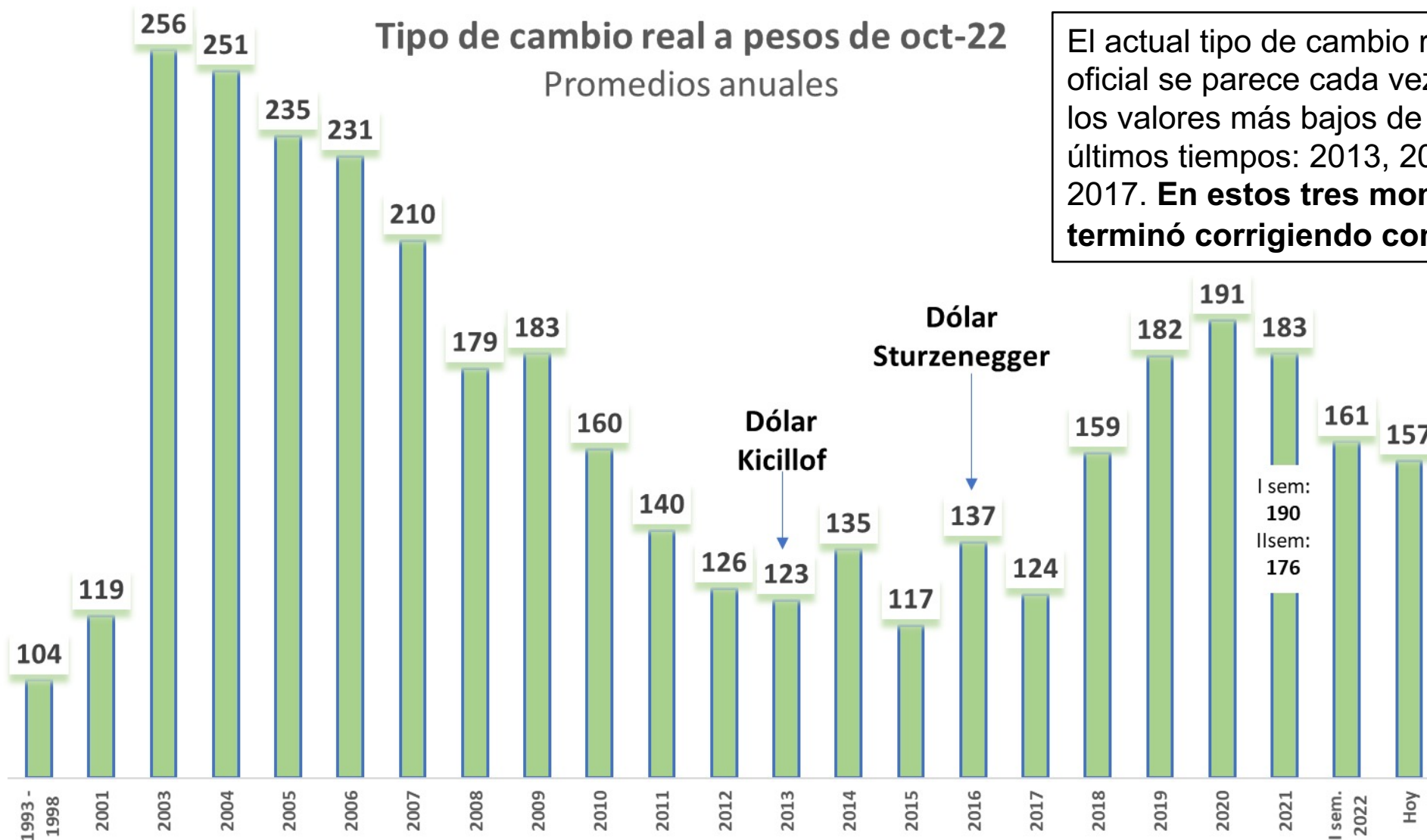
US\$ M - Acumulado del período

ene - may	jun - sep (e)	oct (e)	nov - dic (e)	Acumulado anual
2.292	4.809	1.000	¿Se sigue pisando a este ritmo?	¿10.000?

(*): Sin incluir gastos de fletes y seguros

ATRASO CAMBIARIO EVIDENTE DEL DÓLAR OFICIAL

Tipo de cambio real a pesos de oct-22
Promedios anuales



LAS RESERVAS NETAS DEL BCRA: MUY POQUITAS

US\$ M	dic-15	dic-19	dic-21	ago-22	sep-22 (e)	oct-22 último dato	Estimación a dic-22	Estimación ene-23
Reservas netas	-3.833	12.048	1.452	1.219	3.369	4.143	4.500	3.000
De las cuales:								
Degs	2.845	2.604	673	4.260	1.615	3.585	4.400 =	4.400
Oro	2.107	2.684	3214	3.398	3.300	3.276	3.300 =	3.300
Dólares netos	-8.785	6.760	-2.435	-6.439	-1.546	-2.718	-3.200	-4.700

Supuesto oct-dic:

+ 1.000 M de desembolsos netos de Organismos
-2.500 M de ventas en el mercado cambiario
- 200 M de pagos a inversores

Ene-23: pago de cupones y otros por US\$ 1.200 M

Desde octubre, el BCRA «devuelve» parte de lo acumulado en septiembre.
DILEMA: las expectativas de devaluación no desaparecieron.

ii) ¿OTRA CORRIDA A LA DEUDA EN PESOS? 45% del stock en poder del sector público y del 55% privado

Vencimientos de bonos y letras en pesos

\$ MM	2022	2023 (e)				
	Nov-Dic	I trim	II trim	III trim	IV trim	ANUAL
Bonos	657	735	1.620	3.255	300	5.910
Letras brutas	1.139	2.190	2.075	95	0	4.360
TOTAL	1.797	2.925	3.695	3.350	300	10.270

7% del
PBI

- Ante una eventual corrida en 2023, ¿con cuánta emisión por recompra de bonos la frenaría el BCRA? (en junio/julio fueron 1,3 billones y en octubre fueron 150 M)

iii) ¿RELAJACIÓN FISCAL Y MONETARIA?: más déficit, más piso inflacionario

<i>Billones de pesos</i>	2022 (e)	2023 (e)
Faltante primario de pesos del gobierno	2,5	4,0
Tope de emisión de pesos (Acuerdo FMI)	0,8	1,0
Deuda en \$ en CER	1,7	3,0
Expansión de moneda total	80%	100%

Para que el Gobierno coloque deuda el BCRA les libera pesos a los bancos

MORALEJA: Si el agujero fiscal fuera ¿4 billones?, el piso de expansión monetaria e inflación iría a 100% anual

UN COMENTARIO FINAL SOBRE LA POLÍTICA Y LA ELECCIÓN 2023



- **INCERTIDUMBRE SOBRE CÓMO SE LLEGA:** hay una crisis cambiaria - inflacionaria no resuelta que va a complicar el tránsito a la elección. A monitorear gobernabilidad.
- **INCERTIDUMBRE SOBRE EL ACTUAL OFICIALISMO:** el Presidente luce sin chance de ir por reelección. El ala oficialista K que lidera la Vicepresidente mantiene cierta masa crítica de votos en provincia de Buenos Aires. Le cuesta mucho en el resto del país. El resto del oficialismo luce desmembrado. En suma, no hay candidato a Presidente claro del peronismo.
- **INCERTIDUMBRE SOBRE LA ACTUAL OPOSICIÓN:** venía actuando en bloque pero últimamente empieza a desmembrarse. Habrá que ver si se mantiene o no unida de cara a la elección. Hay muchos presidenciables, ninguno número puesto.
- **INCERTIDUMBRE SOBRE EL CALENDARIO ELECTORAL:** todavía no se conoce a ciencia cierta el calendario: si habrá o no PASO en agosto o directamente elección general en octubre. Muchas provincias adelantaron la fecha de la elección a Gobernador.

Conclusión Argentina

- **Enfrenta un 2023 “largo”. Van a ser “tres años en uno”** : i) hasta la PASO, ii) después de la PASO y iii) el empalme / arranque del nuevo gobierno.
- **Económicamente muy “trabado”,** sin brújula, con riesgo latente de crisis. **Políticamente muy tenso,** tanto en la coalición oficialista como en la oposición.
- **El sector privado luce “adaptado” a una macro “frankensteineana”** (100% de inflación, 100% de brecha, 100% de tasa de interés, múltiples tipos de cambio, restricciones al acceso a divisas, cepos de todo tipo, corridas financieras “cotidianas”). **No va a “quebrar” a la (2018-19) pero las oportunidades miran al próximo gobierno.**



Encuentro Border Shops

URUGUAY 2022