



## Perspectivas Mensuales Marzo 2022

**Mucho más que dos Gestoras.**

## Principales Novedades de Marzo

En las últimas dos semanas se logró cerrar el Memorando de Entendimiento con el FMI y se presentó al Congreso, habiéndose aprobado ya en la Cámara de Diputados.

El Memorando incluye metas fiscales, monetarias y de reservas, estableciendo un sendero para los próximos dos años que por ahora no había.

Si bien establece objetivos referenciales para varios aspectos estructurales de la economía, no son metas exigibles. Por lo tanto quedaron establecidos una serie de temas a ir trabajando, pero los desembolsos no dependen de los avances que se logren en esos temas.

Esto deja grado de libertad para decidir las políticas, pero no hay margen para desvíos en las metas centrales.

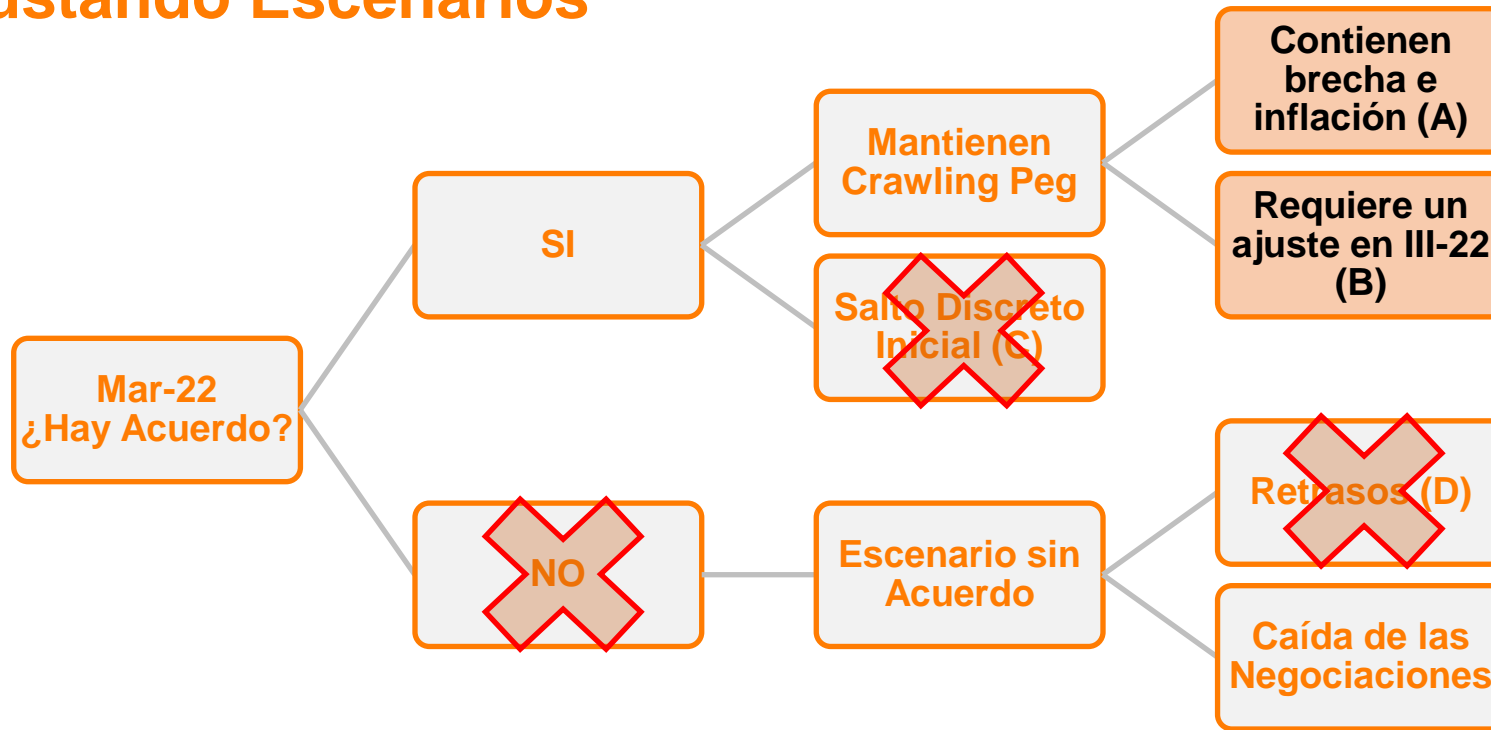
El mayor desafío que surge es el cambio en el escenario internacional entre el momento en que se armaron las metas y la actualidad a la luz de la manera en que el Conflicto Bélico en Europa afectó al precio de los commodities.

## Acuerdo con el FMI: Escenario 2022 – 2024

- Para 2022 un escenario logvable para el PBI y muy improbable para la inflación.
- Diferencia entre Proyecciones y Metas.
- Metas logrables en 2022. Más difíciles para 2023.

	Unidad	Real 2021	Escenario Acuerdo		
			2022	2023	2024
<b>PBI</b>	% a/a	10,2	3,5 - 4,5	2,5 - 3,5	2,5 - 3,0
<b>Inflación</b>	% a/a	50,9	38 - 48	34 - 42	29 - 37
<b>Resultado Primario</b>	% PBI	-3	-2,5	-1,9	-0,9
<b>Cuenta Corriente</b>	% PBI	1,3	0,5	0,4	0,3
<b>Variación de Reservas</b>	USD Mill	-1.500	5.800	4.000	5.200

# Ajustando Escenarios



Con el Anuncio del principio de acuerdo con el FMI, pasamos de 4 escenarios posibles a un escenario base y un escenario de stress.

**Escenario A: Crawling Peg**

- Logran equilibrio IPC > Tasa > Depreciación y expectativas contiene brecha.

**Escenario B: Stress en III-22**

- No logran frenar inflación ni acumular reservas. Salto discreto en III-22 para alinear expectativas, bajar brecha y nominalidad.

~~Escenario C: Devaluación Inicial~~

- Salto discreto inicial para achicar brecha y bajar ritmo posterior.

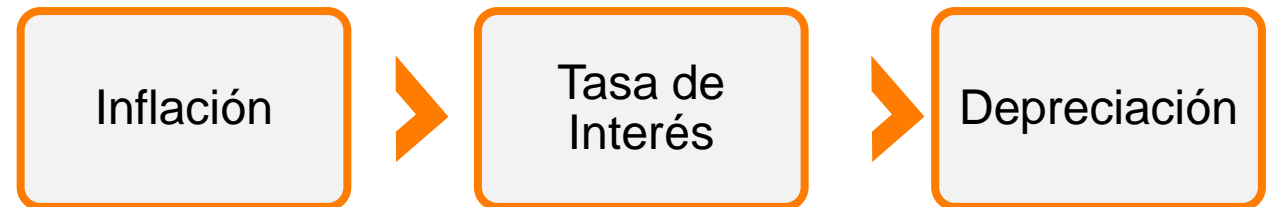
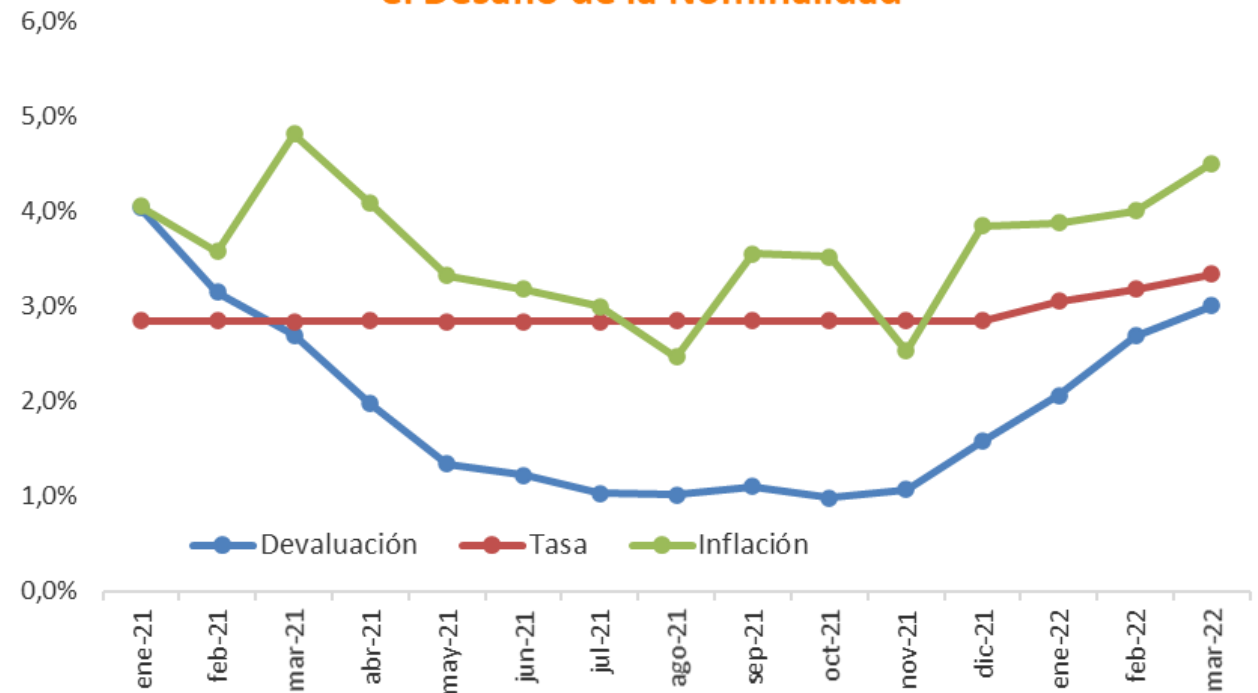
~~Escenario D: Sin Acuerdo con FMI~~

- La primera etapa es entrar en "Mora", difícilmente las partes den por caídas las negociaciones.

# Ante una Nueva Nominalidad

- El BCRA debe buscar el equilibrio entre 3 variables centrales, para cumplir varios de los objetivos centrales del programa económico. Pero tiene herramientas directas para controlar solo dos de ellas.
- El objetivo es sostener el tipo de cambio real, incentivar la liquidación de divisas y contener las presiones cambiarias / inflacionarias.
- Para ello regula la tasa de interés y define el ritmo de depreciación, pero la inflación es multicausal y si bien puede tomar decisiones para contenerla, no lo hace de manera directa.

Recalibración del Crawling Peg y el Desafío de la Nominalidad



# Frente Cambiario: Conflicto Bélico versus Financiamiento Comercial

- El BCRA volvió a comprar dólares luego de varias semanas de incertidumbre.
- La calve seguirá pasando por el equilibrio entre tasas de interés y depreciación.
- No se sabe que puede deparar el escenario externo, pero a priori, a los precios actuales y considerando esfuerzos de sustitución de importaciones de GLP, el impacto del cambio en los precios de commodities sería neutro.
- Lo que no es neutro es el costo fiscal, que buscaría ser compensado vía aumento de retenciones.

## Precio de Commodities

- Impacto inicial neutro. Mayor demanda por combustibles se compensa con mayor exportación de productos agrícolas, combustibles y oro.

## Demanda Estructural

- Pasó de USD 900 millones mensuales en I-21 a USD 1.700 millones en los últimos 3 meses. Una menor brecha ayudaría a bajar esta demanda, pero el aumento de los fletes juega en contra.

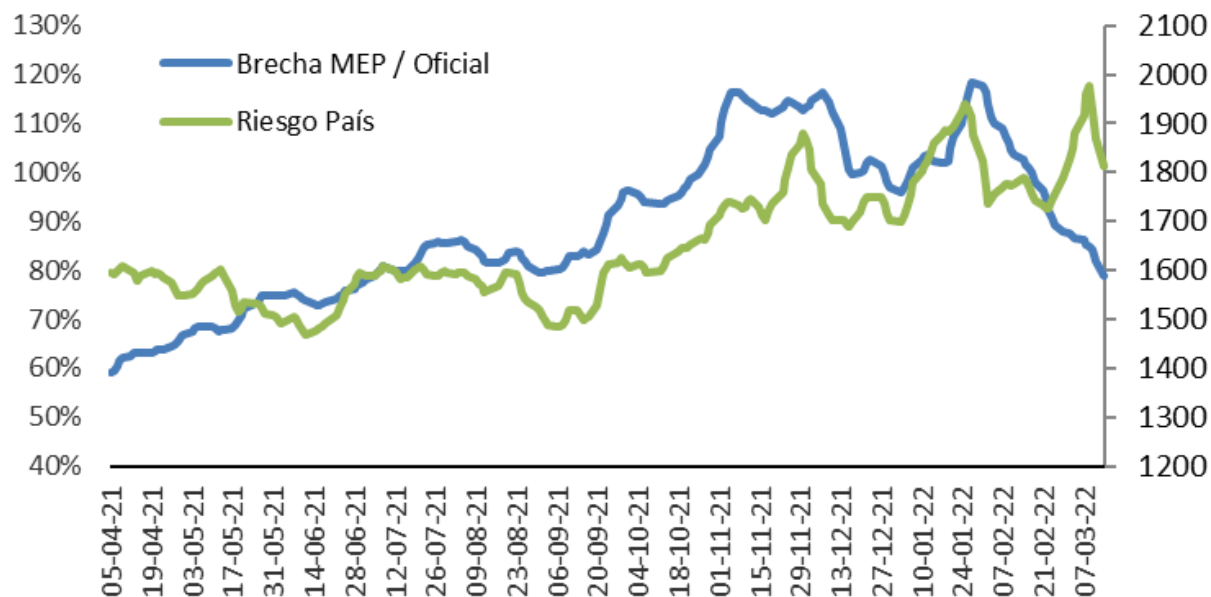
## Financiamiento Comercial

- Fue negativo en el III-21 y se revirtió en los últimos meses. Depende de la expectativa de devaluación y de las tasas de interés. Debería jugar a favor en los próximos meses.

## Mientras tanto baja la brecha, pero no el Riesgo País

- Los avances del Acuerdo con el FMI han impactado de manera positiva, generando una fuerte reducción de la brecha cambiaria, pero no han generado todavía el mismo impacto en el riesgo País, que tarda en bajar.
- Un factor que explica esa diferencia es el empeoramiento general del spread de países emergentes en el marco de inversiones que retornan a activos de bajo riesgo por el conflicto bélico.
- Los fundamentos de la deuda local se ven mejores bajo el paraguas del acuerdo, porque si se cumplen las metas, los ratios de endeudamiento irían bajando de manera sostenida hasta el momento en que se deba retornar al mercado internacional para renovar vencimientos.

### Sube la brecha y el BCRA baja su intervención



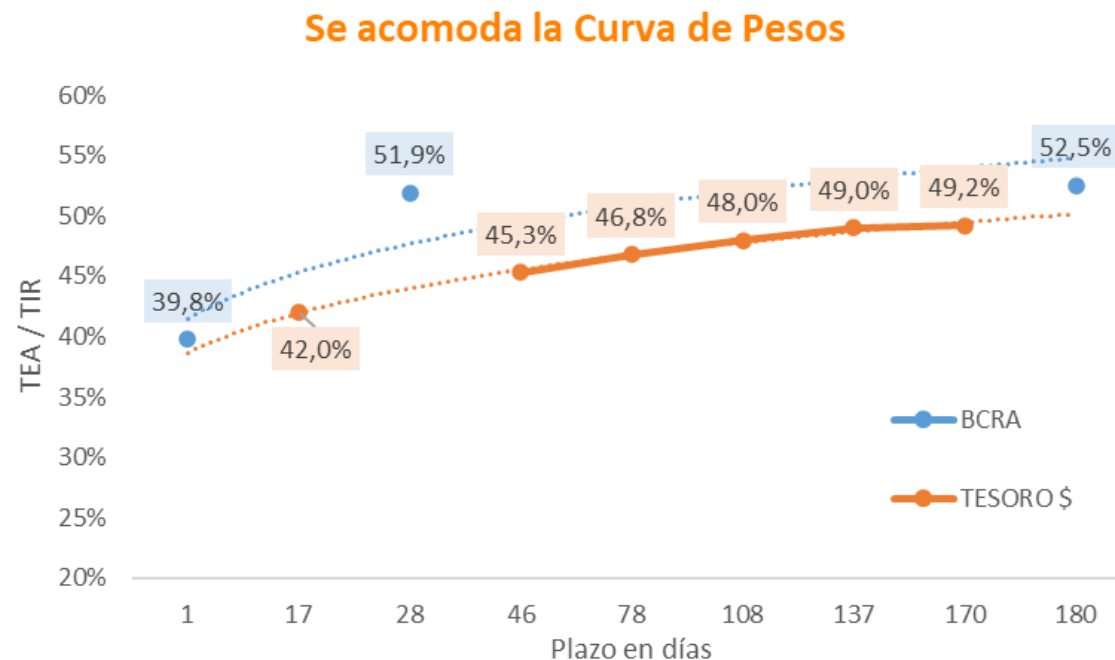
### PROYECCIÓN DE DEUDA PÚBLICA

Datos en USD Millones	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
<b>DEUDA SECTOR PRIVADO</b>	<b>207.788</b>	<b>210.034</b>	<b>211.604</b>	<b>212.827</b>	<b>213.841</b>
Pesos no ajustable por CER	24.456	25.336	25.887	26.293	26.630
Pesos ajustable por CER	25.017	26.383	27.402	28.220	28.897
Moneda Extranjera	158.315	158.315	158.315	158.315	158.315
<b>DEUDA INTRA SECTOR PÚBLICO</b>	<b>153.030</b>	<b>157.826</b>	<b>157.826</b>	<b>157.826</b>	<b>157.826</b>
Adelantos Transitorios	21.149	25.945	25.945	25.945	25.945
Deuda BCRA - Reservas	57.509	57.509	57.509	57.509	57.509
Tenencias FGS y Otros	74.372	74.372	74.372	74.372	74.372
<b>NUEVA DEUDA</b>	<b>0</b>	<b>13.427</b>	<b>30.013</b>	<b>42.444</b>	<b>50.957</b>
<b>DEUDA BRUTA</b>	<b>360.818</b>	<b>381.287</b>	<b>399.443</b>	<b>413.097</b>	<b>422.624</b>
<b>En % del PBI</b>	<b>82%</b>	<b>80%</b>	<b>79%</b>	<b>77%</b>	<b>75%</b>
Sector Privado (En % del PBI)	47%	47%	48%	48%	47%
Sector Público (En % del PBI)	35%	33%	31%	30%	28%

## Tasas de Interés: Quedaron cortas con respecto a la inflación

- Tanto mirando la inflación reciente, como la expectativa inflacionaria a futura, el nivel de tasas de interés actual luce insuficiente para ser positivo en términos reales. El nivel de tasas luce alineado con las expectativas del Acuerdo, que es un escenario con una banda de inflación de entre 38% y 48% anual.
- Los próximos datos irán aclarando la posición del BCRA y cuanto esfuerzo hace por acomodar las tasas.
- El último factor que entra en juego es el Tesoro, que seguramente deba ajustar las tasas de interés si busca estirar plazos.

	Tasas Efectivas Anuales (TEA)			
	dic-21	ene-22	Nueva	
			TEA	Mensual
<b>Tasa Política Monetaria</b>	<b>43,1%</b>	<b>46,2%</b>	<b>49,1%</b>	<b>3,39%</b>
Pase 1d	37,7%	37,7%	39,8%	2,83%
Leliqs 28d	45,4%	48,3%	51,9%	3,55%
Leliqs 180d		48,8%	52,5%	3,58%
Pase 7d	43,9%	40,3%		
<b>Plazo Fijo</b>	<b>40,2%</b>	<b>44,7%</b>	<b>48,9%</b>	<b>3,38%</b>
Minorista	44,0%	46,8%	50,4%	3,46%
Mayorista	39,8%	44,0%	47,5%	3,29%





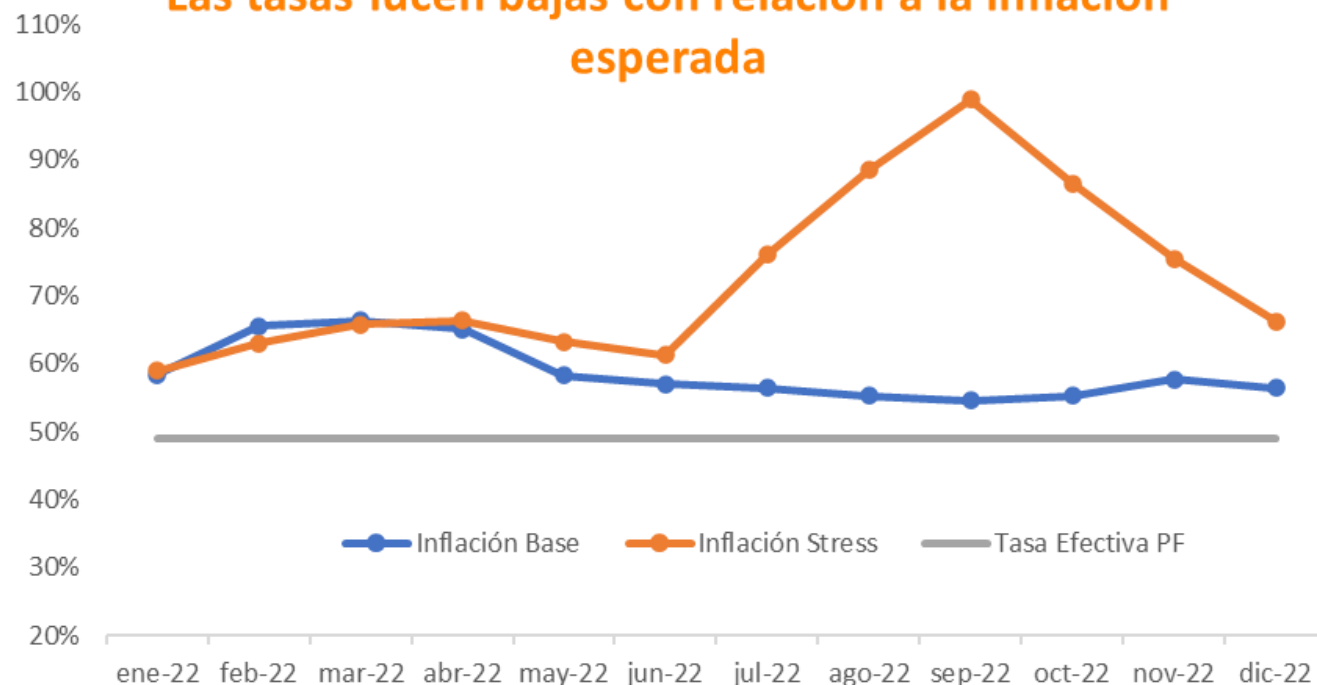
# Tasa de Interés:

## Expectativas de nuevas subas

- La inflación esperada, en especial para los próximos 3 a 4 meses es claramente superior a la tasa de interés efectiva de los depósitos a plazo fijo.
- El 15/03 se publica la inflación de febrero, el 17/03 se reúne Directorio del BCRA y si la inflación se ubica de nuevo en torno a 4% podría decidir una nueva suba de tasas.
- Para ser positiva la tasa debería ir el 4% mensual (48% de TNA). Hasta ahora las subas han sido siempre menores.
- Por lo tanto podría definirse una corrección de 2 a 3 puntos y esperar el dato de inflación de marzo.

**View de Corto Plazo:  
Probabilidad de suba para  
mediados de marzo.**

**Las tasas lucen bajas con relación a la inflación esperada**



	TEA	Tasas Reales			
		I-22	II-22	III-22	IV-22
<b>Inflación Minorista</b>	<b>59,1%</b>	<b>65,6%</b>	<b>58,3%</b>	<b>55,2%</b>	<b>57,7%</b>
Leliqs 28d	51,9%	-13,6%	-6,3%	-3,3%	-5,7%
Plazo Fijo Minorista	50,4%	-15,2%	-7,9%	-4,9%	-7,3%
Plazo Fijo Mayorista	47,5%	-18,1%	-10,8%	-7,7%	-10,2%

## Tipo de Cambio Real

- **Objetivo:** Mantener TCR estable. Si se acelera la inflación hay necesidad de incrementar ritmo de “crawling peg”
- **Impacto Contexto Internacional:**
  - Efecto precio sobre expo de productos agrícolas compensa encarecimiento del GLP, que buscará ser sustituido vía importaciones de gas oil y GNC de Bolivia.
  - Aumento de inflación internacional impacta en precios locales, pero aumenta la brecha entre inflación local y depreciación necesaria para objetivo de TCR.
- **Riesgos:**
  - Aceleración inflacionaria que lleve ritmos de crawling hacia arriba.
  - Inestabilidad de las monedas de los principales socios comerciales que pueda afectar al TCRM.

	Multilateral		Sudamérica		Estados Unidos		Zona Euro		China	
	Año 2021	YTD	Año 2021	YTD	Año 2021	Ene-Feb	Año 2021	Ene-Feb	Año 2021	Ene-Feb
<b>TCR Multilateral</b>	<b>-17,3%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-19,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>-12,7%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-20,5%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>-14,6%</b>	<b>-0,2%</b>
TCN	17,8%	7,9%	11,4%	13,4%	23,3%	6,0%	14,5%	1,6%	26,6%	6,3%
Diferencial Inflación	42,4%	7,7%	38,8%	7,2%	41,3%	7,9%	44,0%	8,5%	48,3%	6,5%
Inflación Argentina	50,8%	10,4%	50,8%	10,4%	50,8%	10,4%	50,8%	10,4%	50,8%	10,4%
Inflación Internacional	5,9%	2,6%	8,7%	3,1%	6,7%	2,4%	4,7%	1,7%	1,7%	3,7%

## La Inflación define el Ritmo Nominal

- A las presiones inflacionarias locales, con alta inercia, se sumó el contexto externo que genera aumento de costos y presiona sobre sectores estratégicos como combustibles o alimentos.
- Adicionalmente, la limitación fiscal para incrementar subsidios lleva a pensar en mayor aumento de tarifas.
- Es un escenario que implica una aceleración inflacionaria con respecto a 2021. La magnitud del incremento dependerá de cómo evolucione el escenario internacional.

Variaciones Porcentuales	Acum desde Feb-20	Ritmo Promedio		Expectativas				Año 2022
		6 meses	3 meses	Feb-Mar	II-22	III-22	IV-22	
<b>PRECIOS MINORISTAS</b>	<b>104,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>59,0%</b>
Bienes NO Regulados	118,2%	3,9%	3,2%	4,3%	3,8%	3,4%	3,7%	55,9%
Servicios NO Regulados	110,0%	3,7%	3,3%	4,5%	4,3%	3,9%	3,9%	63,1%
Precios Regulados	63,5%	2,9%	2,9%	3,8%	4,8%	4,4%	4,2%	64,6%
Servicios Subsidiados	37,3%	2,0%	2,5%	2,8%	5,4%	5,0%	4,2%	61,9%
Resto Regulados	77,3%	3,3%	3,2%	4,3%	4,6%	4,1%	4,2%	65,8%
Salarios	<b>80,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>51,4%</b>
Tipo de Cambio	<b>64,9%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>48,7%</b>

## Implicancias Monetarias

- El 1% de asistencia monetaria al Tesoro no incluye los DEG's. La cifra expuesta es comparada con el 3,7% de 2021, donde no se computan los DEGs. Pero estos se agregan en el Plan Financiero del Tesoro.
- No hay meta de agregados monetarios, lo cual supone mayor flexibilidad.
- Con las cifras expuestas no se vislumbra incremento de Pasivos Remunerados / PBI. Pero dependerán del nivel de tasas que se alcancen.
- Si aumenta el crédito, sube el multiplicador y puede incrementar la necesidad de esterilización.

Emisión  
Primaria  
= \$4,3 B

- Destino Fiscal= \$1,3 Bill
- Compra Reservas = \$0,65 Bill
- Intereses = \$2,35 Bill

Base  
Monetaria

- Crecimiento alineado con PBI Nominal  
demanda de pesos por + \$1,9 Bill

Pasivos  
Remunerados

- Se reabsorbe toda emisión primaria  
excedente por sobre el objetivo de BM.
- Aumento anual de \$2,4 Billones.
- Saldo Dic-22 = \$6,6 Bill (>10% PBI)

## Principales Riesgos

### Político

- Al no contar con apoyo integral dentro de la Alianza gobernante podría perderse capacidad de implementación del acuerdo, con dificultades para avanzar en algunos temas centrales.
- Si la incertidumbre política gana el centro de la escena, se pierde el efecto positivo del acuerdo sobre las expectativas.

### Externo

- Se necesitan excedentes de divisas para acumular reservas y para ello se depende del factor climático y de los precios internacionales.
- El conflicto bélico en Europa suma incertidumbre y se convierte en un riesgo, en especial por el costo de la energía y la importación.

### Inflacionario

- El desafío es bajar la nominalidad, sabiendo que las restricciones monetarias y fiscales tienen rezago para ser efectivas y que el frente externo (commodities) e interno (tarifas) es más demandante.
- Si los niveles de inflación iniciales son muy altos, puede haber dificultades para lograr el equilibrio entre Inflación > Tasa de Interés > Depreciación.

# Escenarios para Valuación de Activos

## DINAMICA TRIMESTRAL POR ESCENARIO

		I-22	II-22	III-22	IV-22	Año	
						Mes Prom	TEA
<b>Crawling Peg</b>	TCN	2,6%	3,7%	3,7%	3,6%	<b>3,4%</b>	<b>49,1%</b>
	IPC	4,1%	4,1%	3,7%	3,9%		
<b>65,0%</b>	Badlar	3,2%	3,6%	3,7%	3,7%	<b>3,6%</b>	<b>52,0%</b>
	Dólar CCL	-1,2%	3,0%	2,9%	2,8%		
<b>Objetivo Oficial + Stress</b>	TCN	2,3%	2,5%	8,6%	1,5%	<b>3,7%</b>	<b>54,6%</b>
	IPC	4,2%	4,2%	5,4%	4,8%		
<b>35,0%</b>	Badlar	3,2%	3,3%	4,0%	4,4%	<b>3,7%</b>	<b>55,3%</b>
	Dólar CCL	-1,2%	2,9%	6,4%	-0,2%		
<b>ESCENARIO PROMEDIO (BASE)</b>	TCN	107,7	117,8	136,6	151,4	<b>128,4</b>	<b>155,5</b>
		2,5%	3,2%	5,7%	2,7%		
	IPC	4,1%	4,1%	4,4%	4,3%	<b>4,2%</b>	<b>64%</b>
		38,8%	42,1%	45,7%	47,4%		
	Badlar	3,2%	3,5%	3,8%	3,9%	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>
		209,4	213,1	240,6	258,2		
	Dólar CCL	-1,2%	2,9%	4,3%	1,5%	<b>1,9%</b>	<b>25%</b>

# Resumiendo Expectativas

El acuerdo con el FMI aclara el horizonte, planteando metas exigentes, pero a priori cumplibles.

La baja de la brecha de las últimas jornadas deja claro que las perspectivas cambiarias se han alineado, aunque todavía no se ha traducido ese impacto positivo en los principales activos locales.

Los efectos positivos probablemente sean graduales y vayan apareciendo en la medida que se vayan cumpliendo las metas.

Mientras tanto queda un largo camino por recorrer, en donde el primer desafío es resolver el problema de las tarifas en un contexto externo claramente adverso para ese proceso.

La economía parece haber entrado en una nueva nominalidad y es ahí donde el BCRA tiene el desafío de lograr el equilibrio que mejor alinea expectativas. Es clave que la inflación no se acelere demasiado y no perder tipo de cambio real.

En ese escenario, los activos CER siguen estando a tope de las preferencias, porque generan cobertura para los diferentes escenarios de stress.

En las próximas jornadas podremos saber cómo reacciona el BCRA ante este escenario inflacionario y qué decisiones toma el Tesoro para lograr estirar plazos en un mercado de deuda local que luce clave desde el punto de vista estratégico para los próximos años.