

ASUTIL CONFERENCE

• IT'S •
BACK

EL MUNDO, BRASIL Y ARGENTINA 2023-2024

CARLOS MELCONIAN



asutil
Asociación Sudamericana
de Tiendas Libres

MANAGED BY

TFWA

Hoja de ruta

INTRODUCCIÓN: PRINCIPALES CONCLUSIONES DE ASUTIL 2022

- I. ECONOMÍA MUNDIAL 2023: MIX DE FUNDAMENTOS “NO NEGATIVOS”**

- II. BRASIL: TRANSCURRIDOS CINCO MESES DEL NUEVO GOBIERNO**

- III. ARGENTINA: DÓLAR LOS CONDICIONANTES POLÍTICOS Y ECONÓMICOS EN UN AÑO ELECTORAL**

PRINCIPALES CONCLUSIONES ASUTIL 2022 SOBRE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La pandemia sanitaria 2020-21 y la “pandemia inflacionaria” 2022 marcaron un quiebre en el ciclo económico 2009-2019 (que era de bajo crecimiento y bajísima inflación)

- i. **La economía mundial salió de la pandemia 2020 pero “mal parada”:** con altísima inflación y tensiones de crecimiento.
- ii. **La vuelta de la inflación en el mundo obligó a los Bancos Centrales a subir las tasas de interés** hasta niveles que no se veían desde 2007 (previo a la crisis 2008). Fue una **reacción a destiempo**, no se atendieron señales de alerta ni se actuó preventivamente.
- iii. **Pero la “tardanza” no evitó que se active “la secuencia de manual”:** volaron las tasas de interés, corrigieron las bolsas, las monedas grandes (euro, yuan, libra) el riesgo emergente y corporativo. Quedaron **ilesas las materias primas** por la “prima” de la guerra en Ucrania.

CONCLUSIÓN GENERAL:

- **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 es que el “trigger” del cambio de ciclo fue la reaparición de la inflación y, como consecuencia, fuertes subas en la tasa de interés. Se volvió a un mundo donde el “cash” vale.** Otras veces, el cambio de tendencia se dio por shocks que llevaron a cero las tasas (al revés de hoy).

Como se previó, en 2023 la economía mundial entró en un ciclo indeterminado de algo de crecimiento e inflación.

I. ECONOMÍA MUNDIAL 2023: MIX DE FUNDAMENTOS “NO NEGATIVOS”

Es un mundo aún en transición hacia un nuevo equilibrio macro – financiero: **las tasas de interés todavía no “domaron” la inflación; no hay recesión, tampoco vuela crecimiento**

1. **Al ajuste monetario de los bancos centrales grandes (Fed, BCE, UK) le queda poco recorrido.** El grueso de las subas se concretó en los últimos doce meses y quedan en el tintero pausas o ajustes marginales.
2. **Las tasas de interés se equilibraron en niveles nominales altos PERO reales entre neutros y negativos** (contra la inflación actual).
3. **El dólar salió del camino hacia un “super-dólar” (donde se dirigía) y quedó en niveles de “dólar fuerte”.**
4. **La guerra en Ucrania le sigue poniendo alguna “prima” a los precios de las materias primas.** Compensa la mayor fortaleza del dólar pero no les da oxígeno adicional.
5. **Hay una desinflación lenta** en EE.UU., **más marcada** en economías emergentes grandes como China, India y Brasil, y lenta en Europa.
6. **Lo importante es que no se está dando a costa de recesiones (apenas estancamientos).**

VEAMOS CADA PUNTO EN NÚMEROS

1. EL AJUSTE MONETARIO DE LOS BANCOS CENTRALES GRANDES ESTÁ “TERMINADO”

El grueso de las subas de tasas de interés ya se hizo, quedan en el tintero pausas o ajustes marginales.

	2020	2021	2022	1° AÑO DE AJUSTE Dif. en puntos	Mayo 2023	2° AÑO DE AJUSTE Dif. en puntos	Inflación anual
USA	0,25	0,25	4,50	+4,25	5,25	+0,75	4,9
UNIÓN EUROPEA	0,00	0,00	2,50	+2,5	3,75	+1,25	7,0
CANADA	0,25	0,25	4,25	+4,0	4,50	+0,25	4,4
REINO UNIDO	0,10	0,25	3,50	+3,25	4,50	+0,75	10,1
INDIA	4,25	4,25	6,50	+2,25	6,50	0,00	4,7
CHINA	3,85	3,80	3,65	-0,15	3,65	0,00	0,1
BRASIL	2,00	9,25	13,75	+11,75	13,75	0,00	4,2
MÉXICO	4,25	5,50	10,50	+6,25	11,25	+0,75	6,3

Fuente: MacroView S.A. en base a Bancos Centrales

- En 2022 los Bancos Centrales hicieron “el grueso del ajuste”, “rápido, furioso” y sincronizado.
- En 2023 se está llegando al techo de subas de tasas. Empiezan las pausas y algunas subas en el margen
- Capítulo aparte para los Bancos Centrales emergentes grandes (Brasil, México, etc.) que llegaron a tasas híper positivas e inflación “normal”: prima un criterio de “prudencia”, las “super tasas” les dan control sobre las monedas (evitando alguna potencial tensión financiera que les vuelva a complicar la inflación)

2. LAS TASAS DE INTERÉS SE “EQUILIBRARON” EN UN TECHO

El costo financiero global empresario, de países emergentes o de personas (hipotecas) quedó en niveles nominales altos y levemente positivos contra la inflación actual. **Si la inflación baja ¿las tasas deberían acompañar?**

	TNA % fin de período	Fed Funds	TASA BONO DEL TESORO A 10 AÑOS	TASA EMERGENTES	TASA CORPORATIVOS (HIGH YIELD)	TASA HIPOTECARIA A 30 AÑOS
“Normalidad” con inflación del 3%	→ 2006-2007	4,25	4,0	6,8	9,5	6,2
Crisis	→ 2008-2010	0,25	3,11	7,89	12,08	5,03
“Anormalidad”	2011-2016	0,38	2,25	6,16	7,03	4,00
	2017-2019	1,92	2,34	6,07	6,35	4,09
	2020	0,25	0,9	4,5	4,3	2,7
	2021	0,25	1,5	5,3	4,4	3,1
	2022	4,50	3,8	8,0	8,9	6,4
“Normalidad” con inflación del 5%	→ may-23	5,00	3,6	8,1	8,4	6,4

Fuente: MacroView S.A en base a Reserva Federal

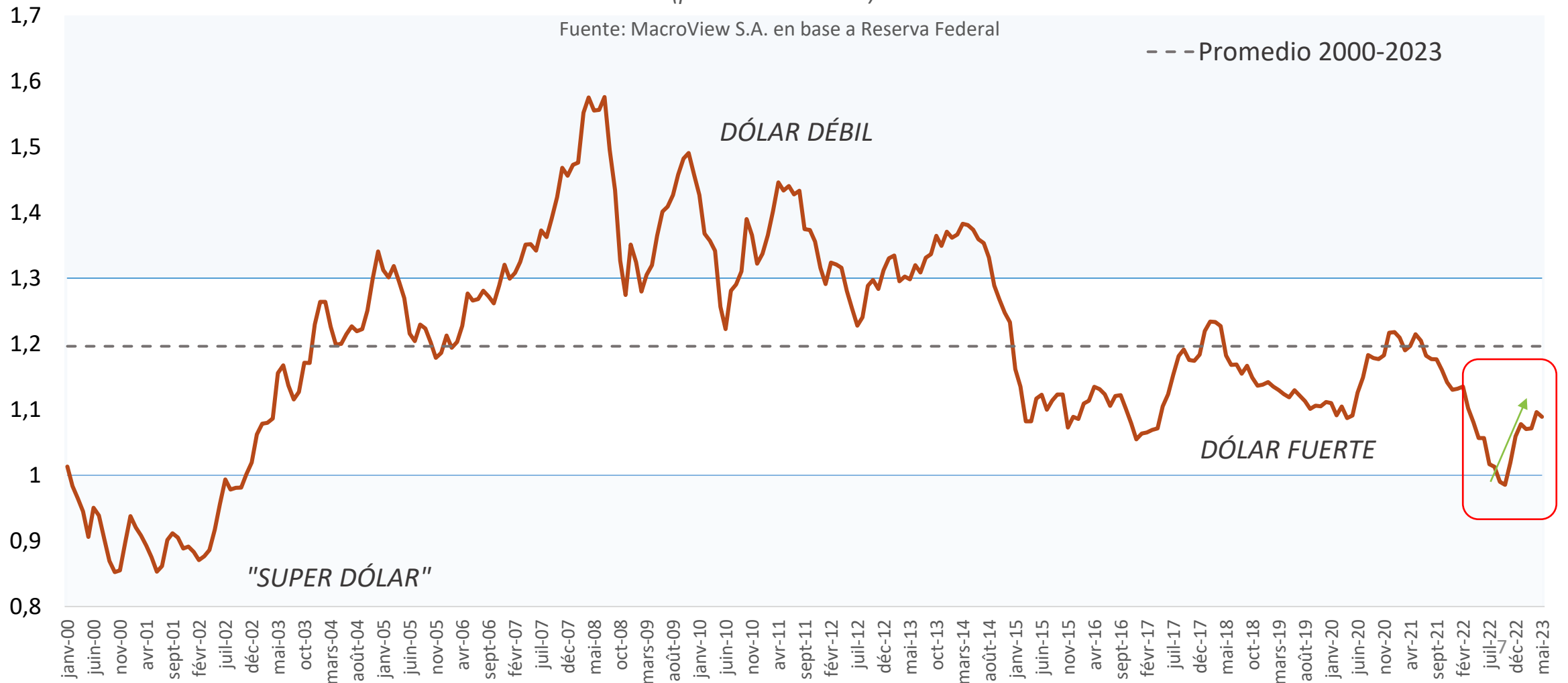
3. EL DÓLAR SALIÓ DEL CAMINO HACIA UN "SUPER-DÓLAR" DE 2022 Y VOLVIÓ A NIVELES DE "DÓLAR FUERTE"

Este quiebre de tendencia es clave. Si continuaba hacia un super-dólar de 1 a 1 los precios de los commodities y monedas emergentes sería otro

EURO-DÓLAR

(promedio mensual)

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



4. LA GUERRA EN UCRANIA LE SIGUE PONIENDO ALGUNA “PRIMA” A LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS, PERO ...

Compensa la mayor fortaleza del dólar pero no les da oxígeno adicional.

Monedas y materias primas (promedios anuales)

	Euro / Dólar	Petróleo US\$/barril	Cobre	Soja US\$/ton	Trigo US\$/ton	Maíz US\$/ton
<u>CICLO DÓLAR FUERTE:</u> <i>2000-2006</i>	1,09	40	1,31	213	129	102
<u>CICLO DÓLAR DÉBIL:</u> <i>2007 - 2013</i>	1,36	87	3,28	441	248	227
<u>CICLO DÓLAR MEDIO:</u> <i>2015 - 2020</i>	1,13	51	2,67	349	168	163
<u>DÓLAR FUERTE:</u> <i>2022</i>	1,05	94	4,00	560	360	253
<i>Mayo 2023</i>	1,09	71	3,68	508	232	214
<i>Var.% 2023</i>	3,6	-24,1	-8,0	-9,2	-35,6	-15,4

5. LA INFLACIÓN EN EL MUNDO ESTÁ BAJANDO LENTA PERO TENDENCIALMENTE

Hay una desinflación lenta en EE.UU., más marcada en economías importantes como China, Brasil y menor en Europa. El nivel sigue alto pero **la tendencia está.**

Inflación minorista (*en % anual*)

	Promedio anual	Dic. 2020	Dic. 2021	2022		2023 último dato
				Máximo*	Dic.	
ESTADOS UNIDOS	1,8	1,6	7,4	9,1	6,5	4,9
EUROPA	1,3	-0,3	5,0	10,6	9,2	7,0
JAPÓN	0,3	-0,9	0,5	4,0	4,0	3,5
CHINA	2,6	0,2	1,4	2,8	1,8	0,1
INDIA	6,8	4,9	6,3	7,8	5,7	4,7
BRASIL	5,7	4,5	10,1	12,1	5,8	4,2
MÉXICO	3,9	3,2	7,4	8,7	7,8	6,3
PERÚ	2,6	2,0	6,4	8,8	8,5	8,0
COLOMBIA	3,7	1,6	5,6	13,1	13,1	12,8
CHILE	2,7	2,9	7,1	14,1	12,8	9,9
URUGUAY	7,9	9,4	8,0	10,0	8,3	7,6

* Valor correspondiente a la mayor lectura de 2022

Fuente: **MacroView S.A.** en base a institutos de estadísticas

6. LA MEJOR NOTICIA DEL "MIX": LA BAJA DE LA INFLACION NO SE ESTA DANDO A COSTA DE RECESIÓN. SÍ DESACELERACIÓN..POR LO QUE NO ESTÁ CERRADO EL DESAFÍO

En 2023 el mundo crece poco. Pero con esta política monetaria más los shocks (Ucrania, Bancos) **podría ser un escenario recesivo. Puede venir. Por ahora se está evitando.**

	PBI REAL (var.% anual)					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023 e
MUNDO	3.6	2.8	-2.9	6.0	3.2	2.8
G7	2.1	1.6	-4.8	5.1	2.0	1.0
LATAM	1.2	0.2	-6.9	6.9	3.5	1.5
MEDIO ORIENTE Y ASIA	2.6	1.7	-2.7	4.5	4.9	3.0
EE.UU.	2.9	2.3	-2.8	5.9	2.1	1.5
ALEMANIA	1.0	1.1	-3.7	2.6	1.9	0.0
FRANCIA	1.8	1.9	-7.9	6.8	2.6	0.5
REINO UNIDO	1.7	1.7	-9.3	7.4	3.6	0.0
CHINA	6.8	6.0	2.2	8.1	3.0	5.0
INDIA	6.5	3.7	-6.6	8.7	6.8	6.0
BRASIL	1.8	1.2	-3.9	4.6	3.0	1.2
MÉXICO	2.2	-0.2	-8.1	4.8	3.6	2.0
ARGENTINA	-2.6	-2.0	-9.9	10.4	5.5	-3.0
CHILE	3.9	0.9	-6.1	11.7	2.7	-1.0
COLOMBIA	2.6	3.2	-7.0	10.7	7.9	1.0
PERÚ	4.0	2.2	-11.0	13.6	2.7	2.0

Fuente: MacroView S.A. en base a FMI

- **Sacando Asia y Medio Oriente, el mundo apunta a crecer entre 0 y 1% en 2023.**
- **La región está sin excepción en el pelotón del "uno".**

CONCLUSIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

- **La economía mundial de los próximos trimestres se quedó sin locomotoras** de crecimiento claras (EE.UU., Europa, China, LATAM). Los mercados que traccionan tienen poco derrame y peso específico (Medio Oriente, Asia).
- **Los fundamentos macro no son pro – crecimiento.** Las tasas de interés son altas, la inflación no está domada del todo, el estatus de las monedas es indefinido (dólar fuerte o super dólar) y hay una aversión media al riesgo emergente.
- **La geopolítica mundial tampoco ayuda.** Estamos en un período sin liderazgos y con varios conflictos abiertos (Rusia-Ucrania, China-EE.UU., los BRICS sin sesgo claro).
- **Es un contexto “no malo” para el negocio del sector.** El mejor escenario es sostenerse. **No hay un camino despejado** para evolucionar / crecer “fácil”, pero **tampoco nubarrones** que empañen oportunidades de inversión. Hay que mirar todo

II. BRASIL: TRANSCURRIDOS CINCO MESES DEL NUEVO GOBIERNO

Conclusión sobre Brasil en ASUTIL 2022

- **Lula no es Bolsonaro en términos económicos.** Pero serán **menos evidentes que las diferencias políticas.**
- **Políticamente, Lula no es un “experimento”.** Tiene dos buenas gestiones a favor, una alianza amplia y un **Congreso adverso** (inclinado a la derecha), “difícil” para dar rienda a ideas populistas.
- **Económicamente, los “planetas macro” parecen bien alineados.** Hay actividad, la inflación parece manejable, tiene amplios **colchones** financieros, no hereda desbalances insostenibles.
- **Es clave que la nueva Administración “domine la ansiedad política”** de cebar la bomba para crecer “al 5% anual”. Que no tome el atajo de dilapidar los colchones macro: equilibrio fiscal primario y superávit externo.
- Se observará una **grieta** entre Lula y el Banco Central **por la tasa de interés.**
- En un contexto económico mundial más peleado, **Brasil puede ser “una plaza” ganadora (o menos perdedora).**

Como se previó, Lula no es el Lula ortodoxo de los 2000; tampoco es un “experimento” ni un extremista económico.

a. LA POLÍTICA EXTERIOR: COMO MÍNIMO CONFUSA

Lula Da Silva tuvo de arranque una postura de ¿“**equilibrista sesgado**”? lo cual generó confusión y molestia en las potencias de Occidente

- **Se negó a condenar la invasión Rusa a Ucrania**, “reprendió” a Europa y EE.UU. por no hacer lo suficiente para poner fin a la guerra, se niega a pedir la retirada rusa del territorio ucraniano, esquivó imponer sanciones a Rusia y ha rechazado apoyo militar.
- **Promovió relaciones con Rusia, China** y se acercó al régimen de **Nicolás Maduro**, en Venezuela. En los pocos meses que lleva de gobierno, Brasil **firmó 15 acuerdos con China en áreas estratégicas** (agricultura, investigación y desarrollo tecnológico y deforestación).
- Respaldó la iniciativa de China para **encontrar patrones diferentes al dólar** como moneda transaccional del comercio exterior.
- **Quiere profundizar los lazos con China y Rusia, y a la vez mejorar la cooperación con EE.UU. y Europa al mismo tiempo. La línea para jugar a dos puntas es delgada.**

b. LA POLÍTICA INTERIOR: NO HACE PIE

Tiene un Congreso trabado. No le tratan los proyectos “populistas” (Bolsa Familia, Minha Casa Minha de vivienda, Mais Médicos , elevar techo del gasto, fake news) y todavía no presentó proyectos “serios” (reforma tributaria, acelerar la construcción de red ferroviaria)

Partidos	Diputados	Senadores
Oficialistas y aliados (PT, MDB Y PSD)	226	42
Opositores (PL - Bolsonaro- y PP)	174	22
Independientes (UNIÃO y REPUB)	113	17
TOTAL	513	81

PT Partido de los Trabajadores; MDB Movimento Democratico Brasileiro; PSD Partido Social Democratico; PL Partido Liberal; PP Progressistas; UNIAO Union Brasil; REPUB Republicanos

- **Lula no controla la presidencia de la Cámara de Diputados.**
- **Las principales dos fuerzas independientes son de centro derecha o derecha.**
- **La sumatoria de opositores + independientes supera al oficialismo** en la Cámara de Diputados y “exige” en el Senado.
- Si bien Lula relanzó vía decretos programas sociales “onerosos”, **necesita el apoyo del Congreso para efectivizarlos.**

c. LA ECONOMÍA (POR SUERTE) ANDA EN OTRO ANDARIVEL

La fortaleza financiera de Brasil sigue intacta

	2018	2019	2020	2021	2022	´MAYO 23
Reservas internacionales <i>(USD MM)</i>	375	356	355	362	325	342
Riesgo país <i>pbs</i>	272	241	321	301	305	240
Tipo de cambio nominal <i>Real / USD, fdp</i>	3.9	4.0	5.2	5.6	5.3	5.0
Inflación <i>var % anual</i>	6.9	4.3	4.5	10.1	5.8	4.2
Índice BOVESPA <i>(en USD)</i>	22,660	25,780	18,890	21,260	21,530	21,700
Déficit fiscal Primario <i>(en % del PBI)</i>	-1.5	-0.8	-9.2	0.7	0.7	´0.2 e
Tasa SELIC Nominal <i>(% TNA)</i>	6.60	5.95	2.90	4.80	12.50	13.75
Tasa SELIC Real <i>(% TNA)</i>	-0.3	1.7	-1.6	-5.3	6.7	9.6

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

- **Reservas internacionales casi en récord**, después del “bajoncito” electoral 2022.
- **Riesgo país en mínimos**, de país “investment grade”
- **Tipo de cambio estable y competitivo**, “cero pánico” a diferencia de Lula I en 2002.
- **Inflación en baja genuina** (hoy mejor que EE.UU.)
- **Fisco en equilibrio cómodo**
- **Tasa y Banco Central con la “sartén por el mango”** (Selic real súper positiva)

LA ECONOMÍA REAL AVANZA A PASO LENTO PERO FIRME, AL ESTILO BRASILEÑO DE SIEMPRE

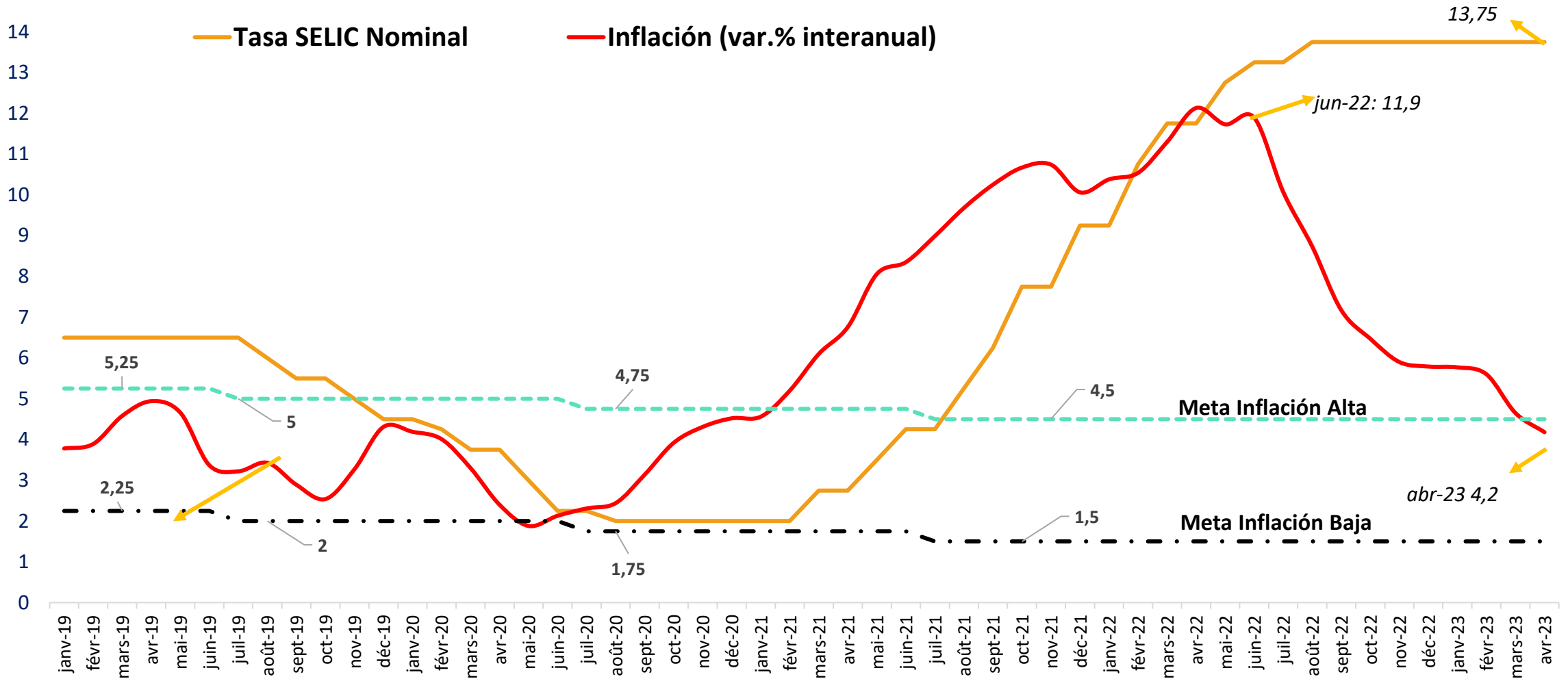
	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (e)
PBI REAL <i>var % anual</i>	1.8	1.2	-3.3	5.2	2.9	1.2
Producción Industrial <i>var % anual</i>	0.8	-0.7	-3.1	5.3	1.6	0.5
Desempleo <i>en %</i>	12.3	11.9	13.2	13.7	9.8	8.5
Exportaciones - USD MM	231.9	221.1	209.2	280.8	334.0	335.0
Importaciones - USD MM	185.3	185.9	158.8	219.4	273.0	280.0
Saldo comercial - USD MM	46.6	35.2	50.4	61.4	61.5	55.0
Tipo de cambio real <i>Índice 1995=100, fdp</i>	176	186	224	240	223	215

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

- **El crecimiento del PBI y la industria dejó atrás el alto crecimiento del último bienio (con Bolsonaro) para entrar en una dinámica casi-demográfica. Suficiente para mantener el desempleo en mínimos históricos.**
- **El salto exportador de los últimos años fue notable:** sostiene una alta apertura internacional (Exportaciones e Importaciones alta) con un **superávit comercial en récord.**
- **Tipo de cambio real es competitivo.**

CLAVE I: QUE EL BANCO CENTRAL EMPIECE A AFLOJAR EL TORNIQUETE

La tasa SELIC nominal está 10 puntos por encima de la inflación



Si bien la inflación recién se está “poniendo en caja” (convergiendo a la meta mas alta), el BCB podría empezar a bajar la tasas. **La economía de Brasil es sensible a esta variable.**

CLAVE II A FUTURO: EL EMPUJE EXPORTADOR

Brasil va camino en convertirse en un “tigre exportador” latinoamericano

<u>USD MM</u>	2010	2019	2022	2023 e	Var. % 2023 /2019
Exportaciones (sector)	200	221	334	335	51
A) Industria	126	126	181	180	42
B) Oil & Gas	48	51	76	76	50
C) Agro	22	43	75	76	77
D) Otros	5	1	2	2	77
Importaciones (origen)	183	186	273	280	51
1) China	26	36	61	65	80
2) Estados Unidos	27	35	51	55	58
3) Argentina	14	11	13	15	41
4) Alemania	13	11	13	15	38
Saldo	17.1	35.2	61.5	55.0	56

Fuente: MacroView S.A. en base al Gobierno de Brasil

- **Contra la pre pandemia (2019) el salto exportador e importador, con superávit comercial alto, fue “descomunal”.**
- **Son dinámicas difíciles de encontrar en otra economía emergente en la actualidad.**

CONCLUSIÓN BRASIL

- **El arranque político de Lula no colabora con un despegue de la economía** brasileña acorde a los buenos fundamentos macro que tiene.
- **Hay una suerte de compensación de fuerzas. El “déficit político” resta pero la buena macro lo tiende a compensar.** La estabilidad financiera luce asegurada, un crecimiento más tonificado no.
- **La gran duda: hasta dónde la economía “aguanta” el mal rumbo político.**
- Mientras siga habiendo un **Congreso que trabe** iniciativas populistas y una **política exterior que no resquebraje la relación con occidente**, la economía de Brasil puede mantenerse “a lo Brasil”: un buen cuadro de fundamentos macro que no arroja resultados (crecimiento).

III. ARGENTINA: LOS CONDICIONANTES POLÍTICOS Y ECONÓMICOS EN UN AÑO ELECTORAL

Conclusión sobre Argentina en ASUTIL de noviembre 2022

- **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”). **Las oportunidades miran al próximo gobierno.**

El “largo” y “crítico” 2023 es tan “largo” y “crítico” como se previó. Incluso más. Todo queda resumido en qué tan desordenadamente se llega al 10 de diciembre y cómo arranca el próximo gobierno

A) LA ECONOMÍA ARGENTINA DESDE AGOSTO 2022

(con nuevo formato político y económico)

- **REFORMATEO.** Ante una crisis política y económica inminente, en agosto 2022 se reformateó el gobierno. **Presidente:** función protocolar. **Vicepresidente:** “apoyo silencioso” al obligado retoque de la política económica. **Presidente de Diputados:** nuevo Ministro de Economía.
- **MINISTRO MASSA.** El objetivo al asumir era **apagar el incendio** que se había desatado. Riesgo de espiralización.
- **LO LOGRÓ:** apagó el incendio. Frenó la escalada cambiaria, inflacionaria y la amenaza de ingobernabilidad. **«Estabilizó la inestabilidad».**
- **QUÉ HIZO:** Descomprimió y ganó tiempo. **Área dólar:** inventó un dólar más alto para la soja para sumar reservas, control de importaciones y “pasada de gorra” en BID, BM, etc. **Área pesos:** suba de tasas de interés, canje de deuda en pesos, adelantos de recaudación, Precios Justos. Todo en el marco de un acercamiento al FMI.

AGUANTÓ BIEN (ECONÓMICA Y POLÍTICAMENTE) HASTA DICIEMBRE 2022

MASSA FRENÓ LA CRISIS PERO NO IBA A ALCANZAR PARA AGUANTAR HASTA LAS ELECCIONES PASO DE AGOSTO 2023

→ MÁXIMA ASPIRACIÓN ERA DURAR Y LLEGAR:

- **DÓLAR 2023:** mercado muy justito, requería sí o sí un ajuste importador - recesivo. Reservas netas del BCRA cercanas a cero. **Seguía fantasma devaluatorio.**
- **INFLACIÓN 2023:** piso inflacionario macro de 6% mensual imposible de perforar aun cumpliendo metas del FMI. Necesidad macro de licuadora inflacionaria. **Seguía fantasma inflacionario del "100%"**

→ **PROGRAMA DE "COMPLICIDAD SILENCIOSA" CON EL FMI:** era desde el minuto cero en el mejor de los casos una mini - anclita para evitar una aceleración de la crisis.

→ **NO ALCANZABA:** el esquema de contención **no iba a alcanzar para aguantar** hasta diciembre 2023.

EN ESTE CONTEXTO, LA SEQUÍA COMPLICÓ TODO

i) CAMBIARIO (relevante y urgente): desplome exportador de US\$ 21 mil M

- **Massa está a tiempo completo buscando compensar** la debacle de la oferta de dólares (en Washington, Pekín, Brasilia, etc..). Pero es muy difícil, **por no decir imposible**. Se quiere evitar devaluar pero...

ii) RECAUDACIÓN (relevante): las retenciones son más de 2 puntos del PBI.

- El Tesoro resignará en el año alrededor de 1 punto del PBI de recaudación: ¿más de un billón y medio de pesos? Agujero primario 4,5 billones (alrededor de 3% del PBI, peor que 2022). **Massa “hace lo que puede” que no es mucho**, menos en año electoral.

iii) PRECIOS (importante): la inflación en un escalón más alto

- El mayor impacto inflacionario es por la peor macro: ¿7%, 8%, 9% mensual?. **Massa “tiró la toalla”;** “entregó” esta variable (sólo cuida que no espiralice).

iv) ACTIVIDAD (importante): impacto directo (el agro pesa 7 puntos en el PBI) y además están los impactos de segunda y tercera vuelta).

- El PBI va a caer 3% ¿o más?. **Massa “da pelea”** intentando moderar el ajuste importador – recesivo vía financiamiento chino. Muy difícil.

CONSECUENCIA 1: UNA "ECONOMÍA ELECTORAL" IRREMONTABLE

Bolsillo electoral	2015	2017	2019	2021	2023 (e)
PBI					
Nivel	150	150	143	142	145
Var % anual	+4	+3,9	-1,8	+10,4	-5,0
Inflación (en%)					
Mensual	2,3	1,9	5	3	8 / 9
Anual	26	23	52	50	3 DÍGITOS
Salarios reales (2015=100)					
Privado registrado	100	100	86	83	82
Privado no registrado	100	94	75	67	61
Sector público	100	96	82	74	76
Jubilación mínima	100	96	82	81	82
Pobreza (% de la población)					
	30	30	35	45	40

Fuente: MacroView en base a Indec y estimaciones propias

Una economía peor que en las últimas cuatro elecciones

CONSECUENCIA 2: UNA “ECONOMÍA FINANCIERA – CAMBIARIA” QUE OBLIGA A HACER ALGO AHORA ANTES DE AGOSTO (SE ADELANTÓ DE DICIEMBRE)

- Reservas netas negativas

Evolución de las reservas (US\$ M)

	dic-15	dic-19	dic-20	dic-21	ago-22	dic-22	mar-23	29-may-23
Netas Totales	-3.598	12.405	3.719	2.266	1.536	8.705	3.067	-1.729
Netas en dólares	-8.785	6.760	-1.910	-2.435	-6.437	-681	-5.905	-7.256

- Brecha en 100% (“casi un piso”)

Brecha (%) - Evolución trimestral (promedio de período)

III-20	IV	I-21	II	III	IV	I-22	II	III	IV	I-23	abr-23	may-23
69	88	67	69	74	88	95	80	118	97	93	117	106

- Inflación en una aceleración escalonada

Inflación mensual (%)

jun-22	jul-22	ago-22	sep-22	oct-22	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23
5,3	7,4	7,0	6,2	6,3	4,9	5,1	6	6,6	7,7	8,4

- Tasa de interés alta y creciente (pero corriendo de atrás)

Tasa de interés nominal de plazo fijo - Efectiva mensual (%)

jul-22	ago-22	sep-22	oct-22	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23
4,4	5,1	5,8	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,5	7,6

El “incendio” cambiario / financiero auto - heredado peor que en agosto 2022

B) NUEVO PUNTO DE INFLEXIÓN POLÍTICO Y ECONÓMICO

Bi) ECONÓMICO: ¿SE LLEGA A LAS PASO SIN DEVALUAR?

La sequía adelantó diciembre a agosto y blanqueó la imposibilidad de llegar a agosto sin hacer nada. Se va imponiendo una reconfiguración del statu quo macroeconómico para pasar el bimestre junio – julio (hasta el 13 de agosto).

- La sequía ha impactado: el **déficit fiscal** se duplicó, la **inflación** orilla dos dígitos mensuales; las **reservas internacionales** volvieron a “pre – Massa”; el **tipo de cambio real** se sigue “atrasando”; la **brecha cambiaria** sigue en 100%.
- **Deja como única opción para allanar el camino a agosto “reconfigurar” la política económica como condición para renegociar un nuevo esquema con el Fondo,** y evitar que la realidad haga el trabajo de manera desordenada, con trauma.

No alcanza la “complicidad” vigente del Fondo para cambiar las metas.

Lo relevante es cómo y con qué dólares se sobrellevará lo cambiario (y la deuda) y cómo se financiará el faltante de pesos (el déficit fiscal y la deuda).

¿“ÚNICA” SALIDA PARA LLEGAR A AGOSTO?: YUANES DE SHANGAI PARA MODERAR EL FALTANTE DE RESERVAS Y LA RECESIÓN Y DÓLARES DEL FMI PARA CONTENER LA BRECHA

- **SHANGHAI:** China autorizó el uso de USD 5 mil M para comercio exterior y Massa solicitó elevar este monto a USD 10 mil M. Sería una manera de suavizar el recorte de SIRA y por ende la recesión. De paso, se reduciría la presión cambiaria “en dólares”.
- **ACUERDO CON FMI. este año Argentina le tiene que pagar neto al FMI (dólares de reservas).**
- **El core de lo que busca Massa:**
 - a) Adelanto “up front”** de los desembolsos de junio, septiembre y diciembre (equivalente a US\$ 10 MM) y de máxima del último desembolso del programa de marzo 2024 (US\$ 3,3 MM);
 - b) Tratamiento de “budget support”** para poder **utilizar parte de esos recursos** para usar en el mercado de brecha y de paso hacerse de pesos para el fisco. Aspira a contar con unos **US\$ 2.500 M para vender** en el mercado de dólares financieros, atender la dolarización de portafolios electoral (¿a razón de US\$ 500 M por mes hasta octubre?), mantener “tranquila la brecha” y conseguir pesos para el Tesoro producto de esas transacciones.

¿A CAMBIO DE QUÉ?

- **Lo que busca Massa** está “fuera de los manuales” del FMI (le escapa al staff), **la mesa de entrada no es el staff del FMI sino el Tesoro o la Casa Blanca.**
- **La instrumentación estaría si a cargo del Fondo.** Las exigencias macro normalmente hacen pie en tres pilares “clásicos”:
 - i) Tipo de cambio** ¿una devaluación que acerque al tipo de cambio al dólar soja? Sería suficiente para la exportación, no así para bajar “genuinamente” a la importación; ¿impuesto a la importación?
 - ii) Fisco.** Asegurarse que el ritmo del gasto público caiga por debajo de la recaudación. Esto conlleva **evitar plata extra para ventear en la campaña** electoral y continuar con los ajustes de tarifas.
 - iii) Tasa.** Hasta ahora el BCRA viene subiendo las tasas de interés para que mantenerlas en terreno “no negativo”. Pueden pedir que sean positivas.

***Muchísimos interrogantes.** ¿Quién se hace cargo políticamente? ¿hasta qué punto el Fondo acepta pedidos que afectan al próximo gobierno? ¿alcanza para equilibrar el mercado cambiario? ¿a qué nivel de recesión queda expuesta la economía? ¿qué pasa con la brecha? Este último sería el termómetro más relevante del éxito o no del esquemita*

B) NUEVO PUNTO DE INFLEXIÓN POLÍTICO Y ECONÓMICO

Bii) POLÍTICO: ¿"TRES TERCIOS" POR PRIMERA VEZ EN LA HISTORIA?

- OFICIALISMO

→ Cristina Fernández candidata a Presidente: **NO**. Sergio Massa: **¿NO?**. Ninguno de los dos quiere ser el Mariscal de la derrota. Seguramente se opte por un **candidato "para perder"**. El kirchnerismo ¿"se encapsula" en la provincia de Buenos Aires"?

- JUNTOS POR EL CAMBIO

→ Interna clave entre Larreta y Bullrich.

- LIBERTARIOS: **oposición nueva que lucra del descontento y la crisis**

→ Candidato a Presidente Milei. Las encuestas reflejan su ascenso. ¿Se validará en la PASO de agosto? ¿Y en la elección general de octubre?

Hasta el 13 de agosto el escenario de triple empate electoral atemoriza al mercado y le complica aún más la transición al Ministro de Economía

SIETE PRERREQUISITOS MACRO – POLÍTICOS PARA NO ESPIRALIZAR LA INFLACIÓN

- i) Que **no haya un salto devaluatorio brusco “contra la nada”** (sin el FMI)
 - ii) Que el gobierno **“siga bancando” la licuación inflacionaria** del gasto público primario y no se embarque en una carrera nominal contra inflación;
 - iii) Que la **demanda de dinero** (que es “autónoma” y la contracara de la dolarización y la brecha) no se caiga como un piano; viene cayendo (y la dolarización y la brecha subiendo) pero **gradualmente**;
 - iv) Que el **BCRA continúe esterilizando** endógenamente la emisión monetaria de los intereses de las LELIQ.
 - v) Que el mercado de **deuda en pesos** no se desestabilice en el resto de rollover privado
 - vi) Que no se desbande la **presión salarial** sindical
 - vii) Que no se caiga el acuerdo con el **FMI y se avance en la “nueva fórmula”**.
- **Después de las PASO, la dinámica dependerá también de la política.**

C) CONCLUSIÓN: TRES TRANSICIONES CLAVES PARA LO QUE SIGUE

- **ACTUAL TRANSICIÓN: BLANQUEO DE PROBLEMAS IMPUESTO POR LA REALIDAD (Y LA SEQUÍA Y LA CRISIS). MACERANDO UN CAMBIO CULTURAL (ES LO QUE ESTAMOS TRANSITANDO HOY)**

→ Muy valioso a futuro que la crisis esté blanqueando y obligando al gobierno a tomar medidas “con costo”. Ejemplos: suba de **tarifas**, peine fino a los **planes sociales, cepo, SIRAS**, imposible seguir con **déficit fiscal**, que el **FGS** no es “ni un fondo, ni garantiza nada, ni es sustentable”, la **fórmula jubilatoria** no alcanza, ...

- **SEGUNDA TRANSICIÓN: PASA LA POSTA DEL QUE SE VA AL QUE VIENE DESDE AGOSTO (SI QUEDARA DEFINIDO) O DE OCTUBRE O NOVIEMBRE EN ADELANTE)**

→ Resultado de la PASO y tipo de cooperación entre el que se va y el que viene marcarán el pulso de la posta del mando. **¿Traspaso conflictivo o cooperativo? ¿Ordenado o desordenado?** Si la cosa se define en agosto, “mejor”. **Si la definición se estira a octubre**, puede ser **tortuoso** para el que se va. **Si hay que ir a noviembre, más complejo todo aún.**

- **TERCERA TRANSICIÓN: PRIMEROS PASOS Y PRIMERA ETAPA DEL NUEVO GOBIERNO (DESDE EL 10 DE DICIEMBRE, ¿DESDE ANTES?)**

→ Primeros pasos: reordenamiento. ¿Algo se hace antes del 10 de diciembre? **Preparar el terreno para plan de estabilización.** A Alfonsín y a Menem les costó ensamblar el arranque con el plan.

EL 10 DE DICIEMBRE: NUEVO GOBIERNO

La herencia, diez números para grabarse

- **DÉFICIT FISCAL PRIMARIO 2023:** \$ 4,5 / 5 billones (3 puntos y pico del PBI). Parecido a 2015 pero sin crédito de arranque.
- **VENCIMIENTOS DE DEUDA EN PESOS 2024:** piso \$ 20 billones (incluye deuda intra - sector público)
- **BALANCE BCRA:** reservas netas negativas contra LELIQ en \$ 20 billones
- **PAGOS NETOS AL FMI 2024:** US\$ 3.800 M
- **PAGOS EN DÓLARES A BONISTAS 2024:** US\$ 4.300 M
- **VENCIMIENTOS ORGANISMOS INTERNACIONALES 2024:** US\$ 3.000 M
- **INFLACIÓN "FIN DE AÑO":** un dígito mensual alto / ¿dos dígitos?
- **DÓLAR REAL "FIN DE AÑO":** oficial parecido a hoy, ¿paralelo?
- **NIVEL DEL PBI:** 5% abajo de los "picos" 2015, 2017, 2022 (picos en el marco del estancamiento que data de 2012)
- **POBREZA:** más de 40% y más de 12% de indigencia

ASUTIL CONFERENCE

**• IT'S •
BACK**