

Balance económico y financiero del año y perspectivas para 2022

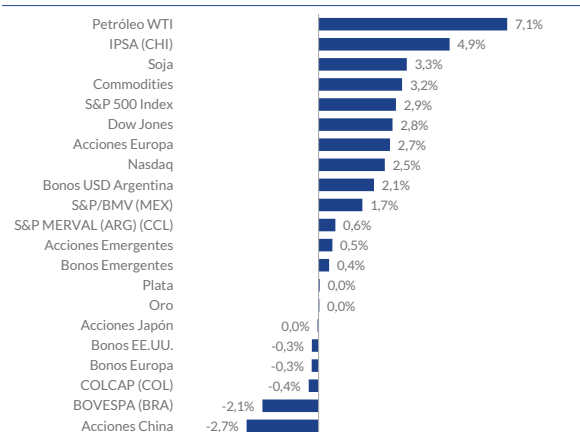
Con diciembre casi consumado, repasamos lo más relevante que 2021 nos dejó. En lo que concierne a la economía, la balanza se inclinó hacia un empeoramiento general de las variables fundamentales. La extraordinaria asistencia monetaria al Tesoro para financiar el déficit fiscal impactó de lleno sobre la nominalidad de los precios, las diversas cotizaciones del tipo de cambio y la brecha. A su vez, el atraso cambiario, la postergación del acuerdo con el FMI, la intervención oficial en los dólares financieros y la amplificación del spread del dólar causaron que el BCRA terminara el año con un nivel crítico de reservas.

En cuanto al panorama financiero, invertir en moneda local no fue negocio nuevamente. Tanto aquellos inversores que prefirieron invertir a tasa en pesos como los que apostaron al *carry trade* cierran 2021 con retornos negativos. Entre los activos que mejor marcharon, se destacaron los títulos a tasa fija, los bonos CER y las acciones, todos con ganancias de 2 dígitos en dólares. En las antípodas, el pelotón de perdedores fue encabezado por los bonos dollar-linked, Bonares y Globales, que no pudieron asegurarle un rendimiento positivo ni en dólares ni sobre inflación a sus tenedores.

Ya mirando hacia 2022, la palabra que mejor sintetiza el contexto financiero y económico para el próximo año es "complicado". La coyuntura internacional (inflación y endurecimiento de la política monetaria, pandemia y tensiones geopolíticas) y la doméstica (la novela con el FMI y el ajuste de desequilibrios) serán cualquier cosa menos sencillas de sortear.

LA SEMANA DE LOS MERCADOS

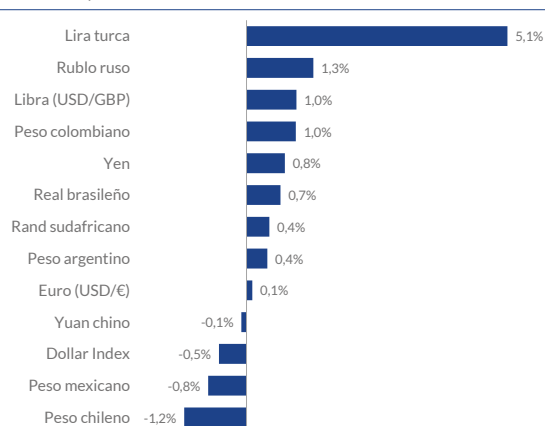
Rendimiento en dólares en los últimos 5 días



Fuente: GMA Capital en base a Bloomberg

LA SEMANA DE LAS MONEDAS

Variación del tipo de cambio en los últimos 5 días



Fuente: GMA Capital en base a Bloomberg

Nery Persichini
HEAD OF STRATEGY

Melina Eidner
ANALISTA

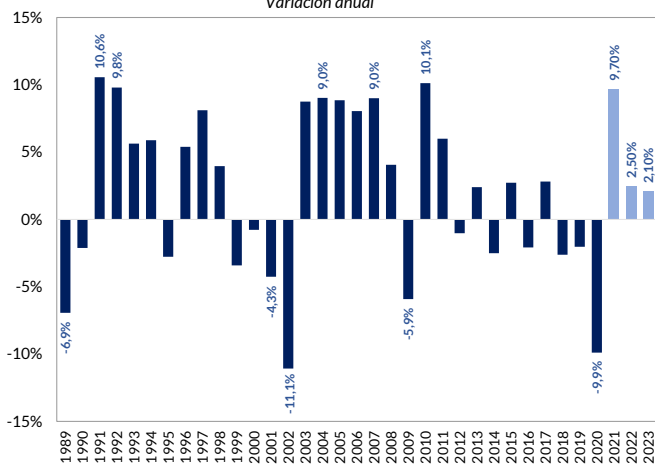
npersichini@gmacap.com
(+54 11) 5273-1276

Rebote de la actividad

Gracias al relajamiento de las restricciones a la movilidad y la inoculación de la población, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) acumula una mejora de 10,4% en los primeros 10 meses del 2021. De esta manera, el proxy del PIB ya supera en 2,3% al umbral prepandemia.

La performance espectacular de la economía argentina no se debe a crecimiento genuino, sino más bien a un rebote luego de la severa contracción de 2020. Cabe recordar que la actividad se había desplomado 10% anual, siendo la mayor recesión desde la crisis 2001-2002. Actualmente, los sectores que están motorizando la recuperación son aquellos que más habían sido golpeados durante la pandemia. Por su peso relativo, destacan la Industria, el Comercio y la Construcción, que habían recortado por encima de 25% interanual en los meses críticos del año pasado. En base a nuestros cálculos, estos rubros avanzaron 4,2%, 3,8% y 14,6% respectivamente por encima de su nivel prepandemia.

CRECIMIENTO ECONÓMICO
Variación anual



Fuente: GMA Capital en base a INDEC y BCRA

En tanto, el mercado espera que la reactivación de la economía pierda algo de fuerza en el último bimestre del año. La más reciente edición del Relevamiento de

Expectativas del Mercado (REM), que publica mensualmente el BCRA, proyecta que el PIB crezca 9,7% en 2021, lo que se encuentra 0,7 p.p. por debajo del acumulado en 10 meses. En caso de que se cumpliera este pronóstico, este año tendría el cuarto mayor avance anual desde 1989. Se ubicaría por detrás de los 2 años que le siguieron a la hiperinflación y de 2010, cuando Argentina dejaba atrás las secuelas de la crisis *subprime*.

Sin reducción del gasto, pero con ajuste del déficit

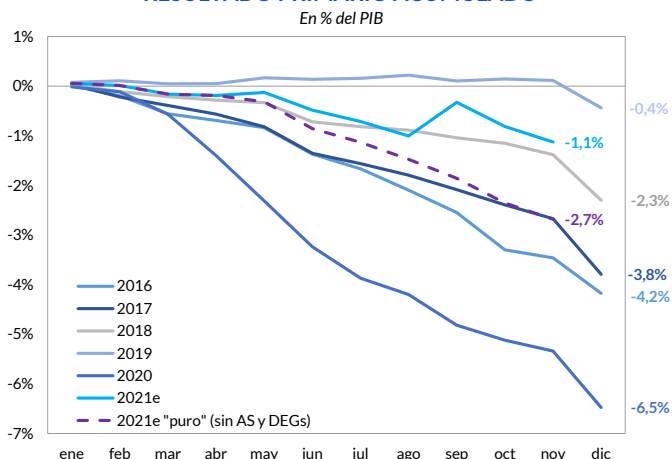
Tras el pandémico 2020, que cerró con un rojo primario de 6,5% del PIB y uno financiero de 8,3% del producto, las cuentas estatales morigeraron parcialmente su desequilibrio durante 2021. El resultado primario agrega a noviembre un déficit de 1,1% del PIB, mientras que el financiero marca un negativo de 2,7% del producto.

A pesar de lo que dice la última línea de la contabilidad fiscal, destacamos que el “ajuste” de Guzmán no provino de una reducción del gasto público. A diferencia de 2020, cuando las erogaciones se habían acelerado para hacer frente a la pandemia, lo que traccionó principalmente el gasto corriente en 2021 fueron los subsidios económicos. Esta “boleta” suma 2,8% del PIB o USD 12.000 millones en lo que va del año, por lo que ya supera al monto gastado en el mismo período de 2016. En otras palabras, el ajuste de la gestión Cambiemos, que en parte le costó la reelección en 2019, ya se esfumó.

Entonces, ¿qué impulsó el reajuste de las cuentas públicas? La explicación tiene partida doble: la inflación y los recursos extraordinarios. Por el lado del incremento del IPC, éste permite aliviar la carga real del estado en jubilaciones, planes y salarios públicos, los cuales representan casi el 60% de las erogaciones. Estas partidas perdieron consistentemente contra la inflación de los

últimos 12 meses ya que tuvieron un ajuste real que promedió 13% anual en lo que va del 2021.

RESULTADO PRIMARIO ACUMULADO



Fuente: GMA Capital en base a MECON e INDEC

En cuanto a los ingresos extraordinarios, entre el Aporte Solidario y los DEGs recibidos del FMI, el Tesoro contó con recursos por 1,6% del PIB. Neto de estos ingresos, el rojo primario acumula 2,7% del producto a noviembre y el financiero asciende a 4,3% del PIB. Estas cifras continúan siendo niveles relativamente elevados para Argentina. Son el quinto registro más deficitario de los últimos 16 años.

La “maquinita”, a pleno

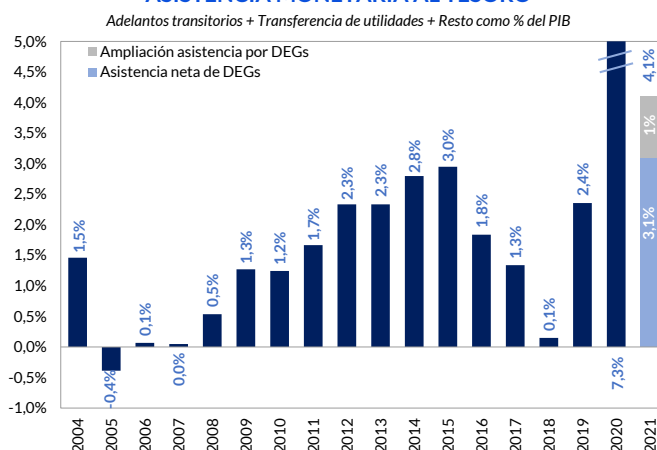
Con relación al punto anterior, con datos al 22 de diciembre, el Tesoro necesitó \$ 2,5 billones o 5,8 puntos del PIB para financiar su déficit en 2021. Para dimensionar esta cifra, implica una asistencia de \$ 4,9 millones por minuto. De este monto, el 72% provino del BCRA (\$ 3,5 millones por minuto), mientras que el restante 28% (\$ 1,4 millones cada 60 segundos) fue financiamiento neto positivo del mercado.

A pesar de que la tasa de rollover de deuda promedió 123% (previo a la última licitación del año), no se cumplió

la meta de financiamiento del Presupuesto 2021. Se estipulaba que solo el 60% de los fondos serían emitidos por el Central y el 40% vendría del mercado interno.

Así, 2021 cierra como el año con mayor asistencia monetaria desde que se lleva registro, excluyendo al pandémico 2020. La suma de adelantos transitorios, giro de utilidades y el factor “resto” en otras operaciones con el Tesoro Nacional ya asciende a 4,1% del PIB (sin tomar en cuenta la maniobra contable de los DEGs). En tanto, la asistencia “bruta” del BCRA al fisco, que no toma en cuenta este último componente, alcanza 4,2% del producto.

ASISTENCIA MONETARIA AL TESORO



*2021: hasta el 22 de diciembre

Fuente: GMA Capital en base a BCRA e INDEC

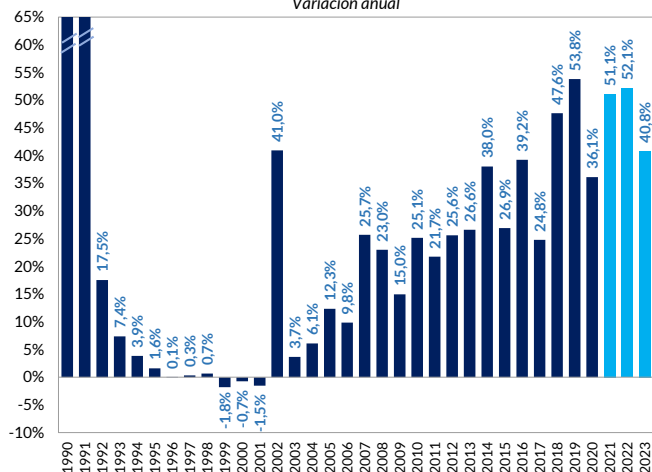
Precios recalentados

Los más de 10 puntos del PIB que fueron emitidos para asistir al Tesoro en 2020 y 2021 tuvieron su efecto adverso sobre la nominalidad de los precios. En este año, el IPC núcleo no pudo romper hacia abajo la barrera del 3% mensual, dejándole un alto piso de base a la medición general. La inflación promedió 3,5% mensual (vs. 2,6% en 2020) o 51,1% anualizado. Asimismo, el costo de vida viajó cómodamente a un ritmo por encima de 50% anual en los últimos 6 meses consecutivos.

En consecuencia, el nivel de precios acumuló una suba de 45,4% en lo que va del 2021. Las estimaciones de la última edición del REM marcan una expansión de 51,1% para este año y 52,1% para el próximo.

De cumplirse lo proyectado por los analistas, sería la primera vez en este siglo que Argentina cerraría dos años consecutivos con una inflación mayor al 50%. Para encontrar un fenómeno comparable, habría que remontarse a principios de los 90, que fueron los últimos años de hiperinflación en el país.

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN
Variación anual



Fuente: GMA Capital en base a BCRA, INDEC e Institutos Provinciales

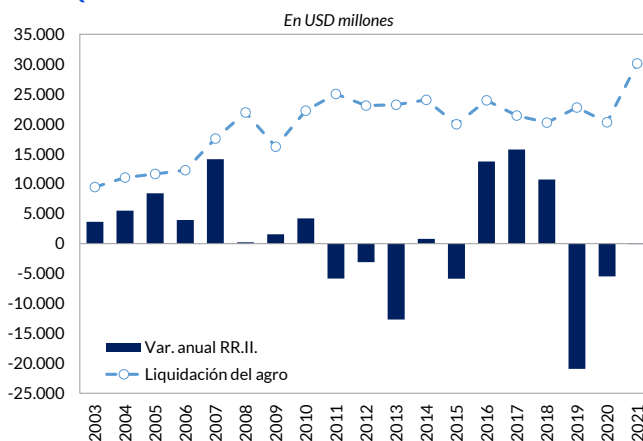
Reservas, en estado crítico

Este año fue excepcional en términos de disponibilidad de dólares comerciales. Por un lado, el campo liquidó una cifra récord de más de USD 30.000 millones en los primeros 11 meses del 2021, ayudado por el contexto internacional. Este hecho sumado a las restricciones de movilidad, que afectaron negativamente al turismo al extranjero en la mayor parte del año, provocó que mediante el canal comercial ingresaran USD 14.400 millones entre enero y noviembre.

Pero el poder de fuego del BCRA no sintió la lluvia de agrodólares. Más bien ocurrió lo contrario. Mientras

que hoy las reservas brutas suman USD 39.000 millones, las netas se ubican apenas en USD 2.600 millones (excluyendo DEGs), siendo este monto el más bajo desde 2016. Ni siquiera la llegada de los DEGs en septiembre (USD 4.300 millones) pudo recortar la sangría de reservas de los últimos meses.

LIQUIDACIÓN DEL AGRO Y VARIACIÓN DE RESERVAS



*2021: liquidación acumulada a noviembre (últ. dato disponible)

Fuente: GMA Capital en base a CIARA y BCRA

¿Qué sucedió para que el Central no pudiera fortalecer sus arcas? En primer lugar, postergar por 2 años la negociación de un nuevo acuerdo con el FMI estuvo lejos de ser gratuito. Honrar los pagos tuvo un costo de USD 6.600 millones. De este monto, USD 5.100 millones fueron utilizados para enfrentar compromisos con el organismo en 2021. A su vez, estimamos que el BCRA habría usado USD 2.600 millones, suma que equivale a las reservas netas, para intervenir en los tipos de cambios financieros durante este año y evitar un salto mayor en la brecha.

El mayor atraso cambiario del siglo XXI

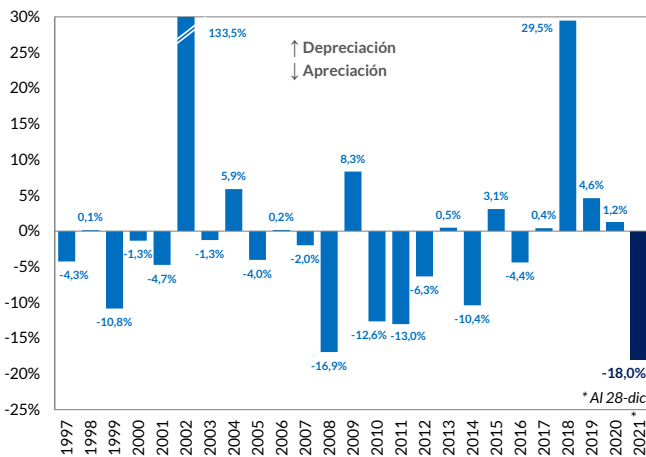
En 2021 la dinámica inflacionaria de más de 50% maridó con un menor ritmo de actualización del tipo de cambio oficial. Mientras que entre enero y abril el precio de la divisa subió, en promedio, un 3% mensual,

el resto del año navegó más cerca de 1%. El BCRA, con la convicción de que el dólar es un ancla nominal, deslizó el precio de la divisa un 22% en el año.

Como resultado, el tipo de cambio real multilateral (un proxy de la competitividad precio de la economía, que contempla la inflación y el tipo de cambio nominal de nuestro país y de los principales socios comerciales) experimentó la mayor apreciación desde al menos 1997. El peso se abarató 18% en términos reales, incluso más que en 2008 y otros años impares y electorales (como 2011).

ATRASO CAMBIARIO

Variación anual del Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM)



Fuente: GMA Capital en base a BCRA

Sin embargo, las cotizaciones libres no gozaron de una estabilidad semejante. El dólar “contado con liqui” acumula en el año un avance de 42%, pero hace menos de un mes ese incremento alcanzaba 58%. La brecha entre esta cotización y el valor oficial de la divisa hoy se ubica en 96%, aunque supo alcanzar un cenit de 121%. En cualquier caso, la distancia relativa entre cotizaciones no deja de ser un problema para los incentivos y la macroeconomía.

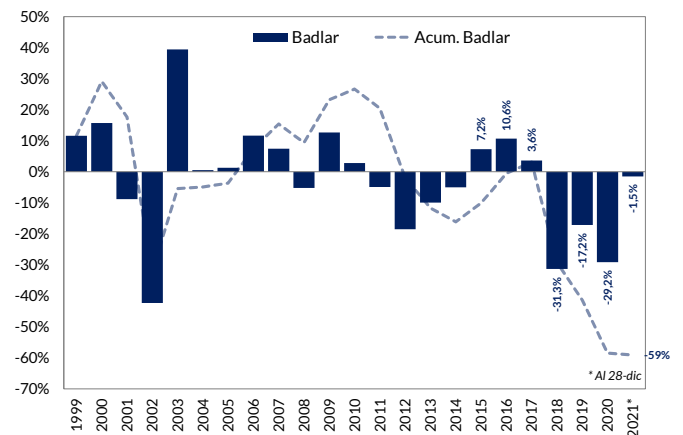
Otro año amargo para el peso

Invertir en pesos, una vez más, fue una decisión que no fue óptima porque la tasa en moneda local no pudo hacerle frente a la inflación. Frente al costo de vida, una alternativa de ahorro tradicional como el plazo fijo perdió por más de 7 puntos porcentuales, perpetuando un fenómeno que se hizo presente en 17 de los últimos 20 años. La moneda local volvió a fracasar en su función de ser reserva de valor, y nadie se sorprende.

En tanto, el famoso *carry trade* volvería a arrojar una performance negativa de 1,5% si el año cerrara hoy (datos al 28/12). La apreciación del peso versus el dólar CCL de 5% en el último mes no alcanzaría para que la “bicicleta financiera” terminara 2021 como una estrategia ganadora. No obstante, la pérdida en moneda dura sería la más moderada en 4 años.

CARRY TRADE: TASA EN PESOS VS. DEVALUACIÓN

Rendimiento anual en dólares considerando tasa en pesos y tipo de cambio CCL



Fuente: GMA Capital

Durante esta gestión de gobierno (desde diciembre de 2019 hasta hoy), la maniobra de invertir en pesos buscando un rendimiento en dólares fue cuesta arriba, con un retorno acumulado de -27%.

Activos ganadores y perdedores de 2021

En materia de rendimientos por tipo de activos, el año cierra con bonos a tasa fija (Botes), títulos indexados y acciones en el podio. Esta terna cosechó ganancias de 2 dígitos en dólares gracias a un proceso de revalorización. La renta fija había tenido una gran primera mitad de año, luego de que los rendimientos de las curvas se “normalizaran” una vez disipados los temores del rollover de vencimientos en pesos.

Las acciones, por su parte, recuperaron posiciones. El S&P Merval mejoró desde USD 361 hasta USD 423 en el año, aunque sigue lejos de su promedio histórico (USD 600 a precios corrientes o USD 800 a precios constantes).

El resto de los activos tuvieron grandes dificultades para poder superar la línea de flotación de la inflación y de la desvalorización del peso (tipo de cambio CCL). Los bonos *dollar-linked* estuvieron en el pelotón de los mayores perdedores del año debido a que la expectativa subyacente de una devaluación oficial jamás se concretó. Los títulos restructurados en 2020 (Bonares y Globales) tampoco pudieron escapar de la mediocridad con recortes promedio de 10% en moneda dura. El mercado manifiesta un sentimiento de apatía total con la deuda argentina. Y las paridades de 30 centavos y el riesgo país de más de 1.700 bps son la muestra más clara.

RETORNO TOTAL EN 2021

Benchmark	Acumulado (al 28-dic)		
	Pesos	Real (sobre inflación)	Dólares (TC CCL)
ARS Boncer	69,7%	12,1%	19,6%
ARS Botes	68,4%	11,2%	18,6%
S&P Merval (acciones)	66,0%	9,6%	17,0%
ARS Lecer	52,6%	0,8%	7,5%
Plazo fijo UVA	51,9%	0,3%	7,0%
Inflación (CER)	51,4%	0,0%	6,7%
Bonos Badlar	48,1%	-2,2%	4,3%
ARS Ledes	42,0%	-6,2%	0,0%
ARS CCL	41,9%	-6,3%	0,0%
Badlar priv	39,8%	-7,7%	-1,5%
USD Bonares	28,3%	-15,3%	-9,6%
USD Globales ARG	26,2%	-16,6%	-11,1%
ARS Oficial	22,0%	-19,4%	-14,0%
USD-L Bonares	18,8%	-21,5%	-16,3%

Fuente: GMA Capital

Perspectivas para 2022

Sin caer en lugares comunes, “complicado” es la mejor síntesis para describir el panorama para el año que viene. La coyuntura internacional y la doméstica serán cualquier cosa menos sencillas.

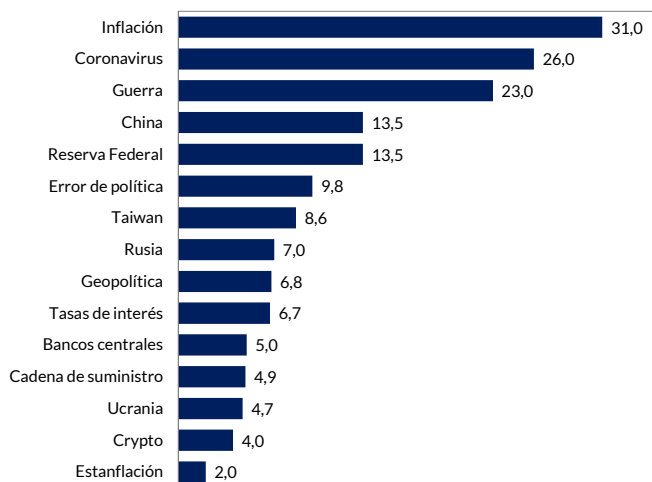
En el frente externo, en la inflación el mercado ve el mayor de los riesgos para 2022 según una encuesta global relevada por Bloomberg. Esta fuente de incertidumbre está relacionada con la política monetaria. Existen riesgos tanto de que las autoridades “corran desde atrás” o ajusten demasiado rápido. Como será necesaria sintonía fina y tener equilibrio para moverse sobre el filo de una navaja, el proceso desarme de los estímulos monetarios de los grandes bancos centrales ante picos de inflación no vistos en 30 años será todo lo contrario al “viento de cola” para todo el mundo. En particular, para los emergentes, dependientes tanto de flujos de capitales como de ingresos comerciales a través de *commodities*.

Los otros riesgos internacionales tampoco son inocuos ya que en el pasado demostraron tener capacidad de daño sobre la economía y los mercados: la pandemia

(nueva variante y restricciones) y las tensiones geopolíticas (por ejemplo, China-Taiwan y Rusia-Ucrania).

MAYORES RIESGOS DE COLA PARA EL MERCADO EN 2022

Respuestas a la encuesta Markets Live Global de Bloomberg, en %



Fuente: GMA Capital en base a Bloomberg

Puertas adentro, la novela del verano pasará por los idas y vueltas entre el Gobierno y el FMI. Procrastinar implica seguir perdiendo dólares. Solamente en el primer trimestre del año, Argentina debería desembolsar USD 3.900 millones, una cantidad que no posee al mirar las reservas netas. Incurrir en default con el pool más importante de países sería aún peor por los efectos devastadores que la desconexión total con el mundo tendría sobre la brecha cambiaria, la inflación, la actividad y los indicadores sociales.

¿Cómo se rompe el círculo vicioso entre procrastinación y ruptura de contratos? La salida, todavía incierta y opaca, podría ser sintetizada en dos escenarios, uno optimista y otro pesimista según la mirada de Seido.

En el caso optimista, Argentina sellaría un “acuerdo light” con el FMI que incluiría ajustes acotados. Habría una reducción del déficit primario (desde 3,3% hasta 2,8% del PIB), un aumento en las tasas de interés (para llevarlas levemente a una zona positiva en términos reales) y una aceleración del ritmo devaluatorio

oficial (cerca de 60% en todo el año) para contener la brecha y empezar a acumular reservas. Prácticamente no habría lugar para que el crecimiento económico supere el 2,3% de arrastre estadístico de 2021 ni que la inflación baje de la zona de 50%.

Las reformas estructurales que vienen en la caja de herramientas de siempre (impositiva, laboral, previsional, apertura de capitales, etc.) no estarían presentes en una primera instancia.

Este tipo de acuerdo tendría la única finalidad de que la macro no se siga deteriorando y evitar que proliferen condiciones que sean caldo de cultivo para una crisis más profunda. En simultáneo, permitiría comprar tiempo tanto al Gobierno como al FMI mirando hacia 2023. Esta posible realidad también podríamos definirla como “seguir pateando la pelota hacia adelante” o “que pague el que sigue”.

El escenario pesimista, en cambio, plantea mayores dilaciones en los ajustes de la economía hasta un punto en el cual un salto cambiario “a la 2014” sería necesario. Sin la posibilidad de acertar el *timing*, el movimiento podría darse después del primer trimestre, una vez que Argentina haya incumplido los compromisos con el Fondo. Luego podría seguir una flotación administrada. De todas formas, la inflación podría terminar el año cerca de 80% y la actividad caer 1%.

Sin ajuste fiscal real, el déficit primario se ubicaría en 3,8%. Incluso asumiendo una tasa de rollover de 130%, el gap a financiar para el Tesoro sería de 3,9% del PIB, un fondeo que vendría desde el BCRA. El aumento de la oferta de dinero, parcialmente compensado con esterilización, incubaría nuevos desbalances. El stock de Leliq y pases llegaría a casi 11% del PIB, mientras que la dinámica de la brecha sería más inestable aún.

PROYECCIONES ECONÓMICAS

Variable	Métrica	2020	Escenario Base		Escenario Alternativo
			2021	2022	2022
Crecimiento	Var. Anual	-9,9%	10,0%	2,3%	-1,0%
IPC	Var. Anual	36%	51%	59%	80%
Tipo de cambio nominal (ARS/USD)	Fin de período	83	103	164	165
	Var. Anual	38%	25%	59%	60%
Tipo de cambio CCL (ARS/USD)	Fin de período	143	204	313	317
	Var. Anual	72%	98%	91%	92%
Tasa de referencia	Promedio	40%	38%	45%	38%
	Fin de período	38%	38%	45%	38%
Tasa de Badlar	Fin de período	34%	34%	43%	36%
Base Monetaria	Var. Anual	30%	27%	47%	48%
M2	Var. Anual	112%	37%	48%	53%
Resultado fiscal primario	% PIB	-6,5%	-3,3%	-2,8%	-3,8%
Resultado fiscal financiero	% PIB	-8,5%	-4,9%	-4,3%	-5,3%

Fuente: GMA Capital en base a Seido

En ambos escenarios, los desequilibrios se materializarían en el terreno cambiario. El BCRA tendría dificultades para acumular reservas, por lo que nuevos torniquetes del cepo de importaciones verían la luz. Como resultado, la actividad sería la variable de ajuste en un contexto en el que la inflación seguiría elevada.

Legales GMA

GMA Capital S.A es un Agente de Liquidación y Compensación - Agente de Negociación Propio registrado bajo el N°139 de la CNV - y Agente Colocador y Distribuidor Integral N°56. GMA Capital S.A es una sociedad inscripta ante el registro público de comercio de la Inspección General de Justicia, con domicilio en Maipú 1300, 3° piso, C1006AAB, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, República Argentina.

Este reporte fue elaborado con propósito puramente informativo. La información que contiene el presente informe proviene de fuentes confiables. No se garantiza la veracidad de la información, ni se asume obligación alguna de actualizar cualquiera de los datos incorporados en el documento. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. GMA Capital S.A ha expresado sus visiones y opiniones en este documento y las mismas pueden variar. La información contenida en este documento ha sido brindada por GMA Capital S.A y debe ser verificada de forma independiente antes de una futura publicación o uso. La rentabilidad pasada no es necesariamente una guía para la performance del futuro. Es importante recordar que el valor de las inversiones puede caer como subir y no hay garantías para ello. Las valoraciones en las tasas de cambio podrían hacer subir o bajar las valuaciones de las inversiones en el extranjero. La información contenida en estas páginas no forma parte de ningún contrato, ni deberá ser tenida en cuenta para ningún propósito contractual.

Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas, ni suplanta la toma de decisiones de inversión, con el debido y previo asesoramiento legal, fiscal y contable a cargo del inversor.

GMA Capital S.A no acepta ningún tipo de responsabilidad por cualquier pérdida directa o consecuente que surja de cualquier uso de este documento o su contenido. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor para cualquier propósito. El no cumplimiento de estas restricciones puede quebrantar las leyes de la jurisdicción en la que dicha distribución o reproducción ocurriera. Los productos y servicios mencionados en el presente son incluidos con un mero objeto informativo y se encuentran sujetos a los términos y condiciones que oportunamente se acuerden expresamente.