

Resumen Ejecutivo

Economía internacional y regional

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han deteriorado con respecto a las presentadas en el IPoM de junio y, las presiones inflacionarias han comenzado a moderarse en algunos países, aunque permanece el escenario altamente incierto. Las elevadas tasas de inflación el endurecimiento de las condiciones financieras en la mayoría de las regiones del mundo, el conflicto entre Ucrania-Rusia y la política de cero COVID-19 en China, explican el deterioro en las perspectivas. Desde el informe anterior, los precios de los *commodities* agrícolas y energéticos se han reducido debido a los temores de una recesión global. La inflación en Estados Unidos si bien se ha moderado, permanece elevada, en tanto que en la Eurozona ha seguido acelerándose, contexto en el cual los bancos centrales han seguido con el ciclo de alzas de sus tasas referenciales. En la región, las perspectivas económicas para los socios comerciales han mejorado para el 2022, pero se han corregido a la baja para el 2023. Por su parte, la inflación ha seguido en niveles elevados y, las autoridades monetarias también han continuado incrementando las tasas de interés de referencia.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) ha continuado con el endurecimiento de las condiciones monetarias, explicado por los niveles elevados de inflación. Desde el informe anterior, la inflación disminuyó, ubicándose en 8,2% interanual en septiembre, todavía bastante por encima de la meta del 2%. Así, la Fed ha continuado incrementando el rango referencial de tasas de fondos federales ubicándolo en 3,00% - 3,25% en septiembre (2,25% - 2,50% en julio). En cuanto a la actividad económica, en el segundo trimestre de 2022, el PIB registró una tasa trimestral anualizada de -0,6% (-1,6% en el primer trimestre), principalmente debido a disminuciones en la inversión privada en inventario, en la inversión fija residencial, en el gasto del gobierno federal y de los gobiernos estatales, que, en parte, fueron compensadas por aumentos en las exportaciones y el gasto del consumidor. Los datos más recientes del PMI (*Purchasing Managers' Index*) manufacturero mostraron que el sector redujo su ritmo de expansión en septiembre respecto al registrado en junio, al tiempo que el PMI servicios se ha ubicado en zona de contracción desde julio. En este escenario, las perspectivas de crecimiento fueron revisadas a la baja, de 2,5% a 1,6% para 2022.

En la Eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) ha seguido con el ciclo de aumentos de tasas de interés iniciado en julio, luego de que las proyecciones de inflación hayan sido revisadas significativamente al alza. Las tasas de inflación continuaron acelerándose en el tercer trimestre, ubicándose en 9,9% interanual en septiembre (8,6% en junio). En este escenario, el Banco Central Europeo (BCE) continuó con su ajuste en los tres tipos de interés oficiales en su reunión de septiembre y octubre. Con relación a la actividad económica, en el segundo trimestre de 2022, se verificó un incremento del 0,8% en el PIB respecto al trimestre anterior, impulsado principalmente por contribuciones positivas del gasto para consumo final de los hogares, del gasto final del gobierno y por la formación bruta de capital fijo. Por otro lado, el PMI manufacturero se mantuvo en zona de contracción durante el tercer trimestre, situándose en un nivel de 48,4 en septiembre (52,1 en junio). Asimismo, el PMI servicios se situó en zona contractiva desde agosto, registrando un nivel de 48,8 en septiembre (53 en junio). En cuanto a las perspectivas de crecimiento del 2022, las mismas han mejorado para el 2022 (3,0%), debido a un desempeño en el primer semestre por encima del inicialmente previsto. No obstante, se prevé una importante desaceleración para el 2023, en línea con la elevada incertidumbre respecto a la guerra en Ucrania y las condiciones financieras más restrictivas.

En China, las perspectivas económicas se revisaron a la baja para el 2022. La estimación de crecimiento para la economía china se redujo para el año corriente en 0,8 p.p., ubicándose en 3,3% anual, la cual se encuentra explicada por restricciones estrictas que se implementaron para frenar brotes de contagios de COVID-19, así como por un empeoramiento de la crisis de su mercado inmobiliario. No obstante, el PIB del tercer trimestre creció 3,9% interanual, superando las expectativas del mercado, impulsado, en parte, por las medidas de estímulo implementadas por el gobierno.

En Brasil, las distintas medidas de inflación han disminuido, en tanto que, los pronósticos de crecimiento para 2022 mostraron una mejora importante. En el segundo trimestre, se verificó un desempeño de la actividad económica por encima de lo anticipado y, se espera también, un mejor resultado para el tercer trimestre, en línea con la evolución de los indicadores de actividad y el efecto de los estímulos fiscales recientemente aprobados. De esta manera, la proyección de crecimiento para la economía brasileña se revisó al alza, de 1,2% a 2,5% para 2022. Por otra parte, la inflación se ha desacelerado significativamente, debido, en gran parte, a la reducción de los precios en el rubro transporte, registrando una tasa de 7,2% interanual en septiembre (11,9% en junio). El Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil decidió subir la tasa SELIC en 50 pb en su reunión de agosto, ubicándola en 13,75% anual. En su reunión de septiembre, el Copom mantuvo sin cambios su tasa referencial. Para el 2023, se prevé un menor crecimiento, afectado en parte, por el entorno internacional más complejo.

En Argentina, las perspectivas también han mejorado para el 2022 y se han deteriorado para el próximo año, mientras que, las presiones inflacionarias se han vuelto cada vez más relevantes. En el segundo trimestre, el PIB creció por encima de lo esperado, explicado por los sectores no agropecuarios, especialmente, los servicios. Así, se ajustó al alza la tasa de crecimiento prevista para el 2022, pasando de 2,8% a 3,5%. Para el 2023, en un panorama interno y externo más desafiante, el pronóstico se revisó a la baja en 0,8 p.p., situándose en 0,9% anual. Con relación al nivel de precios, se observó una aceleración de la inflación, como resultado de una mayor incertidumbre cambiaria y expectativas de inflación más elevadas, ubicándose, de esta manera, en 83,0% interanual en septiembre (64,0% en junio). El Banco Central de la República Argentina (BCRA) elevó la tasa mínima de las LELIQ desde el último IPoM en 2.300 pb. hasta situarla en 75,0%.

Coyuntura doméstica y política monetaria

En el segundo trimestre, la actividad económica siguió siendo afectada por el desempeño de la agricultura, no obstante, se prevén mejores resultados a partir del tercer trimestre del 2022. El PIB registró una contracción de 3,4% en términos interanuales, explicada por las incidencias negativas de la agricultura (-2,9 p.p.), manufacturas (-0,7 p.p.) y la construcción (-0,5 p.p.). Por su parte, electricidad y agua (0,5 p.p.), ganadería (0,1 p.p.), y los servicios (0,1 p.p.) tuvieron una contribución positiva. Por el lado del gasto, la caída interanual del PIB se debió a las exportaciones netas (-7,4 p.p.) y al consumo de gobierno (-0,9 p.p.), mientras que, la formación bruta de capital (4,6 p.p.) y el consumo privado (0,3 p.p.) registraron una incidencia positiva. Conforme a los indicadores de corto plazo de la actividad económica, el PIB del tercer trimestre cerraría con una tasa interanual positiva, impulsada por el efecto rebote de la agricultura (inicio nueva campaña 2022/2023 en el segundo semestre del año) y el repunte en la producción de energía eléctrica de las binacionales.

Desde el último IPoM, la inflación ha seguido desacelerándose, principalmente debido a las menores presiones de los precios externos de *commodities* y a la moderación de la actividad económica (brecha negativa del producto doméstico). Entre enero y abril, la tasa mensual promedio de la inflación total fue 1,3%, mientras que, entre mayo y septiembre, el promedio se redujo a 0,3%. Asimismo, la tasa interanual de inflación disminuyó de 11,8% en abril a 9,3% en septiembre. En el mismo sentido, las medidas de inflación subyacente han revertido su trayectoria al alza, a excepción de la inflación del IPCSAE que se ha acelerado levemente, debido fundamentalmente a los efectos de segunda ronda de los choques de precios de *commodities*, especialmente sobre los precios de los servicios. La moderación reciente de la inflación está explicada por el menor ritmo de variación de los precios de los alimentos y de la energía.

El Comité de Política Monetaria (CPM) decidió aumentar la TPM en sus reuniones de agosto y septiembre y la mantuvo en 8,50% en su reunión de octubre. El Comité ha destacado la moderación de los precios de los *commodities* en los últimos meses, por sus potenciales implicancias favorables en la evolución de los precios locales. Por otro lado, la persistencia de la inflación elevada en las economías avanzadas ha seguido motivando los ajustes al alza en sus tasas de política monetaria, lo cual ha incidido en el fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales y en el aumento de los rendimientos de los bonos soberanos. En la región, la inflación ha continuado en niveles altos, aunque en algunos países ha comenzado a

observarse cierta moderación en el margen. En este escenario, algunos bancos centrales han desacelerado el ritmo de subas de las tasas de política monetaria. Con respecto al ámbito local, el CPM resaltó la desaceleración de la inflación en los últimos meses. Sin embargo, las expectativas de inflación de mediano plazo seguían ligeramente por encima de la meta, al tiempo que se seguían verificando algunos efectos de segunda vuelta de los choques de precios de *commodities*. En ese contexto, el Comité aumentó la TPM en 25 p.b. en la reunión de agosto y 25 p.b. en la de septiembre, ubicando la tasa referencial en 8,50% anual. En la reunión de octubre, el Comité decidió mantener la tasa referencial, considerando que, dada la posición contractiva de la política monetaria y la desaceleración más acentuada de la inflación, las expectativas de los agentes económicos podrían ajustarse gradualmente al 4% en los próximos meses.

Proyecciones de crecimiento del PIB y de la inflación

En el escenario base, la proyección de crecimiento del PIB de 2022 se mantuvo en 0,2%, aunque, al igual que en el IPoM anterior, hubo una recomposición sectorial y por componentes del gasto. En el sector primario, se mantienen las tasas de crecimiento negativas de agricultura (-13%) y ganadería (-2,5%) previstas en el informe anterior. En el sector secundario, se ajustó al alza el pronóstico de manufactura, mientras electricidad y agua se mantiene sin variaciones, en tanto que el sector de la construcción continuó corrigiéndose a la baja. Por otra parte, se prevé un mayor ritmo de expansión en el sector terciario explicado por ajustes al alza en gobierno general y comercio, mientras que, se prevé una mayor desaceleración en otros servicios. Por el lado de la demanda, el consumo de hogares cerrará el año con un crecimiento en torno al 2%, inferior a la tasa prevista en el IPoM previo (2,6%), en respuesta a un menor consumo de bienes no durables y de los servicios. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se corrigió a la baja, explicada por una caída en la construcción, pero atenuada por el componente de maquinaria y equipo. El consumo público se mantendría en zona de contracción, en línea con el plan de convergencia fiscal. Entretanto, en lo externo, las perspectivas siguen mejorando, con revisiones al alza tanto en las exportaciones como en las importaciones.

Crecimiento sectorial del PIB

Variación anual, porcentaje

	2021	2022(f)	2022(i)
Sector Primario	-11,6	-9,2	-0,9
Agricultura	-18,1	-13,0	-0,9
Ganadería	6,0	-2,5	-0,1
Forestal, Pesca y Minería	6,7	1,3	0,0
Sector Secundario	4,7	0,7	0,2
Manufactura	6,7	1,0	0,2
Construcción	12,8	-2,0	-0,1
Electricidad y Agua	-8,6	2,8	0,2
Sector Terciario	6,9	1,7	0,9
Gobierno General	-2,9	0,5	0,0
Comercio	15,3	2,8	0,3
Otros Servicios ¹	7,3	1,7	0,5
Impuestos	9,0	0,7	0,1
PIB a precios de mercado	4,1	0,2	0,2
PIB sin agricultura, ni binacionales	7,5	1,1	

(f) Proyección, (i) Incidencia

Crecimiento económico y cuenta corriente

Variación anual, porcentaje

	2021	2022 (f)
PIB	4,1	0,2
Demanda Interna	10,0	2,7
Formación bruta de capital	26,3	8,8
Formación bruta de capital fijo	18,6	1,1
Consumo total	5,6	0,7
Consumo privado	5,7	2,0
Consumo público	5,3	-5,5
Exportaciones de bienes y servicios	2,2	-5,7
Importaciones de bienes y servicios	21,4	2,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,9	-6,2
FBKF (% del PIB nominal)	22,7	24,5

(f) Proyección

¹ Incluye: transportes, intermediación financiera, alquiler de vivienda, servicios a empresas, hoteles y restaurantes y servicios a los hogares.

La proyección de inflación para el 2022 se ajustó de 8,8% a 8,6%, mientras que, el pronóstico se mantuvo en 4,1% para el 2023. Conforme a lo previsto, las menores presiones de los precios externos observadas en el tercer trimestre, el moderado dinamismo de la actividad económica local -brecha de producto negativa- y la transmisión de los ajustes de la tasa de política monetaria contribuyeron a contener la aceleración de la inflación doméstica en el último periodo. La moderación reciente de la inflación fue mayor a la prevista, reduciendo el punto de partida para las proyecciones de mediano plazo. De esta manera, la proyección de inflación para el 2022 se redujo de 8,8% a 8,6%. A su vez, se espera que la inflación ingrese al rango meta antes de lo previsto para converger gradualmente a niveles cercanos al 4% hacia finales del 2023.

Proyección de la inflación
Variación anual, porcentaje

	2021	2022(f)	2023(f)	2024(f)
Inflación IPC diciembre (*)	6,8	8,6	4,1	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				4,0
Inflación IPC subyacente diciembre (*)	6,9	8,4	4,1	
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (**)				4,0

(f) Proyección

(*) Corresponde a la inflación de fin de periodo.

(**) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre de 2024.

Escenarios de riesgos

En el entorno internacional, continúa la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas, con un claro sesgo hacia un resultado más pesimista. Presiones inflacionarias más persistentes, mayor deterioro en las condiciones financieras globales y un nuevo escalamiento en la guerra Ucrania-Rusia son los principales factores de riesgo para las proyecciones de crecimiento mundial. Se espera que, junto con la revisión a la baja en las perspectivas económicas globales y condiciones financieras más estrictas, la inflación comience a moderarse, no obstante, varios factores podrían generar nuevas presiones en los precios. En particular, los costos de la energía seguirán siendo sensibles a las decisiones de los principales países productores de petróleo y, en especial, a los acontecimientos relacionados con el conflicto en Ucrania. Nuevas presiones inflacionarias podrían implicar una política monetaria aún más contractiva, lo cual generaría efectos negativos sobre una economía global ya debilitada. En este contexto, una respuesta adecuada de la política monetaria y fiscal se torna más difícil, haciendo que los riesgos de una mayor persistencia de la inflación, pérdida de credibilidad del banco central y desanclaje de las expectativas se vuelvan relevantes, especialmente en mercados emergentes. Así también, estas economías se encuentran más expuestas a depreciaciones cambiarias y salidas de capital ante un fortalecimiento del dólar resultante de una mayor aversión al riesgo. Adicionalmente, mayores ajustes a los esperados en las tasas referenciales de economías avanzadas aumentarían los costos de financiamiento a nivel mundial, pudiendo generar consecuencias económicas negativas en aquellos países con elevado endeudamiento y limitado espacio fiscal. Por último, si bien las perspectivas en China se han debilitado en línea con la contracción registrada en su sector inmobiliario y las estrictas medidas de confinamiento para frenar los contagios por COVID-19, existe la posibilidad de un escenario más deprimido caracterizado por nuevos brotes de contagios y un mercado inmobiliario con efectos más negativos en el sistema financiero.

En cuanto a los principales socios comerciales del país, si bien las perspectivas económicas se revisaron al alza para 2022, los riesgos derivados del panorama fiscal se han acentuado. En Brasil, persiste la incertidumbre sobre el futuro del marco fiscal del país, acrecentada luego de las medidas implementadas por el gobierno para frenar el precio de los combustibles y mitigar el impacto de la elevada inflación sobre las familias más vulnerables. Además, el riesgo soberano podría verse afectado si las tensiones políticas aumentan en el marco de las elecciones presidenciales. En Argentina, persiste la incertidumbre respecto del cumplimiento de las metas acordadas con el Fondo Monetario Internacional. El escenario internacional más complejo podría significar mayores primas de riesgo y presiones cambiarias para la economía argentina.

En el plano local, los riesgos para la actividad económica se derivan principalmente de la evolución del clima. En los últimos meses, el clima ha mejorado de manera importante beneficiando a los cultivos de soja (zafriña), maíz y trigo. Además, hasta el momento, se ha observado una buena evolución de la siembra de la soja (zafra 2022/2023) en las distintas regiones productivas del país. Sin embargo, persisten las probabilidades de que se registre nuevamente una sequía (“la niña”) en los próximos meses, que, en caso de materializarse, tendría sus implicancias sobre la actividad económica, la demanda interna, las exportaciones y el tipo de cambio.