



2023

## 5 desafíos de cara al 2023

### Resumen y conclusiones

Desde 2011 en adelante, cada cuatro años en Argentina se renueva un mito: el resultado de las siguientes elecciones presidenciales lo cambiará todo hacia adelante. El mercado participa con voz fuerte y clara del mito e incorpora cambios muy relevantes en los precios de activos.

Sin embargo, antes de que se materialice la esperada mejora, lo que sucede invariablemente en los hechos es que la dinámica macro se deteriora mucho como consecuencia de la entrada de la economía al modo electoral y el nuevo gobierno asume en condiciones mucho más frágiles de las que podía anticipar.

A un año de producirse el cambio de gobierno, en el presente reporte nos anticipamos a tratar de visualizar cuáles serán los principales temas de “la herencia” que recibirá el nuevo gobierno y analizamos los 5 eventos que entendemos que condicionarán de manera más o menos determinante la forma que pueda adquirir el gobierno que arranque su gestión en diciembre 2023.

José M. Echagüe  
Estratega

Melina Costanzo  
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de  
Ocampo 3302  
WO Barrio Parque  
Bureaux Módulo IV  
3er Piso  
C1425DFE

## 5 desafíos de cara al 2023

Desde 2011 en adelante, cada cuatro años en Argentina se renueva un mito: el resultado de las siguientes elecciones presidenciales lo cambiará todo hacia adelante. El mercado participa con voz fuerte y clara del mito e incorpora cambios muy relevantes en los precios de activos.

Sin embargo, antes de que se materialice la esperada mejora, lo que sucede invariablemente en los hechos es que la dinámica macro se deteriora mucho como consecuencia de la entrada de la economía al modo electoral. El “trade electoral” anticipa un futuro que no llega, y el nuevo gobierno asume en condiciones mucho más frágiles de las que podía anticipar.

A un año de producirse el cambio de gobierno, con la economía cercana a su peor forma en décadas y el mapa electoral más incierto en mucho tiempo, la pregunta sobre cuáles son los desafíos que enfrenta la economía de cara a las elecciones de 2023 es tal vez más importante que en otras oportunidades.

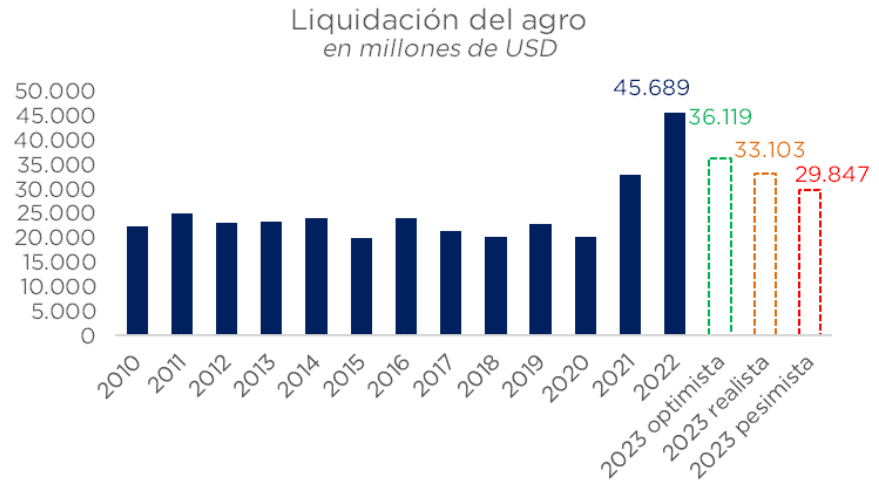
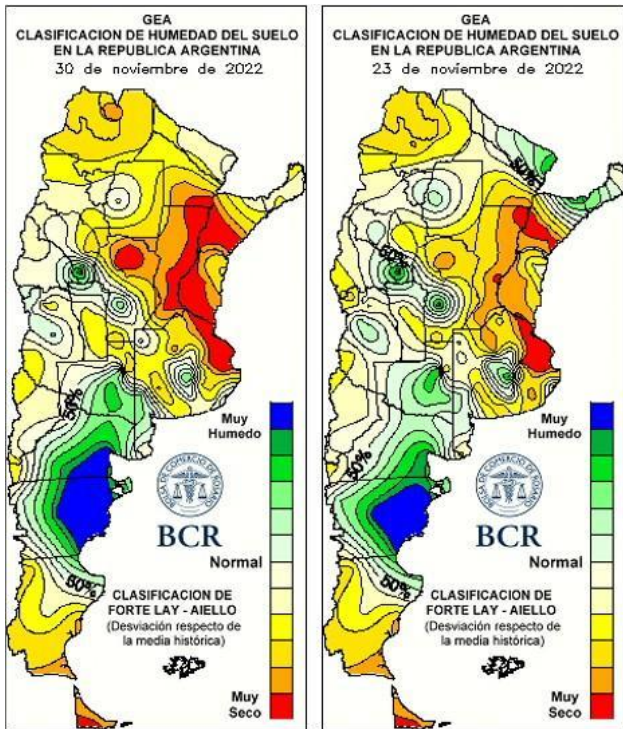
En el presente reporte nos anticipamos a tratar de visualizar cuáles serán los principales temas de “la herencia” que recibirá el nuevo gobierno y analizamos los 5 eventos que entendemos que dependiendo de cómo se resuelvan, condicionarán de manera más o menos determinante la forma que pueda adquirir el gobierno que arranque su gestión en diciembre 2023.

### 1. Clima: No culpes a la lluvia.

Con el paso del tiempo y aumento de la fragilidad externa, Argentina se volvió cada vez más sensible al clima: hasta que Vaca Muerta y otras actividades puedan generar un flujo previsible de divisas en el tiempo, la disponibilidad de USD depende fundamentalmente del agro, y por ello, de las condiciones climáticas.

Este año hay varias luces naranjas encendidas. Según el último informe de la Bolsa de Comercio de Rosario, el 35% de la soja de primera está en condiciones regulares a malas en la región núcleo. Con la información disponible hasta hoy, la previsión de entidad para la cosecha 2023 es de USD 33.000 millones, unos USD 12.500 millones por debajo de la del año 2022 que, dólar soja mediante, fue récord absoluto en liquidación de exportaciones agropecuarias.

## 5 desafíos de cara al 2023



Fuente: CIARA y Bolsa de Comercio de Rosario.

La sequía que afecta a Argentina tiene un agravante adicional: no está generalizada globalmente y por tanto, no está provocando una suba de los precios internacionales. El precio actual es muy similar al que la oleaginosa tenía en enero 2021, aunque bien por encima del promedio de los últimos 10 años.



Fuente: Bloomberg.

## 5 desafíos de cara al 2023

Aun con estas nubes en el horizonte (o tal vez mas literalmente: sin ellas), en este frente todavía no está todo dicho. En enero 2021, los precios internacionales, las condiciones de sequía y las altas temperaturas eran muy similares a las actuales, comprometiendo como hoy los pronósticos de cosecha. Sin embargo, el aluvión inusual de lluvias que se produjeron a partir de la tercer semana de enero (unos días después de que publicáramos [esta nota](#) con [@Francisco Mattig](#)) llegó a tiempo para cambiar la historia y produjo hasta lo que en ese momento fue el mayor año de liquidación de exportaciones (ver gráfico).

Importante de tener en cuenta, el clima es el primero, el más incierto y el menos controlable de los desafíos a superar. Con un rasgo fundamental: condicionará el año de manera determinante el armado del rompecabezas macro y político de 2023, y a sus efectos los conoceremos bien temprano.

### 2. Deuda en pesos: El tiempo no para.

En el cronograma de puntos críticos, la renovación de la deuda en pesos sin dudas es el segundo elemento a tener en cuenta. Desde la crisis de mercado de junio pasado, su dinámica quedó justificadamente bajo la lupa. En los últimos reportes hemos dedicado mucha atención a este punto, por lo que aquí nos limitaremos a resumir las principales conclusiones:

- La estabilización del mercado en la segunda mitad del año se dio fundamentalmente a partir de la intervención del Banco Central en el mercado secundario. Esta estrategia tiene límites claros y más o menos próximos, ya que por más que el BCRA quiera “ponerle el pecho”, se queda “sin espalda”;
- El espacio para maniobrar con herramientas financieras la situación se estrechó notablemente. Los canjes de Massa lograron bajar la incertidumbre a expensas de volver mucho más rígido (no licuable) el perfil de vencimientos de la deuda del Tesoro. La solución pasa inevitablemente por un ajuste fiscal que le devuelva certidumbre, pero la desproporción entre el tamaño del problema (stock de deuda) y las herramientas para encaminarla (reducción del déficit) es tan grande hoy

## 5 desafíos de cara al 2023

que cualquier avance que se haga en ese frente a esta altura demandará tiempo para poder ver resultados.;

- El mecanismo de canje como forma de postergar el problema ya dio prácticamente todo lo que tenía para dar. En la última operación, el gobierno solo logró canjear casi exclusivamente vencimientos en manos del sector público (un dato no menor, teniendo en cuenta que la corrida de junio comenzó por ahí);
- La fecha de la elección funciona como un muro invisible para el mercado, que no renueva vencimientos más allá de ese plazo. El tramo de la curva de 2024 en adelante nunca volvió a normalizarse. Las tasas a partir de esos plazos se ubican en niveles prohibitivos para renovar deuda.

Al igual que las perspectivas de la cosecha, este factor de riesgo será visible muy tempranamente en el año. Si bien es imposible ponerle una fecha a este evento, estimamos que por la dinámica que tiene el mercado será muy difícil seguir renovando deuda más allá del primer trimestre manteniendo las actuales condiciones.

### **3. Acuerdo con el FMI: Las mejores promesas son aquellas que no hay que cumplir.**

Durante mucho tiempo el acuerdo con el FMI se pensó como una forma de anclar expectativas, pero la fijación de metas en febrero pasado fue una sorpresa tanto por su diseño como por la laxitud de sus objetivos. Pero más allá de lo generoso y excepcional del diseño y calibración, lo que quedó claro durante 2022 es que su cumplimiento se fue volviendo irrelevante en términos de capacidad de estabilizar expectativas.

Si bien luce probable que el gobierno cierre el 2022 con las metas cumplidas, es cierto que recibió ayuda en prácticamente todo lo acordado. En el cuadro siguiente, resumimos algunos “descuidos” u “omisiones” más relevantes en cada una de las revisiones.

## 5 desafíos de cara al 2023

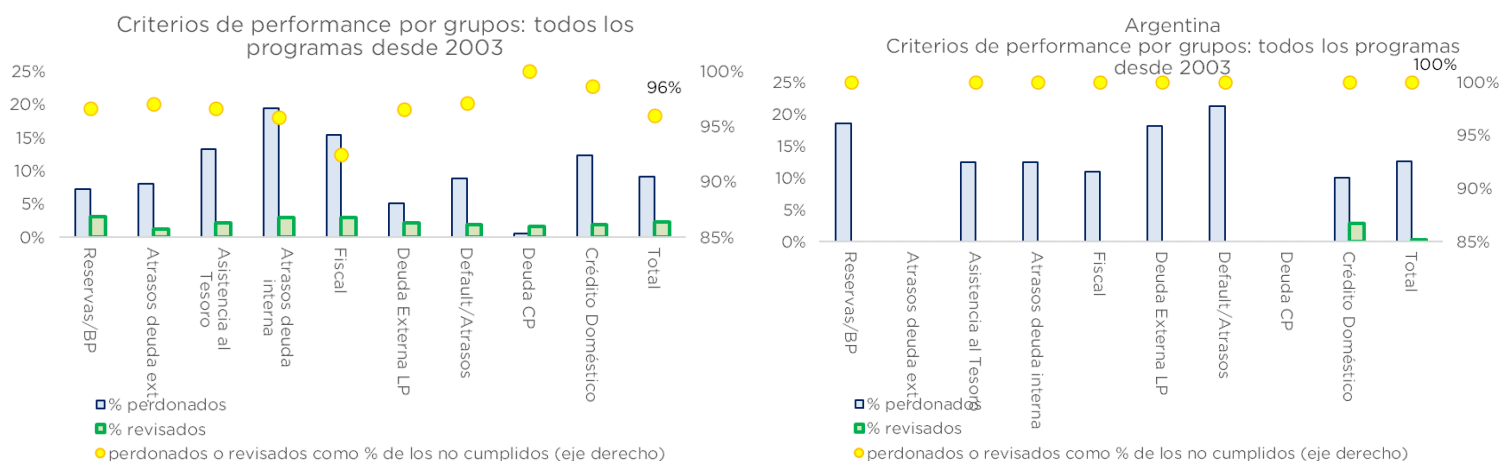
Metas del 2T (segunda revisión)				
Meta	Target ajustado	Dato	Status	Trampa
Techo al déficit fiscal (ARS bn)	849	800	Cumplido	(i) se aumentó deuda flotante, aunque por debajo del límite estipulado (ARS 490bn vs ARS 612bn); (ii) se contabilizaron 0,3% del PBI en rentas de la propiedad "ficticias" por ARS 260bn.
Techo al financiamiento monetario (ARS bn)	476	435	Cumplido	El Tesoro vendió DEGs al BCRA para luego cancelar AATTs por ARS 320bn.
Piso a la acumulación de reservas (USD M)	2950	2655	Incumplido	(i) fuerte refuerzo del cepo (últimas dos semanas de junio prácticamente no se pagó una importación); (ii) repo a bancos públicos por USD 1000 M

Metas del 3T (tercera revisión)				
Meta	Target ajustado	Dato	Status	Trampa
Techo al déficit fiscal (ARS bn)	1142	1096	Cumplido	El Tesoro reconoce la pérdida por dólar soja emitiendo una LLI al BCRA, pero eso lo mandan "debajo de la línea"
Techo al financiamiento monetario (ARS bn)	665	620	Cumplido	Dólar soja esconde un financiamiento monetario implícito
Piso a la acumulación de reservas (USD M)	5925	6195	Cumplido	(i) se toma cotización de oro y DEGs al 2-mar; (ii) los intereses a pagar al FMI no se descuentan del tramo de financiamiento neto de DEGs recibido

Fuente: FMI, Consultatio

La historia de los programas del FMI con distintos países muestra que en general, de todos los criterios de performance que no se cumplen, la gran mayoría se revisan o se perdonan. Para ser más exactos: 96 de cada 100 de los criterios de performance no cumplidos se revisan o se perdonan. En el caso de Argentina, mal alumno, ese porcentaje asciende al 100%. Es decir que, en los últimos programas con el Fondo, se le perdonaron absolutamente todos los incumplimientos.



Fuente: FMI y Consultatio.

## 5 desafíos de cara al 2023

Si bien como señaláramos la macro argentina se desempeña como si el acuerdo estuviese escrito en el agua, para 2023 los desafíos son más relevantes. El gobierno deberá llegar a fines del año próximo con un déficit de 1,9% del PBI lo que implica un ajuste de 0,6% (si se cumpliera con el 2,5% pactado para el 2022) en medio de un año electoral, mientras que tendrá que sumar USD 4.800 MM de reservas netas con riesgos de sequía importantes que detallamos en el punto 1.

Argentina no puede darse el lujo de incumplir abiertamente el acuerdo al menos durante la primera mitad del año. En términos de vencimientos de la deuda con el Fondo, el mayor caudal de pagos está pactado para el 2023 (entre capitales e intereses alcanzan los USD 18.382 M), pero de cumplir con las metas acordadas en los próximos trimestres se habilitarían desembolsos por aproximadamente USD 19.000 M que serían suficientes para cubrirlos.

### 4. Frente externo: Mejor no hablar de ciertas cosas.

Aun con una liquidación absolutamente récord por parte del sector agropecuario, en 2022 el frente de dólares fue todo un desafío para el gobierno. Para poder alcanzar las metas acordadas, el gobierno creó y profundizó múltiples restricciones de acceso al MULC (nuevo SIRA) y tuvo que instrumentar un esquema complejísimo y no necesariamente consistente de tipos de cambios diferenciados (Dólar ahorro, Qatar, tarjeta, Coldplay, Turista, Cordillera, y sigue la lista) así como también sectoriales y temporarios (dólar soja).

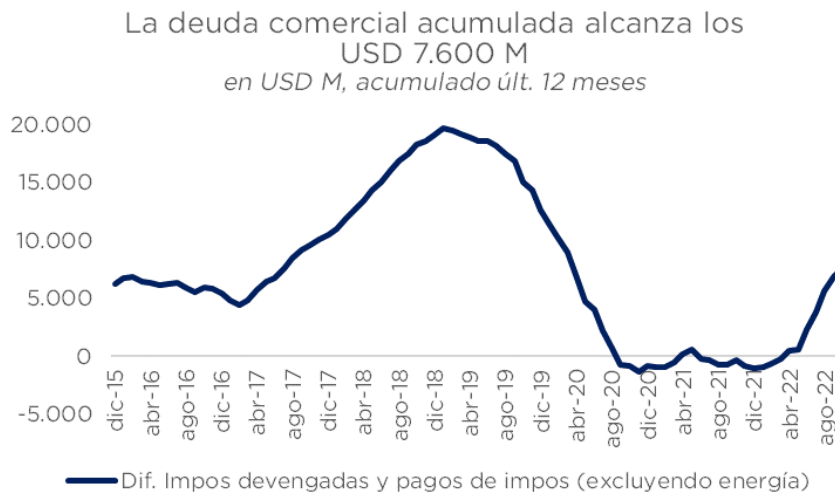
Pero si vemos al 2022 como complejo, debemos saber que el 2023 lo será incluso más. A continuación, resumimos los principales puntos críticos que afectan al equilibrio externo de la economía:

- El efecto de la sequía compromete la liquidación del sector agropecuario e impacta de lleno en el superávit de la balanza comercial, reduciéndolo en unos USD 12.000 millones para el año siguiente. Si a esto le agregamos una expectativa de apreciación cambiaria real y ampliación de la brecha, el impacto sobre la balanza comercial (mayores importaciones) puede agregársele unos USD 3.000 millones. Con estas estimaciones, el superávit comercial se reduciría de USD 20.000 M este año a alrededor de

## 5 desafíos de cara al 2023

USD 5.000 M proyectados el año que viene;

- La estimación anterior asume que la primera etapa del gasoducto Néstor Kirchner está terminado para la fecha prevista (20-jun-23) y de esa manera es posible reducir el déficit energético de USD 5.500 millones este año a USD 3.000 millones en 2023. Si esto no sucede, el déficit energético proyectado debería ampliarse en USD 3.500 millones;
- Parte del cierre de 2022 se hizo aumentando deuda comercial para financiar importaciones. Como puede verse en el gráfico, la deuda comercial (estimada a través de la diferencia entre el balance comercial y el cambiario) se amplió en este año en unos USD 7.000 millones. Si bien el número es relativamente bajo en términos históricos, debe tenerse en cuenta que la referencia de USD 18.000 millones del año 2018 (año donde todavía no había cepo) luce absolutamente irreproducible en 2023;



Fuente: INDEC, BCRA, Consultatio.

- Por su parte, cuando miramos los números de la cuenta capital y financiera se advierte que esa será una fuente de presión adicional. El acuerdo con el FMI y las gestiones de Massa a partir de agosto permitieron que en 2022 el país pueda contar con financiamiento neto positivo de parte de organismos por un monto equivalente a los USD 2.500 millones. Vemos este hecho también difícilmente reproducible en 2023;



## 5 desafíos de cara al 2023

- En 2023 empiezan a subir los servicios de deuda del tesoro, provincias y corporativos. Aun asumiendo que los vencimientos del sector corporativo logran ser refinanciados en un 60% dadas las restricciones que impone el BCRA, es claro que las reservas internacionales van a resultar afectadas por esta vía en 2023.

Con una oferta poco generosa, la dinámica de las reservas se verá presionada por una demanda muy rígida con el caudal de vencimientos en dólares como protagonista. Los vencimientos del tesoro, las provincias y el sector corporativo alcanzan los USD 6.700 M en 2023 con dos puntos especialmente álgidos en enero (vencimientos superiores a USD 1.700 M) y julio (vencimientos superiores a USD 1.800 M).



Fuente: MECON, Consultatio.

Tomando en conjunto la totalidad de estos factores (déficit de cuenta corriente de USD 9.800 millones y un déficit de USD 1.200 millones) estimamos que el impacto negativo sobre las reservas internacionales se ubica en alrededor de USD 10.000 a USD 11.500 millones. Esta estimación compara contra un stock de reservas netas hoy de USD 6.500 millones (según definición de FMI).

## 5 desafíos de cara al 2023

### 5. Calendario electoral: Divididos por la felicidad.

Un hecho estilizado de las elecciones del siglo XXI en Argentina es la imprevisibilidad de sus resultados a un año vista. Solo a modo de repaso, y con la excepción del primer mandato de Cristina Fernández en 2007, es muy difícil recordar a alguien que pueda haber anticipado el triunfo de Néstor Kirchner en plena salida del corralito en mayo de 2002, o el segundo mandato de CFK días antes de la muerte de Néstor Kirchner en octubre de 2010, o el triunfo de Macri en 2014, cuando el favorito en ese momento era Massa después de haber ganado en las elecciones legislativas de 2013. Un párrafo aparte merece el triunfo de Alberto Fernández en 2019, al que nadie podía imaginar ni siquiera como candidato antes de mayo de ese mismo año, cuando la actual vicepresidente lo ungió con un tuit.

Esta incertidumbre electoral se vio magnificada luego de las novedades de esta semana donde Cristina Fernández se autoexcluyó como candidata. Sin una figura que aglutine fuerzas dentro de la oposición y con el oficialismo registrando mínimos de apoyo mes a mes el panorama político en 2023 queda tal vez como el más abierto en décadas. A diferencia de lo que sucede con otros sistemas donde la descentralización le da estabilidad al sistema en su conjunto, en la arena política la situación es exactamente la opuesta: la fragmentación en este caso actúa como un potenciador de las vulnerabilidades y deja al conjunto mucho más expuesto a los vaivenes de las “sorpresas”. Dedicemos entonces un momento a repasar las fechas claves de este factor, que comenzará a producir novedades a partir de marzo.

Cronograma electoral tentativo 2023	
Fecha	Provincia
Marzo	Presentación de candidaturas + Catamarca y Neuquén
Abril	La Rioja y Río Negro
Mayo	La Pampa, Salta, Entre Ríos, San Juan, Formosa, Jujuy y Tucumán
Junio	Córdoba, Corrientes, Misiones, San Luis y TDF
Julio	
Agosto	Nacional (PASO), CABA (PASO), Chubut y Santa Cruz
Septiembre	Chaco, Mendoza y Santa Fé
Octubre	Nacional, CABA y PBA
Noviembre	Ballotage Nacional y CABA

**INSTITUCIONALES & PARTNERS**  
**Ingrid Epp**  
iepp@consultatioinvestments.com

**INSTITUCIONALES**  
**Martín Deluca**  
mdeluca@consultatioinvestments.com

**ATENCIÓN BANCA PRIVADA**  
**Hernan Rodríguez**  
hrodriguez@consultatioinvestments.com

**ATENCIÓN MINORISTA**  
**Adriana Caceres**  
asesores@consultatioinvestments.com

**ESTRATEGIA**  
**José Echagüe**  
jechague@consultatioinvestments.com

**APERTURA DE CUENTA**  
apertura@consultatioinvestments.com

## Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.