



Cierre externo 2023

Resumen y conclusiones

En el desempeño de los precios de los activos argentinos en lo que va del año se destacan tres elementos: la euforia que registran bonos y acciones, la profundización de la caída de los precios de futuros de tipo de cambio oficial y el rebote del contado con liquidación.

La mejor performance de los activos de largo plazo versus cierta complacencia respecto de los riesgos que representa una sequía grave sobre el tipo de cambio son consistentes con la idea de que el gobierno logrará realizar un cierre externo evitando el temido salto cambiario y que la próxima administración deberá implementar algunas medidas de shock que mejorarán la disponibilidad de divisas a futuro.

Dedicamos este reporte a analizar con mayor detalle los fundamentos macro de esta expectativa, integrando estos resultados con los publicados la semana previa respecto del cierre fiscal y monetario previsto para 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

Cierre externo 2023

Hay un fantasma que NO recorre el mercado en año electoral y es el de la presión para un salto en el tipo de cambio oficial. Desde agosto las expectativas de depreciación del tipo de cambio vienen registrando caídas todos los meses (ver cuadro siguiente) para llegar a alinearse bastante con la referencia que brinda la tasa de política monetaria (la tasa de depreciación anualizada a tres meses cotiza hoy 82% vs 75% de tasa de política monetaria).

El dato en sí mismo es llamativo para cualquier memorioso de los ciclos electorales, pero se vuelve todavía más curioso cuando lo ponemos en el contexto en el que se da: deterioro de las condiciones climáticas que sin una reversión rápida amenazan con convertir a la actual sequía en la peor desde 2009. Todo esto sucede con un nivel de reservas netas que equivale a apenas un mes y medio de importaciones.

Cuando ponemos en conjunto este desempeño del tipo de cambio oficial con la euforia que están registrando bonos en USD y acciones y el rebote del CCL en las dos primeras semanas del año, podemos extraer el escenario implícito que está *tradeando* el mercado: el gobierno obtendrá el margen que necesita para administrar la escasez de divisas durante 2023 y trasladar ese tema a la próxima administración, que implementará un enfoque más ortodoxo que redundará en una mayor oferta de USD futura.

En el reporte actual nos dedicamos a proyectar el cierre externo y testear esta idea.

Cierre externo 2023

ARS	1D	1W	MTD	Diciembre	Noviembre	Octubre	Septiembre	Agosto
Ledes	0,5%	1,3%	3,0%	6,6%	6,6%	6,2%	3,7%	4,2%
Lecer	0,5%	1,2%	2,1%	6,8%	5,7%	5,8%	5,6%	5,5%
Boncer	0,4%	0,8%	1,1%	11,3%	3,5%	-1,2%	8,3%	6,7%
DólarLinked	0,4%	2,2%	1,0%	7,4%	2,9%	0,3%	7,1%	2,6%
Badlar	1,0%	-1,3%	1,8%	5,0%	-2,2%	-1,5%	4,9%	5,0%
Duales	0,7%	1,6%	2,2%	6,0%	3,7%	-0,6%	9,3%	7,8%
ROFEX a 3 meses	-0,2%	0,6%	-2,0%	-2,4%	-2,1%	-4,3%	-0,2%	-2,9%
USD	1D	1W	MTD	Diciembre	Noviembre	Octubre	Septiembre	Agosto
Bonares	0,8%	7,0%	5,1%	10,7%	20,3%	7,3%	-14,8%	-3,9%
Gbbabs	0,3%	6,8%	11,6%	2,0%	18,1%	11,7%	-15,8%	0,2%
BonosEM (EMB)	1,1%	3,3%	4,0%	-2,1%	9,5%	-0,6%	-6,9%	-3,1%
Merval (CCL)	2,0%	10,3%	12,3%	17,7%	5,3%	8,2%	-3,2%	9,5%
ETF EEM	0,6%	4,5%	8,3%	-4,1%	15,6%	-2,0%	-11,5%	-1,3%
Referencias	1D	1W	MTD	Diciembre	Noviembre	Octubre	Septiembre	Agosto
CER	0,2%	1,1%	2,0%	5,5%	6,1%	6,7%	7,1%	3,3%
DólarOficial	0,2%	1,1%	2,2%	5,9%	6,6%	6,5%	6,2%	5,7%
DólarMEP (GD30)	4,5%	2,9%	4,2%	4,2%	7,4%	-3,0%	6,7%	2,4%
DólarCCL (GD30)	2,0%	1,4%	2,7%	6,3%	6,8%	-0,4%	5,5%	1,6%
FX LATAM	-0,6%	-2,8%	-2,0%	0,4%	-2,0%	-1,3%	4,4%	-0,3%

El cierre externo en 2023

De la mano de los regímenes especiales de liquidación (dólar soja) y una buena cosecha el año 2022 marcó un récord histórico en la liquidación del sector agropecuario. Pero esas condiciones lucen irrepitibles para 2023 donde las condiciones climáticas son completamente distintas. Según el último informe de la Bolsa de Cereales, la previsión de caída de la cosecha es de entre USD 11.025 millones (escenario moderado) y USD 15.743 millones (escenario negativo) por debajo de la del año 2022.

Con estas previsiones, realizamos una estimación estilizada del equilibrio externo de la economía que nos ayudará a definir y cuantificar sus implicancias macro:

Cierre externo 2023

	2022	2023p
Cuenta Corriente	4.949	475
Bza Comercial	22.260	17.000
Bza Servicios	-10.364	-9.281
Intereses	-6.820	-7.100
Dividendos	-126	-144
Cuenta Financiera	1.067	-6.847
IED	545	480
Portafolio	25	22
Deuda	-5.492	-6.720
FMI	6.046	-1.304
Otros O O II	845	1.800
Atesoramiento	-898	-1.125
Variación RR II	6.016	-6.372

Resumimos los principales supuestos que explican el ejercicio:

- En exportaciones, se asume que el efecto de la sequía reduce la liquidación de divisas del sector agropecuario en USD 12.000 millones;
- Para las importaciones, estamos proyectando una caída de USD 7.000 millones versus el año 2022. Los principales conceptos son:
 - Por el lado macro la apreciación real del tipo de cambio oficial agrega USD 2.000 millones;
 - La balanza energética mejora (resta) USD 2.000 millones como resultado de la terminación del gasoducto Nestor Kirchner y menores precios de gas internacional;

Cierre externo 2023

- Con crecimiento cero de nivel de actividad, el nivel del resto de las importaciones se mantiene en niveles similares, pero con una salvedad: a partir del nuevo régimen SIRA implementado en octubre, ese nivel de importaciones se logra aumentando la deuda comercial, de forma tal que en base caja en 2023 vemos una reducción de las erogaciones por importaciones del orden de los USD 7.000 millones. Esta proyección está en línea con lo que sucedió en 2022;
- Con estas estimaciones, el superávit comercial se reduciría desde aproximadamente USD 22.000 millones en 2022 a USD 17.000 millones este año;
- Por su parte, los números de la cuenta capital y financiera resultarán en una presión adicional para la dinámica externa. A diferencia del 2022, este año el país contará con financiamiento marginalmente negativo por parte del FMI y otros organismos internacionales;
- Los vencimientos de deuda del tesoro, provincias y corporativos este año asciende a los USD 6.700 millones. Para el caso del sector público, asumimos que no hay renovación de deuda mientras que para el sector corporativo proyectamos que refinancia el 60% de sus vencimientos de capital (tal como viene sucediendo hasta ahora).

Este conjunto de supuestos conduce a estimar una caída de reservas netas de USD 6.300 M, lo que implica terminar el año con un stock de reservas netas algo por encima de los USD 1.000 millones, comparable con los mínimos históricos e incluso por debajo del registrado en la transición presidencial de 2015. Si bien estos niveles representarían un incumplimiento de las metas pactadas con el FMI, téngase en cuenta que la mayor parte del incumplimiento se dará en el último trimestre del año.

Cierre externo 2023



Esta estimación de cierre externo avala la expectativa de mercado de que el gobierno logrará evitar el salto cambiario en 2023, y también la idea desarrollada en nuestro reporte anterior de que el cierre fiscal y monetario será mas exigente este año que el cierre externo.

En nuestro análisis de la semana previa destacábamos que, aún cumpliendo con la meta de déficit primario acordada con el FMI (1,9% del PBI), el gobierno deberá esterilizar 6,5 puntos del PBI que, incluyendo los pagos de intereses del stock actual, elevaría el ratio de pasivos remunerados de 9,3% actual (nivel similar al de 2017, momento de la “bomba de Lebacs”) a 15,3% del PBI, asumiendo un aumento de la tasa de inflación de 140% (licuación real de pasivos).

El impacto de la sequía sobre las cuentas fiscales es material (0,5% del PBI), volviendo entonces más desafiante el cierre monetario y fiscal. Si el gobierno no obtiene financiamiento nuevo para solventar el aumento de déficit que implica la caída de recaudación derivada de la sequía (una baja de gasto de esa magnitud en año electoral luce improbable), entonces deberá recurrir a financiamiento del BCRA y así, estresará aún mas la dinámica monetaria que analizamos en su momento.

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 descritos, 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 Nº 18 Disposición Nº 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula Nº 351 Resolución Nº 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 47 Disposición Nº 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 cuotapartes 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 cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.