



# ABECEB

hacemos **más real** la economía real



**ABECEB**

---

## **Argentina: Situación actual y perspectivas a corto plazo**

Abril 2023

1

## La economía argentina hoy

*Sensible deterioro del contexto macroeconómico con pocos instrumentos de política para combatir la inestabilidad*

**Sequía** de USD 23.000 M – **Presiones cambiarias** crecientes

**Aceleración de precios** e inflación de 3 dígitos

**Actividad cayendo en el margen** + arrastre negativo



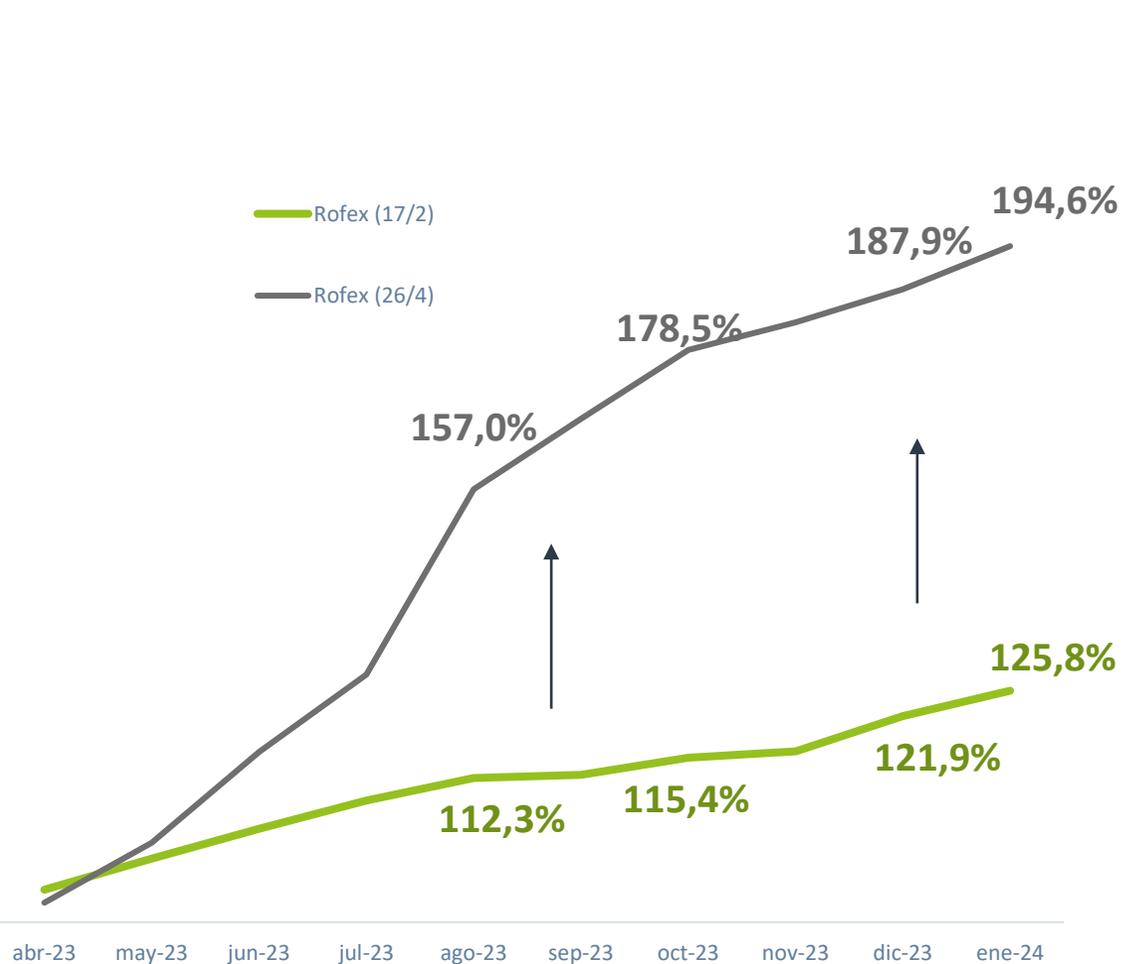
Procrastinación crecientemente  
inefectiva en una macro + desbalanceada

Riesgo de **crisis financiera global**

Debilitamiento político del gobierno y del Ministro Massa  
Incertidumbre y **volatilidad propia de la transición presidencial**

Estamos en un **escenario de recesión, inestabilidad nominal, mayor inflación, y riesgos macro al alza**

Expectativa de Devaluación ROFEX Variación interanual y nivel.



## ↑ COBERTURAS

- **Cartera de inversión de fondos:** A principios de año 20% activos en dólares, 80%, pesos. Hoy: **86%** en dólares, **14%** en pesos, y con suba de participación de dólares link (vs CER).
- **Bonos dual:** pese a ser más caro -porque cubre por todo- se empieza a ver cómo más atractivo.
- **ONs corporativas en dólares** (pero con las restricciones legales del caso).
- **PYMES se cubre con fondos LATAM, GRANDES** empiezan a explorar
- **Coberturas en bienes transables, con preferencia a resignar** ventas antes que desprenderse de los stock de bienes importados que podrían tener un alto costo de reposición.

**DEVALUACIÓN**

**PARCHES**

con efectos colaterales

- DÓLAR AGRO**      ¿USD **7.000** M de adelanto?  
Y entre sept y nov ¿qué?
- AJUSTES SIRA Y SIRASE**      ¿Ahorro de USD **2.000** M hasta fin de año? ¿A dónde terminará la creciente deuda comercial?
- NUEVAS NORMAS ACCESO AL MULC**      Bancos deben reportar con 2 días de antelación operaciones propias o de clientes mayores a 10.000 dólares

**SUBA DE TASAS**

Que parecen insuficientes

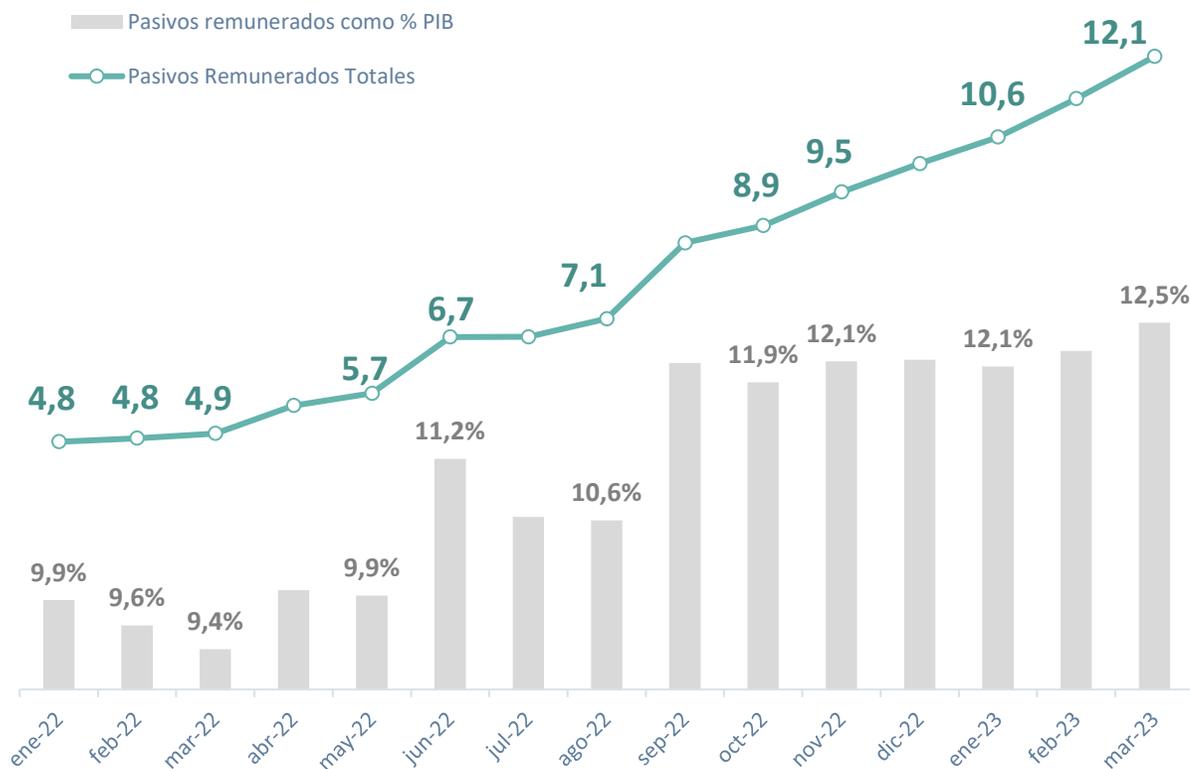
Corriendo detrás de infla...

• <b>1ra SUBA</b>	TNA	<b>75%</b>	<b>78%</b>	(vs 6,6% febrero)
	TEM	6,2%	6,4%	
• <b>2ra SUBA</b>	TNA	<b>78%</b>	<b>81%</b>	(vs 7,7% marzo)
	TEM	6,4%	6,7%	

**+ VENTA DE BONOS + VENTA DE DÓLARES + VENTA DE FUTUROS (ROFEX MAYO)**

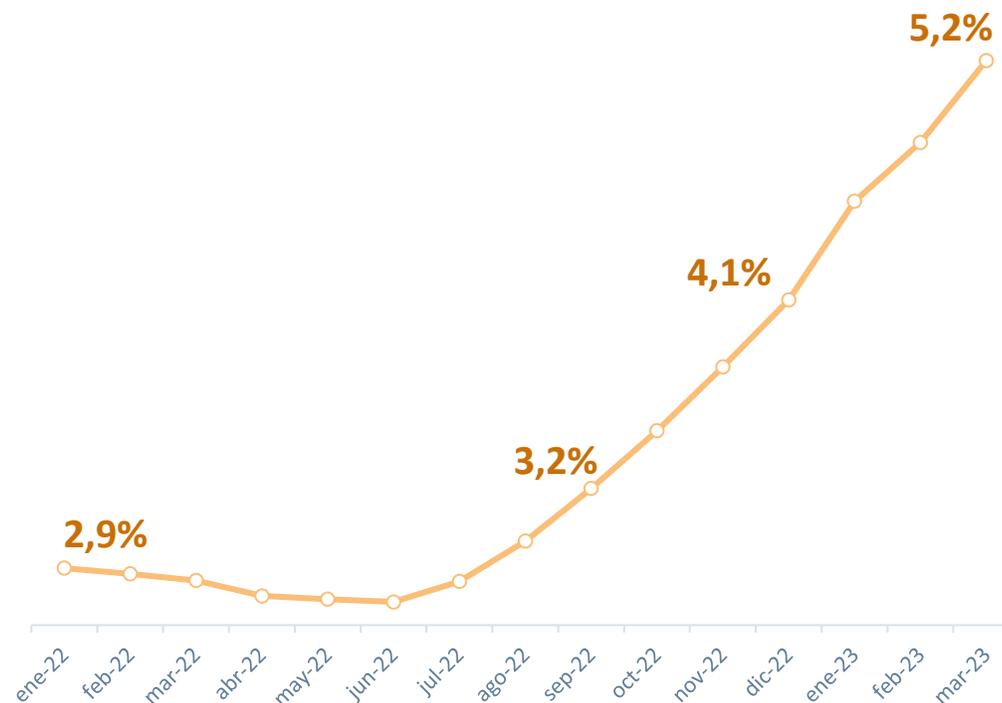
## Stock de Pasivos Remunerados (Leliqs + Pases Netos)

En billones de \$ y en % del PBI

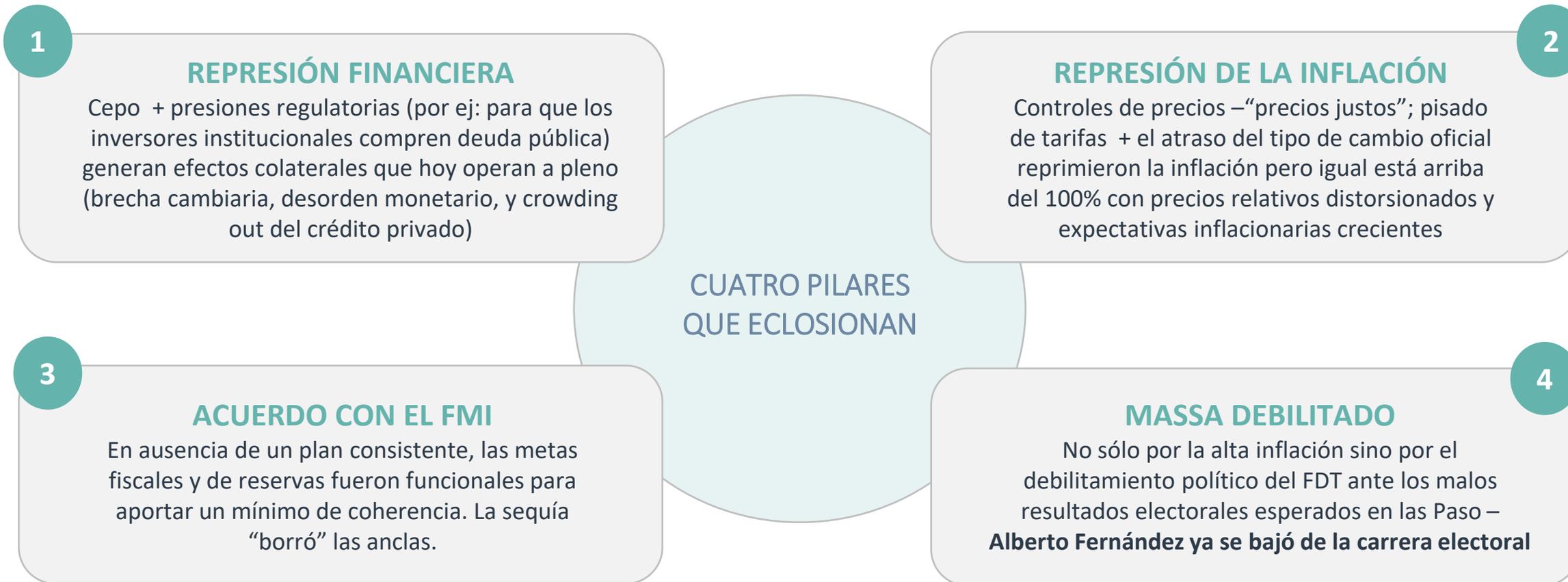


**48,3%** ← Tasa Efectiva Anual → **113,3%**

## Déficit Cuasifiscal en % del PBI Intereses Leliqs y Pases Netos, Últimos 12 meses



**EN SUMA, LOS PILARES DEL PLAN AGUANTE SE DERRITEN: LOS INSTRUMENTOS PIERDEN FUERZA, CRECEN LOS EFECTOS COLATERALES NEGATIVOS Y MASSA PERDIÓ CREDIBILIDAD...**



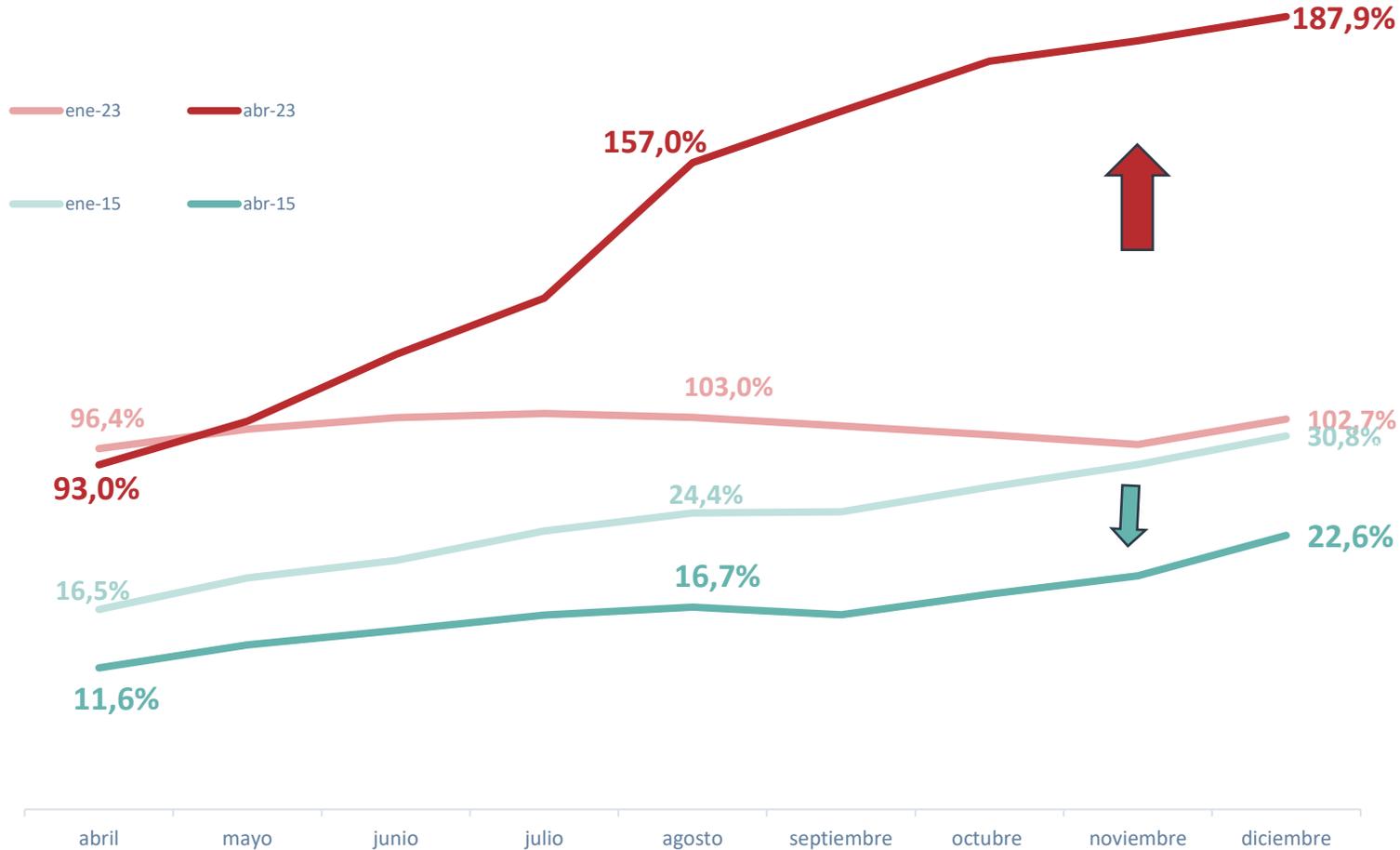
**5 ... CON UN CONDIMENTO DISTINTIVO A 2014-2015: EL “EFECTO” MILEI COMPLEJIZA LA TRANSICIÓN**

2

*Consecuencias clave para el ámbito de los negocios y el escenario que esperamos*

**ESTAMOS PEOR QUE EN 2015**

Devaluación Implícita del ROFEX. Evolución enero-abril 2015 y 2023



**En 2023 la brecha del rofex vs REM casi al 90%.**

	2015	2023
Rofex	22,6%	187,9%
REM	21,0%	100,2%
Brecha	7,3%	87,5%

# ESTAMOS PEOR QUE EN 2015

	2015	2023	
<b>Reservas Netas</b>	<b>Mayor Pérdida</b> (1° Trim.) <i>Var. Stock</i>	<b>1,7%</b> <i>Var. Stock</i>	<b>-55,1%</b> <i>Var. Stock</i>
	<b>Menor Stock</b> (Marzo) <i>USD Mill.</i>	<b>12.000</b> <i>USD Mill.</i>	<b>4.000</b> <i>USD Mill.</i>
<b>Precios</b>	<b>Mayor Inflación</b> (Marzo i.a.)	<b>29,1%</b>	<b>104,3%</b>
	<b>Mayor Brecha Cambiaria</b> (Marzo) <i>vs Oficial</i>	<b>31,8%</b> <i>vs Oficial</i>	<b>92,2%</b> <i>vs Oficial</i>
	<b>Más medidas que presionan sobre los precios</b>	-	<b>Control de Importaciones</b> <b>Percepción IVA impo</b>
<b>Fisco</b>	<b>Mayor Aceleración del Déficit Fiscal</b> (1° Trim) <i>i.a. real</i>	<b>6,7%</b> <i>i.a. real</i>	<b>80,7%</b> <i>i.a. real</i>
<b>Emisión Futura</b>	<b>Mayor Emisión para Parches</b> (Dólar Agro: Impacto abr-may) <i>del PBI</i>	<b>0,0%</b> <i>del PBI</i>	<b>0,6%</b> <i>del PBI</i>
	<b>Mayores Obligaciones de Intereses Futuros</b> (Próx 12 meses) <i>del PBI</i>	<b>1,5%</b> <i>del PBI</i>	<b>6,9%</b> <i>del PBI</i>
	<b>Mayor Stock de Pasivos Remunerados</b> (Marzo) <i>del PBI</i>	<b>7,2%</b> <i>del PBI</i>	<b>12,5%</b> <i>del PBI</i>

## CON POCAS VARIABLES MEJOR...

	2015	2023
<b>Mayor Tipo de Cambio Real</b> (Abril) <i>A Precios de abr-23</i>	<b>193,7</b> <i>A Precios de abr-23</i>	<b>216,4</b> <i>A Precios de abr-23</i>
<b>Menor Atraso Cambiario</b> (Abril) <i>ITCRM vs LP</i>	<b>-29,3%</b> <i>ITCRM vs LP</i>	<b>-21,0%</b> <i>ITCRM vs LP</i>
<b>Mayores Términos de Intercambio</b> (1° Bim) <i>Índice ene-04=100</i>	<b>131,5</b> <i>Índice ene-04=100</i>	<b>148,0</b> <i>Índice ene-04=100</i>

## Acuerdo con el FMI: RESTANDO MÁS DE LO QUE SUMA

### LO NEGATIVO

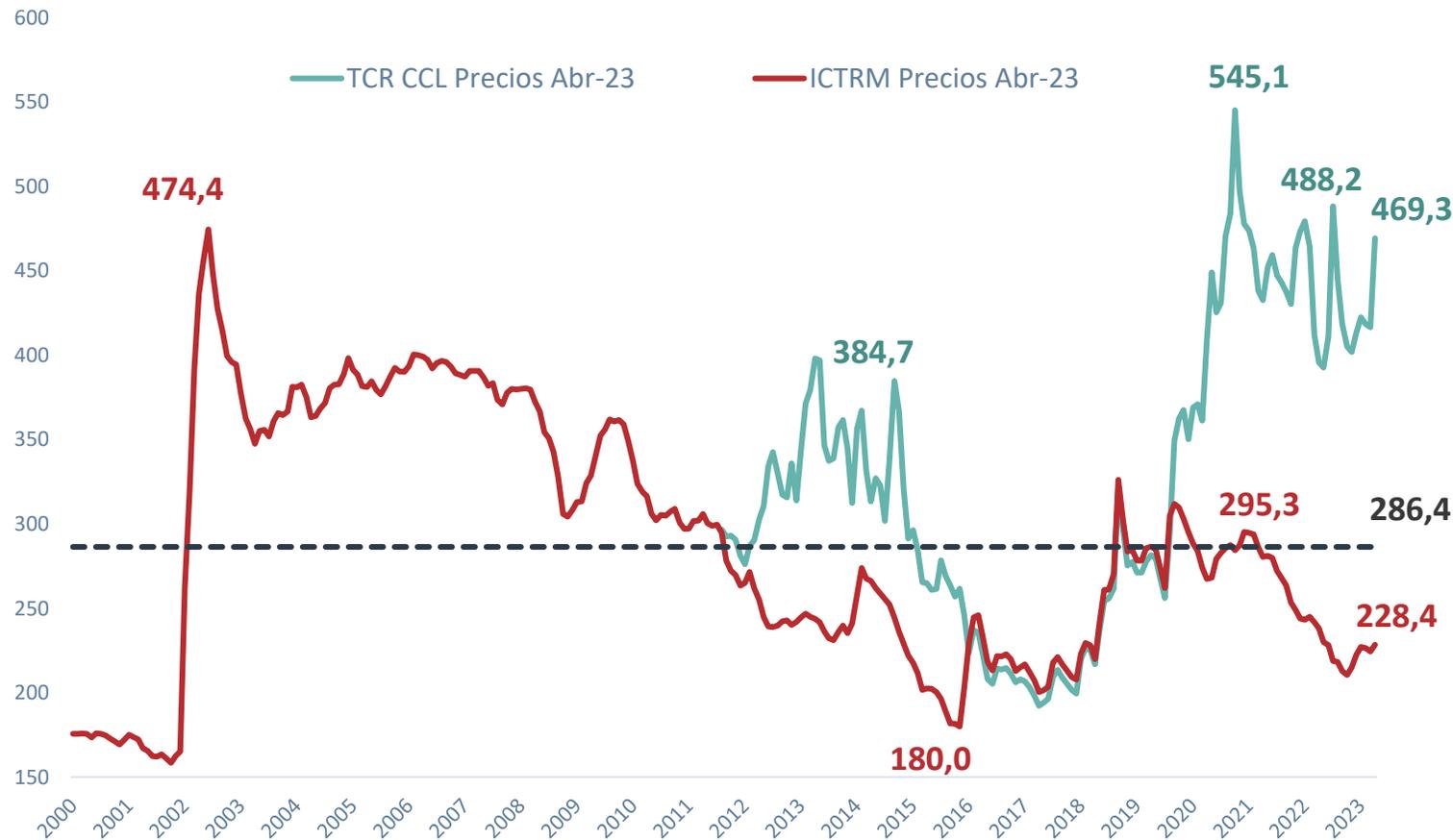
Las metas del acuerdo se desdibujaron (reiteradas flexibilizaciones, 1° reservas, ahora fiscal)

### LO POSITIVO

El acuerdo sigue vigente. No se rompió con el FMI

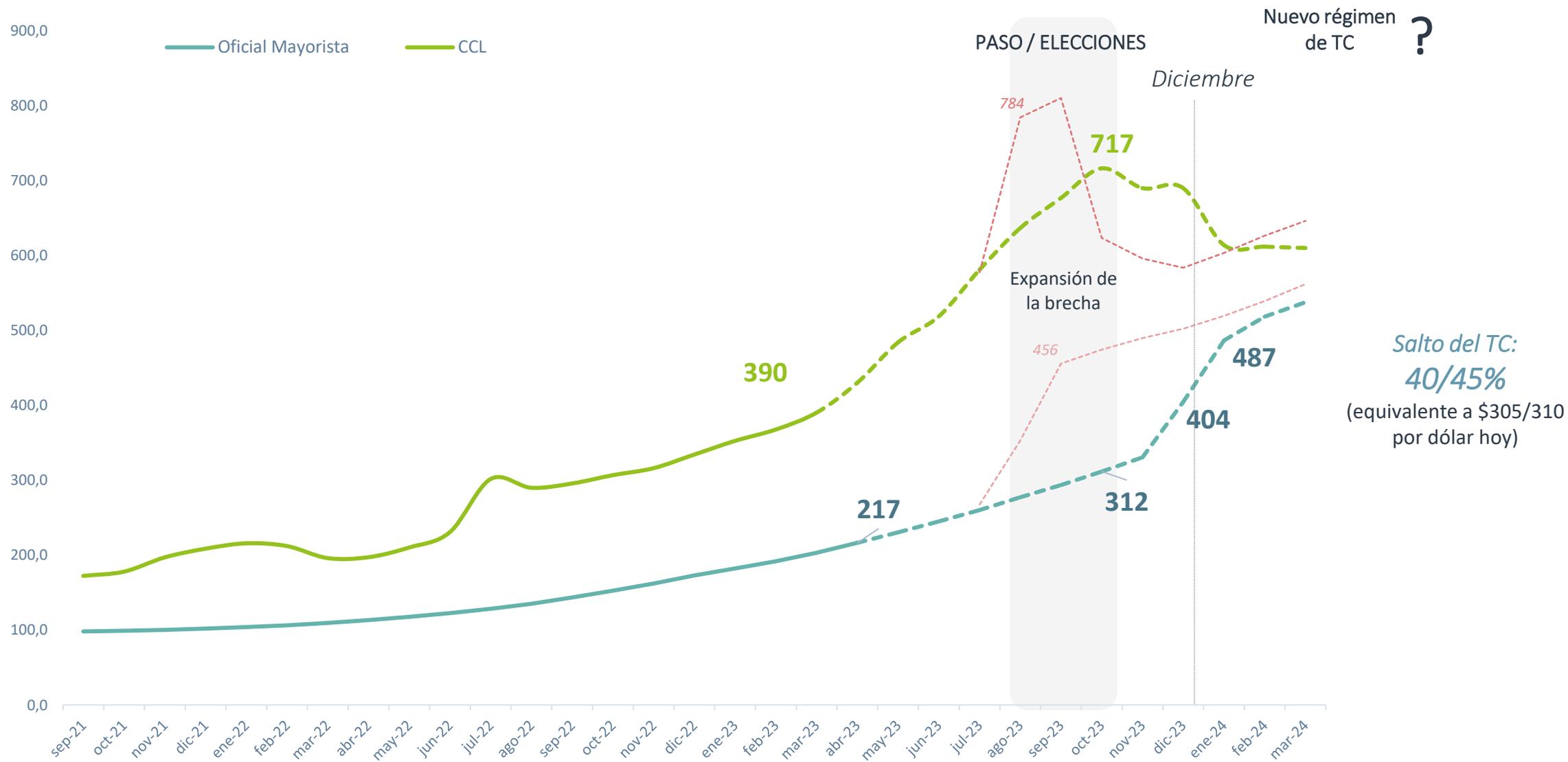
# SI BIEN EL DÓLAR ALTERNATIVO >\$450 PARECE MUY ALTO PARA SER DE “EQUILIBRIO” NO AYUDA A DESCOMPRESIONAR PRESIONES QUE EL MERCADO NO LO VEA COMO DÓLAR PÁNICO

Tipo de cambio real multilateral. Prom mes. A precios de abril de 2023

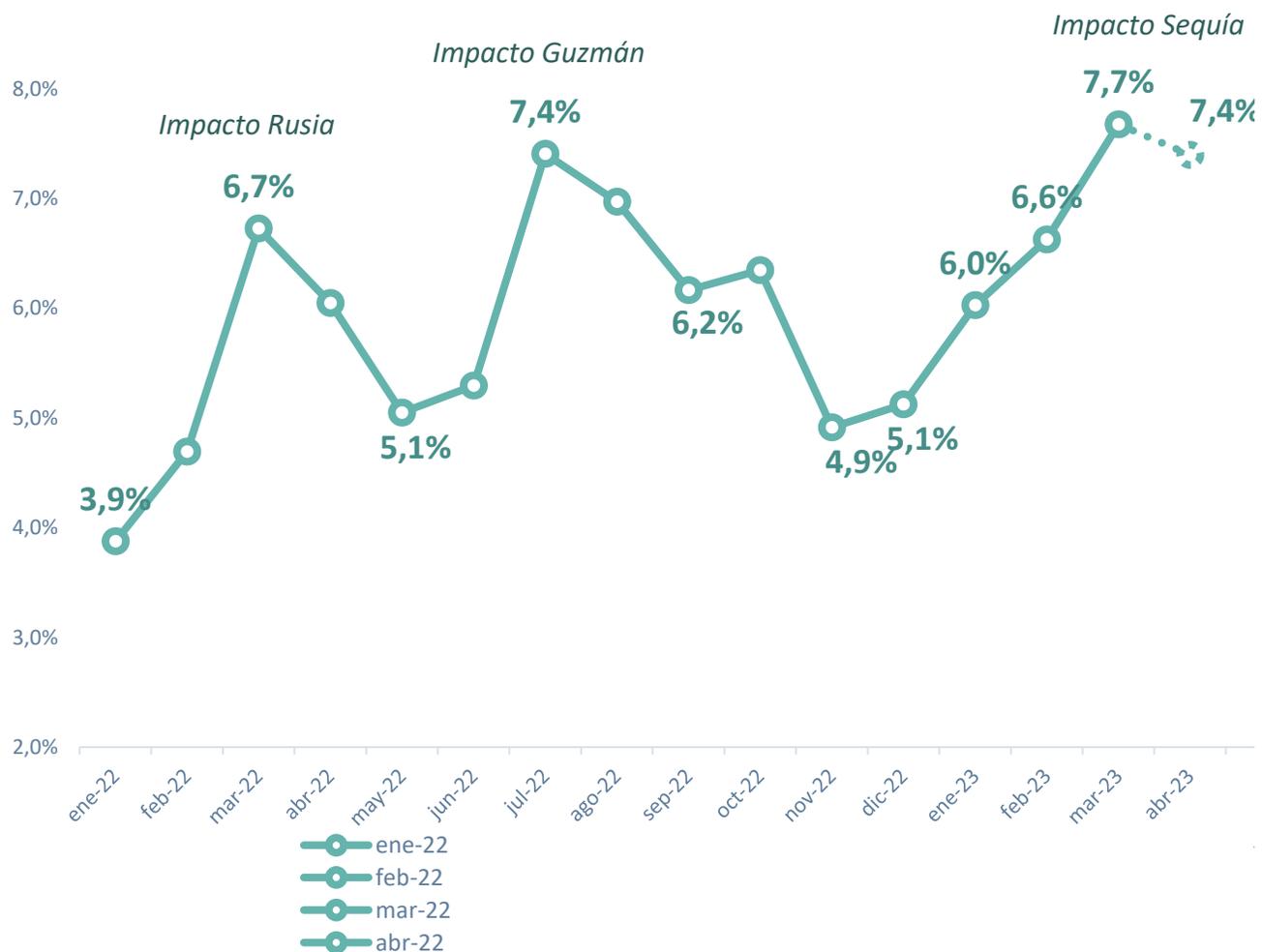


- El TCR medido en dólar alternativo al oficial está cerca de los récords históricos (similar a la salida de la convertibilidad y a la crisis de guzmán). Difícil pueda ser considerado un tipo de cambio de equilibrio para la cuenta corriente.
- El **problema es que el mercado financiero tiene otro benchmark:** hoy en \$/USD 480 (mirando activos y pasivos del BCRA), considerando un dólar de pánico uno que supere los \$/US\$ 500
- La **cotización actual por ende no es dólar pánico y estaría por debajo el benchmark con margen por tanto para crecer todavía un poco**

# EN EL ESCENARIO BASE ESPERAMOS UNA DEVALUACIÓN CON EL NUEVO GOBIERNO + CONVERGENCIA A UNIFICACIÓN CAMBIARIA PERO NO DESCARTA QUE LA DEVA SE ADELANTE



# CON UNA INFLACIÓN QUE EN EL MEJOR DE LOS CASOS TERMINARÁ CERCA DEL 110%



## SIMULACIONES INFLACIÓN

según velocidad mensual

Prom. m/m jul-dic

Var i.a. dic-22

6,2%	109%	Escenario hoy...
7,0%	124%	Pero RIESGO AL ALZA
8,0%	143%	

1

**Una caída de los ingresos reales de los consumidores** (especialmente del sector informal), que va a deprimir a todos los rubros de consumo masivo

2

**Un escenario desfavorable para la inversión**, excepto para sectores específicos como es el caso de la energía

3

**Problemas de liquidez crecientes para las empresas y eventuales tensiones en la cadenas de pagos** (sobre todo en sectores impactados directa e indirectamente por sequia)

4

**Mayores restricciones crediticias para el sector privado**, de la mano de la necesidad de que tiene el sector público de seguir absorbiendo capacidad prestable

5

**Mayores dificultades para financiar el capital de trabajo**, en un contexto donde ya no se espera una expansión de ventas que aporte positivamente a los flujos de caja

65%

## ESCENARIO BASE Llegada tensionada pero sin crisis

Prob. de  
ocurrencia

- Sigue la estrategia de administración de los desbalances
- Se evita episodio de crisis severa -deuda, cambiaria, inflacionaria-
- Escenario de mayor inflación que en 2022 y recesión

					
	<b>Inflación</b> <i>Dic. Var % i.a.</i>	<b>TC Mayorista Dic.</b> <i>(Deva % i.a.)</i>	<b>Tasa Pol. Monet.</b> <i>Leliq TNA (fin período)</i>	<b>CCL -Dic. Prom.</b> <i>(Brecha %)</i>	<b>PBI - Var % i.a.</b> <i>(Q4 vs Q4)</i>
2022	94,8%	172,9 (69,7%)	75,0%	334,4 (93,4%)	5,2% (+1,9%)
2023	109,7%	405,2 (134,3%)	81/85%	680,9 (68,1%)	-3,2% (-2,8%)

## EN CONTRA

- Los condicionamientos que se heredarán pesarán fuerte en 2 planos:
  - Magnitud de las correcciones pendientes
  - Timing y velocidad de las medidas que se adopten
- Primer semestre difícil. De haber “luna de miel” será corta y habrá que mostrar algunos resultados rápidos para darle “sustentabilidad” a los cambios/reformas
  - DESAFÍO 1: Cómo desactivar la represión financiera
  - DESAFÍO 2: Consolidar fiscalmente y acumular reservas ajustando precios relativos con pobreza >40%
  - DESAFÍO 3: gestionar los apoyos políticos para las reformas para el desarrollo
- Impacto recesivo inicial de las correcciones será casi inexorable

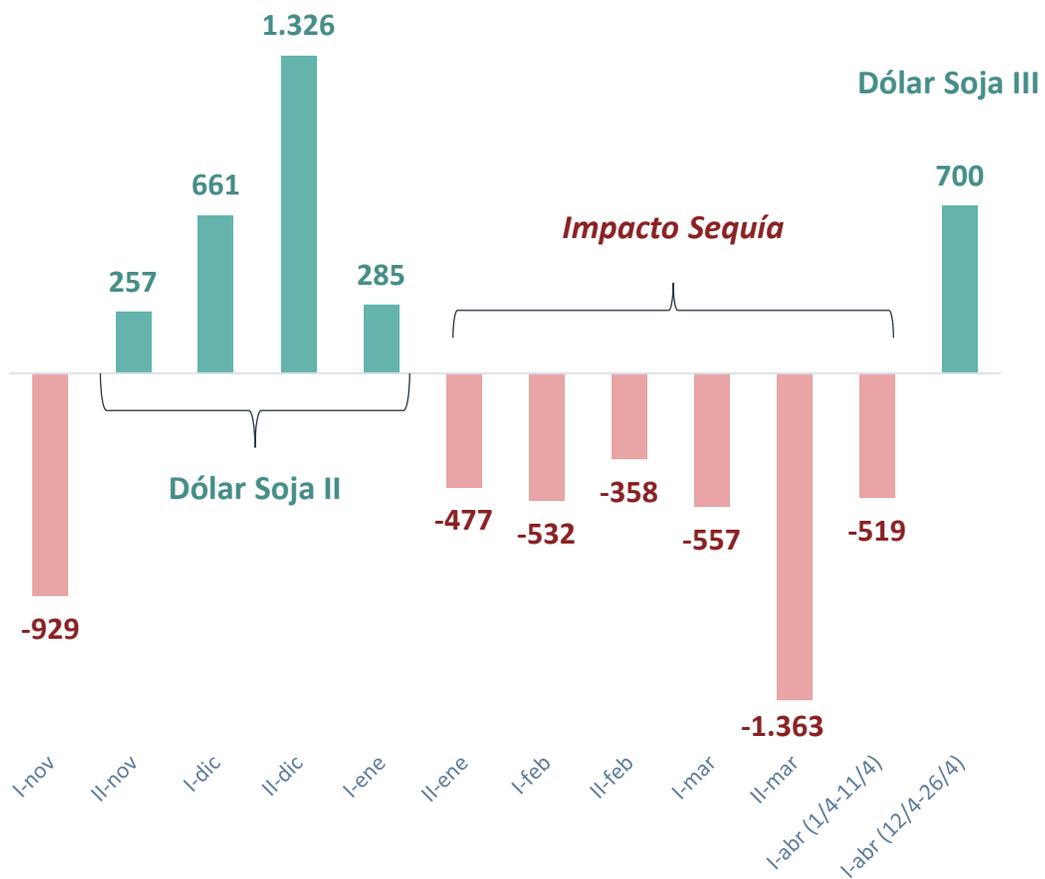
## A FAVOR

- Reversión efecto sequía y salto en exportaciones (“piso” + USD 10 mil M de Expo)
- Economía global recuperará algo de vigor después de un muy flojo 2023
  - Crecimiento de 2,5% en 2024 vs 1,5% en 2023
- Chances de retornar a los mercados globales de crédito (con bajo stock de deuda “relevante” 28,7% del PBI de un stock de 85% del producto )
  - Se reestructuró la deuda pública en 2020 con el propósito de reaccender al financiamiento externo y pasaron dos años y medio y no se logró. Con un programa podría materializarse esa oportunidad
- Antecedentes de estabilizaciones se revierten y rápidamente son expansivos (casos 1985-2002)

**ANEXO**

## El BCRA deja de vender sólo con parches

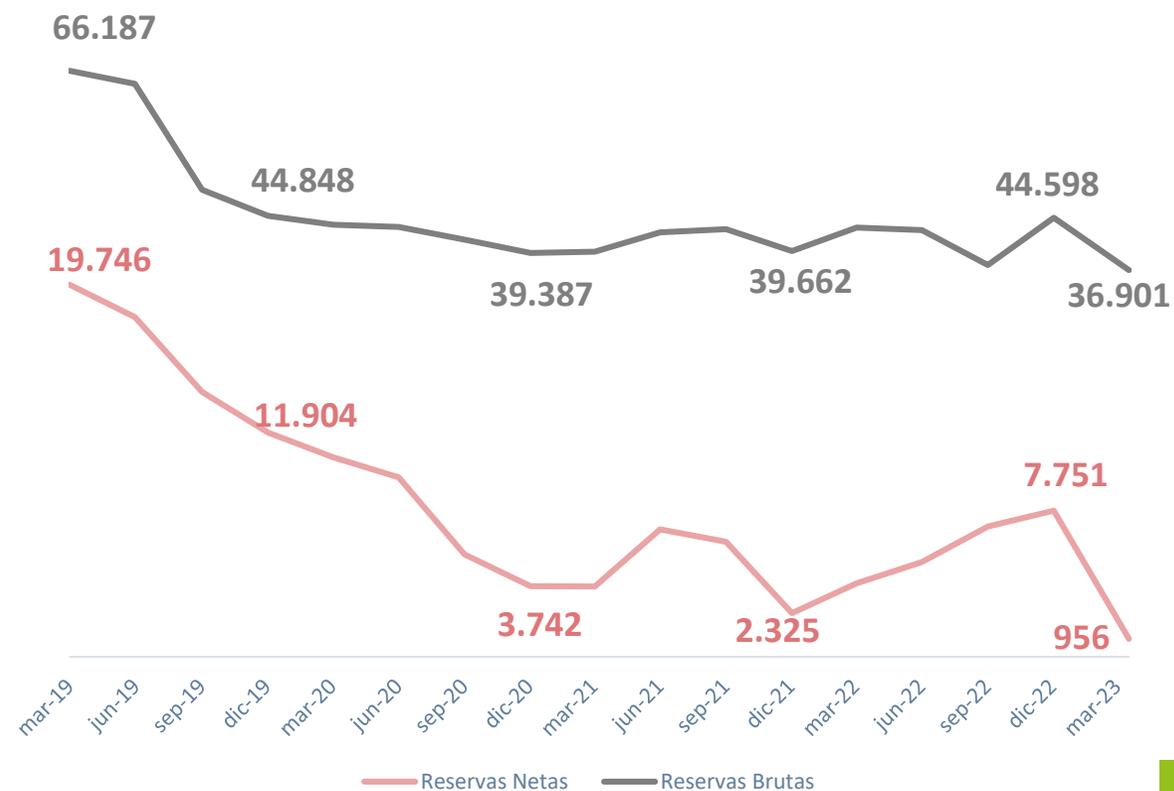
Compras Netas BCRA Serie Quincenal



## Reservas caen a su mínima expresión

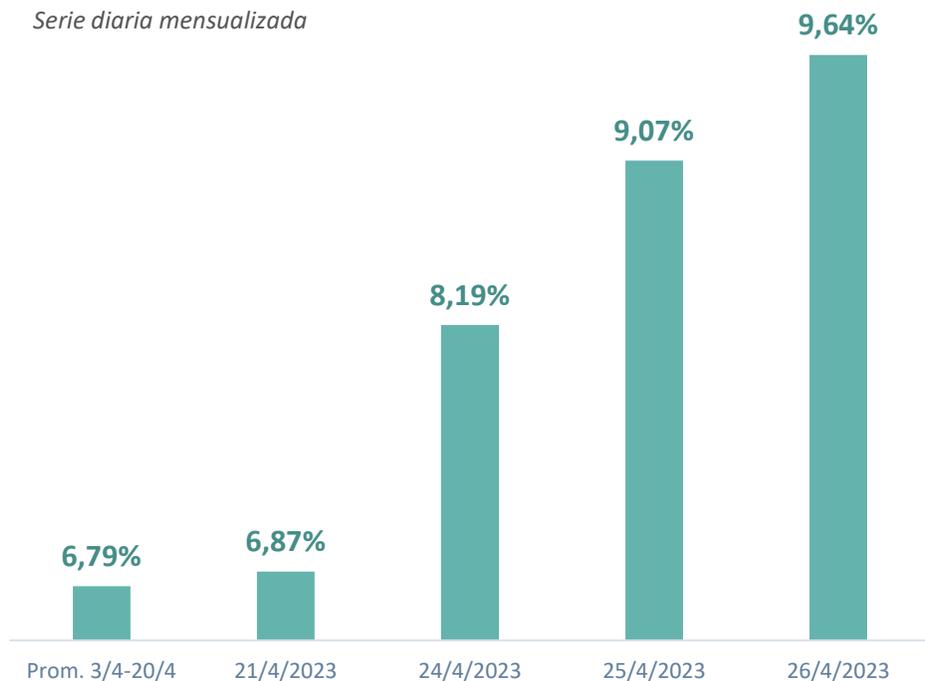
Stock de Reservas Brutas y Netas

USD Millones, con Met. FMI

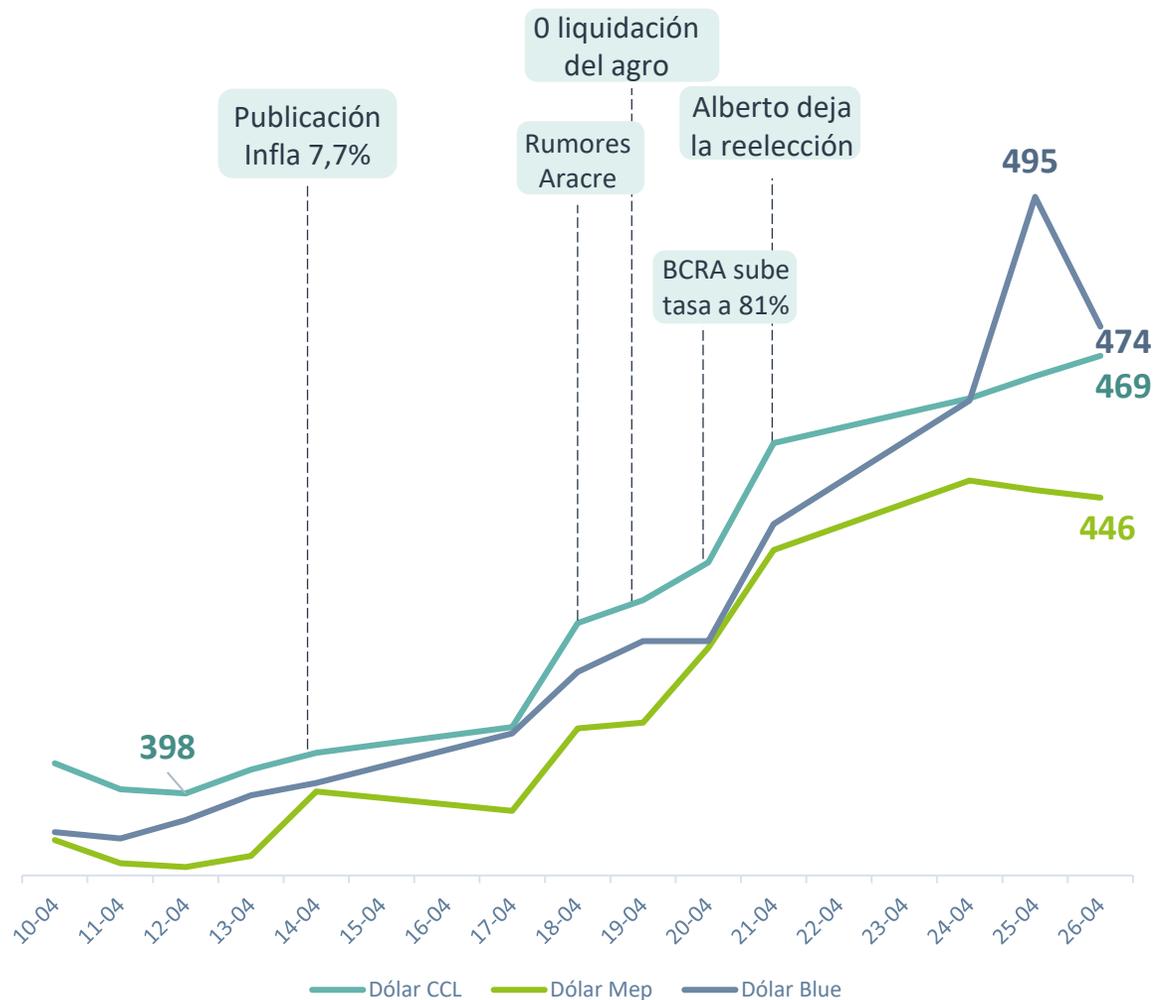


## El gobierno acelera de la devaluación pero no alanza

**Devaluación Oficial**  
Serie diaria mensualizada



## Saltaron los dólares alternativos





## Inicio 2023

El año comenzó siguiendo la tendencia a la baja. El mercado interno está cayendo en cantidades y los precios siguieron acumulando desfasajes.

IPI manufacturero - ene-feb 2023 vs 2022

PRODUCTOS FARMACÉUTICOS

**-2,5%**

## Perspectiva

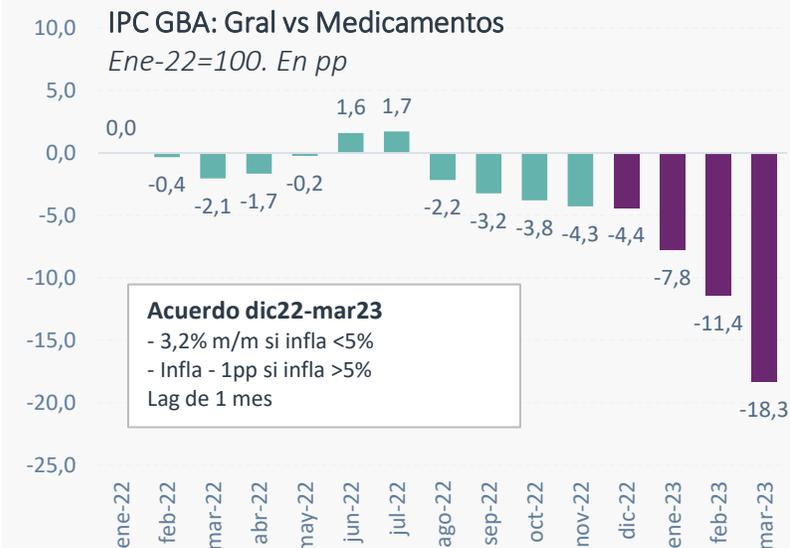
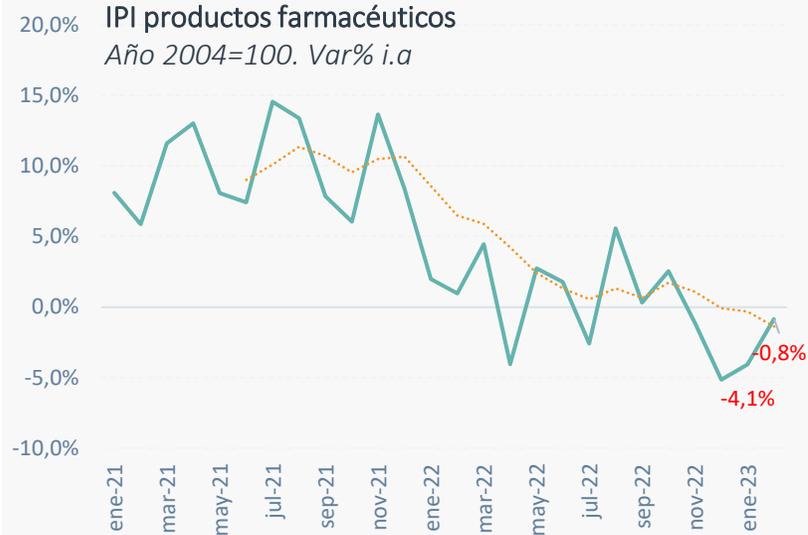
Los precios seguirán siendo un foco de atención y se anticipa un achicamiento del mercado local y menores ventas porque las droguerías ya cuentan con stocks.

Si bien el mercado externo ofrece oportunidades, la dificultad para importar y la incertidumbre sobre el TC limitarán su aprovechamiento.

IPI manufacturero - 2023p vs 2022

PRODUCTOS FARMACÉUTICOS

**-1,0%**



## DRIVERS SECTORIALES

### PRECIOS

En 2023 los precios continuarán siendo un foco de atención para la industria.

**Medicamentos bajo receta:** el acuerdo venció en marzo y el Gobierno no logró renovar acuerdo. Podrán recuperar siempre que estén debajo del radar...

**PAMI** (35-40% demanda) se extendió acuerdo hasta mar-24: seguirán la línea de inflación (0,2pp por debajo con 2 meses de lag) pero no se incrementará la brecha entre PVP y PVPAMI como hasta el 2022.

**Obras Sociales Provinciales:** atrasos en los pagos -6 meses- y pagos con bonos (20% descuentos) y descuentos

### DEMANDA

Se anticipa un achicamiento del mercado local.

- Pérdida de poder adquisitivo de la población
- Droguerías con sobre-stock (cae ambulatorio)
- OS con mayor burocracia para autorizar cobertura

### IMPORTACIONES

Bienes de capital casi totalmente frenado

Insumos: muy administrado...

- Pago en us\$ se extiende de 180 días hasta diciembre
- Pago en ¥ (Yuanes) se mantiene en 90 días (agiliza impo de China: 50% insumos y +10% medicamentos)

**ABECEB**