

Memoria

Zurich Argentina Compañía de Seguros de Retiro S.A.

Señores Accionistas:

En cumplimiento de las disposiciones legales y estatutarias, nos es grato someter a vuestra consideración la memoria, el balance, los estados de resultados, de evolución del patrimonio neto y las notas y anexos a los estados contables de Zurich Argentina Compañía de Seguros de Retiro S.A. (la "Sociedad") por el ejercicio económico finalizado el 30 de junio de 2023.

Composición del Directorio

Presidente	Gustavo Bortolotto
Vicepresidente	Fabio Máximo Rossi
Directores Titulares	Adriana Arias Nora Alicia Vignolo
Director Suplente	Alejandro Daniel Vega Cigoj

Composición Accionaria

Zurich Insurance Company: 4,53% del capital social y derechos de voto.

Zurich Argentina Compañía de Seguros SA: 95,47% del capital social y derechos de voto.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

La Sociedad tiene por objeto exclusivo realizar operaciones de "seguros de retiro".

Estructura y organización de la sociedad y el grupo económico

Grupo Zurich

Propósito – Valores – Estrategia

Nuestro propósito: Construir un futuro mejor

Zurich Insurance Group (Zurich) es una aseguradora líder multicanal que atiende tanto a personas como a empresas, en más de 200 países y territorios. Fundada hace 150 años, Zurich está trabajando activamente para transformar la industria de seguros. Además de ofrecer productos y servicios de

protección, Zurich ofrece cada vez más servicios de prevención, como aquellos que promueven el bienestar y mejoran la resiliencia climática.

Reflejando su propósito de “crear juntos un futuro mejor”, Zurich tiene como objetivo emisiones netas cero para 2050, y tiene la calificación ESG más alta posible de MSCI. En 2020, Zurich lanzó el proyecto Zurich Forest para apoyar la reforestación y la restauración de la biodiversidad en Brasil.

El Grupo Zurich tiene alrededor de 60.000 empleados y tiene su sede en Zurich, Suiza. Zurich Insurance Group Ltd (ZURN), cotiza en SIX Swiss Exchange y tiene un programa de Recibo de depósito estadounidense (ZURVY) de nivel I, que se negocia extrabursátil en OTCQX. Más información disponible en www.zurich.com

Zurich en Argentina

Estamos en el país desde hace casi 60 años brindando soluciones en seguros y construyendo relaciones duraderas sobre la base de valores compartidos. Ofrecemos productos de seguros generales y de vida a personas, pequeñas y medianas empresas, así como a grandes compañías y multinacionales.

Somos líderes de referencia en el mercado asegurador y conducimos la transformación de la industria, adaptándonos a las tendencias del futuro a medida que el seguro ingresa a una nueva era. Nuestra compañía es resiliente y tiene una mirada de largo plazo del negocio.

Ayudamos a los clientes a entender los riesgos y a protegerse de ellos, respondiendo a sus necesidades y honrando nuestros compromisos con solvencia y solidez.

Nuestra sede central se encuentra en Buenos Aires y contamos con oficinas propias en Bahía Blanca, Córdoba, La Plata, Mar del Plata, Mendoza, Rosario, Salta, Neuquén, Posadas y Tucumán, más de 30 oficinas de representación exclusivas, y 16 organizaciones independientes acreditadas en todo el territorio argentino.

Contamos con más de 700 empleados y una red de asesores independientes integrada por más de 4.000 profesionales. Durante el correr de los años hemos sido distinguidos reiteradamente por diversas organizaciones independientes, y obtuvimos diferentes reconocimientos en prestigio, calidad e imagen.

Zurich en Argentina se encuentra en el puesto N°1 en el mercado de seguros de Vida Individual, con un 38% de share, posición de liderazgo que mantiene desde el año 1995 en que lanzó este negocio en el país. En el negocio de Seguros Patrimoniales ocupa el puesto N°6, con cerca del 6% de participación, según el último informe de mercado de la Superintendencia de Seguros de La Nación.

Nuestra compañía ha obtenido diversos reconocimientos como, entre otros:

- **Las 100 empresas con Mejor Imagen de la Argentina (2023)**, ranking elaborado por revista Apertura, del grupo El Cronista: en la posición N°68 del ranking general y N°11 en la categoría Servicios Financieros.
- **Mejores Empleadores en Argentina (2022)**, ranking elaborado por revista Apertura, del grupo El cronista: en la posición N°43 Ranking general dentro de la categoría que abarca a empresas con un rango de empleados entre 200 y 1.000. Dentro de esta clasificación, Zurich se ubica como la mejor rankeada de las empresas del sector asegurador.
- **MERCO Empresas (2022)**, ranking elaborado por el Monitor Empresarial de Reputación Corporativa: en la posición N°41 Ranking general y N°1 en el sector asegurador.
- **MERCO Talento (2022)**: en la posición N°49 del Ranking general y N°2 en el sector asegurador.
- **Premio Acciones Positivas - 730 aniversario** otorgado por la Cámara de Comercio Suizo Argentina (2021) a “Zurich Innovation Championship 2020”, en la categoría Empresas y Entidades bajo la temática Sustentabilidad.

- **Premios Prestigio, otorgados por Grupo Sol Comunicaciones, un grupo mediático del sector de seguros:** Premio al atributo Visión Sustentable; N°1 en seguros de vida (obtenido por 8° año consecutivo y 10 premios recibidos en total), y N°8 en Prestigio Productores (de seguros patrimoniales).
- **Ranking Influence_100**, las empresas y los CEOs más influyentes de Argentina (2023), elaborado por la consultora HORSE: puesto N°74 y líder en el sector seguros. Fabio Rossi, CEO de Zurich Argentina distinguido entre los 100 CEOs más influyentes.

Últimas acciones en Sustentabilidad

Como líderes referentes en la industria, nuestra misión es generar un impacto real y positivo en el mundo, reflejado en el propósito de “construir juntos un futuro mejor”. Para lograrlo, desde hace años se impulsó la transformación de la industria a partir de revertir la relación que la misma tiene con los clientes, y siendo facilitadora para crear un futuro sostenible en toda la cadena de valor de los seguros. Además, el Grupo Zurich mantiene el compromiso de alcanzar un futuro cero emisiones netas para 2050.

En Zurich nos enfocamos en tres pilares fundamentales: el cliente, la protección del planeta y las personas. Nuestro compromiso es crear valor a largo plazo a través de acciones concretas que fomenten la conciencia ambiental y promuevan un desarrollo equitativo, con foco en contribuir a construir una sociedad más justa y sostenible.

Estamos comprometidos a hacer que la sociedad sea más resiliente a los riesgos, protegiendo a las personas y al planeta que nos sustenta. Trabajamos con quienes comparten esta ambición - gobiernos, empresas, ONGs, e individuos a nivel global, regional y local. Juntos, nuestro impacto es mayor. Somos optimistas al ver la energía y empatía con las que cada vez más personas están afrontando los desafíos del cambio climático y la inequidad social.

Implementamos nuestra estrategia de sustentabilidad en Argentina para ayudar a proteger el futuro de las personas. Lo hacemos en el marco del compromiso del Grupo Zurich a través de productos, servicios e iniciativas que reflejan tanto nuestro accionar para la comunidad -el cual promueve su bienestar y el desarrollo de la cultura y la educación- como nuestro accionar para el planeta.

El año pasado, a través de nuestra iniciativa de inversión social, la cual implementamos tanto a nivel institucional como con la participación de voluntarioZ (nuestro programa de voluntariado con más de 20 años de trabajo ininterrumpido), logramos superar nuestro compromiso en términos de horas de voluntariado. En total, se llevaron a cabo 3.588 horas dedicadas a actividades que contribuyen a beneficiar y fortalecer a la comunidad, aportando valor adicional más allá de nuestras operaciones comerciales. VoluntarioZ cuenta con el apoyo de la Fundación Zurich, mediante la cual fomentamos la solidaridad con recursos económicos y tiempo de nuestros colaboradores.

Como parte de nuestro compromiso para actuar contra el cambio climático, trabajamos junto a diversas organizaciones a nivel global y local. El proyecto del Bosque Zurich, lanzado a fines de 2020 en colaboración con Instituto Terra, tiene como objetivo reforestar 700 hectáreas del Bosque Atlántico de Brasil y restaurar su biodiversidad. En Argentina, hemos contribuido con diversas iniciativas, como por ejemplo Experiencia Living, en 2022 y 2023 a partir de la cual se donaron más de 6.000 árboles. También, durante el año pasado se realizó una campaña con LiveWell, nuestra app de bienestar integral diseñada para acompañar a nuestros clientes de seguros de vida, con contenidos vinculados al cuidado y la salud de las personas. Durante un mes, cada paso que se sumó a la aplicación se transformó en la donación de un árbol al Bosque Zurich.

A su vez, este año renovamos nuestro compromiso con Fundación Vida Silvestre Argentina (FVSA), que comenzamos en 2021, a través del apoyo a la Reserva Urugua-í, un área de alto valor de conservación en el Bosque Atlántico. En este sentido, seguiremos avanzando en acciones a través de dos ejes de trabajo que buscan promover la educación y la concientización ambiental, y aportar a la conservación y protección de la naturaleza.

A nivel de las prácticas internas, llevamos a cabo un conjunto de iniciativas con nuestros colaboradores como protagonistas. Por eso, todos los años hacemos la Green Week, que busca concientizar sobre el cuidado del medio ambiente con actividades de voluntariado en playas y talleres sobre huella de carbono.

Obtuvimos certificados de energía renovable de forma tal que nuestras oficinas en Argentina son consideradas RE100.

También contribuimos a causas sociales a través de iniciativas como, entre otras, el programa Hoyo Solidario que llevamos adelante en nuestras actividades relacionadas al golf. Así, en función de los buenos resultados de los jugadores, realizamos donaciones a ONGs que apoyamos a lo largo de los años.

Trayectoria

Zurich está presente en la Argentina desde 1964. Es líder de la industria y ofrece soluciones en las áreas de seguros generales y de vida para personas y empresas -pequeñas y medianas empresas, así como grandes compañías y multinacionales- y cuenta con oficinas propias en diversas ciudades del interior del país (Bahía Blanca, Córdoba, La Plata, Mar del Plata, Mendoza, Rosario, Salta, Neuquén, Posadas y Tucumán). Posee una red de asesores independientes integrada por más de 2.000 profesionales y cuenta con más de 800 empleados.

Objetivos y perspectivas para el siguiente ejercicio

En Zurich implementamos una estrategia centrada en las personas para entender, por un lado, sus nuevos hábitos de consumo e identificar las últimas tendencias, y así desarrollar propuestas que brinden respuestas a las necesidades concretas que se le presentan en cada etapa de la vida y, por otro lado, para poder ofrecer la mejor experiencia en todo el ciclo de vida de su relación con nuestra compañía.

Generamos un vínculo de largo plazo con nuestros clientes y está en el ADN de Zurich cumplir siempre con sus compromisos de pago y honrar la promesa de servicio.

Además, trabajamos hacia el futuro desde tres diferenciales de valor agregado:

- Innovación, focalizada en las personas y por supuesto en los clientes y sus nuevas tendencias en la forma de vida y de consumo.
- La sustentabilidad con foco en el cuidado del planeta y la comunidad en la que operamos y nos desarrollamos, como concepto transversal en nuestra operación.
- Y nuestro ecosistema laboral que adoptó un modelo de agilidad, compromiso y adaptación a la permanente disrupción. No solo incluye al staff de Zurich Argentina, sino que lo extendemos a nuestros canales de distribución.

La inversión de la compañía para los próximos años se destinará principalmente a la profundización de la llegada al cliente final a través de canales masivos, así como al diseño de nuevos productos, ampliación de coberturas y asistencias y profundización del modelo digital que requiere innovación tecnológica y sustentable constante. No se requerirá financiamiento externo para dichos proyectos.

ESTRUCTURA PATRIMONIAL COMPARATIVA CON EL EJERCICIO ANTERIOR

	Jun-23	Jun-22
Disponibilidades	3.500.786	2.139.673
Inversiones	660.046.087	696.512.661
Créditos	14.357.817	17.734.716
Total Activo	677.904.690	716.387.050
Deudas con asegurados	3.744.794	3.877.929
Deudas fiscales y sociales	11.087.529	10.388.919
Otras deudas	3.793.810	5.178.091
Compromisos Técnicos	249.354.665	271.699.558
Previsiones	552.449	811.368
Pasivo	268.533.247	291.955.865
Patrimonio Neto	409.371.443	424.431.185
Total Pasivo + Patrimonio Neto	677.904.690	716.387.050

ESTRUCTURA DE RESULTADOS

	Jun-23	Jun-22
Resultado Técnico	(32.840.152)	(30.023.457)
Resultado Estructura Financiera	17.780.410	(96.855.937)
Resultado de Operaciones	(15.059.742)	(126.879.394)
Impuesto a las Ganancias	-	(13.424.972)
Resultado Neto	(15.059.742)	(140.304.366)

Los estados contables de la Sociedad se presentan de acuerdo al modelo establecido por la Superintendencia de Seguros de la Nación, bajo el Sistema de Información de Entidades Supervisadas (SINENSUP).

Tal como se menciona en la Nota 2 a los estados contables, la Superintendencia de Seguros de la Nación no exige la clasificación de activos y pasivos en corrientes y no Corrientes, la presentación del estado de flujo de efectivo y los estados contables consolidados.

Los presentes estados contables han sido presentados ante la SSN expresados en moneda homogénea. De acuerdo a las disposiciones de la SSN a partir del ejercicio finalizado al 30 de junio de 2020, dichos estados deberán contemplar el ajuste por inflación.

INDICADORES PATRIMONIALES

	30/6/2023	30/6/2022
% Créditos / Activos	2.12%	2.48%
% Patrimonio / Pasivo	152.45%	145.38%
% (Inv + Inm) / Activos	97.37%	97.23%
% Resultado del ejercicio / Patrimonio Neto	-3.68%	-33.06%
% Superávit / Capital Requerido	128.47%	-
% Activo computables / Pasivos computables	255.45%	-

Tal como se menciona más arriba, los estados contables de la Sociedad se presentan de acuerdo al modelo SINENSUP incluyéndose los indicadores patrimoniales allí requeridos.

ANALISIS DE LOS CAMBIOS EN LA SITUACIÓN PATRIMONIAL Y EN LOS RESULTADOS: VER ESTADO DE RDOS.

El resultado del ejercicio arrojó una pérdida de \$15.059.742, compuesta por una pérdida técnica de \$32.840.152 y una ganancia financiera de \$17.780.410.

Las variaciones generadas en el presente ejercicio se corresponden al curso normal de los negocios.

La Compañía cuenta con un amplio respaldo económico financiero. Su patrimonio neto al 30 de junio de 2023 asciende a \$409.371.443.

La situación de capitalización real actual de la sociedad resulta suficiente para afrontar las estimaciones sobre sus futuras operaciones y los compromisos y obligaciones asumidos por la sociedad.

CONTRATOS DE SIGNIFICACION

La sociedad no posee contratos que correspondan a hechos u operaciones no comprendidos en la actividad principal de la sociedad.

ACTIVOS FIJOS

La sociedad no posee activos fijos tangibles que informar.

PROYECTOS ESPECIALES

La sociedad no posee proyectos a realizar.

PRINCIPALES OPERACIONES REALIZADAS ENTRE PARTES RELACIONADAS

La sociedad no presenta operaciones realizadas entre las partes relacionadas.

OBJETIVOS Y PERSPECTIVAS PARA EL SIGUIENTE EJERCICIO

La sociedad dejó de operar activamente en el año 1997 por lo que únicamente gestiona las pólizas que permanecen vigentes en la cartera. La situación de capitalización real actual de la sociedad resulta suficiente para afrontar las estimaciones sobre sus futuras operaciones y los compromisos y obligaciones asumidos por la sociedad.

Contexto internacional 2022-2023

En la segunda mitad de 2022, la economía mundial todavía padecía los efectos macro residuales derivados de la guerra en Ucrania, ocurrida en febrero de ese mismo año. La guerra provocó un significativo aumento en los precios de las materias primas y la energía, lo que llevó a que la inflación de mediados de ese año alcanzara niveles máximos del 9,1% en Estados Unidos, 8,8% en Alemania, 11,2% en el Reino Unido, 6,2% en Francia, 12,1% en Brasil y 8,7% en México. Si bien a partir de junio 2022 la inflación en las principales economías comenzó a mostrar una tendencia declinante, lo hizo con altibajos y desde niveles inusualmente elevados.

El nivel de actividad por su parte se mostró relativamente estable. A pesar de haber experimentado una desaceleración durante la primera mitad de 2022, las principales economías mundiales lograron recuperarse creciendo a ritmo positivo y esquivando el entorno recesivo que se temía al comienzo del ejercicio. Las tasas de crecimiento del PBI en 2022 fueron de 2,1% anual en EE.UU., 1,8% en Alemania, 4% en Reino Unido, 2,6% en Francia, 2,9% en Brasil y 3,1% en México.

En cuanto al crecimiento de las principales economías para 2023, se prevé que Estados Unidos mantenga un crecimiento de 1,6%, Japón de 1,3% y China de 5%. En Europa, el impacto de la guerra y la suba de los insumos energéticos fue mayor, lo que determina niveles de crecimiento más bajos. Se espera que Alemania y el Reino Unido mantengan un crecimiento del 0%. Por otro lado, en los países emergentes se estima que Brasil crezca 1% y México 2%.

Los trimestres de estancamiento o leves caídas en el nivel de actividad de la primera mitad de 2022 y el desempeño dispar del segundo semestre de 2022, no evitaron que los principales bancos centrales continúen con el ajuste de política monetaria casi de manera sincronizada. La Reserva Federal de los Estados Unidos incrementó su tasa de referencia de 1,5% en julio a 4,25% en diciembre. Asimismo, el Banco Central Europeo subió la tasa de interés en 2,5 puntos, pasando de 0% en julio a 2,5% en diciembre, mientras que el Banco de Inglaterra aumentó su tasa de interés de 1,25% en julio a 3,5% en diciembre.

En 2023 el ajuste de la política monetaria continuó, aunque con aumentos de menor magnitud en el caso de Estados Unidos donde la tasa de inflación bajó considerablemente (3% en junio) y la tasa de referencia (5,25%) ya es positiva en términos reales. Durante los primeros siete meses del año, la Reserva Federal subió 1 punto la tasa de referencia, de 4,25% a 5,25%. En la actualidad, se debate si el ciclo actual de aumento de la tasa de interés aún requerirá un último incremento de 25 puntos básicos en la próxima reunión de septiembre, o si ya ha llegado a su fin.

El ajuste en la tasa de referencia fue mayor en Europa e Inglaterra, donde la inflación es todavía persistente (5,5% en Europa y 7,9% en Reino Unido) y las tasas de interés (4,25% en Europa y 5% en Reino Unido) aunque se encuentran en niveles nominales altos, continúan siendo negativas en términos reales comparada con la inflación anual. En lo que va del 2023, el Banco Central Europeo subió la tasa de interés 1,75 puntos, pasando de 2,5% a 4,25%. En el caso del Banco de Inglaterra, el

aumento en la tasa de interés también fue de 1,75 puntos porcentuales, de 3,5% a 5,25%.

Las subas en la tasa de política monetaria tuvieron su efecto en el objetivo de desinflación gradual de estas economías. Aunque el nivel de precios aún se mantiene por encima del objetivo de largo plazo establecido por los principales Bancos Centrales.

Entre julio de 2022 y junio de 2023 la inflación general de Estados Unidos cayó de 8,5% a 3% anual. Durante el mismo período, la inflación en Europa disminuyó 3,4 puntos, pasando de 8,9% a 5,5%. En el Reino Unido, la inflación se mantiene más persistente, bajó de 10,1% a 7,9%. Por otro lado, la inflación *core* (que excluye los rubros de energía y alimentos) sigue siendo elevada: 4,8% en Estados Unidos, 5,5% en Europa y 6,9% en Reino Unido.

En cuanto a los mercados financieros, en los últimos doce meses, hasta julio 2023, los índices de acciones Dow Jones y Nasdaq subieron 9,4% y 17% respectivamente. En línea con el accionar de la Reserva Federal, las tasas de interés de los bonos del Tesoro de EE.UU., tanto de corto como de largo plazo, se fortalecieron. El rendimiento del bono del Tesoro a 2 años pasó de 2,9% a 4,9%, mientras que el rendimiento a 10 años pasó 2,6% a 4%.

Los spreads crediticios de las empresas de mayor riesgo (High Yield) se comprimieron desde los 483 hasta 379 puntos básicos. De igual manera, el riesgo crediticio de los bonos emergentes se contrajo desde 480 puntos básicos hasta 405 (EMBI +, JP Morgan). En el caso de los precios internacionales de las materias primas, entre los principales productos, el precio del petróleo bajó 13,8% (desde 94,9 a 81,8 dólares por barril WTI), el precio del cobre cayó 11%, mientras que la soja se mantuvo en los US\$ 486 por tonelada.

Desempeño económico de Argentina 2022-2023

El hecho de mayor relevancia en el segundo semestre de 2022 fue la asunción de Sergio Massa como nuevo ministro de Economía. Logró estabilizar la situación financiera e inflacionaria, aunque la inflación se mantuvo en niveles altos. Durante la segunda mitad de 2022, la inflación mensual promedió un 6,2%, y la inflación acumulada alcanzó el 43,1%. En el primer semestre de 2023, la inflación promedio mensual se situó en el 7,1%, con una acumulada del 50,7% para ese período. En la medición anual, la inflación experimentó un incremento de 52 puntos en comparación con los datos de junio de 2022, alcanzando un 115,6% anual.

Asimismo, se evitó una caída en el nivel de actividad durante el segundo semestre. En el 2022 el PBI experimentó un crecimiento del 5%. Esta dinámica estuvo impulsada por los sectores de producción de bienes y de servicios. La industria y la construcción crecieron 4,6% y 6,0% respectivamente en 2022, el comercio 5,8% y el turismo del 36,7%. Este último sector todavía comparaba contra niveles donde persistían restricciones al movimiento de personas derivados de la crisis sanitaria 2020-21. Contrastan con estos sectores el agrícola-ganadero con una caída de -4,8%, y el de intermediación financiera con un crecimiento de 0,3%.

En el primer semestre de 2023 la actividad económica se desaceleró, pero sin entrar en recesión. A raíz de la sequía (que ya había impactado en el último trimestre de 2022) el sector agrícola-ganadero se contrajo un 34,7% en el primer semestre, mientras que la industria creció 1,5% y tanto la construcción como el comercio tuvieron un crecimiento del 1,8% y 2,1%, respectivamente.

En el segundo semestre de 2022 el saldo comercial de bienes se redujo a US\$ 3.946 M, la mitad del valor alcanzado durante igual período de 2021. Las exportaciones crecieron 3,5% interanual alcanzando un valor récord de US\$ 44.067 M. Esta evolución obedeció a un crecimiento de 10,6% de los precios mientras que las cantidades embarcadas disminuyeron 6,5%. Por su parte las importaciones se incrementaron 16% interanual (con una suba de 72% interanual de las importaciones energéticas debido a los mayores precios) totalizando US\$ 40.121 M. Este desempeño se explicó principalmente por una suba de 11,2% de los precios. Por su parte las cantidades importadas crecieron 3,7%.

En el primer semestre de 2023 la economía operó con un déficit comercial de US\$ 4.387 M. Esto se debió principalmente a una caída difundida en las exportaciones de bienes en las que se destacaron por su peso los menores envíos al exterior de granos y sus derivados. Esto se produjo en un contexto de severa sequía que redujo la producción agrícola de la campaña 2022 / 2023 en un 45% (51 millones de toneladas) para los principales productos de exportación (trigo, maíz y soja). A diferencia de otros episodios de sequía en los que los términos de intercambio funcionaron como un amortiguador del shock de oferta negativo, en lo que va de 2023 la caída de los precios de exportación influyó como un factor de deterioro adicional del saldo comercial de bienes. De esta forma los valores exportados cayeron a US\$ 33.509 M en el primer semestre del año, -24,5% comparado con igual semestre de 2022 (una caída de 17,9% en las cantidades y de 7,6% en los precios).

Las importaciones se contrajeron 8,5% interanual entre enero y junio de 2023 (en proporciones similares por precio y cantidad), bastante por debajo del derrumbe exportador. Las menores importaciones energéticas explicaron el 63% de la caída importadora. Esto significa que el resto de las importaciones se ajustaron a la realidad de la sequía.

Entre julio y agosto de 2022 el BCRA acumuló ventas en el mercado cambiario oficial por US\$ 2.028 M. Esta situación se dio en un contexto de aumento de la demanda de personas físicas y de pagos de fletes y seguros por importaciones y de una reducción en el saldo comercial cambiario a pesar del aumento de la deuda comercial.

En septiembre, a través del Programa de Incremento Exportador, el gobierno estableció un tipo de cambio diferencial de \$ 200 por tonelada de soja y sus derivados (30% superior al tipo de cambio oficial), vigente solo para ese mes. Esto llevó a que en septiembre el sector oleaginosas y cereales ingresara divisas por US\$ 5.735 M por encima del valor exportado, indicando esto que se produjo un incremento en el financiamiento comercial. Esto permitió al BCRA comprar US\$ 5 mil M en septiembre. La fuerte liquidación del agro en parte se revirtió entre octubre y noviembre, respondiendo a la cancelación parcial del endeudamiento de septiembre. El BCRA tuvo que desprenderse de US\$ 1.000 M por mes. En diciembre el gobierno restableció (también de manera transitoria) el dólar especial para la soja, fijándolo en \$ 230 la tonelada. y compró otros US\$ 2.733 M. En el acumulado del segundo semestre de 2023 el BCRA terminó comprando US\$ 3.662 M.

En 2023, a raíz de la sequía, el ingreso de divisas del sector exportador se reducirá en unos US\$ 23 mil millones (una contracción de 25% anual). Entre enero y junio esto ya se vio reflejado en una fuerte caída del saldo comercial cambiario (ventas de exportadores menos pagos de importaciones), alternando meses de bajo superávit e inclusive dos de déficit. La tercera versión del dólar soja logró que en mayo el saldo comercial cambiario trepara a más de US\$ 2.300 M, pero en junio tornó a un déficit de US\$ 921 M.

Entre enero y junio de 2023 los exportadores vendieron un promedio de US\$ 5,700 M por mes, muy por debajo de los casi US\$ 7.400 M y US\$ 7.700 M del primero y segundo semestre de 2022 respectivamente. Sin embargo, los pagos de importaciones no se adecuaron a esta baja. En el primer semestre de 2023 se pagó un promedio mensual de US\$ 4,4 mil M de importaciones no energéticas, el mismo monto que durante el segundo semestre de 2022. Como resultado el saldo comercial cambiario se redujo de un promedio de más de US\$ 2.100 M a US\$ 431 M por mes.

En el primer semestre de 2023 el BCRA se desprendió de US\$ 4.041 M para abastecer al mercado cambiario, casi el mismo monto que había comprado en el segundo semestre de 2022. En el acumulado de los últimos 12 meses el resultado cambiario fue prácticamente nulo (ventas por US\$ 379 M).

Además de las ventas netas en el mercado cambiario oficial, entre julio de 2022 y junio de 2023: el BCRA vendió US\$ 1.154 M en el mercado MEP (concentradas en el segundo trimestre de 2023); se pagó neto al FMI casi US\$ 7,7 mil M y US\$ 2,8 mil M y de títulos públicos y hubo una caída en el valor de cotización de las reservas de US\$ 1,2 mil M. Por su parte hubo ingresos netos de Organismos Bilaterales por US\$ 1,2 mil M. Todos estos factores llevaron a una caída de las reservas netas del

BCRA de US\$ 12,6 mil M, desde un positivo de US\$ 7 mil M en junio de 2022 a un negativo de US\$ 5,6 mil M en junio de 2023.

Tras desligarse algunos meses de la evolución de los precios minoristas, el BCRA aceleró el “crawling – peg” y el tipo de cambio oficial mayorista terminó en junio de 2023 en 256,7 pesos por dólar, representando una devaluación del orden del 105% con respecto a junio de 2022. Aun así quedó por detrás de la inflación que acumuló 115,6% en igual período. La brecha del tipo de cambio oficial con la referencia del dólar CCL (contado con liquidación) se ubicó en torno al 100% en todo el período.

Respecto del desempeño de las cuentas fiscales, la segunda mitad de 2022 se caracterizó por el intento permanente de alcanzar las metas establecidas en el Acuerdo con el FMI, que ya venían comprometidas desde la firma misma del Acuerdo. Luego de un primer semestre en el que se pisaron gastos (sobre todo de subsidios energéticos) y se incluyeron (con guiño del propio FMI) rentas de la propiedad por la colocación de deuda indexada, en el segundo semestre 2022 el mayor esfuerzo estuvo puesto en incorporar ingresos a partir de diversas modificaciones impositivas: dos versiones de “dólar soja” en septiembre y diciembre que engrosaron la recaudación de retenciones a las exportaciones, el adelanto de un anticipo del Impuesto a las Ganancias de 2023 para empresas con ganancias extraordinarias, y la eliminación de la exención de IVA y Ganancias para importadores. La aceleración inflacionaria del segundo semestre además de aportar una mayor recaudación nominal permitió la licuación del gasto primario. Así, mientras los ingresos subían 3,5% anual en términos reales (ajustados por inflación), el gasto primario caía más de 9% anual. Finalmente, el déficit primario de 2022 cerró en \$1,96 billones, por debajo de la meta anual del FMI de casi \$2,1 billones.

Comenzando 2023 el desafío fiscal se volvió más complejo, ya que el adelanto de ingresos a la última parte del año anterior para cumplir con las metas pasó factura en los primeros meses de 2023. A esto se agregó el fortísimo impacto de la sequía sobre la recaudación de retenciones a las exportaciones. Las metas de déficit primario del Acuerdo con el FMI establecían un déficit de \$442 mil millones en el primer trimestre y un acumulado de algo menos de \$1,2 billones en el primer semestre de 2023; ambas metas fueron incumplidas con amplio margen, cerrando con un déficit de casi \$1,9 billones en junio de 2023. El desvío respecto de las metas se dio por la caída de los ingresos, que se derrumban casi 10% anual en términos reales, y si bien el gasto también retrocede ajustado por inflación, lo hace en menor medida que los ingresos. La licuación del gasto por la nueva aceleración de la inflación en los primeros meses de 2023 afectó a todos los rubros salvo por los salarios y la obra pública.

El financiamiento del déficit primario terminó siendo tarea casi excluyente del BCRA, en tanto que la renovación de vencimientos de deuda en pesos se logró gracias a una participación creciente de la autoridad monetaria adquiriendo títulos en el mercado secundario (y renovando vencimientos en diversas operaciones de canje), así como la colocación de títulos a tenedores casi cautivos (bancos que utilizan esos títulos como encajes). Con mayor participación del sector público en las operaciones de deuda, el porcentaje de renovación de los vencimientos en pesos, que en el segundo trimestre de 2022 había sido en promedio del 98%, en la segunda mitad de 2022 rondó el 130%.

En el primer semestre 2023 la estrategia de deuda en pesos se mantuvo. Se realizaron canjes en enero, marzo y junio para postergar vencimientos (especialmente de tenencias del propio sector público, cuya aceptación en estas operaciones superó siempre el 90%, contra una aceptación promedio del sector privado de alrededor de 30-40%), y se colocó nueva deuda indexada a la inflación (CER), al tipo de cambio (dólar-link) o al “mejor de ambos” (Duales). Gracias a las compras de bonos del BCRA en el mercado secundario (contra emisión monetaria) y la demanda más o menos cautiva de bancos y entes públicos, el porcentaje de renovación de deuda en el primer semestre 2023 promedió el 115%.

En el acumulado julio 2022 a junio 2023 no hubo emisión directa del Banco Central para financiar al Tesoro. Las operaciones de compra de divisas al complejo sojero efectuadas en el marco del “Programa de Incremento Exportador” implicaron una considerable expansión de la liquidez durante septiembre y en menor medida en diciembre y mayo. Otro factor que implicó una expansión de la liquidez durante el período bajo análisis fueron las compras de títulos del Tesoro en el mercado

secundario de deuda en pesos, totalizando unos \$ 2.500 mil M en estos 12 meses. La expansión de la liquidez se canalizó en última instancia hacia instrumentos de regulación monetaria. Como consecuencia de lo anterior, entre julio de 2022 y junio de 2023 se observó un incremento en el saldo de los pasivos remunerados. En este período los pasivos remunerados del BCRA acumularon intereses por \$ 7.400 mil M mientras que el stock aumentó \$ 9.100 mil M.

Los depósitos totales en pesos crecieron 112% anual en junio de 2023: los depósitos transaccionales crecieron 101% y los depósitos a plazo fijo 131%). La suba de los depósitos (unos \$ 14 billones) no se tradujo en un aumento proporcional del crédito al sector privado, que creció 86,1% anual (\$ 4,4 billones). A junio de 2023 los agregados monetarios se redujeron 8% anual en términos reales, ubicándose 10% por debajo de su media histórica (2007-junio 2023), en tanto que el circulante en poder del público se ubicó en 50% del promedio histórico y 63% por debajo del pico de 2013, alcanzando el registro más bajo de los últimos 16 años.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 23 de agosto de 2023.

EL DIRECTORIO