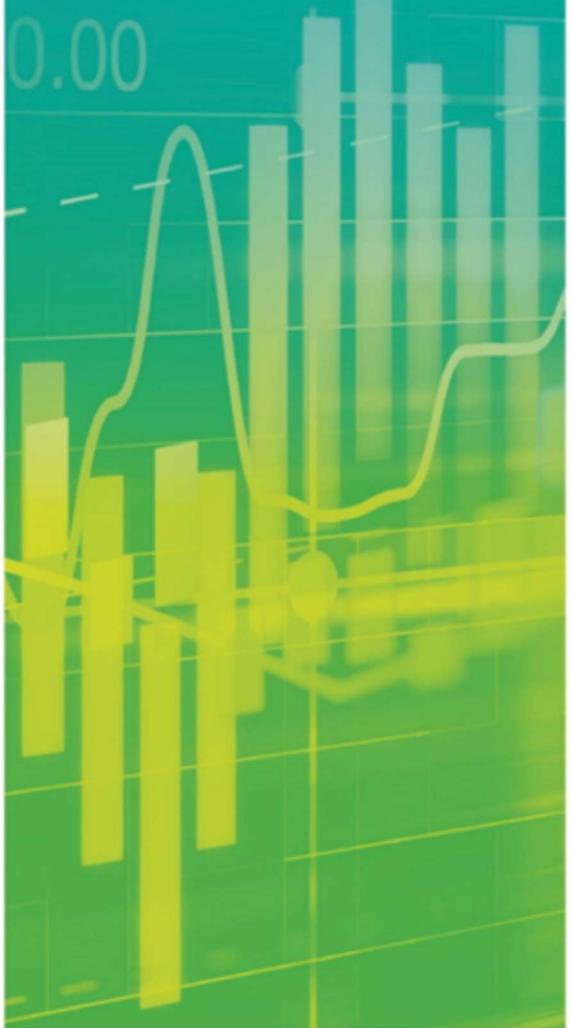


Semana Económica

Informe General



Nº735

Del 29 de julio al 4 de agosto de
2022

Anuncios fiscales, monetarios y cambiarios

En las últimas semanas se alteraron las prioridades de la política económica: se reforzaron los controles a la compra de divisas -sobre todo con los renovados controles de junio- y las señales de moderación fiscal. En la primera semana de agosto, y especialmente en los primeros anuncios del nuevo Ministro de Economía, se intensificó este rumbo.

Las primeras medidas del nuevo equipo tuvieron tres ejes: i) comprometerse a cumplir la meta fiscal primaria acordada con el FMI en enero, es decir, antes de la suba de los precios internacionales de la energía, ii) reducir la asistencia monetaria del Banco Central al Tesoro y iii) fortalecer el stock de reservas en el corto plazo, mediante la entrada de algunos préstamos financieros y la aceleración en la liquidación de exportaciones, mayormente de bienes.

Cumplir las pautas vigentes con el Fondo equivale a que el rojo primario nominal del tercer y cuarto trimestre de 2022 sea menor al de 2021, revirtiendo la dinámica de la primera mitad del año, o, lo que es equivalente, que el desequilibrio se achique a la mitad en términos del PIB. Para esto, se ratificó la actualización de las tarifas de servicios públicos de gas, electricidad y transporte, a la vez que sumará agua durante el tercer trimestre. Más aún, se limitó a 400 KW mensuales al consumo subsidiado (el promedio de hogares llega 300 KW según fuentes del sector). En contraposición, se anunció un bono a jubilados y perceptores de AUH, y la semana que viene se definirá monto y plazo.

Por su parte, entre enero y julio, la asistencia del Banco Central al Tesoro acumuló \$630 MM (0,82% del PIB). Si bien este número permitió cumplir con las metas acordadas con el FMI en el primer y segundo trimestre, entre junio y julio el comportamiento de la deuda en pesos fue errático y el mercado de cambios mostró una marcada inestabilidad. Asimismo, considerando la venta de activos en moneda extranjera por \$330 MM que le realizó el Palacio de Hacienda al BCRA a fines de mayo, y que le permitió al primero cancelar Adelantos Transitorios por igual monto, podemos decir que los giros “efectivos” del Banco Central a Economía alcanzaron \$950 MM en los primeros siete meses del año (1,2% del PIB).

Por último, con estos números, al Tesoro le quedaba un margen de asistencia de \$35 MM hasta septiembre y de \$100 MM para el cuarto trimestre (0,18% del PIB entre ambos, muy por debajo del más de 3% neto de DEGs acumulado en igual período de 2021), de modo que lo que se está resignando no desequilibraría sus fuentes de financiamiento. No obstante, sí lo obligaría a conseguir más pesos en el mercado -algo que se facilitaría por la moderación de las necesidades fiscales-. En este punto, vale recordar que en la última licitación de julio la tasa de interés efectiva anual de la Letra a Descuento estuvo en torno del 90%, casi 10 p.p. por encima de la TEA de las LELIQs (60% de TNA, 79,5% de TEA), ubicándose por encima de la inflación esperada para los próximos doce meses, al menos en el REM de junio (el de julio se publica al cierre de esta edición). Antes de cerrar este segundo eje, vale mencionarse que el Tesoro no se comprometió explícitamente a no volver a vender activos dolarizados de acá a fin de año (dispone de, aproximadamente, USD 6.000 M en DEGs), por lo que también podría, en última instancia, recurrir a estos fondos.

Del lado cambiario, los anuncios dejaron ciertas puertas abiertas. En primer lugar, el nuevo ministro afirmó que estaba analizando cuatro alternativas de *repo* por USD5.000 M que permitirían fortalecer las reservas. En la misma línea, anunció el desembolso de USD2.000 M de organismos multilaterales de crédito. En conjunto, estos USD 7.000 M representan un 17% del promedio de reservas brutas de julio. En otro orden, se amplió la posibilidad de constituir plazos fijos *dollar linked* por 180 días contra adelanto de liquidación de exportaciones a otros sectores además del agropecuario. Así, el agente privado podrá cubrirse de un eventual movimiento del tipo de cambio oficial, en tanto el Banco Central puede acelerar su acumulación de reservas. Las nuevas medidas, entonces, buscan más incentivar la oferta que restringir la demanda.

Tensiones cambiarias versión 2022: frente externo

Entre enero y julio de 2022, el Banco Central compró USD 600 millones en el mercado cambiario, lo que implica una baja significativa respecto de los USD 7.200 millones comprados en igual período de 2021. Por su parte, las reservas -netas de encajes, *swap* y *repos*- crecieron solo USD 400 millones en los primeros siete meses del año, también por debajo de los USD 3.000 millones acumulados en 2021.

Esta dinámica compleja abrió la discusión sobre distintas alternativas para que la autoridad monetaria mejorase su posición. Dado que ésta tiene activos en dólares y pasivos en pesos, una corrección del tipo de cambio oficial es un camino posible. Sin embargo, considerando su impacto inflacionario y sobre la actividad, no suele ser el “ideal”.

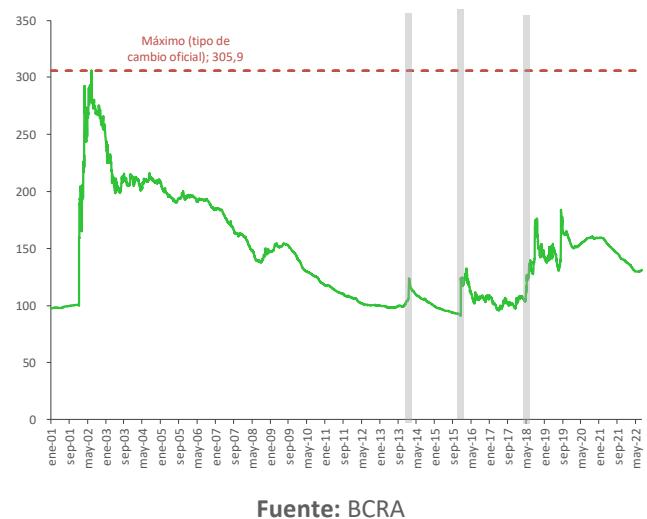
En este marco, tiene sentido analizar distintas variables del frente externo, para así comparar el estado de situación con tres de los cuatro anteriores episodios de *stress* cambiario: 2014, 2016 y 2018. Si bien el peso sufrió una fuerte depreciación en 2019, su *timing* no fue estrictamente económico. Por lo tanto, sus referencias no son igual de útiles que las demás, y por eso lo dejaremos de lado en este análisis.

En diciembre de 2013, el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos había acumulado un atraso de casi 10% en los últimos dos años, es decir, desde que se habían impuesto los controles a la compra de divisas. Así, se ubicaba más de 30% por debajo del promedio 2002-2021, a la vez que el peso era 10% más caro que a la salida de la convertibilidad.

Más aún, el resultado de cuenta corriente pasó de USD -5.300 millones a USD -13.100 millones entre 2011 y 2013, producto del fuerte deterioro del superávit de bienes (de USD 12.500 millones en 2011 a USD 5.500 millones en 2013) y la profundización del rojo de servicios, que pasó de USD 3.100 millones a USD 5.300 millones. Por lo tanto, aun cuando el déficit de rentas y transferencias se redujera de USD 14.500 millones en 2011 a USD 12.500 millones por los mayores controles al giro de utilidades y dividendos, el desequilibrio de cuenta corriente había aumentado considerablemente.

Por su parte, el *stock* de reservas netas se ubicaba en torno de USD 11.500 millones, de modo que no era acuciante -por caso, desde el segundo semestre de 2020 que esa variable está por

Tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos, base 28-jul-22=128,6



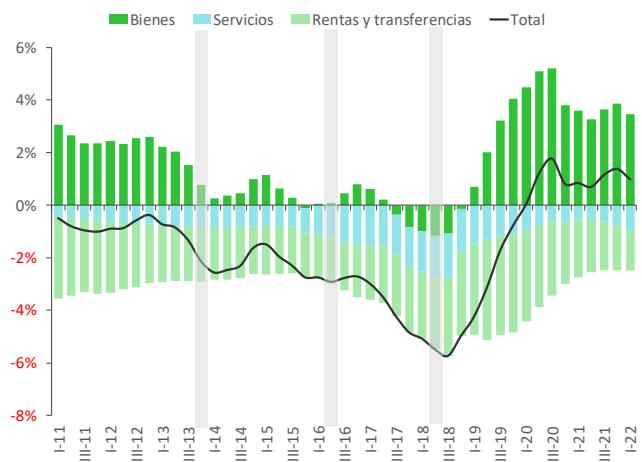
debajo de USD 10.000 millones-, la caída de más de 50% en los últimos doce meses encendía algunas señales de alarma. En síntesis, resaltaba un problema de precios relativos por el lado de la economía real -que necesitaba más dólares de los que generaba para funcionar-, pero con *stocks* en niveles sostenibles. Así, el aumento de 13,3% del tipo de cambio real entre noviembre de 2013 y marzo de 2014 parecía "alcanzar" para corregir los primeros desequilibrios. En complemento, la búsqueda de ampliar la oferta de divisas a través de la entrada de capitales productivos -algo que se logró vía inversiones bilaterales de Rusia y China- marcaba que el rojo podía moderarse sin grandes movimientos. Y así fue.

En 2015 la dinámica fue distinta. En primer lugar, porque se flexibilizaron las restricciones del mercado cambiario, de modo que se amplió la demanda de divisas. Además, porque los flujos eran más deficitarios -por caso, el rojo de cuenta corriente acumuló USD 17.600 millones ese año- y los *stocks* menores: las reservas netas rozaban los USD 4.000 millones en ese entonces (0,6% del PIB vs. 1,2% en la actualidad). Por su parte, el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos era 20% menor al de febrero de 2014 y acumulaba un atraso de casi 9% en los últimos doce meses. En consecuencia, podemos afirmar que existían diversos desequilibrios en varios frentes y que, más allá de cuál fuera la decisión, era necesario corregir.

Por último, el cambio de gestión ejecutiva y la flexibilización del mercado cambiario, en un contexto de relajación de impuestos a las exportaciones, apostaba a multiplicar la oferta de divisas a través de un aumento de las ventas externas y de la entrada de inversiones, productivas y financieras. En un escenario de recesión brasileña -principal demandante de nuestras manufacturas industriales- y de inversiones productivas que crecieron más lento que lo previsto, la llegada de inversiones financieras fue la principal fuente sobre la que reposó el esquema económico anterior.

Esta sobreestimación de algunos recursos de divisas fue clave para explicar las sucesivas corridas cambiarias de 2018. Entre el tercer trimestre de 2017 y el segundo de 2018 -cuando empezaron las tensiones-, el rojo de cuenta corriente superó USD 35.000 millones, marcando un récord histórico, tanto en términos nominales como en porcentaje del PIB (-5,5%). Si bien el flujo de entradas vía cuenta capital (+7,1% del PIB) permitió

Resultado de cuenta corriente, como % del PIB



Fuente: INDEC

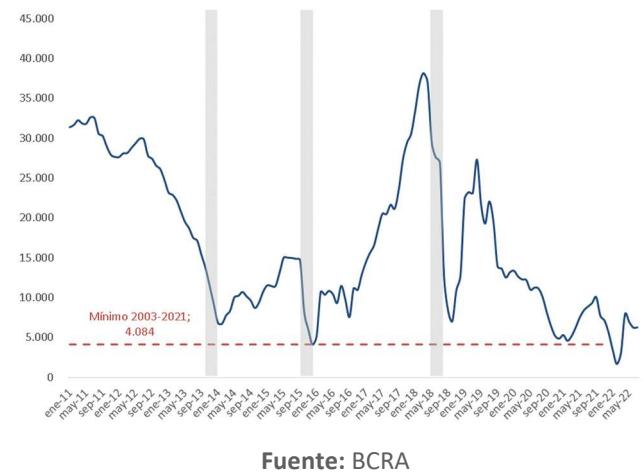
más que compensar este déficit, acumulando incluso USD13.300 millones de reservas en el período, el mismo se mostró tan volátil como efímero. En consecuencia, apenas este amenazó con revertirse, movido por factores asociados a una menor velocidad esperada en la corrección del equilibrio del mercado de pesos -mayor laxitud fiscal- se precipitaron las tensiones.

Por su parte, el tipo de cambio real venía corrigiéndose (+5% entre noviembre de 2017 y abril de 2018), de modo que el atraso no era tan significativo como unos meses atrás. No obstante, esta variable se ubicaba 30% por debajo del promedio 2002-2021, de modo que sí había algunas señales que atender, máxime cuando se suma el déficit de cuenta corriente que rápidamente se volvió insostenible, forzando las diversas devaluaciones.

A modo de síntesis, resalta que en la actualidad el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos es sensiblemente más caro que el de los tres episodios anteriores (+30% respecto de diciembre 2013, +40% respecto de noviembre 2015 y +25% respecto de abril de 2018 -con más impuestos a la exportación, es cierto-), a la vez que el resultado de cuenta corriente es más holgado: contra el rojo de 2% del PIB de cierre de 2013, de 2,7% de 2015 y de 5,5% en el acumulado doce meses a mediados de 2018, entre abril de 2021 y marzo de 2022 (último dato disponible), este número marcó un superávit de 1,0% del PIB, que, vale destacar, se habría deteriorado en los últimos meses producto del aumento del turismo emisivo y las importaciones de energía. En consecuencia, podemos afirmar que no tenemos un problema de precios relativos ni de necesidades -urgentes- por el lado de la economía real.

Sin embargo, el stock de reservas netas es la mitad que en noviembre de 2013 y menos de un cuarto del de abril de 2018 -y casi 50% mayor al comentado de cierre de 2015-, en un contexto donde se acercan vencimientos de deuda con acreedores privados. Por lo tanto, aun cuando las condiciones "accesorias" no lo demanden de manera inmediata, las condiciones "últimas" (reservas para intervenir en el mercado) configuran un panorama más complejo.

Reservas netas de encajes, swaps y repo



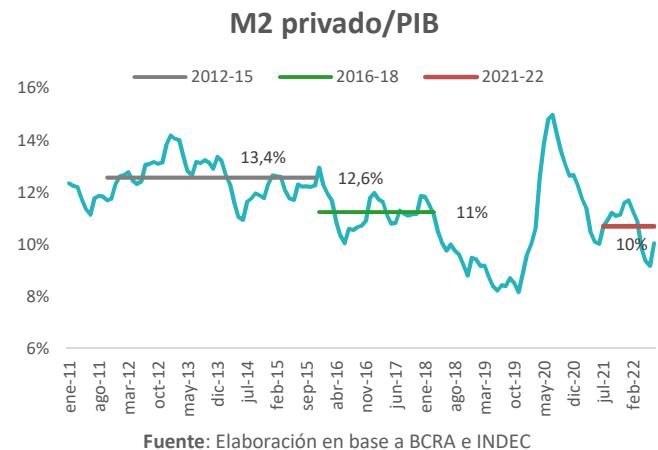
La otra cara de la dolarización: el “mundo pesos”

Las cuentas en dólares no son las únicas relevantes para explicar la dinámica del tipo de cambio: las cuentas en pesos también lo son. Dado que éstos son una fuente potencial de demanda de divisas -vía importaciones de bienes y servicios y ahorro, entre otros-, la liquidez interna también es relevante al momento de analizar las posibles causas de una devaluación.

Dicho esto, corresponde notar que las posibilidades de que el exceso de oferta de pesos se convierta en un exceso de demanda de divisas no siempre son las mismas. Por caso, en un esquema de controles de cambios, las opciones de demanda de moneda extranjera son menores -en tanto ni los ahorros ni los dividendos son dolarizables- que en un régimen flexible. En consecuencia, no es correcto hacer un análisis lineal de estas variables; no obstante, tampoco estaría bien dejarlas de lado: su repaso es necesario en cualquier escenario.

En esta línea, el primer indicador a considerar suele ser la liquidez privada en sentido amplio: billetes y monedas y dinero en cuenta corriente y cajas de ahorro (M2), especialmente en relación con el PIB. Si bien una suba de este indicador por encima de su media puede ser un buen síntoma, en tanto la demanda de liquidez puede crecer por motivos transaccionales -consumo e inversión-, también puede reflejar una cartera más pesificada que la tendencia, y anticipar así presiones sobre el frente cambiario.

En diciembre de 2013, cuando el dólar oficial había empezado deslizarse de manera diaria, pero sin un movimiento discreto, este *ratio* era de 14,1% en el promedio del último trimestre (se usan promedios para evitar problemas de estacionalidad), 1,3 puntos porcentuales (p.p.) por encima de la media 2012-2015 (12,8%). Teniendo presente lo que comentábamos en el primer apartado respecto de que la actividad ya mostraba algunas señales de debilidad, entendemos que la preferencia por la liquidez no tenía un origen real-productivo. Más aún, la brecha entre el dólar oficial y paralelo superaba el 50%, ubicándose casi 10 p.p. por encima del período (41,1%). Este número refleja que no solo había expectativas de devaluación relevantes, sino que, además, existía una liquidez que la convalidaba.



Una manera de alentar la demanda de pesos para ahorro es el aumento de su rendimiento. Aunque esta decisión suele tener un efecto negativo sobre la inversión y el consumo, ya que encarece el costo de financiamiento, el impacto de las devaluaciones suele ser más relevante -y regresivo- que el del endurecimiento de la política monetaria. Al cierre de 2013, la Badlar -que sirve de referencia para los plazos fijos mayores a 1 millón de pesos y en ese entonces era una tasa mayorista- arrojaba un rendimiento negativo de 0,8%, desalentando las colocaciones en pesos.

Por último, vale destacar que este aumento de la liquidez tenía como origen, en parte, el incremento de la asistencia del Banco Central al Tesoro Nacional que se venía registrando en los últimos años. Concretamente, ésta había pasado de 1,4% del PIB en 2011 a 2,6% en 2012 y 2013. Por lo tanto, parte de las mayores tensiones cambiarias eran respuesta a un Estado más expansivo y un mayor *crowding out* (sustitución de inversión privada por pública). No obstante, no es posible analizar esta variable de manera aislada: corresponde tener presente su costo de oportunidad de una menor actividad, *so pena* de aumentar las tensiones cambiarias.

En 2015, la situación presentó algunos cambios. Por un lado, la relación entre M2 y el PIB estaba en línea con la media de los años anteriores (12,2%), pero saltó rápidamente hacia diciembre (13,5% promedio último trimestre), a la vez que la Badlar tenía un rendimiento neutro respecto de la inflación - que en un contexto de altas expectativas de devaluación se vuelve negativo en dólares-. Sin embargo, la asistencia del Banco Central al Tesoro se había incrementado respecto de los años anteriores, pasando 2,6% mencionado al 3,2% en 2014 y a la zona del 3% en 2015. Así, a pesar de que los pesos líquidos no acumulaban muchos meses en niveles particularmente elevados, al sumar la perspectiva del sector público la dinámica se modifica: el *crowding out* se había intensificado.

Por su parte, la brecha cambiaria se ubicaba en torno del 50%, es decir, en un porcentaje similar al de la devaluación anterior. No obstante, en este caso, el *shock* cambiario -e incluso su *timing*- eran más esperables: el presidente electo había anunciado la flexibilización de las restricciones, lo que implicaba reintroducir una fuente de demanda de divisas y, lógicamente, encarecer su precio relativo. En síntesis, podemos

Badlar real ex ante, sobre media móvil 3 meses



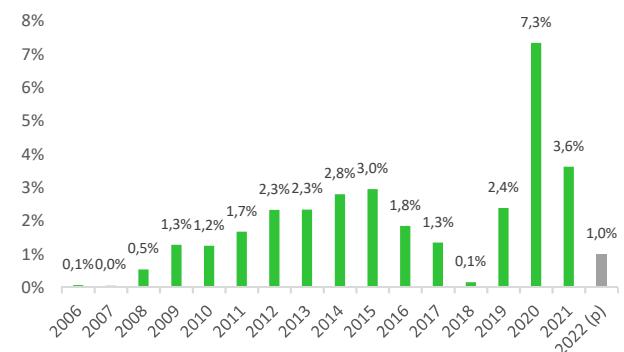
decir que el movimiento cambiario de 2015 no fue forzado por un desequilibrio del mercado monetario, sino más bien del sector externo y el desarme -esperado, anunciado y concretado- de las principales regulaciones.

En 2018, la situación fue radicalmente diferente a las anteriores. En primer lugar, porque no había controles de cambios, de modo que la velocidad de reacción de la demanda de divisas era mayor, al igual que las vías potenciales por las que se podía comprar dólares. Asimismo, por definición, en un contexto de mercado flexible la demanda de pesos es menor *ceteris paribus* a uno restringido: necesaria e inevitablemente, parte del ahorro se “filtró” hacia el mercado de cambios. En consecuencia, la tasa de interés de equilibrio, aquella que vacía el mercado, es mayor, también por definición.

Hacia fines de 2017, cuando el tipo de cambio real empezó a deslizarse levemente, la relación entre M2 y el PIB estaba en niveles elevados: 12,3% en el promedio del último trimestre, máximo de la gestión Sturzenegger. Asimismo, a pesar del compromiso con la meta de inflación y la tasa de interés como principal herramienta de política, la Badlar arrojaba un leve rendimiento positivo en términos reales (+0,1%). Dicho esto, vale destacar que la LEBAC tenía una tasa considerablemente mayor (+4 p.p. nominal, ubicándose así claramente en terreno real positivo), de modo que su atractivo -y dique de contención a la demanda de divisas- también lo era. Mejor aún, en la segunda mitad del 2017 electoral esta letra le había ganado tanto a la tasa de devaluación como a la de inflación, de modo que podía ser un refugio atractivo.

Sin embargo, sobre el cierre de 2017 y comienzos de 2018 algo se modificó: el gobierno de Macri relajó ciertas reformas fiscales que había prometido, en un contexto de baja de la tasa de interés de política monetaria, en pos de mejorar algo la alicaída competitividad del tipo de cambio real, y ausencia total de restricciones a la compra de divisas. Así, el desequilibrio no estuvo principalmente enfocado en la liquidez actual, sino en la esperada. Esta dinámica, en simultáneo con el déficit de cuenta corriente récord mencionado en la primera parte, ofició de condición necesaria y suficiente para desatar la primera corrida cambiaria. Dicho de otro modo, la doble velocidad del ajuste fiscal y monetario -más laxo en el primer caso, más fuerte en el segundo-, en un contexto de fuerte desequilibrio

Financiamiento monetario al Tesoro, como % del PIB



Fuente: Elaboración en base a BCRA e INDEC

externo de la economía real, generó la inconsistencia que terminó desatando el episodio de *stress* cambiario.

En la actualidad, la situación es diferente. Si bien el exceso de liquidez estaría en vías de ordenarse, especialmente luego de los recientes anuncios fiscales, el bajo *stock* de reservas brutas -ya comentado en la primera parte- estrecha el margen de acción en este frente. En consecuencia, al corregir las variables monetarias por el estado de situación de las reservas el escenario enciende algunas señales de atención. De esta forma, se entiende por qué la brecha cambiaria supera el 100%, aun en un contexto de superávit de cuenta corriente, bajos vencimientos de deuda en dólares en el corto plazo y un atraso “tolerable” del tipo de cambio real: el poder de fuego de la autoridad monetaria, sea para enfrentar tensiones de demanda de dólares por bienes y servicios sea para enfrentar tensiones generadas por excesos de liquidez y reacomodamientos de cartera, está en niveles bajos en la comparación histórica. Por eso la apuesta del nuevo equipo económico de restringir la liquidez (asistencia cero del Banco Central al Tesoro de acá a fin de año) en simultáneo con la búsqueda por aumentar la oferta de dólares -anuncios de *repos* y otras fuentes-: el problema no es solo la liquidez, actual o esperada, sino la débil posición de la autoridad monetaria en cuanto a reservas disponibles.

Impacto devaluaciones en actividad e inflación

Las devaluaciones abruptas del tipo de cambio suelen acelerar la inflación y golpear al nivel de actividad. A lo largo de nuestra historia, muchas veces Argentina necesitó más divisas de las que generó vía exportación de bienes, servicios y entrada de capitales productivos y financieros, forzando a ajustes del sector externo.

Según la teoría económica tradicional, el equilibrio debería re establecerse de manera virtuosa: un ajuste del tipo de cambio abarataría nuestra producción en relación con el resto del mundo, impulsando las ventas. Sin embargo, la historia demuestra que acá el superávit llega “por las malas”: el movimiento del tipo de cambio acelera la inflación, golpeando, secuencialmente, a los salarios, a la demanda interna y a las importaciones. Asimismo, dado que el volumen exportado es en gran medida inelástico a sus costos de producción -con los

Instrumentos de Regulación Monetaria, como % de las RRII



Fuente: Elaboración en base a BCRA

commodities agropecuarios como principal ejemplo-, los saltos acelerados de la oferta de divisas suelen estar más vinculados al sector real que al financiero.

Por lo tanto, analizar el impacto de las últimas devaluaciones en la actividad y la inflación es relevante. Dicho esto, vale destacar que, a diferencia de los primeros apartados, en este caso no nos enfocaremos en las causas inmediatas de un salto cambiario, sino en sus efectos.

Entre enero y octubre de 2013, la actividad económica promedió un crecimiento de 3,0% i.a., resultado esencialmente del elevado arrastre estadístico que había dejado 2012 (+2,9%).

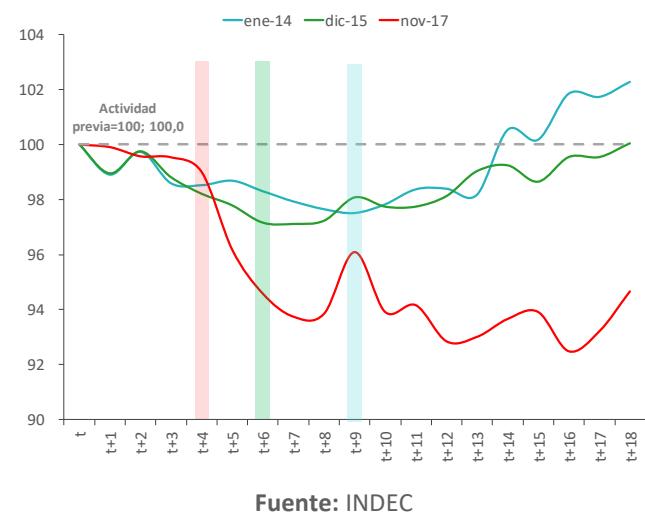
Más aún, al desagregar por componente de demanda se verifica una dinámica heterogénea: mientras que el consumo interno crecía por encima del 5% i.a., impulsado por un salario real que avanzaba 4% i.a., las cantidades exportadas de bienes y servicios caían 1,3% i.a. Se observa así cómo la devaluación llegó a una economía en crecimiento, pero con algunas señales de debilidad.

Este escenario empeoró luego de la corrección cambiaria: entre agosto de 2013 y marzo de 2014 (pico y piso relativo del Estimador Mensual de Actividad Económica, respectivamente), la producción cayó 3,5%. Más aún, después del crecimiento de febrero y marzo de 2013 hubo que esperar hasta octubre y noviembre de 2014 para encontrar dos meses consecutivos con saldo interanual positivo. A su turno, correspondió esperar hasta junio de 2015 para superar el nivel de actividad de agosto de 2013 -es decir, dieciséis meses después de la devaluación de enero-. Así, el impacto de la corrección cambiaria sobre la economía real fue relevante.

En otro orden, su efecto sobre el nivel general de precios (según el IPC 7 Provincias) fue algo menos significativo. Por caso, en el primer semestre de 2014, la inflación acumuló 19,6% (equivalente a 43,1% anualizado), porcentaje que se redujo a 12,2% en la segunda mitad del año (25,4% anualizado). Como resultado, esta variable cerró 2014 apenas por debajo del 35%, ubicándose “solo” 3 p.p. por encima de 2013 (+31,7% vs. +34,3%) y dejando un comienzo tranquilo para 2015.

Dos puntos se desprenden de este análisis. Por un lado, que la suba de precios volvió rápido a su nivel pre-devaluación e incluso quedó por debajo de ésta luego de la aceleración inicial.

Estimador Mensual de Actividad Económica, serie desestacionalizada, t=mes pre-devaluación



Fuente: INDEC

Por caso, en el segundo semestre de 2014 la inflación promedió 1,9% mensual, 0,6 p.p. menos que la media de la segunda mitad de 2013 y en línea con el primer semestre de ese año electoral. Por el otro, y resultado directo del primer punto, el *shock* inflacionario fue transitorio, sin efectos persistentes más allá del primer semestre. Para esto, fue fundamental la velocidad de ajuste de los contratos -en torno de un año- y que la nominalidad previa fuera relativamente baja, atenuando los potenciales impactos reales y sociales de la suba del tipo de cambio, así como los efectos espiralizadores.

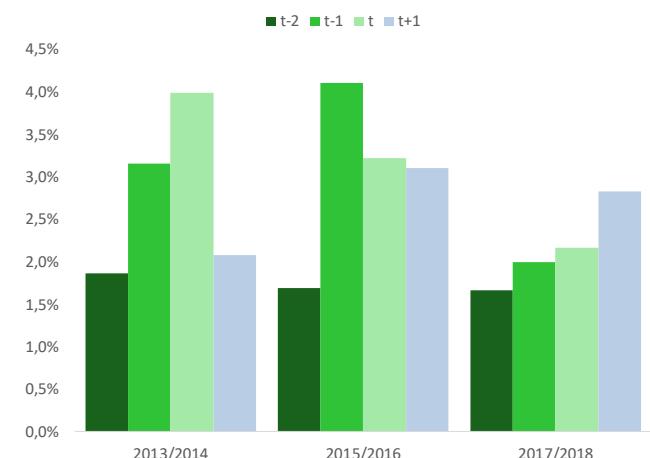
En diciembre de 2015 el escenario fue distinto. En primer lugar, porque el ajuste cambiario estuvo acompañado de una flexibilización de las restricciones a la compra de divisas, a la vez que también tuvieron lugar una suba relevante de la tasa de interés y de las tarifas de servicios públicos. Así, más allá de la magnitud de la corrección, que también fue mayor, las políticas que buscaban atenuar el golpe de la devaluación fueron menores.

Si en 2013 la economía había demorado 16 meses en recuperar su nivel pre-devaluación, en esta oportunidad ese número fue mayor: 19. Más aún, mientras que en 2014 se encadenaban dos meses de caída desestacionalizada con uno de recuperación, en 2016 la actividad hiló seis meses en rojo. Así, mientras que el retroceso acumulado tuvo un piso de 1,7% en el primer *shock*, este porcentaje casi se duplicó (-2,9%) en 2016.

A nivel de componentes de demanda, destaca que, mientras que en 2014 el consumo público fue la única variable que creció, a la vez que el consumo privado fue la que menos cayó, con un mejor rendimiento que las exportaciones y la inversión, en 2016 esta serie estuvo encabezada por las exportaciones, (+5,3% i.a.), en tanto el consumo público y privado retrocedieron 0,5% y 0,8%, respectivamente.

No obstante, y a pesar de estas diferencias, el PIB retrocedió 0,4 p.p. más en 2014 que en 2016 (-2,5% vs. -2,1%), incluso aun cuando 2013 había dejado un mayor arrastre estadístico que 2015 (-1,9% vs. -2,5%). Más aún, resalta que, mientras que la economía se contraíó en tres de los cuatro trimestres de 2014, en 2016 “solo” lo hizo en la primera mitad del año, creciendo muy moderadamente (+0,3% desestacionalizado) entre julio y septiembre. Por tanto, mientras que la caída fue más profunda

Inflación mensual promedio de cada trimestre, t=trimestre de devaluación



Fuente: INDEC e IPC 7 Provincias

en 2016, ésta duró más en 2014 (aunque, vale repetir, el nivel de actividad pre-corrección se alcanzó antes).

La dinámica fue diferente por el lado inflacionario. Primero, porque hubo un esfuerzo en corregir casi simultáneamente tipo de cambio y tarifas, algo que no se logró -y donde el segundo *shock* terminó absorbiendo al primero-. Así, la inflación pasó de la zona de 1,7% mensual promedio (22,3% anualizado) en el tercer trimestre de 2015 a la de 4,1% en el cuarto (60% anualizado) para bajar a la de 3,2% mensual en los primeros tres meses de 2016 (46,3% anualizado).

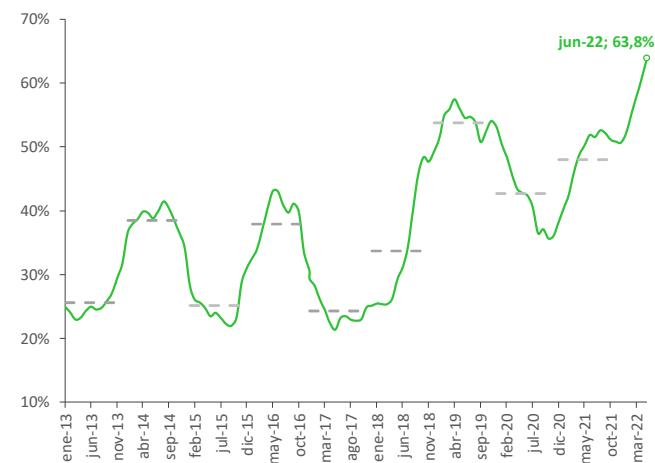
Por su parte, la suba de precios promedió 1,4% mensual en la segunda mitad de 2016 (17,5% anualizado), de modo que la baja fue significativa, a la vez que se extendió a todo el año 2017. No obstante, corresponde notar que el diagnóstico y las herramientas que la moderaron fueron diferentes a los de 2014: mientras que en el primer episodio las estrategias reposaban mayormente sobre la oferta, en el segundo éstas recayeron sobre la demanda, especialmente la tasa de interés. Por lo tanto, su efecto sobre el nivel de actividad fue diferente, y de ahí las conclusiones de la primera parte de este apartado.

En 2018, el escenario fue otro: la economía llegaba creciendo y la inflación se estaba acelerando producto de un tipo de cambio que empezaba a moverse más rápidamente, en pos de moderar la pérdida de competitividad. No obstante, este escenario configuró un rojo de cuenta corriente difícil de sostener, tal como mencionamos en la primera sección.

Antes de empezar el análisis, corresponde resaltar que al *shock* de demanda que representó la devaluación hay que sumar el golpe de oferta que implicó la sequía. Así, la caída del PIB fue “doble”, a la vez que la economía ya venía en retroceso: en el primer trimestre de 2018, el EMAE retrocedió, según la serie sin estacionalidad (s.e.), 0,4% respecto del cierre de 2017, a lo que se suma una caída de 2,8% en abril, dejando la contracción acumulada en torno de 4% (s.e.). No obstante, estos números se agrandaron luego del salto devaluatorio, y la actividad se redujo más de 6% en la primera mitad de ese año.

En otra escala, este indicador se contraíó 4% i.a. en el promedio del segundo trimestre, producto de una caída de 32% i.a. del sector agropecuario y un virtual estancamiento del resto de la economía (+0,2% i.a.). No obstante, esta dinámica se modificó

Inflación interanual, en gris el promedio de cada año



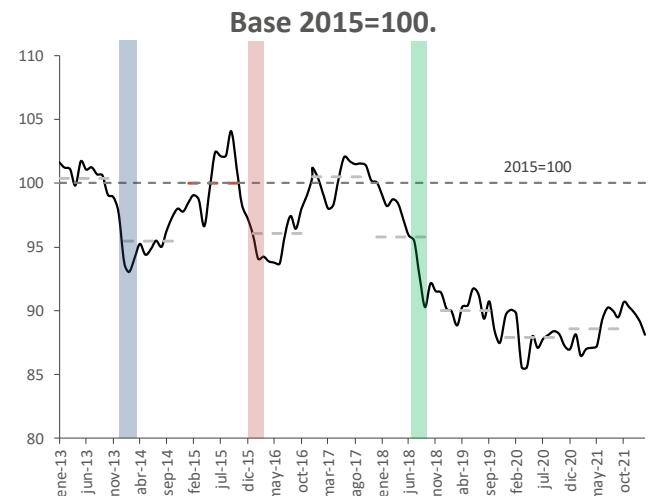
Fuente: INDEC e IPC 7 Provincias

en el tercer trimestre: mientras que el primero cayó “solo” 1,5% i.a., el resto de las ramas de actividad se redujo 3,9% i.a. Así, a la caída por oferta se le sumó el retroceso por demanda. Llegado este punto, el salto devaluatorio de agosto de 2018 (en la última semana de ese mes, el tipo de cambio saltó 21,4%) impide seguir con la comparación: hasta mayo de 2022, último dato disponible, no se recuperó el pico de actividad de noviembre 2017 (pandemia mediante).

Por su parte, la inflación se aceleró, pero no sensiblemente: pasó de la zona de 2,0% promedio mensual en el último trimestre de 2017 a la de 2,2% entre enero y marzo de 2018, para cerrar en 2,8% entre abril y junio (en términos anualizados: 26,9%, 29,3% y 39,8%). Por su parte, entre julio y septiembre la suba de precios promedió 4,5% mensual, equivalente a 69,4% anualizado, pero otro salto cambiario había vuelto a impactar. Por tanto, podemos decir que el efecto sobre los precios de la primera corrida no fue tan relevante: el esquema de un tipo de cambio flotante, en un contexto de fuerte ancla salarial, atenuó las tensiones.

Antes de cerrar, vale destacar que la situación actual es diferente a la de los episodios anteriores: en tanto los plazos de los contratos se acortaron en los últimos años, la nominalidad se ubica en niveles mucho más elevados. Para peor, la suba de precios viene acelerándose en un escenario donde los principales costos de la economía -tarifas, salarios y tipo de cambio oficial- se atrasan simultáneamente. Asimismo, el escenario internacional se convirtió en un acelerador de la inflación en lugar de ser un ancla de ésta, tal como pasaba en la última década. En consecuencia, los efectos nominales y reales de una devaluación -si no está ya incluida en los precios- podrían ser mayores, tanto en magnitud como en persistencia. De que se activen los efectos espiralizadores dependerá que este escenario pesimista se materialice.

Salario real (RIPTE) y promedio de cada año.



Fuente: INDEC, IPC 7 Provincias y Ministerio de Trabajo

Novedades

AGOSTO	Lunes 01	Martes 02	Miércoles 03	Jueves 04	Viernes 05
Nacionales	En julio, la recaudación tributaria alcanzó un total de \$ 1,7 billones, aumentando 87% i.a., y 71% i.a. para el acumulado del año.	En los primeros seis meses del año, el balance comercial registró un superávit USD3.093 millones.	En el segundo trimestre, los precios de las exportaciones e importaciones, respecto a igual período del año anterior, se incrementaron 22,5% y 23,8%, respectivamente.		Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). (BCRA, Jul.-22) Informe de trabajo registrado (SIPA). (May.-22, MTEySS)
Internacionales	Brasil: En julio, la balanza comercial fue positiva en USD5.440 millones.	Brasil: En junio, el índice de producción industrial disminuyó un 0,4% mensual.	Brasil: Subió la Selic en 0,5 puntos hasta 13,75%.		EE.UU.: En julio, la tasa de desempleo fue de 3,5%.
	Lunes 08	Martes 09	Miércoles 10	Jueves 11	Viernes 12
Nacionales		Índice de producción industrial manufacturero. (Jun.-22, INDEC) Índice de coyuntura de la actividad de la construcción. (Jun.-22, INDEC)	Índice de salarios. (Jun.-22, INDEC)	Índice de precios al consumidor. (Jul.-22, INDEC) Indicador sintético de servicios públicos. (May.-22, INDEC)	
Internacionales	Chile: Índice de precios al consumidor. (Jul.-22)	Brasil: Índice de precios al consumidor. (Jul.-22)	EE. UU.: Índice de precios al consumidor. (Jul.-22)		

El presente informe no podrá interpretarse o considerarse como un asesoramiento profesional para la realización de operaciones financieras. El Banco de la Provincia de Buenos Aires, sus directores, agentes o empleados no serán responsables por cualquier pérdida o daño, ya sea personal o patrimonial, que pudieran derivarse directa o indirectamente del uso y aplicación del contenido del presente informe. Para su reproducción total o parcial, agradecemos citar la fuente.



SÍNTESIS DE DATOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS

Categoría/variable	Período	Valor	Unidad de medida	Variación		
				Per. ant. *	i.a. **	Acum. ***
Internacional						
EMBI+Argentina	4-agosto-22	2.458	p.b.	-61 p.	869 p.	///
Precio del petróleo (WTI)	4-agosto-22	88,5	USD/barril	-8,2%	41,1%	///
Tasa Selic (Brasil)	3-agosto-22	13,8%	% anual	0,5 p.p.	9,5 p.p.	///
Fed Funds (EE.UU.)	4-agosto-22	2,50%	% anual	0 p.p.	2,25 p.p.	///
Precio de la soja	4-agosto-22	521,6	USD/tn	-1,6%	13,1%	///
Precio del trigo	4-agosto-22	287,9	USD/tn	-4,2%	9,1%	///
Precio del maíz	4-agosto-22	237,1	USD/tn	-2,1%	10,4%	///
Actividad económica						
Supermercados-INDEC	may-22	179.639,2	Mill. de \$	///	62,4%	61,4%
Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE-INDEC)	may-22	16161,0%	2004 = 100	0,3% ⁽¹⁾	7,4%	6,2%
Utilización de la Capacidad Instalada (INDEC)	may-22	68,4%	%	///	6,9 p.p.	4,04 p.p.
Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC-INDEC)	may-22	198,9	2004 = 100	0,4% ⁽¹⁾	19,9%	6,3%
IPI Manufacturero (INDEC)	may-22	136,3	2004 = 100	-1,1% ⁽¹⁾	11,9%	5,7%
PIB a precios de mercado, valores constantes	I-22	691.652,2	Mill. de \$	0,9% ⁽¹⁾	6,0%	6,0%
Patentamiento de vehículos-DNRPA	jul-22	39.100	Unidades	9,7%	17,9%	2,2%
Producción de vehículos-ADEFA	jul-22	44.033	Unidades	-9,0%	37,9%	27,6%
Mercado de trabajo						
Índice de salarios -INDEC	may-22	517,6	Oct-16=100	///	52,9%	22,3%
Asalariados registrados del sector privado (SIPA)	abr-22	6.100,8	Miles de personas	0,5% ⁽¹⁾	3,5%	3,6%
Remuneración promedio del empleo registrado - SIPA	abr-22	136.402,9	\$ por mes	///	58,3%	56,7%
Tasa de ocupación-EPH	IV-21	43,6%	% pob. total	0,7 p.p.	3,5 p.p.	4,12 p.p.
Tasa de desempleo-EPH	IV-21	7,0%	% de la PEA	-1,2 p.p.	-4 p.p.	-2,8 p.p.
Fiscal						
Recaudación nacional	jul-22	1.745.178,0	Mill. de \$	///	87,0%	71,0%
Resultado primario sector público nacional	jun-22	-321.644,4	Mill. de \$	///	109,9%	263,3%
Resultado financiero sector público nacional	jun-22	-396.577,4	Mill. de \$	///	90,7%	142,2%
Gasto primario sector público nacional	jun-22	1.523.532,4	Mill. de \$	///	65,6%	75,3%
Precios						
IPC Nacional-Nivel General (INDEC)	jun-22	793,0	Dic-16=100	5,3%	64,0%	36,2%
IPC Nacional-Estacionales (INDEC)	jun-22	880,3	Dic-16=100	6,6%	84,5%	45,8%
IPC Nacional-Núcleo (INDEC)	jun-22	819,6	Dic-16=100	5,1%	65,5%	35,4%
IPC Nacional-Regulados (INDEC)	jun-22	662,1	Dic-16=100	5,3%	46,9%	32,8%
Índice de Precios Mayoristas - INDEC (IPIM)	jun-22	1.214,8	Dic-15=100	4,8%	57,3%	34,9%
Índice de Costo de la Construcción-INDEC	jun-22	1993=100		6,3%	55,7%	29,9%
Comercio exterior						
Exportaciones (ICA)	jun-22	8.432,0	Mill. USD	5,4% ⁽¹⁾	20,3%	25,3%
Importaciones (ICA)	jun-22	8.547,0	Mill. USD	5,4% ⁽¹⁾	44,6%	44,3%
Saldo balanza comercial (ICA)	jun-22	-115,0	Mill. USD	///	-110,4%	-54,7%
Cuenta corriente en % del PBI	I-22	-0,2%	%	-0,25 p.p.	-0,3 p.p.	-0,3 p.p.
Cuenta financiera en % del PBI	I-22	-0,3%	%	-0,37 p.p.	-0,47 p.p.	-0,47 p.p.
Tipo de cambio real multilateral (diario)	3-agosto-22	94,7	17/12/15=100	0,7%	-16,3%	-17,0%
Tipo de cambio real bilateral ARG-BR (diario)	3-agosto-22	91,6	17/12/15=100	1,1%	-9,0%	-7,7%
Monetario y financiero						
Índice Merval	4-agosto-22	120.437,2	índice	-5,5%	85,0%	68,0%
Badlar-Bancos Privados	3-agosto-22	55,3%	% anual	5,06 p.p.	24 p.p.	9,4 p.p.
Plazo fijo a 30-44 días (Total general)	3-agosto-22	55,9%	% anual	6,16 p.p.	25,46 p.p.	9,17 p.p.
Tasa de política monetaria	3-agosto-22	60,0%	% anual	8 p.p.	22 p.p.	8,18 p.p.
UVAs (Unidad de Valor Adquisitivo)	4-agosto-22	136,8	\$/UVA	1,2%	62,6%	54,5%
CER (Coeficiente de estabilización de referencia)	4-agosto-22	54,3	Coef.	1,2%	62,7%	54,6%
Tipo de cambio \$/USD (diario)	4-agosto-22	132,6	\$/USD	1,2%	37,0%	24,9%
Reservas Internacionales (diario)	1-agosto-22	38.038,9	Mill. USD	-4,3%	-10,7%	-1,7%
Depósitos SPNF (\$+USD)	1-agosto-22	13.427.127,5	Mill. de \$	3,5%	65,8%	54,6%
Préstamos SPNF (\$+USD)	1-agosto-22	6.173.403,8	Mill. de \$	2,8%	68,0%	49,9%
Provincia de Buenos Aires						
Total Recaudación Provincial	jun-22	118.641,0	Mill. de \$	///	72,7%	61,1%
Exportaciones (acumulado)-INDEC	may-22	13.737,9	Mill. USD	///	39,7%	///
Supermercados PBA-INDEC	may-22	61.218,0	Mill. de \$	///	57,5%	60,6%
Indicador Sintético Industria Manufacturera (ISIM-PBA)	abr-22	95,0	2012=100	0,6% ⁽¹⁾	4,5%	3,8%
Asalariados registrados del sector privado. PBA	abr-22	1.932,3	Miles de personas	0,5% ⁽¹⁾	3,7%	3,9%
Patentamiento de vehículos PBA-DNRPA	jul-22	10.864	Unidades	///	19,6%	0,6%

*Para la variación de los datos diarios, se consideró como período anterior el quinto día hábil anterior a la fecha actual.

**En caso de que el mismo período del año anterior fuera fin de semana o feriado, se consideró el día hábil inmediato posterior.

*** En los casos de CER, expectativas de inflación, tasas de interés de política y la categoría Precios, la variación acumulada se calculó tomando como referencia el último período del año pasado (mes o día, según corresponda).

(1) Para el cálculo se ha tomado la serie desestacionalizada

Glosario

Per. ant. : Variación respecto al período anterior p.p. : puntos porcentuales

i.a. : Variación respecto al mismo período del año anterior p.b. : puntos básicos

acum. : Variación acumulada interanual p. : puntos

/// : No corresponde el cálculo, no existe el dato o su cómputo resulta irrelevante