

Semana Económica

Informe General

N°747

Del 22 al 28 de octubre de 2022

Reservas, acuerdo con el Club de París y cierto impulso a la demanda

En la última semana, el Banco Central vendió poco más de USD 70 millones, llevando a USD 370 millones el acumulado del mes. Aunque el saldo negativo se revierte al contemplar los USD 5.000 millones comprados en septiembre, resultado del Programa de Incentivo Exportador, el acumulado en el año (USD +4.600 millones) sigue por debajo de igual período del 2021 (USD +6.400 millones).

El “dólar soja” fortaleció a las reservas brutas, que crecieron casi USD 3.000 millones en los últimos dos meses (+8%), apuntaladas, además por la compra de divisas mencionada, por la primera cuota del financiamiento del BID (USD 700 millones), en tanto la segunda llegaría antes del cierre del año y sería de USD 500 millones.

En este marco, se relajaron las perspectivas fiscales y del frente externo, al menos en el corto plazo. Como señal de esto sobresalen i) el lanzamiento del Programa Ahora 30, un plan que ofrece treinta cuotas mensuales a una tasa efectiva anual del 48% para la compra de electrodomésticos nacionales con un tope de facturación agregado de 1,2% del PIB y sin costo fiscal, en tanto se financiaría con la flexibilización de encajes no remunerados, ii) la implementación del IFE 5, un bono de ARS 45.000 a pagar en dos cuotas iguales en noviembre y diciembre y que alcanzará a 2,1 millones de personas, con un costo fiscal cercano a 0,1% del PIB, a la vez que iii) se está estudiando el pago de un bono a los trabajadores privados formales.

En un sentido similar, la semana pasada iv) la autoridad monetaria anunció que mantendrá sin cambios su tasa de interés de referencia, producto de “la evolución pasada y prospectiva del nivel general de precios y la dinámica del mercado de cambios” entendemos que hasta mediados de octubre (cuando se publica el IPC de octubre). Estas decisiones reflejan cierta moderación del sesgo contractivo que había adquirido la política económica, enfocada en recomponer el *stock* de reservas y frenar la aceleración inflacionaria luego de una buena primera parte del año en materia de actividad (la economía creció 3% entre el último trimestre del año pasado y agosto de 2022, último dato disponible).

Más allá de este rebalanceo, las cuentas externas seguirán siendo un foco de política económica de cara al año próximo: los mercados de futuros proyectan una caída de los precios internacionales de las materias primas agropecuarias (en torno del 5%, dependiendo del cultivo), en un marco de menor crecimiento global y mayores tasas de interés. Asimismo, la sequía que afecta a la zona núcleo de la región pampeana estaría provocando pérdidas por poco más de USD 1.000 millones para la temporada 2023.

Señal de las menores expectativas de devaluación en lo inmediato -pero también de la mayor preferencia por el corto plazo- es el mayor apetito de los títulos públicos a tasa fija: mientras que su participación había representado poco menos del 50% de las colocaciones totales en agosto y septiembre (excluyendo al BOTE), ésta rozó el 70% en octubre.

Por último, este viernes se llegó a un acuerdo con el Club de París, a quien se le deben cerca de USD 2.000 millones a una tasa de interés del 9% anual. Si bien todavía no se conocen los detalles, y sus pagos/entradas se excluyen de la meta de reservas pautaada con el FMI, el arreglo también podría contribuir a la estabilidad del frente externo.

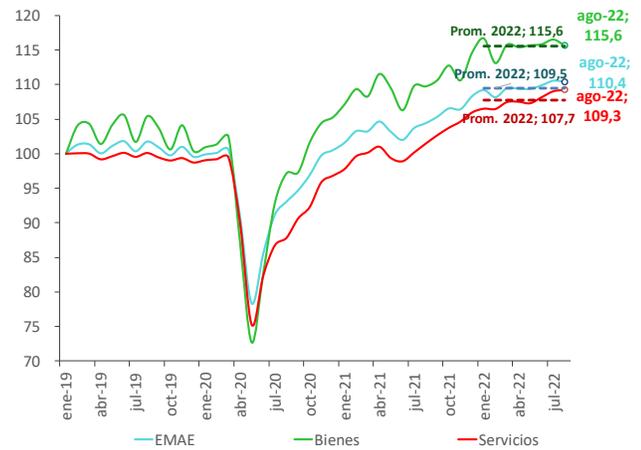
Política económica de 2022 y perspectivas 2023

En la primera mitad de 2022, la economía mostró dos dinámicas contrapuestas. Por un lado, la actividad creció 3% respecto del último trimestre del año pasado. Por el otro, la inflación acumuló 36,1%, promediando 5,3% mensual, más de 2 p.p. por encima del cierre de 2021 (en torno del 3%). El aumento del nivel de empleo (+2,4% en el primer semestre desestacionalizado, alrededor de 500 mil puestos de trabajo entre formales e informales) en un marco de estabilidad de los salarios reales (-0,1% para el universo privado registrado y -1,4% para el total) producto de una suba de precios mayor a la esperada explicó parte de este resultado.

Ahora bien, aunque la dinámica real era alentadora, había algunas dudas sobre su sostenibilidad. Con un Banco Central que compró poco menos de USD 2.000 millones en el mercado durante su época de estacionalidad alta producto de la salida de la cosecha gruesa (en 2021, este número había rozado USD 6.500 millones), un FMI que desembolsó alrededor de USD 5.000 millones netos –“compensando” los pagos de capital de la segunda mitad del año pasado por USD 4.000 millones- y pérdidas por USD 3.800 millones por la depreciación del Yuan, que redujo el monto en dólares del *swap*, y otras operaciones del sector público, las reservas brutas crecieron USD 3.100 millones en la primera mitad del 2022, quedando casi 5% por debajo de los niveles de un año atrás.

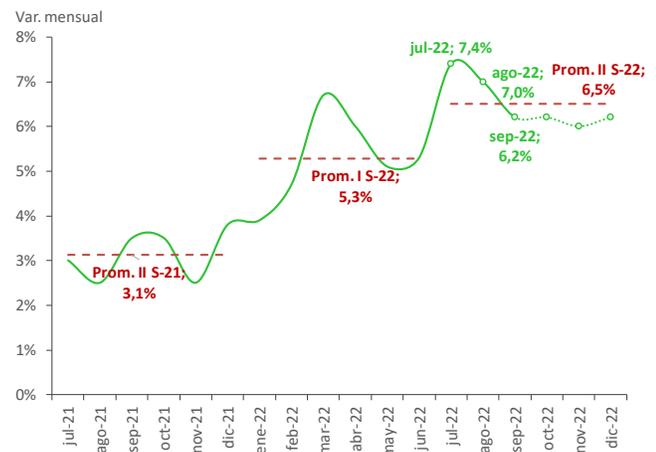
En este contexto, y cambios en el Ministerio de Economía mediante, la segunda parte del año apuntaba a moderar el crecimiento de la actividad, relajando así las necesidades de dólares, y a desacelerar la inflación para recuperar certidumbre -en medio de un escenario internacional algo más complejo que los últimos años-. Así, se intensificaron los controles sobre la compra de divisas para importar bienes, afectando la oferta productiva, a la vez que se ajustó la tasa de interés real (+1,9 p.p. entre la media del primer semestre y los datos de octubre, usando como base la inflación esperada). En igual sentido, los ingresos del sector público nacional crecieron por encima de sus gastos entre julio y septiembre, algo que no había pasado entre enero y junio (+21,7 p.p. de diferencia en los últimos tres meses en la tasa

Serie EMAE desestacionalizada, bienes y servicios, ene-19=100



Fuente: INDEC y estimaciones GEE

Inflación mensual, promedio semestral y proyecciones REM



Fuente: INDEC y REM-BCRA



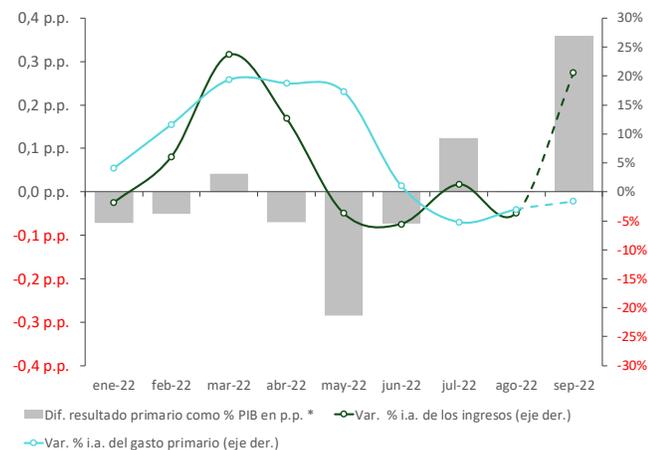
de crecimiento interanual vs. -10,3 p.p. en los anteriores), reduciendo su carácter expansivo.

Sin embargo, el efecto inmediato no fue el esperable *a priori*. Por el contrario, la actividad creció 0,5% entre julio y agosto, llevando, entre otras cosas, al resultado comercial a terreno negativo -y provocando que la economía real necesite más dólares de los que genera para funcionar por tres meses seguidos, algo que no pasaba desde 2018-. Más aún, conforme a nuestras estimaciones desestacionalizadas, la tasa de crecimiento de bienes más que duplicó a la de servicios en el período (+1,5% y +0,7%, respectivamente, con una industria creciendo 0,4% mensual promedio, 0,2 p.p. por encima del ritmo de avance del primer semestre). Considerando que las restricciones cuantitativas se enfocaban en el primero, nuestras perspectivas eran menos auspiciosas. En tanto, el patrón de crecimiento profundizó su esquema intensivo en dólares y en generación de empleo, lo que podía volverlo más resistente en un contexto de elevada inflación, pero menos sostenible considerando la escasez de divisas.

En otro orden, la inflación se aceleró en lugar de moderarse (algo que era más previsible) en el segundo semestre. Los ajustes de tarifas y otros precios regulados, los mayores controles a la compra de divisas y la incertidumbre que generan sobre los costos de reposición y ciertos movimientos externos, entre otros factores y en un marco de alta inercia, llevaron a la suba de precios a la zona del 7% mensual promedio entre julio y septiembre. Además de la aceleración propiamente dicha, se sumaron dudas sobre las pérdidas de referencias nominales y la frecuencia de los ajustes de precios. Así, si bien las expectativas de inflación siguieron siendo a la baja, ésta se volvió cada vez más lenta, a la vez que los datos terminaron superando a las proyecciones casi de manera sistemática.

En septiembre, y con casi USD 5.000 millones de reservas netas pendientes de acumulación para cumplir con el objetivo del Fondo pautado a principios de año, se puso en marcha el Programa de Incentivo Exportador, más conocido como “dólar soja”: un tipo de cambio fijo de 200 ARS/USD para los exportadores oleaginosos, vigente hasta el 30/09. Con las expectativas de apreciación que generó, logró captar cerca de USD 8.000 millones, cumpliendo un rol fundamental para impulsar la acumulación de reservas brutas en septiembre

Tasa de crecimiento interanual ingresos y gastos del Estado Nacional



*Es la diferencia interanual del resultado primario en términos del PIB
Fuente: IMIG Hacienda

Salario real, trabajadores privados registrados



Fuente: INDEC y REM-BCRA

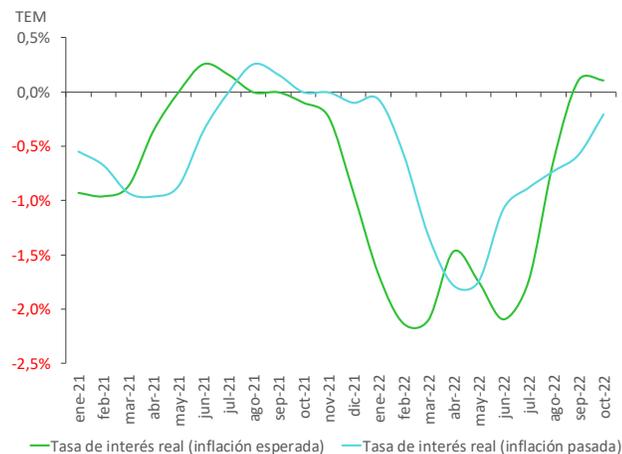
(USD +4.700 millones, si incluimos el desembolso del Fondo de octubre, originalmente pautado para el tercer trimestre), estabilizó al frente externo, al menos en el corto plazo. A modo de ejemplo, en septiembre los títulos *dollar linked* comprimieron casi 5 p.p contra agosto. Además de la cuestión cambiaria, el “dólar soja” marca una nueva estrategia del gobierno: en lugar de restringir la demanda, se incentivó la oferta, premiando a quienes liquidaban cuando el Banco Central más lo necesitaba.

En la actualidad, las reservas brutas están 8,1% por encima del cierre de agosto y, aunque no hay desembolsos del Fondo hasta diciembre, el cierre del año parece menos desafiante. Dicho esto, un comentario importante: en un contexto de crecimiento del nivel de actividad tirado por sectores intensivos en dólares, las buenas noticias de la economía real podrían tensar el frente externo, tanto en 2022 como en 2023. Considerando el proceso electoral que se acerca, y la caída de la actividad por al menos un semestre que suelen provocar las devaluaciones, no podemos descartar un movimiento en el corto plazo; no obstante, luego del “dólar soja” y la recomposición de reservas este escenario perdió probabilidad de ocurrencia.

En este contexto de recomposición de reservas -y de estancamiento o caída de la actividad según las estimaciones preliminares, públicas y privadas-, octubre trajo algunas novedades en materia de política económica. Después de ciertas políticas que apuntaban a la moderación fiscal, en las últimas semanas se lanzó Ahora 30, un plan que ofrece hasta treinta cuotas mensuales a una tasa de interés efectiva del 48% para la compra de electrodomésticos nacionales a las firmas que mantengan sus precios durante el último trimestre. Si bien este programa será algo más limitado que el Ahora 12 (según nuestras estimaciones, la facturación del último había alcanzado 2% del PIB en 2021, mientras el Ahora 30 tiene un tope de ARS 100.000 millones, equivalentes a 1,2% del Producto) y no tendría costo fiscal *ex ante* dado que se financiaría con la flexibilización de encajes no remunerados, sí podría tener un costo en materia de divisas, dado que incrementaría las importaciones de bienes intermedios del rubro beneficiado.

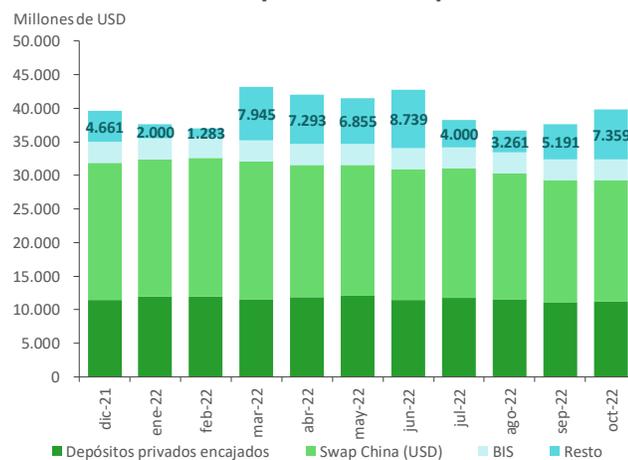
El Programa de Incentivo Exportador no solo ayudó al *stock* de reservas: también lo hizo con el flujo de ingresos del Estado.

Tasa de interés real, promedio móvil tres meses de inflación (expectativas REM)



Fuente: INDEC, BCRA y REM BCRA

Stock de reservas brutas, criterio de activo con o sin contrapartida en el pasivo



Fuente: BCRA

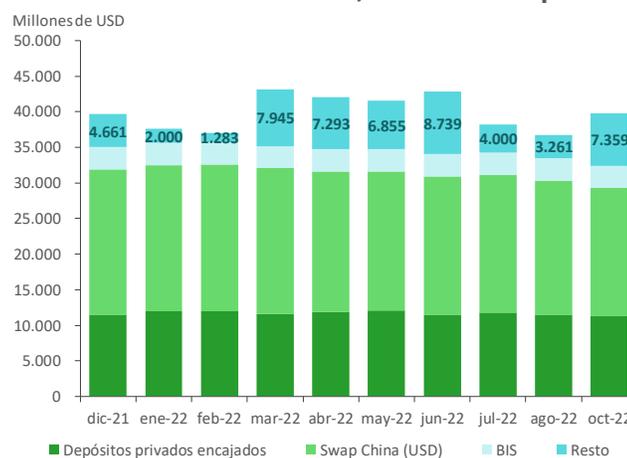


En este sentido, la entrada récord por retenciones que provocó (no solo por las mayores cantidades exportadas, sino también por el aumento de la base imponible), aligeró los objetivos fiscales pautados con el FMI. Con este punto de partida, y para fortalecer los ingresos de las familias golpeadas por la inflación, se anunció el IFE 5: un bono de ARS 45.000 a pagar en dos cuotas iguales en noviembre y diciembre. Considerando que alcanzará a 2,1 millones de personas, tendría un costo fiscal cercano a 0,1% del PIB (contra 0,4% de éste que aportó el “dólar soja”, el doble que en igual mes del año pasado). De la misma forma que con Ahora 30, vemos un plan expansivo pero acotado, que en este caso sí tiene asociado un costo fiscal; por el contrario, el impacto cambiario no es inmediato.

En el plano internacional, la dinámica también apunta a una menor disponibilidad de divisas para nuestro país, en tanto los precios futuros de los productos agropecuarios se están negociando a la baja: en el promedio de 2023, la soja caería 5,6% respecto del tercer trimestre de 2022 y sus derivados casi 10%, el maíz 11% y el trigo 2%. No obstante, en este último caso, hay una pérdida de casi 4,4 millones de toneladas del área sembrada por el fenómeno de La Niña -sequía-, equivalentes a poco más de USD 1.300 millones. En consecuencia, sea por políticas que apuntalan la actividad y las importaciones, o por un escenario internacional que no aporta grandes novedades, el panorama cambiario se habría tensado en las últimas semanas. Resta dimensionar el ahorro que representará el encarecimiento del “dólar turista”, cuenta que explicó la salida de USD 4.600 millones entre enero y agosto de 2022, el triple que en igual período del año pasado.

En este marco, el interrogante por la consistencia externa de 2023 sigue vigente: la misma podría lograrse por dos grandes vías: cuenta corriente, lo que sería más genuino de cara al mediano plazo, en tanto representan dólares que no implicarán un repago en el futuro, pero a la vez más contractivo (si asumimos a las exportaciones de bienes y servicios fijas en un contexto global adverso), o por la cuenta capital. En este sentido, la entrada de USD 700 millones del BID en octubre y otros USD 1.200 millones que aportarían organismos multilaterales de crédito antes del cierre del año dan un indicio de algunas ayudas exógenas que podrían llegar.

Stock de reservas brutas, criterio de liquidez



Fuente: BCRA



Novedades

OCTUBRE	Lunes 24	Martes 25	Miércoles 26	Jueves 27	Viernes 28
Nacionales		<p>En agosto, las ventas de supermercados, medidas a precios constantes, mostraron una retracción de 0,2% i.a.. En igual sentido, las canalizadas a través de autoservicios mayoristas descendieron 2,1%i.a.</p> <p>Las ventas en los centros de compras evidenciaron un incremento de 15,9% i.a., a precios constantes, en agosto.</p>	<p>En agosto, el saldo real de crédito en pesos al sector privado disminuyó 3,4% (+3,3% nominal), respecto del mes anterior.</p>	<p>En octubre, el Índice de Confianza del Consumidor a nivel nacional bajó 4,1% respecto a septiembre.</p> <p>En el II-22, la deuda externa del sector privado totalizó USD 83.358 millones, registrando una suba trimestral de USD 2.712 millones.</p>	
Internacionales	<p>China: el PIB creció 3,9% i.a., en el III-22.</p> <p>China: la producción industrial subió 6,3% i.a., en el III-22.</p>	<p>Brasil: la confianza del consumidor se redujo 0,4 p.p. mensual, en octubre.</p>		<p>EE.UU: el PIB observó un incremento trimestral de 2,6%, en el III-22.</p> <p>Brasil: la tasa de desocupación se ubicó en 8,7% de la población activa, en el III-22.</p>	
NOVIEMBRE	Lunes 31	Martes 1	Miércoles 2	Jueves 3	Viernes 4
Nacionales	<p>Índice de salarios (Ago-22, INDEC)</p> <p>Informe de Pagos Minoristas (Sept-22, BCRA)</p>		<p>Índices de precios y cantidades del comercio exterior (III-22, INDEC)</p>		<p>Relevamiento de Expectativas de Mercado (Oct-22, BCRA)</p>
Internacionales		<p>Brasil: Producción industrial (Sept-22)</p> <p>Brasil: Balanza comercial (Oct-22)</p>	<p>EE.UU: decisión de tasa de interés</p> <p>Chile: PIB (Sept-22)</p>	<p>EE.UU: Balanza comercial (Sept-22)</p> <p>Eurozona: Tasa de desocupación (Sept-22)</p>	<p>EE.UU: Tasa de desocupación (Oct-22)</p>

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	27-oct-22	2.589	p.b.	-154 p.	920 p.	///
Precio del petróleo (WTI)	27-oct-22	97,0	USD/barril	5,0%	28,3%	///
Tasa Selic (Brasil)	27-oct-22	13,8%	% anual	0 p.p.	6 p.p.	///
Fed Funds (EE.UU.)	27-oct-22	3,25%	% anual	0 p.p.	3 p.p.	///
Precio de la soja	27-oct-22	512,6	USD/tn	-0,5%	12,4%	///
Precio del trigo	27-oct-22	308,5	USD/tn	-1,3%	10,4%	///
Precio del maíz	27-oct-22	268,6	USD/tn	-0,3%	22,4%	///
Actividad económica						
Supermercados-INDEC	ago-22	225.510,6	Mill. de \$	///	80,6%	68,0%
Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE-INDEC)	ago-22	150,1	2004 = 100	0,4%(1)	6,4%	6,4%
Utilización de la Capacidad Instalada (INDEC)	ago-22	69,5	%	///	5,1 p.p.	4,1 p.p.
Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP-INDEC)	jul-22	187,0	2004 = 100	-0,1%(1)	8,1%	8,9%
IPI Manufacturero (INDEC)	ago-22	143,2	2004 = 100	0,4%(1)	7,6%	6,1%
Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC-INDEC)	ago-22	216,9	2004 = 100	-2,1%(1)	7,3%	6,4%
PIB a precios de mercado, valores constantes	II-22	768.729,1	Mill. de \$	1,0%(1)	6,9%	6,5%
Producción de vehículos-ADEFA	sep-22	52.193	Unidades	///	19,9%	28,2%
Mercado de trabajo						
Índice de salarios -INDEC	jul-22	692,3	Oct-16=100	///	68,7%	41,8%
Asalariados registrados del sector privado (SIPA)	jul-22	6.159,9	Miles de personas	0,6%(1)	4,8%	4,0%
Remuneración promedio del empleo registrado - SIPA	jul-22	157.573,0	\$ por mes	///	66,8%	61,7%
Tasa de ocupación-EPH	II-22	44,2%	% pob. total	0,9 p.p.	2,49 p.p.	2,1 p.p.
Tasa de desempleo-EPH	II-22	5,7%	% de la PEA	-0,8 p.p.	-3,21 p.p.	-2,9 p.p.
Fiscal						
Recaudación nacional	sep-22	2.127.180,7	Mill. de \$	///	117,9%	77,0%
Resultado primario sector público nacional	sep-22	80.624,3	Mill. de \$	///	-159,3%	56,4%
Resultado financiero sector público nacional	sep-22	-4.444,1	Mill. de \$	///	-97,7%	65,1%
Gasto primario sector público nacional	sep-22	1.562.195,9	Mill. de \$	///	78,9%	73,7%
Precios						
IPC Nacional-Nivel General (INDEC)	sep-22	967,3	Dic-16=100	6,2%	83,0%	66,1%
IPC Nacional-Estacionales (INDEC)	sep-22	1.189,7	Dic-16=100	11,7%	122,2%	97,1%
IPC Nacional-Núcleo (INDEC)	sep-22	991,3	Dic-16=100	5,5%	82,3%	63,8%
IPC Nacional-Regulados (INDEC)	sep-22	771,9	Dic-16=100	4,5%	62,1%	54,8%
Índice de Precios Mayoristas - INDEC (IPIM)	sep-22	1.484,3	Dic-15=100	5,5%	78,4%	64,8%
Índice de Costo de la Construcción-INDEC	sep-22		1993=100	7,0%	73,1%	60,2%
Comercio exterior						
Exportaciones (ICA)	sep-22	7.407,0	Mill. USD	0,9%(1)	-2,2%	15,2%
Importaciones (ICA)	sep-22	6.993,0	Mill. USD	-5,4%(1)	18,8%	40,4%
Saldo balanza comercial (ICA)	sep-22	414,0	Mill. USD	///	-75,4%	-78,8%
Cuenta corriente en % del PBI	II-22	-0,1%	%	0,1 p.p.	-0,6 p.p.	-0,5 p.p.
Cuenta financiera en % del PBI	II-22	-0,3%	%	0,1 p.p.	-0,6 p.p.	-0,6 p.p.
Tipo de cambio real multilateral (diario)	27-oct-22	88,9	17/12/15=100	0,4%	-16,0%	-17,5%
Tipo de cambio real bilateral ARG-BR (diario)	27-oct-22	86,4	17/12/15=100	-1,4%	-6,0%	-8,7%
Monetario y financiero						
Índice Merval	27-oct-22	148.109,6	índice	8,8%	73,5%	72,9%
Badlar-Bancos Privados	26-oct-22	68,4%	% anual	-0,2 p.p.	35,1 p.p.	15,5 p.p.
Plazo fijo a 30-44 días (Total general)	26-oct-22	69,0%	% anual	0,5 p.p.	35,2 p.p.	15,3 p.p.
Tasa de política monetaria	24-oct-22	75,0%	% anual	0 p.p.	37 p.p.	15 p.p.
UVAs (Unidad de Valor Adquisitivo)	27-oct-22	163,9	\$/UVA	1,4%	80,0%	59,7%
CER (Coeficiente de estabilización de referencia)	27-oct-22	65,0	Coef.	1,4%	80,1%	59,9%
Tipo de cambio \$/USD (diario)	27-oct-22	155,7	\$/USD	1,4%	56,3%	31,1%
Reservas Internacionales (diario)	24-oct-22	39.665,7	Mill. USD	2,9%	-7,8%	-5,5%
Depósitos SPNF (\$+USD)	24-oct-22	15.272.980,6	Mill. de \$	0,0%	79,2%	59,5%
Préstamos SPNF (\$+USD)	24-oct-22	6.643.890,0	Mill. de \$	-3,0%	66,3%	54,7%
Provincia de Buenos Aires						
Supermercados PBA-INDEC	ago-22	76.381,6	Mill. de \$	///	80,4%	67,1%
Exportaciones (acumulado)-INDEC	ago-22	22.654,7	Mill. USD	///	26,1%	///
Indicador Sintético Industria Manufacturera (ISIM-PBA)	jul-22	100,7	2012=100	-0,1%(1)	7,6%	7,0%
Total Recaudación Provincial	ago-22	124.567,0	Mill. de \$	///	97,7%	69,3%
Asalariados registrados del sector privado. PBA	jul-22	1.942,3	Miles de personas	0,5%(1)	5,0%	4,1%
Patentamiento de vehículos PBA-DNRPA	sep-22	9.436	Unidades	///	6,2%	3,1%

*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