

Semana Económica

Informe General

N°753

Del 3 al 7 de diciembre de 2022

El Banco Central acumula reservas con el impulso del dólar soja

En la última semana, el Banco Central compró USD 235 millones, lo que implica un promedio diario de poco menos USD 80 millones, equivalente a una caída de casi 10% respecto de la media de la semana pasada. Este retroceso obedeció a los menores ingresos del Programa de Incremento Exportador, más conocido como “dólar soja” (USD 130 millones de promedio diario vs. USD 190 millones), en tanto las ventas al resto de la economía pasaron de USD 100 millones a USD 55 millones. Considerando que en la segunda mitad de noviembre este número había promediado USD -70 millones, resalta que la segunda edición del “dólar soja” estaría más explicada por la meta de acumulación de reservas acordada con el FMI que por una virtual relajación de algunas restricciones al control de cambios.

Luego de ocho jornadas del Programa, las reservas netas de encajes, swap y otros pasivos de corto plazo del Banco Central crecieron alrededor de USD 1.000 millones, la mitad que lo necesario para cumplir la meta. Si bien todavía no pasó la mitad del mes, sí se liquidó casi la mitad de lo comprometido por las entidades agropecuarias al momento del lanzamiento del Programa (USD 1.355 millones vs. USD 3.000 millones).

En esta línea, sobresale que, en noviembre, el saldo comercial con Brasil fue positivo (USD +50 millones) por primera vez en el año. Si bien este mes suele ser estacionalmente positivo en el intercambio bilateral (por caso, en 2021 marcó el mayor saldo del año), la dinámica se explicó por la moderación de las importaciones, que pasaron de crecer al 40% i.a. entre julio y octubre a menos de 15% i.a. en noviembre, ya que las exportaciones también redujeron su tasa de crecimiento, al pasar de +14,3% i.a. entre julio y octubre a -7,8% i.a. el mes pasado. Teniendo presente los pronósticos de crecimiento de la economía brasileña, esperamos que esta reversión del déficit continúe en los próximos meses (diciembre también suele ser un mes positivo en este frente).

Por su parte, el miércoles de la semana que viene será la anteúltima licitación de títulos del Tesoro en 2022, en un contexto en el cual el Palacio de Hacienda buscará dar cumplimiento al Programa Financiero según las premisas de su acuerdo con el FMI, y el “dólar soja” podría contribuir a flexibilizar las necesidades de fondos del último mes del año: en este sentido, esperamos ingresos extraordinarios por ARS 200.000 millones en diciembre (0,2% del PIB) que ayudarían a cumplir la meta fiscal y habilitar el desembolso de marzo 2023.

La semana próxima se conocerá el dato de inflación de noviembre, donde los indicadores de alta frecuencia vienen arrojando buenas señales y se podría retomar el sendero de desaceleración iniciado en septiembre. Más aún, es probable que el IPC Núcleo avance por debajo del 6% mensual por tercera vez consecutiva, algo que no había sucedido en la segunda mitad del año, es decir, luego de la aceleración de julio.

Cuentas fiscales 2023: exigencia anual, flexibilidad entre julio y septiembre

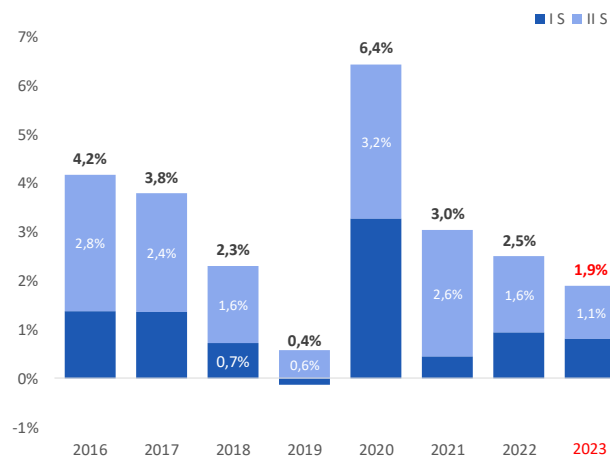
En 2022, el déficit fiscal primario será menor a ARS 2,0 billones: el acuerdo con el FMI fijó este techo nominal a mediados de año -en el acuerdo de marzo este número era algo menor, producto de la menor inflación esperada-, de modo que se alcanzarían los cuatro objetivos trimestrales, destrabando esta parte de los desembolsos.

Ahora bien, a pesar de los cumplimientos, la trayectoria de esta variable fue dispar a lo largo del año. El sendero del déficit acordado con el Fondo era más flexible entre enero y junio que entre julio y diciembre, considerando su estacionalidad típica-histórica. Concretamente, mientras que en el primer semestre de este año se acumuló el 40% del rojo primario anual, en 2021 este porcentaje fue del 15%, a la vez que se ubicó entre el 30% y el 35% en 2016-2018. Más aún, en 2019, el primer semestre fue superavitario, en tanto la segunda mitad tuvo un saldo negativo. Consecuencia de la pandemia y el desorden fiscal que provocó, 2020 mostró un sendero excepcional, donde la primera mitad del año acumuló el 50% del rojo.

Se entiende así cómo, a pesar de que entre enero y junio los ingresos del sector público crecieron por debajo de los gastos operativos, algo que se invirtió entre julio y octubre, último dato disponible (64,9% y 75,3% vs. 93,4% y 69,2%, respectivamente), los objetivos fiscales se alcanzaron sin problemas: las exigencias del acuerdo con el Fondo no se condecían con la estacionalidad histórica del resultado fiscal primario, siendo más flexibles al principio y más austeras al final.

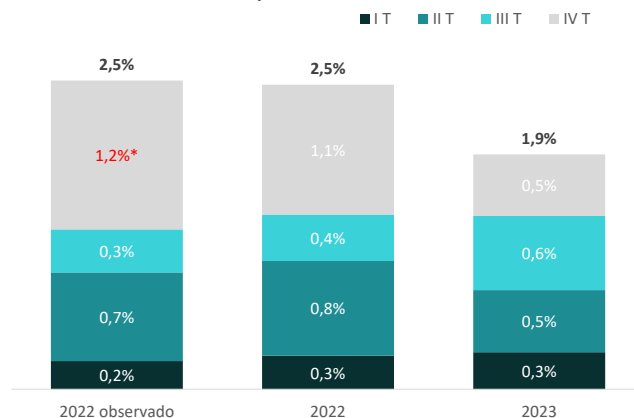
En 2023 también habrá que cumplir metas fiscales con el organismo multilateral: el resultado primario deberá pasar de -2,5% del PIB en 2022 a -1,9% el año que viene. Más aún, considerando cierta contabilidad “propia” del acuerdo con el Fondo, el esfuerzo será 0,3 p.p. mayor: los ingresos derivados por rentas de la propiedad, es decir, por la colocación de títulos públicos por un precio mayor que su valor de cara tuvieron un tope de 0,3% del PIB en 2022 y de 0 en 2023. En consecuencia, el “esfuerzo” no será solo de 0,6 p.p., sino, *a priori*, de 0,9 p.p. En un sentido similar, sobresale que el Programa de Incremento Exportador, más conocido como dólar soja, sumó

Déficit primario por semestre
%PIB



Fuente: Elaboración propia en base a Hacienda, INDEC y Acuerdo con el Fondo Monetario Internacional

Metas trimestrales
Déficit primario, % del PIB



*Margen hasta 2,5%

Fuente: Elaboración propia en base a Hacienda e INDEC y Acuerdo con el Fondo Monetario Internacional

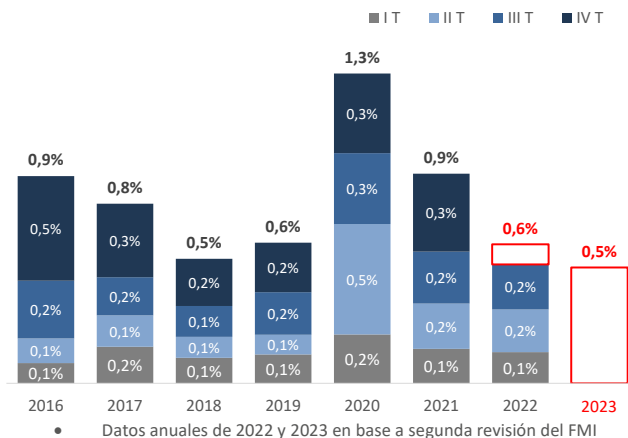
ingresos extraordinarios por retenciones por 0,2 p.p. del PIB, que, suponiendo que no se repetirían el año que viene, endurecerían las exigencias. Analizar entonces la estacionalidad del déficit en el año electoral nos permitirá anticipar cómo podría responder el gasto público antes las distintas demandas -dado que para aumentar los impuestos es necesaria la aprobación del Congreso, tiene sentido asumirlos fijos ex ante-.

En este punto, resalta que en la primera mitad del año que viene el déficit primario debería acumular el 40% del total anual, ubicándose en valores similares a los de este (2,5 p.p. por encima). No obstante, hay una diferencia en el segundo semestre: mientras que entre julio y septiembre se podría acumular un tercio del rojo anual, el doble que este año (15%), en el cuarto trimestre solo se puede concentrar el 25% de este número, 20 p.p. menos que en 2022 -y más de 30 p.p. por debajo del registro del último año electoral (en 2021, este número fue del 60%)-. Si bien las metas son “techos”, es decir, números que no se pueden superar, asumiendo que en cada trimestre estas se alcanzan en su totalidad, tendríamos este escenario.

De esta dinámica se desprende que las necesidades de ordenar las cuentas públicas no serán homogéneas a lo largo del año: por el contrario, éstas serán moderados en la primera parte, en tanto que permitirán ciertas flexibilidades en el tercer trimestre a costa de un ajuste algo más agresivo en el cuarto.

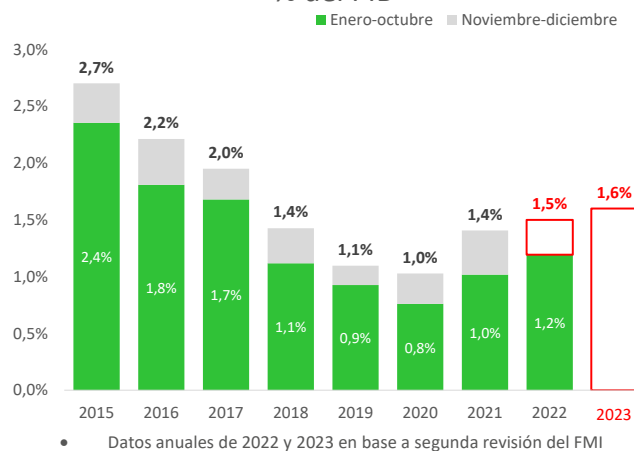
Dicho esto, vale destacar que, como todos los años, el desequilibrio deberá ser financiado. Dado que el acuerdo con el Fondo también topea las transferencias del Banco Central al Tesoro (1,0% del PIB en 2022, de los que estimamos se usarán 0,7%, y 0,6% en 2023), una parte de éste se solventará con nuevas colocaciones de deuda pública, especialmente en pesos, considerando las complicaciones existentes para colocar títulos en moneda extranjera. En este sentido, y teniendo presente las tensiones de las últimas licitaciones, donde la incertidumbre político-económica complicó la oferta de títulos con vencimiento más allá de octubre 2023, entendemos que el déficit del arranque del año que viene podría ser incluso menor al techo acordado con el FMI. Entre enero y marzo vencen más de ARS 2.200 millones con acreedores privados según nuestras estimaciones (poco más de 1,0% del PIB de ese año),

Transferencias corrientes a provincias %PIB



Fuente: Elaboración propia en base a Hacienda e INDEC

Gasto de Capital % del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a Hacienda e INDEC

endureciendo las exigencias de colocación de corto plazo -y reduciendo la oferta de pesos para solventar el rojo primario-: mientras que el déficit no puede superar los ARS 440 mil millones, las obligaciones financieras lo quintuplican.

Antes de cerrar, vale destacar que las posibilidades de moderar el gasto no son iguales en todas las partidas. Prestaciones sociales tiene una actualización automática por fórmula, dependiendo de la inflación pasada, a la vez que el Palacio de Hacienda se comprometió en el acuerdo a llevar el gasto de capital -obra pública- a la zona de 1,6% del PIB (+0,3 p.p. respecto de este año). En contraposición, subsidios económicos, transferencias a provincias o gastos de funcionamiento (salarios) tienen mayores márgenes de discrecionalidad. Por lo tanto, los cambios no solo serán temporales, sino también de composición.

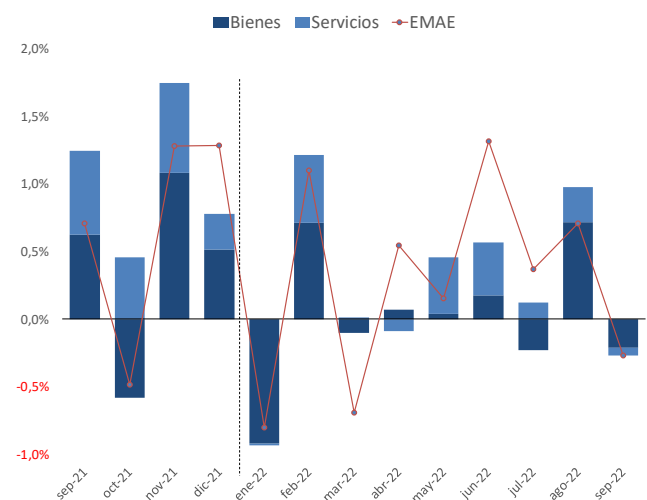
La actividad desacelera en el cierre de 2022, ¿recupera en 2023?

Entre enero y septiembre de este año, la economía se expandió: después del retroceso del primer trimestre (-0,4%), trepó 2% entre abril y junio y 0,8% entre julio y septiembre, acumulando un avance de 2,5% en los primeros nueve meses del 2022. Más aún, al comparar con el promedio del mismo período del 2021, se verifica un crecimiento de 5,4%, que llegaría a 5,8% si el nivel de actividad se mantuviera inalterado durante el cuarto trimestre.

Sin embargo, tanto el Relevamiento de Expectativas de Mercado del Banco Central como el Presupuesto elaborado por el Ministerio de Economía proyectan crecimientos menores para el año; en consecuencia, podemos afirmar que estiman caídas para octubre-diciembre. En esta línea, septiembre habría revertido la tendencia: la contracción de 0,3% mensual respecto de agosto pareciera más el inicio de una “nueva etapa” que un mal paso puntual -como, por ejemplo, en enero de este año, cuando la economía cayó casi 1% mensual, producto del golpe que provocó el rebrote de Coronavirus por Ómicron-.

Aunque septiembre no fue el primer mes del 2022 con una caída desestacionalizada -además de enero, la economía se

EMAE, evolución mensual desestacionalizada



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

contrajo en marzo y julio-, sí fue el primero en donde bienes y servicios cayeron a la vez (-0,7% y -0,1%, respectivamente), y no por factores “exógenos” como podría ser el COVID. Así, podemos intuir que el menor dinamismo habría empezado a ser una tendencia generalizada y no una evolución particular de un sector puntual en un momento del tiempo. La aceleración inflacionaria del segundo semestre, más el retroceso del poder adquisitivo entre julio y septiembre, en un marco de menor creación de empleo y mayores restricciones a la compra de divisas para importaciones de bienes explican este deterioro.

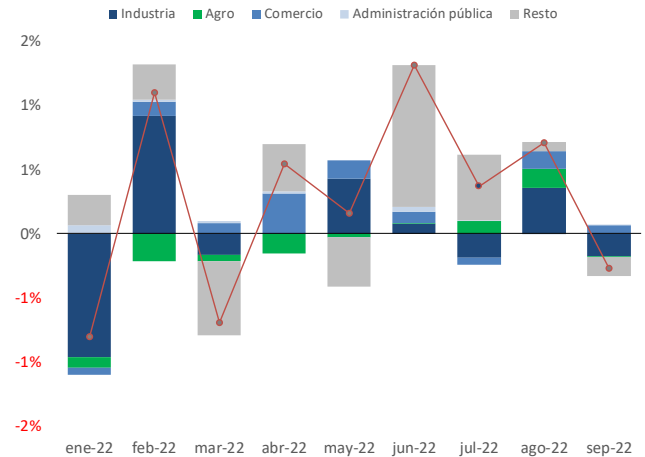
A modo de ejemplo del último punto, sobresale que, si bien la posición del Banco Central en el mercado cambiario mejoró a partir de la última semana de junio, esta recuperación se explicó más por menores ventas al “resto de la economía” que por mayores compras al sector agropecuario. Concretamente, las primeras pasaron de crecer al 70% i.a. en el primer semestre, al 40% i.a. entre julio y agosto a caer 7% i.a. en septiembre. Más aún, reforzando esta dinámica, la caída fue de 22,3% i.a. en octubre y de 19,8% i.a. en noviembre. Por lo tanto, entendemos que el retroceso de la economía se habría profundizado en los últimos meses, y seguido en los primeros días de diciembre.

En términos sectoriales, resalta que las tres principales ramas de la actividad -agricultura y ganadería, industria y comercio- mostraron caídas desestacionalizadas en septiembre, algo que tampoco había pasado en el año, con la excepción del mencionado enero cuando el shock exógeno de oferta tuvo un efecto transversal.

En contraste, si bien los impuestos crecieron 1,4% durante el mes bajo análisis, producto de la recaudación extra que aportó la primera edición del Programa de Incremento Exportador, más conocido como “dólar soja”, (ARS 400.000 millones, equivalente a 0,4% del PIB), moderando la caída agregada, su avance fue extraordinario y no se repetiría en los próximos meses: por el contrario, siguiendo la recaudación de octubre y noviembre este avance se habría revertido en el corto plazo.

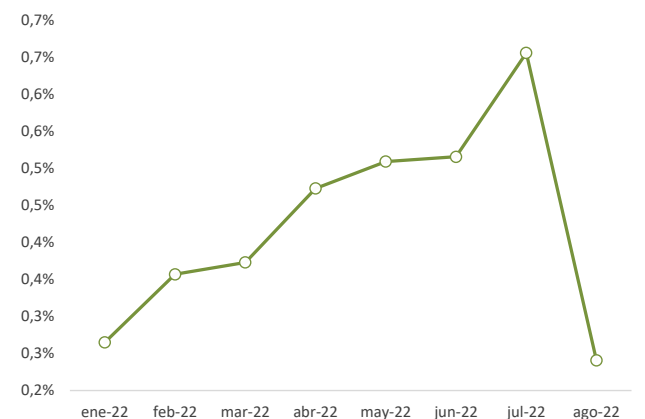
Considerando los números del tercer trimestre como dados, la actividad debería caer 1,5% desestacionalizado entre octubre y

EMAE Desestacionalizado por oferta, contribución al crecimiento por sector



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Evolución del empleo registrado



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Trabajo SIPA

diciembre -número similar, por ejemplo, al del arranque de 2014 o al cuarto trimestre de 2018- para crecer menos de 5,5% en 2022. Si este fuera el caso, el arrastre estadístico de 2023 sería de -0,1%, de modo que no traería problemas sustanciales para el crecimiento.

Sin embargo, considerando la dinámica reciente del salario real y del empleo, las perspectivas se moderan. Más aún, si tenemos que la meta fiscal del año próximo (ver sección **Fiscal**) impedirá que el sector público sea un motor de la demanda en el corto plazo, y que el objetivo de acumulación de reservas acordado con el FMI (USD +500 millones en el primer trimestre y USD +3.100 en el segundo, USD 4.800 millones en el año) obligará al Banco Central a mantener el control de cambios, de mínima, forzando al resto de la economía a ajustar su compra de divisas -oficiales-, las expectativas de rápida recuperación de esta caída se atenúan. La clave estará en la dinámica inflacionaria: si la nominalidad se relajase en el corto plazo, dado que las actualizaciones salariales se hicieron esperando subas mayores, esto podría alentar al consumo. La pregunta será de dónde saldrán las divisas necesarias para sostener una eventual recuperación. ¿Podrán los servicios, con una baja necesidad histórica de dólares, sostener a la economía?

Evolución del salario real según SIPA y Monitor de Paritarias



Fuente: Elaboración propia en base a MTEySS y escenario de paritarias de la Gerencia de Estudios Económicos (GEE)



Novedades

DICIEMBRE	Lunes 5	Martes 6	Miércoles 7	Jueves 8	Viernes 9
Nacionales			En octubre de 2022, la industria creció 3,5% i.a. y se contrajo 1,1% respecto de septiembre. En octubre de 2022, el indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) cayó 0,9% i.a. y creció 3,5% respecto de septiembre.	Feriado Nacional	Feriado nacional
Internacionales		EE. UU.: En octubre de 2022, el déficit de balanza comercial alcanzó USD 78,2 mil millones y se deterioró 5,4% respecto del mes previo.	Eurozona: En el tercer trimestre de 2022 el PIB se incrementó 0,3% respecto del trimestre previo y 2,3% respecto del mismo trimestre de 2021.		
	Lunes 12	Martes 13	Miércoles 14	Jueves 15	Viernes 16
Nacionales		Indicador sintético de servicios públicos (ISSP). (sep-22, INDEC)	Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). (oct-22, INDEC)	Índice de precios al consumidor (IPC). (nov-22, INDEC) Informe de avance del nivel de actividad. (3er trimestre, INDEC)	
Internacionales		EE. UU.: Índice de inflación. (nov-22)	EE. UU.: Decisión de tasa de interés.	Eurozona: Decisión de tasa de interés, Banco Central Europeo.	

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	Periodo	Valor	Unidad de medida	Variación		
				Per. ant. *	I.a. **	Acum. ***
Internacional						
EMBI+Argentina	6-dic-22	2.386	p.b.	67 p.	639 p.	///
Precio del petróleo (WTI)	7-dic-22	79,9	USD/barril	-8,1%	12,1%	///
Tasa Selic (Brasil)	6-dic-22	13,75%	% anual	0 p.p.	6 p.p.	///
Fed Funds (EE.UU.)	7-dic-22	4,00%	% anual	0 p.p.	3,75 p.p.	///
Precio de la soja	7-dic-22	537,9	USD/tn	-0,5%	18,7%	///
Precio del trigo	7-dic-22	267,5	USD/tn	-5,7%	-9,0%	///
Precio del maíz	7-dic-22	248,1	USD/tn	-4,8%	7,5%	///
Actividad económica						
IPI Manufacturero (INDEC)	oct-22	134,8	2004 = 100	-1,1%(1)	3,5%	5,7%
Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC-INDEC)	oct-22	200,8	2004 = 100	-3,5%(1)	-0,9%	5,5%
Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE-INDEC)	ago-22	150,1	2004 = 100	-0,3%(1)	6,4%	6,4%
Supermercados-INDEC	sep-22	232.153,2	Mill. de \$	///	88,7%	70,5%
Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP-INDEC)	ago-22	184,9	2004 = 100	-1,0%(1)	6,6%	8,7%
Utilización de la Capacidad Instalada (INDEC)	sep-22	68,6	%	///	2,3 p.p.	4,1 p.p.
Producción de vehículos-ADEFA	oct-22	52.415	Unidades	///	27,8%	28,1%
PIB a precios de mercado, valores constantes	II-22	768.729	Mill. de \$	1,0%(1)	6,9%	6,5%
Mercado de trabajo						
Índice de salarios -INDEC	sep-22	787,1	Oct-16=100	///	78,7%	61,2%
Asalariados registrados del sector privado (SIPA)	ago-22	6.185,4	Miles de personas	0,1%(1)	4,9%	4,2%
Remuneración promedio del empleo registrado - SIPA	ago-22	167.274,8	\$ por mes	///	73,0%	63,1%
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	nov-22	1.953.850,0	Mill. de \$	///	88,8%	79,9%
Resultado primario sector público nacional	oct-22	-103.049,1	Mill. de \$	///	///	///
Resultado financiero sector público nacional	oct-22	-185.251,4	Mill. de \$	///	///	///
Gasto primario sector público nacional	oct-22	1.603.707,0	Mill. de \$	///	63,5%	72,4%
Precios						
IPC Nacional-Nivel General (INDEC)	oct-22	1.028,7	Dic-16=100	6,3%	88,0%	76,6%
IPC Nacional-Estacionales (INDEC)	oct-22	1.297,3	Dic-16=100	9,0%	124,1%	114,9%
IPC Nacional-Núcleo (INDEC)	oct-22	1.046,3	Dic-16=100	5,5%	86,4%	72,9%
IPC Nacional-Regulados (INDEC)	oct-22	829,1	Dic-16=100	7,4%	70,9%	66,3%
Índice de Precios Mayoristas - INDEC (IPIM)	oct-22	1.555,2	Dic-15=100	4,8%	81,8%	72,7%
Índice de Costo de la Construcción-INDEC	oct-22		1993=100	6,8%	77,6%	71,2%
Comercio exterior						
Exportaciones (ICA)	oct-22	7.901,0	Mill. USD	7,0%(1)	15,1%	15,3%
Importaciones (ICA)	oct-22	6.074,0	Mill. USD	-8,4%(1)	15,8%	38,2%
Saldo balanza comercial (ICA)	oct-22	1.827,0	Mill. USD	///	13,1%	-68,4%
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)	5-dic-22	93,6	17/12/15=100	3,0%	-9,5%	-17,1%
Tipo de cambio real bilateral ARG-BR (diario)	5-dic-22	88,6	17/12/15=100	2,0%	-1,4%	-8,2%
Monetario y financiero						
Índice Merval	7-dic-22	169.319,5	índice	0,5%	89,7%	73,7%
Badlar-Bancos Privados	5-dic-22	68,8%	% anual	-0,3 p.p.	35,3 p.p.	17,8 p.p.
Plazo fijo a 30-44 días (Total general)	5-dic-22	69,1%	% anual	0,2 p.p.	35,1 p.p.	17,6 p.p.
Tasa de política monetaria	5-dic-22	75,0%	% anual	0 p.p.	37 p.p.	17,8 p.p.
UVAs (Unidad de Valor Adquisitivo)	7-dic-22	177,8	\$/UVA	1,4%	86,4%	63,0%
CER (Coeficiente de estabilización de referencia)	7-dic-22	70,5	Coef.	1,4%	86,6%	63,2%
Tipo de cambio \$/USD (diario)	5-dic-22	169,1	\$/USD	1,5%	67,2%	34,8%
Reservas Internacionales (diario)	1-dic-22	38.188,2	Mill. USD	2,9%	-8,1%	-6,0%
Depósitos SPNF (\$+USD)	1-dic-22	17.369.746,6	Mill. de \$	0,0%	89,8%	63,0%
Préstamos SPNF (\$+USD)	1-dic-22	7.259.890,1	Mill. de \$	-3,0%	65,4%	56,3%
Provincia de Buenos Aires						
Total Recaudación Provincial	sep-22	140.706,3	Mill. de \$	///	98,9%	73,0%
Supermercados PBA-INDEC	sep-22	79.204,3	Mill. de \$	///	90,4%	69,9%
Exportaciones (acumulado)-INDEC	sep-22	25.488,8	Mill. USD	///	23,7%	///
Asalariados registrados del sector privado. PBA	ago-22	1.949,7	Miles de personas	0,3%(1)	5,1%	4,3%
Indicador Sintético Industria Manufacturera (ISIM-PBA)	ago-22	104,2	2012=100	-0,7%(1)	11,1%	7,6%
Patentamiento de vehículos PBA-DNRPA	nov-22	9.431	Unidades	///	18,0%	5,2%

*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

i.a.: Variación respecto al mismo período del año anterior

acum.: Variación acumulada interanual

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

p.p.: puntos porcentuales

p.b.: puntos básicos

p.: puntos