

Semana Económica

Informe General

N°757

Del 31 de diciembre de 2022 al 6 de enero de 2023

Pagos de deuda en dólares y canje de títulos en pesos: inicio de 2023

En el arranque de 2023, el Banco Central compró USD 60 millones, quedando por debajo del promedio semanal de diciembre (USD +400 millones), cuando estaba vigente la segunda edición del Programa de Incremento Exportador, más conocida como “dólar soja”, pero por encima de octubre y noviembre (USD -80 millones). En este punto, sobresale que el objetivo de acumulación de reservas entre enero y marzo acordado con el FMI (USD 500 millones) implica una suba promedio de USD 40 millones por semana, y que las intervenciones de la autoridad monetaria en el mercado cambiario no son lineales en el primer trimestre, sino que mejoran a medida que avanzan los meses, dado que en marzo comienza la salida de la cosecha gruesa.

No obstante, debe tenerse en cuenta que la semana que viene hay vencimientos de deuda por más de USD 2.300 millones, de los cuales USD 1.000 millones corresponden a pagos de interés por títulos públicos -repartidos entre el sector privado y el sector público-, de modo que afectarán la acumulación de “reservas netas” según el criterio del Fondo. Por el contrario, los USD 1.300 millones restantes son a este organismo multilateral, por lo que no impactarán en esta cuenta.

En relación con el frente externo, las últimas estimaciones sobre el impacto de la sequía en la cosecha arrojan que la misma ya no solo afectaría a los cereales (trigo y maíz), sino también a oleaginosos, principalmente soja. Si bien las mismas son previsorias, y podrían mejorar en el corto plazo (hasta marzo no habrá datos definitivos), las condiciones climáticas serán un factor relevante para el comportamiento de las exportaciones agropecuarias en 2023.

En relación con el “segmento pesos”, esta semana el Tesoro canjeó ARS 3,1 billones de vencimientos del primer trimestre. Así, quedaron obligaciones financieras por ARS 1,6 billones para el período enero-marzo (ARS 0,4 billones para enero, ARS 0,5 para febrero y ARS 0,7 billones para marzo, asumiendo en ambos casos ajustes por inflación y tipo de cambio para los títulos a tasa variable) que en buena medida habrían quedado en manos del sector privado, ya que las principales tenencias del sector público habrían sido canjeadas.

El techo de déficit fiscal primario acordado con el FMI es de ARS 0,4 billones para el primer trimestre (0,3% del PIB, +0,1 p.p. respecto del rojo acumulado en el comienzo de 2022), de modo que Economía tendría necesidades por poco menos de ARS 2 billones en el primer trimestre, de las cuales hasta ARS 0,15 billones pueden cubrirse con asistencia monetaria. En este sentido, vale destacar que los depósitos de Hacienda en el BCRA cerraron el año pasado en torno de ARS 1 billón (y que en marzo llegarían USD 5.300 millones producto de la revisión de diciembre 2022 que estimamos que se va a aprobar, equivalentes a ARS 1,1 billones) y que, en caso de ser necesario, podrían monetizarse.

En otro orden, destaca que el próximo jueves 12 de enero el INDEC publicará el dato de inflación de diciembre. Luego de la desaceleración de noviembre (-1,4 p.p., cuando la suba de precios pasó de 6,3% en octubre a 4,9%), la tasa de interés quedó claramente en terreno positivo: +1,3% mensual en el caso de la tasa de política monetaria y +1,4% en el caso de la LEDE a 90 días en el mercado primario. En un escenario en el cual el ritmo de depreciación del tipo de cambio comenzó a mostrarse a la baja (pasó de subir al 6% mensual promedio en el arranque de diciembre a 5% mensual en la actualidad), la flexibilización nominal de la política monetaria dependerá de que la reducción del ritmo de inflación se consolide y extienda en el tiempo.

Escasez de dólares como limitante de la actividad, hoy ¿y mañana?

Entre enero y octubre de 2022, la economía creció 2,3%, equivalente a un promedio mensual de +0,2%. Más allá de este dato positivo, existieron ciertos vaivenes y heterogeneidades: en tanto la actividad trepó 1,7% en el primer semestre (+0,3% mensual) y saltó 1,1% entre julio y agosto (acelerando a +0,5% por mes), se redujo 0,5% en el acumulado de septiembre y octubre (-0,2% mensual). Así, se verifica una mejora en el año, pero que se viene diluyendo en los últimos meses.

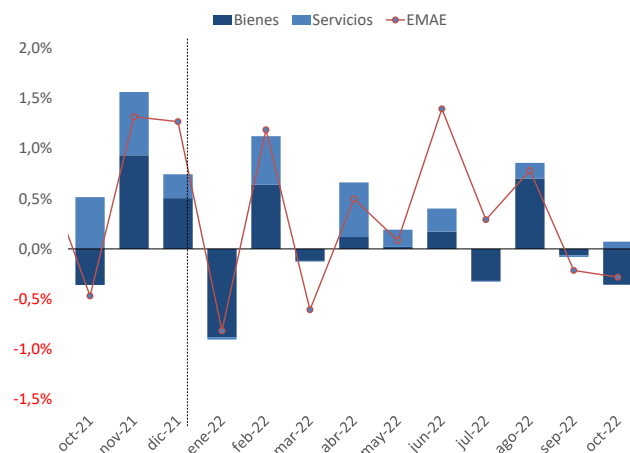
En este marco tiene sentido analizar qué revirtió la dinámica positiva y, no menor, cómo habría seguido esta lógica en noviembre y diciembre. De esta manera, podremos pensar qué pasará en 2023.

En primer lugar, sobresale que el estancamiento actual se explica más por razones de oferta que de demanda. Si bien el poder adquisitivo y el gasto público empezaron a contraerse de manera desestacionalizada (por caso, el salario real privado registrado retrocedió 1,3% entre agosto y octubre, a la vez que el gasto primario pasó de crecer 11,7% en términos reales entre enero y junio a caer 8% en el bimestre bajo análisis), por lo que está en retroceso, el “número” de la caída y los factores explicativos de última instancia obedecen a razones cambiarias, es decir, de oferta de dólares.

En el primer semestre, la venta de divisas del Banco Central a la economía no agropecuaria (saldo BCRA menos compras a CIARA-CEC, cámara de oleaginosas y cereales) creció 70% i.a., porcentaje que se redujo a 40% i.a. en julio y agosto, para transformarse en una caída en septiembre y octubre (-13% i.a., deterioro que se profundizó en noviembre y diciembre: -32% i.a.). Los objetivos de acumulación de reservas netas a los que obliga el acuerdo con el FMI firmado hace un año explicaron el refuerzo del control de cambios.

En este punto, vale diferenciar el proceso actual del que tuvo lugar en enero 2022, cuando la economía se contrajo 0,8%: aunque en ese entonces también habían sido predominantes los factores de oferta, éstos habían sido más exógenos que los actuales -aparición de Ómicron y rebrote de COVID-. Además, y no menor, que habían adoptado un carácter más transitorio, en tanto en la actualidad la duración es indeterminada.

EMAE, evolución mensual desestacionalizada



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Ventas de divisas BCRA a la economía no agro



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, BCRA, CIARA-CEC

En otro orden, mientras que el patrón de precios relativos que había adoptado la caída anterior había sido levemente favorable a los servicios por sobre los bienes (los primeros subieron 0,2 p.p. más que los segundos), entre julio y noviembre los bienes subieron 36,5%, casi 2 p.p. por encima de los servicios (+34,7%), algo que suele verificarse en los procesos de ajuste cambiario.

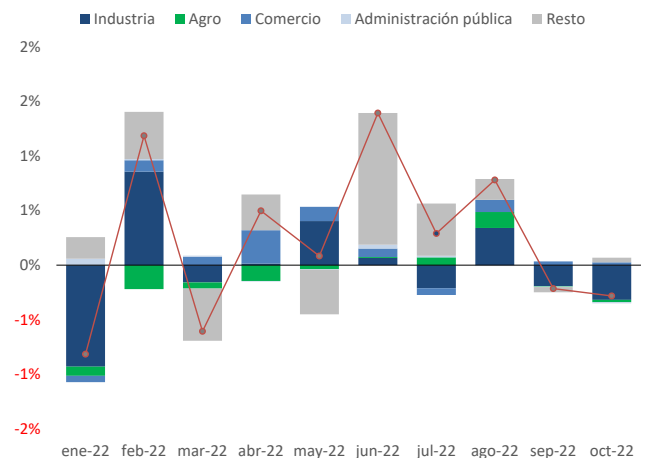
De esta forma, su impacto sobre el poder de compra de los sectores de menores ingresos es mayor, producto de la incidencia de los bienes dentro de su canasta de consumo, mayor que la media de la economía. Asimismo, las causas “internas” del estancamiento (no se explica por razones sanitarias, sino por una necesidad de mejorar el saldo de la cuenta corriente) y los interrogantes sobre su duración tienden a posponer el consumo y principalmente la inversión -que ya está complicada por las propias dificultades del proceso importador-. En consecuencia, el deterioro de la actividad se vuelve más persistente y resiliente, alimentándose a sí mismo -en este caso, por el lado de la demanda, no de la oferta-.

Como corolario, podemos describir a la caída actual como explicada por la oferta, aunque también “ayudada” por razones de demanda, vinculadas al poder adquisitivo y el gasto público. Por su parte, en un mundo que crece lentamente dado que está priorizando la estabilización de las variables nominales (inflación), las exportaciones tampoco serán un dinamizador de la actividad, al menos en el corto plazo.

En los próximos meses, parte importante del sendero real dependerá de la evolución nominal: sobre el cierre del año pasado, se firmaron contratos -cortos- previendo una inflación en torno del 6% mensual. Por lo tanto, si ésta se ubicara más cerca del 5% en los próximos meses, la menor inflación efectiva respecto de la esperada se traducirá en una recomposición del poder adquisitivo. Asimismo, considerando que la fórmula de movilidad jubilatoria depende de la evolución de los salarios y de los ingresos de ANSES (también vinculados a los salarios) de un semestre atrás, una menor nominalidad también ayudaría a este segmento de la población.

Ahora bien, las necesidades de acumulación de reservas seguirán vigentes en 2023: entre enero y marzo, el Banco Central debe acumular USD 500 millones de reservas para cumplir la meta del FMI, algo que, *a priori*, implicaría ciertas

EMAE Desestacionalizado por oferta, contribución al crecimiento por sector



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

exigencias (ver sección **Reservas**). Así, aunque la demanda interna se recupere en el corto plazo, la oferta podría quedar algo más rezagada. Más aún, considerando que el acuerdo con el Fondo tiene un techo para el déficit fiscal primario (-0,3% del PIB para el primer trimestre), y que los ingresos se mueven más en línea con la inflación presente que pasada, un aumento del gasto real en prestaciones sociales obligaría a recortar otras partidas, moderando su efecto expansivo. Así, no esperamos un rápido rebote de la economía en el corto plazo: la oferta irá más lento que las necesidades de recuperación.

Reservas y pagos de deuda por importaciones

En 2022, las reservas brutas crecieron casi USD 5.000 millones, pasando de USD 39.700 millones al cierre de 2021 a USD 44.600 millones el año pasado: un saldo comercial positivo en bienes y desembolsos netos del FMI fueron los principales impulsores de este avance. En un sentido similar, luego de descontar los principales pasivos -procíclicos- en divisas del Banco Central (*swap*, *repos* y encajes), las reservas netas treparon más de USD 6.000 millones, terminando diciembre en la zona de USD 10.000 millones y cumpliendo con el objetivo acordado con el Fondo a principios de año.

Del otro lado, el mayor déficit de turismo -que pasó de USD 2.100 millones entre enero y noviembre de 2021 a USD 6.400 millones en los primeros once meses de 2022- y de fletes, que saltó USD 2.600 millones a poco más de USD 4.550 millones, resultado del aumento de precios de combustibles y de las mayores cantidades importadas, provocaron este desenlace.

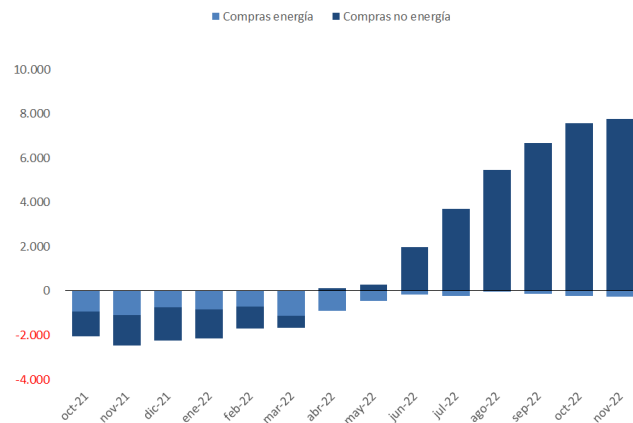
En este sentido, podemos separar a las operaciones cambiarias asociadas al comercio exterior de bienes en dos segmentos. En el primero está el rubro energético, donde la demanda neta de divisas pasó de USD 1.200 millones entre enero y noviembre de 2021 a USD 4.800 millones en 2022 -bastante en línea con su déficit comercial, que saltó de USD 500 millones a USD 5.100 millones entre ambos años-. Por su parte, en el segundo se ubica el resto de la economía, donde la oferta neta de divisas escaló de USD 15.500 millones en 2021 a USD 23.500 millones en 2022. Ahora bien, al contrastar con la dinámica comercial, es decir, de aduana, se verifica una situación opuesta: el saldo de la "economía no energética" se redujo de USD 14.850 millones en 2021 a USD 10.850 millones el año pasado.

Reservas netas, en USD millones



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA. (*) Datos de fin de mes.

Diferencia entre saldo INDEC y MULC, acumulado doce meses, en USD millones



Aclaración: se multiplicó a las importaciones CIF de INDEC por 0,925, para así tener el número FOB, al igual que la publicación del BCRA

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BCRA

¿Cómo se explica esta dinámica contrapuesta? En tanto las exportaciones crecieron de manera similar entre Aduana y BCRA (+12,5% i.a. y +15,6% i.a., respectivamente), las importaciones crecieron muy por encima de su compra de dólares asociada: +23,8% i.a. y +4,3% i.a., respectivamente. Más aun, al dividir el año en dos “mitades” (enero-mayo y junio-noviembre) aparecen dos momentos distintos: mientras que en el primero ambas tasas se movieron parecidas (+32,6% i.a. y +23,5% i.a.), en el segundo se diferenciaron: +16,1% i.a. y -8,5% i.a.

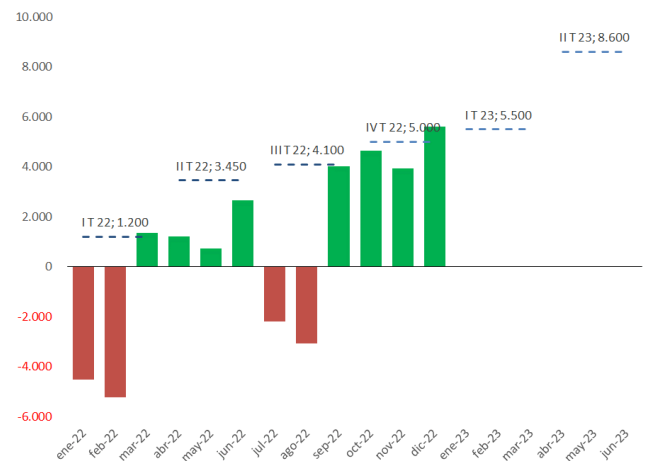
De este análisis se desprende que una parte de las compras de bienes al exterior no se financió con dólares de las reservas, al menos de manera inmediata. Ante esto, dos grandes alternativas: o se solventaron con financiamiento propio (dólares comprados en el mercado financiero) o con crédito comercial, tanto de casas matrices como proveedores.

En este punto, resalta que, según nuestros cálculos, al menos USD 5.500 millones de importaciones de bienes no energéticos no habrían tenido contrapartida directa en las reservas entre junio y noviembre del año pasado, todavía sin datos de diciembre. Este número representa a casi de 1 de cada 5 de los USD 30.000 millones de bienes no energéticos importados según Aduana en el mismo período.

Considerando la información disponible, no es posible calcular qué porción de éstos se financió con recursos propios ni qué porción lo hizo con crédito comercial; asimismo, tampoco es posible saber el perfil de vencimientos. Es importante conocer cómo se afrontarán estas deudas y, no menor, qué pasará con los pagos corrientes cuando las mismas deban cancelarse: de esta forma, sabremos si en algún momento de 2023 habrá que pagar importaciones del año pasado y del actual o se pagarán las compras del año pasado, pero se refinanciarán las de este (tal como se suele hacer, por ejemplo, con las deudas financieras y su *roll over*, algo que parece más probable).

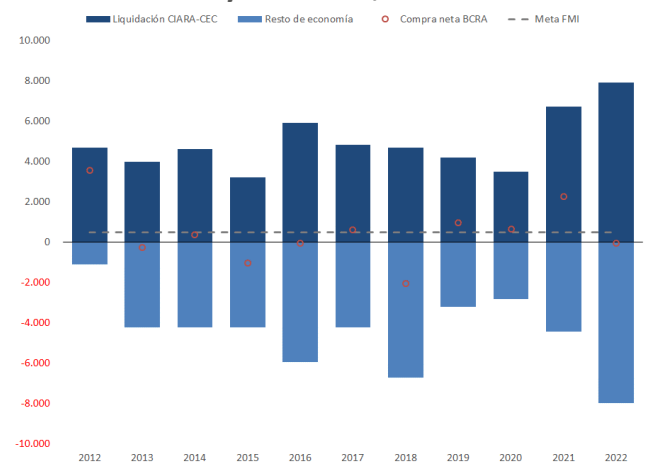
Teniendo presente las metas acordadas con el Fondo, que implican sumar USD 500 millones de reservas entre enero y marzo y USD 3.100 millones entre abril y junio para destrabar el desembolso de junio 2023, estas preguntas son relevantes. En este punto, vale decir que el “financiamiento propio” de las importaciones permitió atenuar el impacto sobre la economía real de las menores ventas de divisas del Banco Central al

Crecimiento de reservas netas y objetivos FMI, en USD millones



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Compra neta de divisas BCRA primer trimestre de cada año y meta FMI, en USD millones



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

“resto de la economía” (ver sección **Actividad**): en el corto plazo, se cuidaron simultáneamente las reservas y la producción. En igual sentido, los Programas de Incremento Exportador, más conocidos como “dólar soja”, cumplieron un rol parecido: acelerar la acumulación de reservas inmediata para cumplir los criterios del Fondo.

El objetivo de sumar USD 500 millones a las reservas durante el primer trimestre de 2023 es exigente, pero no incumplible: entre enero y marzo de 2022, la compra neta de divisas del Banco Central estuvo por debajo de este número, pero entre 2019 y 2021 quedó por encima. Habrá que esperar.

Novedades

ENERO	Lunes 2	Martes 3	Miércoles 4	Jueves 5	Viernes 6
Nacionales	En diciembre de 2022, la recaudación tributaria nacional aumentó 95,6% i.a.			En noviembre de 2022, el IPI Manufacturero muestra una suba de 0,8% mensual (+1,4% i.a.). En noviembre de 2022, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción arrojó una baja de 0,5% mensual (-1,5% i.a.).	
Internacionales					Eurozona: En diciembre de 2022, la confianza del consumidor creció 1,7 puntos respecto de noviembre. Eurozona: En diciembre de 2022, Inflación alcanzó 9,2% i.a. (10,1% i.a. en noviembre). EE. UU.: En diciembre de 2022, la tasa de desempleo cayó 0,2 p.p. y se ubicó en 3,5%.
	Lunes 9	Martes 10	Miércoles 11	Jueves 12	Viernes 13
Nacionales			Indicador sintético de servicios públicos (oct-22, INDEC) Utilización de la capacidad instalada en la industria (nov-22, INDEC)	Índice de precios al consumidor (dic-22, INDEC)	Boletín estadístico (BCRA)
Internacionales	Eurozona: Desempleo (nov-22)	Brasil: Inflación (dic-22)	Brasil: Ventas minoristas (nov-22)	EE. UU.: Inflación (dic-22)	Eurozona: Balanza comercial (nov-22) Eurozona: Producción industrial (nov-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	5-ene-23	2.118	p.b.	-42 p.	365 p.	///
Precio del petróleo (WTI)	5-ene-23	78,6	USD/barril	-5,8%	5,7%	///
Tasa Selic (Brasil)	4-ene-23	13,75%	% anual	0 p.p.	4,5 p.p.	///
Fed Funds (EE.UU.)	5-ene-23	4,50%	% anual	0 p.p.	4,25 p.p.	///
Precio de la soja	5-ene-23	542,3	USD/tn	-2,8%	14,8%	///
Precio del trigo	5-ene-23	274,7	USD/tn	-3,5%	-1,8%	///
Precio del maíz	5-ene-23	257,4	USD/tn	-3,8%	8,6%	///
Actividad económica						
IPI Manufacturero (INDEC)	nov-22	135,7	2004 = 100	0,8% ⁽¹⁾	1,4%	5,2%
Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC-INDEC)	nov-22	202	2004 = 100	-0,5% ⁽¹⁾	-1,5%	4,8%
Producción de cemento - AFCP	dic-22	1.034,5	Miles de tn	///	0,0%	8,0%
Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE-INDEC)	oct-22	146,9	2004 = 100	-0,3% ⁽¹⁾	4,5%	6,1%
PIB a precios de mercado, valores constantes	III-22	727.598,0	Mill. de \$	1,7% ⁽¹⁾	5,9%	6,4%
Producción de acero-Acero Argentino	nov-22	459,0	Miles de tn	///	1,8%	4,7%
Producción de vehículos-ADEFA	dic-22	37.119	Unidades	///	-6,9%	23,5%
Patentamiento de vehículos-DNRPA	dic-22	19.890	Unidades	///	10,9%	6,9%
Mercado de trabajo						
Índice de salarios -INDEC	oct-22	827,5	Oct-16=100	///	80,7%	69,5%
Asalariados registrados del sector privado (SIPA)	sep-22	6.211,3	Miles de personas	0,4% ⁽¹⁾	5,0%	4,3%
Remuneración promedio del empleo registrado - SIPA	sep-22	179.925,0	\$ por mes	///	80,1%	65,4%
Tasa de ocupación-EPH	III-22	43,8%	% pob. total	-0,4 p.p.	1,5 p.p.	1,9 p.p.
Tasa de desempleo-EPH	III-22	5,8%	% de la PEA	0,1 p.p.	-1,6 p.p.	-2,47 p.p.
Fiscal						
Recaudación nacional	dic-22	2.307.475,6	Mill. de \$	///	95,6%	81,6%
Resultado primario sector público nacional	nov-22	-227.838,3	Mill. de \$	///	///	///
Resultado financiero sector público nacional	nov-22	-531.277,1	Mill. de \$	///	///	///
Gasto primario sector público nacional	nov-22	1.650.330,7	Mill. de \$	///	77,9%	73,0%
Precios						
IPC Nacional-Nivel General (INDEC)	nov-22	1.079,3	Dic-16=100	4,9%	92,4%	85,3%
IPC Nacional-Estacionales (INDEC)	nov-22	1.350,5	Dic-16=100	4,1%	132,1%	123,7%
IPC Nacional-Núcleo (INDEC)	nov-22	1.096,0	Dic-16=100	4,8%	89,1%	81,1%
IPC Nacional-Regulados (INDEC)	nov-22	880,8	Dic-16=100	6,2%	79,7%	76,6%
Índice de Precios Mayoristas - INDEC (IPIM)	nov-22	1.653,1	Dic-15=100	6,3%	87,7%	83,5%
Índice de Costo de la Construcción-INDEC	nov-22		1993=100	6,3%	86,3%	83,4%
Comercio exterior						
Exportaciones (ICA)	nov-22	7.089,0	Mill. USD	-3,6% ⁽¹⁾	14,5%	15,3%
Importaciones (ICA)	nov-22	5.750,0	Mill. USD	0,0% ⁽¹⁾	-0,3%	34,3%
Saldo balanza comercial (ICA)	nov-22	1.339,0	Mill. USD	///	215,8%	-59,7%
Cuenta corriente en % del PBI	III-22	-0,5%	%	-0,3 p.p.	-1,2 p.p.	-0,7 p.p.
Cuenta financiera en % del PBI	III-22	-0,5%	%	-0,1 p.p.	-0,9 p.p.	-0,7 p.p.
Tipo de cambio real multilateral (diario)	5-ene-23	92,9	17/12/15=100	-0,4%	-8,5%	-8,7%
Tipo de cambio real bilateral ARG-BR (diario)	5-ene-23	87,2	17/12/15=100	-1,6%	-1,3%	-2,3%
Monetario y financiero						
Índice Merval	5-ene-23	209.462,0	índice	5,1%	149,8%	140,3%
Badlar-Bancos Privados	4-ene-23	69,4%	% anual	0,7 p.p.	35,4 p.p.	34,8 p.p.
Plazo fijo a 30-44 días (Total general)	4-ene-23	69,9%	% anual	1,3 p.p.	35,8 p.p.	34,6 p.p.
Tasa de política monetaria	4-ene-23	75,0%	% anual	0 p.p.	37 p.p.	37 p.p.
UVAs (Unidad de Valor Adquisitivo)	6-ene-23	187,0	\$/UVA	1,1%	90,9%	90,5%
CER (Coeficiente de estabilización de referencia)	6-ene-23	74,2	Coef.	1,1%	91,1%	90,7%
Tipo de cambio \$/USD (diario)	5-ene-23	178,9	\$/USD	1,2%	73,5%	73,2%
Reservas Internacionales (diario)	2-ene-23	44.607,8	Mill. USD	2,9%	12,7%	13,9%
Depósitos SPNF (\$+USD)	2-ene-23	18.890.437,1	Mill. de \$	0,0%	93,8%	95,7%
Préstamos SPNF (\$+USD)	2-ene-23	7.561.088,3	Mill. de \$	-3,0%	66,0%	67,5%
Provincia de Buenos Aires						
Indicador Sintético Industria Manufacturera (ISIM-PBA)	sep-22	104,2	2012=100	0,5% ⁽¹⁾	9,6%	7,8%
Supermercados PBA-INDEC	oct-22	92.276,4	Mill. de \$	///	92,3%	72,6%
Total Recaudación Provincial	nov-22	146.941,5	Mill. de \$	///	90,4%	77,2%
Exportaciones (acumulado)-INDEC	oct-22	28.376,9	Mill. USD	///	23,1%	///
Asalariados registrados del sector privado. PBA	sep-22	1.955,4	Miles de personas	0,1% ⁽¹⁾	4,9%	4,4%
Patentamiento de vehículos PBA-DNRPA	dic-22	9.432	Unidades	///	97,0%	9,3%

*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