

Semana Económica

Informe General

N°759

Del 14 al 20 de enero de 2023

Ventas del Banco Central, compra de títulos en dólares y licitación del Tesoro

Esta semana, el Banco Central vendió USD 143 millones, reduciendo las compras acumuladas en 2023 a USD 138 millones. No obstante, se verifica una mejora en relación con las primeras tres semanas del año pasado: en ese entonces, la autoridad monetaria había sumado USD 65 millones en igual período.

La posición actual del Banco Central en el mercado cambiario tiene tres grandes factores de explicación: la entrada de inversiones hidroeléctricas por USD 70 millones, liquidaciones del sector agropecuario por alrededor de USD 757 millones y ventas al resto de la economía por cerca de USD 620 millones. Este último número implica un promedio diario de ventas de USD 44 millones, marcando un retroceso respecto de diciembre pasado (USD 85 millones) y enero 2022 (USD 110 millones).

La meta de reservas acordada con el Fondo exige sumar USD 500 millones entre enero y marzo de este año, en un contexto donde i) se habrían realizado pagos de intereses por títulos públicos a acreedores privados por cerca de USD 1.000 millones la semana pasada, ii) la sequía podría afectar las proyecciones de exportación del primer trimestre, producto de su impacto en trigo y maíz y iii) la segunda edición del Programa de Incremento Exportador, más conocido como "dólar soja II", podría haber adelantado la venta de exportaciones correspondientes a 2023 -es decir, liquidación con bienes pendientes de embarque-. Se entiende así parte de la moderación de la venta de divisas al resto de la economía.

En otro orden, el Ministerio de Economía lanzó un Programa de recompra de títulos públicos en moneda extranjera: las cotizaciones por debajo de la par en el mercado secundario -incluso después de las subas de más de 30% en moneda dura desde octubre- y menores importaciones de Gas Natural Licuado que lo estimado en el Presupuesto 2023, producto de la caída de más de 50% de su precio spot entre la primera mitad de septiembre 2022, cuando se presentó el Presupuesto, y la actualidad, fundamentaron esta decisión. Si bien el volumen operado en el mercado de títulos se mantuvo elevado en los últimos días, todavía no se cuenta con información oficial respecto de las eventuales intervenciones del Tesoro.

Por otro lado, en la primera licitación de enero: el Tesoro colocó ARS 400.000 millones, consiguiendo financiamiento neto por ARS 86.000 millones considerando la segunda vuelta. Luego del canje de principios de enero, los vencimientos del mes se redujeron de manera considerable (ARS -785.000 millones), a la vez que enero suele ser un mes calmo para el rojo primario, por lo que las próximas semanas deberían transitar sin mayores tensiones, e incluso acumular cierto financiamiento para febrero y marzo en la licitación del viernes 27 de enero. En esta línea, sobresale que la LEDE a 90 días (que explicó más de 7 de cada 10 pesos licitados) cortó algo por encima de lo que se venía operando en el mercado secundario (111% de TEA para abril y 112% para mayo, 5 p.p. por encima de lo operado el día anterior), en tanto los títulos de rendimientos variables (CER a mayo y *dollar linked* a octubre tuvieron una demanda algo menor, especialmente en el primer caso). Por último, el Banco Central aumentó 2 p.p. su tasa de pasés a 1 día, llevándola de 70% de TNA a 72% (de 101% a 105% de TEA) y dejándola más cerca de la LELIQ (75% de TNA, 107% de TEA) que permaneció sin cambios.

Finalmente, en el día de la fecha se dio a conocer el resultado primario del Sector Público Nacional correspondiente a diciembre, arrojando un déficit de ARS 502.128 millones y acumulando para 2022 un déficit primario de ARS 1.955.141 millones, equivalente a un 2,4% del PIB. De este modo, tal como estaba previsto, se dio cumplimiento al objetivo anual pautado en el Programa de Facilidades Extendidas negociado con el FMI, que establecía un déficit primario máximo de 2,5% del PIB.

Desaceleración acelerada de la inflación: impacto real

En 2022, la inflación fue de 95%, pero con vaivenes a lo largo del año. A un enero y febrero “moderado” (+4,3% mensual promedio), le siguió la aceleración de marzo-abril (+6,3% promedio), producto del *shock* internacional, y la de julio-agosto (+7,2% promedio), más explicada por factores locales que externos. Así, la suba de precios tenía una media mensual de 5,8% en los primeros ocho meses del año, que saltaba a 6,2% al excluir el primer bimestre.

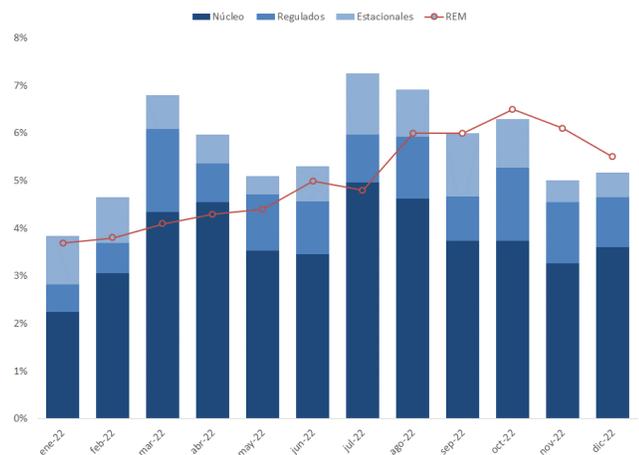
En los últimos cuatro meses del año, esta variable se moderó, pasando de 6,3% promedio en septiembre y octubre a 5% en noviembre y diciembre. Esta baja se dio en simultáneo con una actualización de tarifas de servicios públicos y otros Regulados y una mejora del tipo de cambio real (el dólar oficial avanzó 13,3% entre octubre y diciembre, 3,1 p.p. por encima de una inflación que acumuló 10,2%).

En este marco, no es casual que el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central haya sobreestimado la inflación de octubre, noviembre y diciembre (+0,2 p.p., +1,2 p.p. y +0,4 p.p., respectivamente), algo que no había sucedido entre enero y septiembre: la desaceleración fue más rápida de lo esperado.

En la misma línea, según nuestro **Monitor de Paritarias**, el salario de los trabajadores registrados y bajo convenios colectivos de trabajo (excluyendo Comercio, con otro calendario) habría pasado de caer casi 3% i.a. en términos reales en el tercer trimestre de 2022 a 2,2% i.a. en el cuarto. Si bien parte de esta recuperación puede explicarse por dinámicas propias del mundo gremial, también fue relevante el *shock* no anticipado: una desaceleración de la inflación mayor que la esperada mejora el poder adquisitivo de los trabajadores con contratos pactados ex ante.

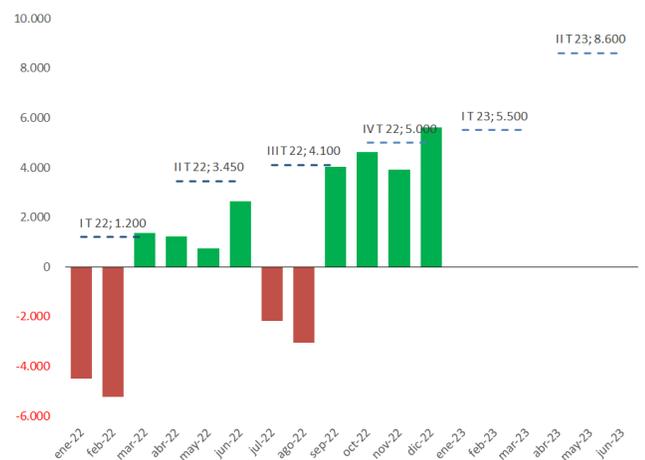
Esta recuperación del salario real provocaría, *ceteris paribus*, un avance del consumo privado. Ahora bien, considerando la acumulación de reservas acordada con el FMI para el primer trimestre de este año (USD +500 millones), y necesaria para el desembolso de junio próximo, el impulso se podría atenuar: más consumo implica una mayor demanda de importaciones, que a su vez requieren de más divisas para ser canceladas, de

Inflación mensual e incidencia por capítulos y rubros más expectativas REM



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BCRA

Reservas netas. Crecimiento desde dic-21 y metas FMI en millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y FMI

modo que habría que “reponer” estas divisas extra para cumplir la meta y alentar el consumo.

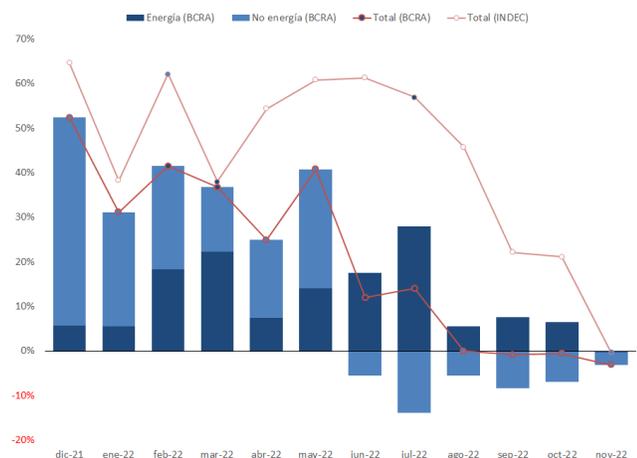
Por su parte y hasta ahora, la sequía implicaría una pérdida de exportaciones principalmente concentrada en el primer trimestre, producto de su mayor impacto sobre el trigo y el maíz que sobre la soja. Asimismo, corresponde agregar los vencimientos con acreedores privados por cerca de USD 1.000 millones en enero, cancelados con reservas y que difícilmente serán refinanciados.

En otro orden, entre junio y noviembre del año pasado se habrían realizado importaciones con financiamiento propio por cerca de USD 6.000 millones. Mientras que entre enero y mayo de 2022 la entrada de bienes no energéticos creció 32,6% i.a. según INDEC, sus pagos avanzaron 23,6% i.a. según el BCRA. En cambio, entre junio y noviembre (sin datos de diciembre), estos porcentajes fueron de +21,2% i.a. y -9,6% i.a., respectivamente. Ahora bien, en noviembre, la moderación de los pagos “arrastró” a las entradas de Aduana (-3,3% i.a. y +0,6% i.a., respectivamente), reflejando que las posibilidades de seguir auto-financiando las compras (proveedores o casas matrices) se habían reducido. Por lo tanto, es probable que un ajuste de los pagos se traduzca también en un ajuste de las compras, impactando de manera directa sobre el nivel de actividad.

En este marco, el Banco Central mantuvo la tasa de interés en 75% de TNA (6,2% mensual), aun cuando la suba de precios actual y esperada se moderó: un impulso al crédito sería expansivo en materia de dólares, complicando la meta con el Fondo.

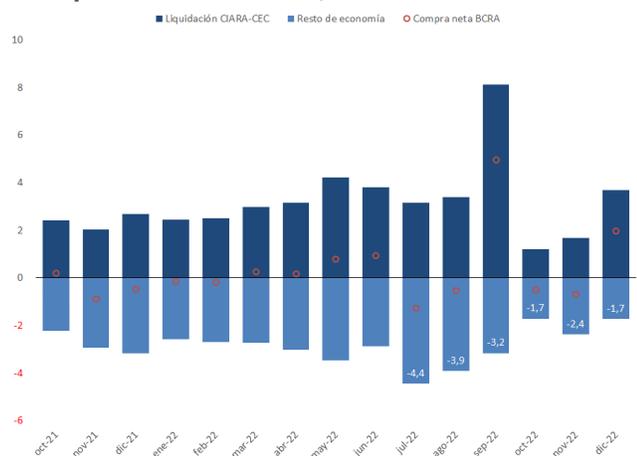
En síntesis, la desaceleración-acelerada de la inflación tiene un impacto positivo sobre el salario real y el consumo privado, aumentando la exigencia de importaciones y dólares. Aunque *a priori* esto es una buena noticia, considerando las metas acordadas con el Fondo y las complicaciones para aumentar la oferta exportadora en el corto plazo, el optimismo se modera.

Importaciones, INDEC y BCRA. Variación interanual



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BCRA

Compra neta de divisas, BCRA. En USD millones



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y CIARA-CEC

Licitación: el Tesoro consigue fondos frescos

Esta semana el Tesoro llevó a cabo la primera licitación del año, luego de la primera gran operación financiera que implicó el canje de deuda por \$3,1 billones que descomprimió el peso de los vencimientos que recaían sobre el primer trimestre del año.

Se trató de un vencimiento de \$350.000 millones y se logró captar \$440.000 millones en la licitación del 18 del corriente y en su respectiva segunda vuelta. Esta colocación implica un financiamiento neto de \$86.000 millones que equivale a un *ratio* de refinanciamiento de 124%, dado lo cual el Tesoro logró cubrir prácticamente la totalidad de los vencimientos del mes. En el llamado, se ofrecieron una amplia variedad de instrumentos: Letras de Liquidez del Tesoro Nacional en pesos a descuento (Lelite) con vencimiento en febrero, Letras del Tesoro Nacional en pesos a descuento (Lede) a abril y mayo, Letra del Tesoro Nacional en pesos ajustada por CER a descuento (Lecer) con vencimiento en mayo, Letras del tesoro Nacional vinculadas al dólar (Dollar Linked) a abril y a octubre y Bono del Tesoro Nacional en pesos a tasa badlar privada por 0,7 (Bonte) con vencimiento en noviembre de 2027.

En tanto, el plazo promedio ponderado de las colocaciones se ubicó en 5 meses. Esto refleja que aún es costoso para el Tesoro emitir instrumentos con vencimientos a mayor plazo y concentra los vencimientos a mitad de año. Por caso, el instrumento más demandado fue la Lede de abril, que concentró el 40% de la licitación.

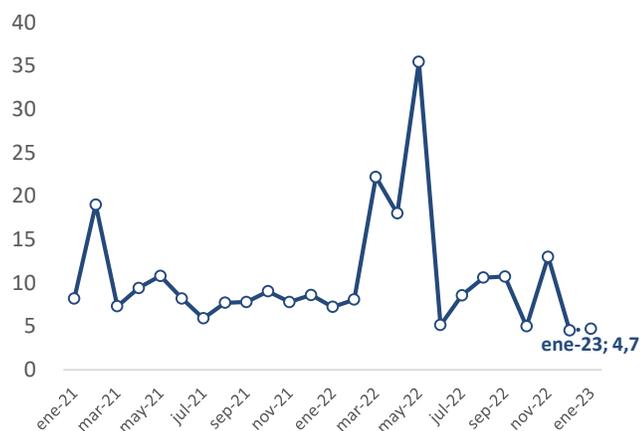
Se observa que la desaceleración de precios durante el último trimestre del año aunada a la existencia de tasas de interés reales positivas favorece la demanda de instrumentos a tasa fija. En ese sentido, la tasa de corte de la Lede de abril fue de 82,9% (111,3% de TIR), lo que permite una cobertura frente a

Ratio de roll-over del Tesoro



Fuente: Elaboración propia en base a Hacienda

Plazo promedio ponderado de colocaciones, en meses



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía

una inflación de hasta 6,4% mensual, frente al 5,9% promedio proyectado en el último REM¹.

En otro sentido, las últimas licitaciones y canjes se caracterizaron, según información de consultoras y medios de prensa, por tener una fuerte presencia del sector público, por lo que presumiblemente los vencimientos de este mes se concentren en manos privadas, explicando su demanda ante la falta de instrumentos de corto plazo. Esto se venía evidenciando en las últimas semanas en las tasas de interés del mercado secundario, que se ubicaron muy por debajo de las licitaciones primarias constituyendo un incentivo para participar más activamente en las licitaciones, con rendimientos superiores a los del mercado secundario; una suerte de “premio” que además permite acceder a tasas de interés positivas y por encima de los instrumentos del BCRA (la Leliq tiene una TEA del 107%).

Si contabilizamos la Lede con vencimiento en abril junto a la Lede a mayo (18% de participación) y la Lelite a febrero (13% de participación), los instrumentos a tasa fija concentraron el 70% de la colocación.

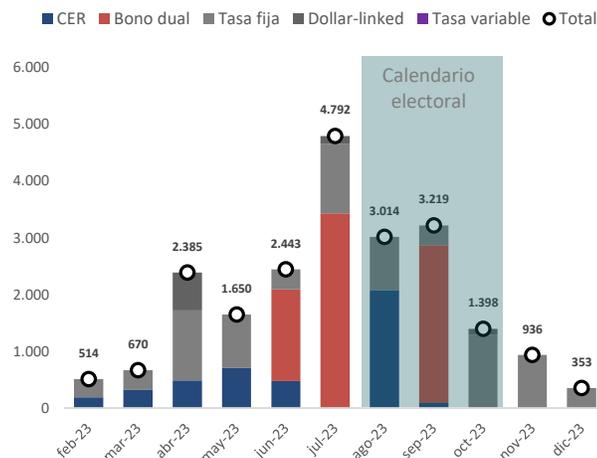
El restante 29% se explicó en mayor medida (15%) por un bono vinculado al dólar oficial con vencimiento el 31 de octubre de este año, el único instrumento no destinado a la integración de encajes y que cortó con una tasa de 4,85%. Si bien el rendimiento es positivo para la cobertura cambiaria, vale destacar que el tipo de cambio entró en una fase fuerte de desaceleración, pasó de 6,2% mensual el noviembre, a 6,7% en diciembre y en lo que va del año se movió por debajo del 5% mensual.

En un contexto de inflación por debajo de las proyecciones, la Lecer a mayo se llevó apenas el 5% de la licitación y el 8% restante se concentró en un Bonte 27, un instrumento orientado a la integración de encajes cuya demanda también se puede explicar por la suba de depósitos.

Hacia adelante, el buen resultado obtenido en cuanto a las colocaciones efectuadas por parte del Tesoro durante la

¹ Vale mencionar que la última edición del REM corrigió a la baja las proyecciones de inflación para los próximos meses una vez conocida la inflación de noviembre por debajo de la esperada (4,9% versus 6,1%). En tanto, la inflación de diciembre también se ubicó por debajo de la proyección (5,1% versus 5,5%).

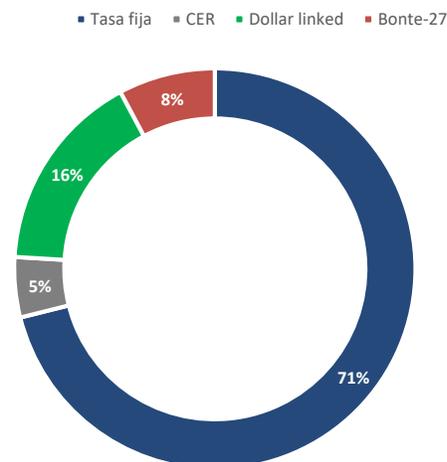
Perfil dinámico de vencimientos de deuda, en miles de millones de pesos (*)



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía

(*) actualizado según proyecciones de inflación y tipo de cambio de la GEE

Participación por instrumento



Fuente: Elaboración propia a Ministerio de Economía

semana sólo constituye un paso en un año cuyo desafío primordial es el de extender los plazos de las colocaciones. A su vez, debemos considerar que el programa financiero del año cuenta con algunas limitaciones para el financiamiento vía emisión monetaria en el marco del acuerdo con el FMI. No obstante, el Tesoro dispone de algunas herramientas por fuera del mercado o del Banco Central para cubrir un eventual bache financiero. Por ejemplo, podría apelar a la utilización de DEGs, como hizo el año pasado. El mecanismo consiste en vender estos instrumentos al Banco Central y hacerse de pesos para afrontar necesidades financieras en moneda local. En tanto, los podría volver a recomprar con la emisión de una Letra Intransferible para cubrir los vencimientos con el FMI. Este mecanismo ya fue utilizado a fines de 2022.

Novedades

ENERO	Lunes 16	Martes 17	Miércoles 18	Jueves 19	Viernes 20
Nacionales		Durante diciembre, la Canasta básica alimentaria y total crecieron 5,0% mensual y 4,5% mensual, respectivamente (+103,8% i.a. y +100,3% i.a.).	En diciembre, el nivel general del Índice del costo de la construcción subió 5,6% mensual (+97,6% i.a.). En diciembre, el nivel general del Índice de precios internos al por mayor aumentó 6,1% mensual (+94,8% i.a.).	En diciembre, las exportaciones y las importaciones cayeron en términos mensuales (-8,6% y -2,0%, respectivamente).	
Internacionales	China: En el cuarto trimestre de 2022, el PIB se mantuvo sin variaciones respecto al trimestre previo (+2,9% i.a.). China: En diciembre, las Ventas minoristas cayeron 1,8% i.a. China: En diciembre, la producción industrial creció 1,3% i.a.		Eurozona: En diciembre, la tasa de inflación registró una merma de 0,4% mensual (+9,2% i.a.). EE.UU.: En diciembre, las ventas minoristas cayeron 1,1% mensual (+6,0% i.a.). EE.UU.: En diciembre, la producción industrial cayó 0,7% mensual (+1,7% i.a.). EE.UU.: En diciembre, la capacidad instalada se ubicó en 78,8%.		
	Lunes 23	Martes 24	Miércoles 25	Jueves 26	Viernes 27
Nacionales	Índice Líder (dic-23, UTD)	Estimador Mensual de Actividad Económica (nov-22, INDEC) Expectativas de inflación (ene-23, UTD)	Encuestas de supermercados, de autoservicios mayoristas y de centros de compras (nov-22, INDEC) Informe sobre Bancos (BCRA)	Índice de Confianza del Consumidor (ene-23, UTD) Informe sobre Deuda Externa Privada (BCRA)	
Internacionales				EE.UU.: PIB (4to trimestre-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	19-ene-23	1.938	p.b.	-56 p.	58 p.	///
Precio del petróleo (WTI)	19-ene-23	86,3	USD/barril	2,6%	8,7%	///
Tasa Selic (Brasil)	18-ene-23	13,75%	% anual	0 p.p.	4,5 p.p.	///
Fed Funds (EE.UU.)	19-ene-23	4,50%	% anual	0 p.p.	4,25 p.p.	///
Precio de la soja	19-ene-23	557,5	USD/tn	-0,2%	17,2%	///
Precio del trigo	19-ene-23	269,9	USD/tn	-1,2%	-7,9%	///
Precio del maíz	19-ene-23	266,2	USD/tn	0,8%	10,8%	///
Actividad económica						
Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP-INDEC)	oct-22	177,9	2004 = 100	0,3% ⁽¹⁾	5,2%	8,0%
Utilización de la Capacidad Instalada (INDEC)	nov-22	68,9	%	///	0,5 p.p.	3,6 p.p.
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	201,5	2004 = 100	-0,5% ⁽¹⁾	-1,5%	4,8%
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	Mill. de \$	1,7% ⁽¹⁾	5,9%	6,4%
Producción de acero-Acero Argentino	nov-22	459	Miles de tn	///	1,8%	4,7%
Producción de vehículos-ADEFA	dic-22	37.119	Unidades	///	-6,9%	23,5%
Mercado de trabajo						
Índice de salarios -INDEC	oct-22	827,5	Oct-16=100	///	80,7%	69,5%
Asalariados registrados del sector privado (SIPA)	oct-22	6.231,2	Miles de personas	0,3% ⁽¹⁾	4,9%	4,3%
Remuneración promedio del empleo registrado - SIPA	oct-22	188.293,3	\$ por mes	///	80,3%	67,0%
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.	-2,5 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)	dic-22	1.134,6	Dic-16=100	5,1%	94,8%	94,8%
IPC Nacional-Estacionales (INDEC)	dic-22	1.413,2	Dic-16=100	4,6%	134,1%	134,1%
IPC Nacional-Núcleo (INDEC)	dic-22	1.153,6	Dic-16=100	5,3%	90,6%	90,6%
IPC Nacional-Regulados (INDEC)	dic-22	925,8	Dic-16=100	5,1%	85,7%	85,7%
Índice de Precios Mayoristas - INDEC (IPIM)	dic-22	1.754,6	Dic-15=100	6,1%	94,8%	94,8%
Índice de Costo de la Construcción-INDEC	dic-22		1993=100	5,6%	97,6%	97,6%
Comercio exterior						
Exportaciones (ICA)	dic-22	6.119,0	Mill. USD	-8,6% ⁽¹⁾	-7,1%	13,5%
Importaciones (ICA)	dic-22	5.017,0	Mill. USD	-2,0% ⁽¹⁾	-19,3%	29,0%
Saldo balanza comercial (ICA)	dic-22	1.102,0	Mill. USD	///	197,0%	-53,1%
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)	19-ene-23	95,6	17/12/15=100	-0,1%	-6,6%	-7,0%
Tipo de cambio real bilateral ARG-BR (diario)	19-ene-23	90,7	17/12/15=100	-1,6%	-0,8%	0,6%
Monetario y financiero						
Índice Merval	19-ene-23	232.873,8	índice	-0,5%	178,8%	165,4%
Badlar-Bancos Privados	18-ene-23	69,3%	% anual	0,1 p.p.	32,4 p.p.	33,1 p.p.
Plazo fijo a 30-44 días (Total general)	18-ene-23	69,4%	% anual	0 p.p.	32,2 p.p.	33,1 p.p.
Tasa de política monetaria	18-ene-23	75,0%	% anual	0 p.p.	35 p.p.	35,5 p.p.
UVAs (Unidad de Valor Adquisitivo)	20-ene-23	191,2	\$/UVA	1,1%	92,7%	91,5%
CER (Coeficiente de estabilización de referencia)	20-ene-23	75,8	Coef.	1,1%	92,7%	91,7%
Tipo de cambio \$/USD (diario)	19-ene-23	183,1	\$/USD	1,2%	75,7%	74,3%
Reservas Internacionales (diario)	16-ene-23	42.987,0	Mill. USD	2,9%	9,8%	11,6%
Depósitos SPNF (\$+USD)	16-ene-23	18.844.797,0	Mill. de \$	0,0%	96,0%	96,0%
Préstamos SPNF (\$+USD)	16-ene-23	7.451.161,8	Mill. de \$	-3,0%	66,9%	65,9%
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	nov-22	31.118,8	Mill. USD	///	22,9%	///
Asalariados registrados del sector privado. PBA	oct-22	1.965,3	Miles de personas	0,4% ⁽¹⁾	4,8%	4,4%
Patentamiento de vehículos PBA-DNRPA	dic-22	5.431	Unidades	///	13,5%	5,5%

*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