

# Semana Económica

## Informe General

N°762

Del 4 al 10 de febrero de 2023

### Venta de divisas del Banco Central y suba de tasas de la Fed

Esta semana, el Banco Central vendió USD 285 millones, marcando un avance de 8,4% en relación con el saldo registrado la semana pasada (USD -260 millones). Más allá de la similitud en el neto, la dinámica fue diferente: las liquidaciones del sector agropecuario aumentaron 50% entre ambas semanas, al pasar de USD 22,7 millones promedio diario a USD 35,0 millones, en tanto las compras por parte del resto de la economía crecieron (+18,9%), al trepar de 75,5 millones a USD 85 millones entre ambas semanas.

Con estos números, la autoridad monetaria acumuló ventas por USD 625 millones en lo que va de 2023, lo que implica un deterioro de su posición respecto de los USD 130 millones vendidos en igual período del año pasado. Así, en lo que resta del trimestre, el Banco Central debería sumar poco más de USD 1.000 millones para cumplir con el objetivo de acumulación neta de USD 500 millones acordado con el FMI.

En los últimos días, se conocieron nuevas estimaciones del impacto de la sequía sobre el sector agropecuario, que incluyen pérdidas no solo para los cereales (trigo y maíz, de exportación en esta primera parte del año), sino también para los oleaginosos, principalmente soja, de venta a partir de marzo-abril. Según los estudios privados, el volumen exportado de productos primarios y manufacturas de origen agropecuario podría ser menor al del año pasado, impactando *ceteris paribus* en las compras netas del Banco Central en el mercado en los próximos meses.

A nivel internacional, la Reserva Federal de Estados Unidos volvió a subir su tasa de interés esta semana, llevándola a 4,75% (+0,25 p.p.). De esta forma, acumula más de 4 p.p. de ajuste desde comienzos de 2022. El mayor costo de financiamiento en los países centrales (el Banco Central Europeo y del Reino Unido también incrementaron sus tasas de referencia, +0,5 p.p. en ambos casos, dejándolas en 3% y 4%, respectivamente) impactó negativamente en los títulos de los países emergentes que cerraron la semana en rojo.

En este sentido, resalta que el Real subió 3,1% en lo que va de febrero, ubicándose en 5,23 BRL/USD actualmente, mientras que el Yuan avanzó 0,8% en el mes (6,8 CNY/USD). Por su parte, el precio de la tonelada de trigo cayó 1,1% en el *spot*, en tanto la de maíz se redujo 1,3%. Por último, el precio de la soja aumentó 0,9%, ubicándose en torno de los USD 560 por tonelada, dado que el impacto sobre la oferta de las condiciones climáticas adversas en nuestro país sería más relevante que la contracción esperada de la demanda.

A nivel local, los tipos de cambio paralelos mostraron tendencias contrapuestas: mientras que el MEP AL30 retrocedió 0,6% en la semana, quedando en 356,8 ARS/USD, el contado con liquidación GD30, más influido por el escenario internacional, avanzó 1,2%, ubicándose en 367,8 ARS/USD. De todas formas, al comparar contra el cierre de enero la diferencia desaparece, mostrando una estabilidad nominal en ambos casos (-0,1% y +0,1%, respectivamente). Dado que el tipo de cambio oficial avanzó 1,8% en igual período, la brecha pasó de la zona de 90% a la de 87,5%.

El próximo miércoles, 15 de febrero (el martes 14 se conocerá el IPC de enero), tendrá lugar la primera licitación del mes, cuando el Tesoro enfrente vencimientos por ARS 228.000 millones, es decir, alrededor del 55% del total de obligaciones por títulos en pesos de febrero. La segunda será el 24, cuando Hacienda deberá cancelar otros ARS 185.000 millones.

## Internacional: inflación global, ¿menos actividad?

La inflación internacional se aceleró desde la salida de la pandemia: en Estados Unidos, la suba de precios saltó de 1,3% en 2020 a 6,4% el año pasado -con un pico de +9,0% acumulado doce meses en junio de 2022-, ubicándose 4,2 p.p. por encima del cierre de 2019 (+2,3%). De esta forma, la suba de precios llegó a sus mayores valores desde 1981, reordenando las prioridades de la primera economía del mundo. Su Reserva Federal (*Fed*) tiene una variable, tasa de interés, y dos mandatos, estabilidad nominal y crecimiento del empleo, objetivo que quedó relegado en este contexto.

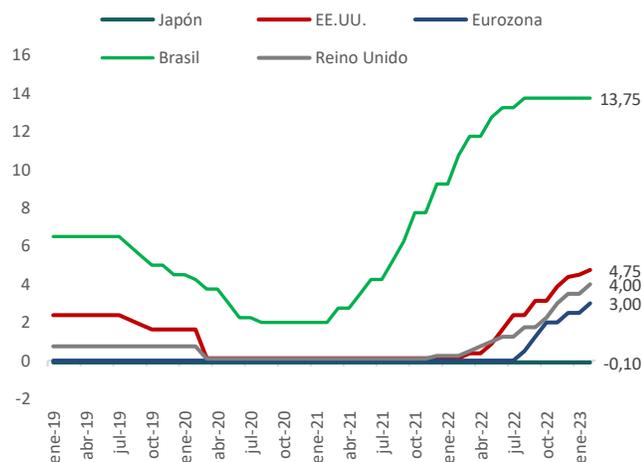
En respuesta, la tasa de interés de *Fed Funds* trepó 4 p.p. durante 2022, sumando casi 1 p.p. en el primer bimestre de 2023 y llegando 4,75% anual en febrero (+0,25 p.p. respecto del anterior dato). Así, la tasa libre de riesgo impactó negativamente en otros activos de mayor volatilidad, como acciones o bonos soberanos de otros países desarrollados e incluso emergentes de menor solvencia que Estados Unidos.

En este marco, sobresale la suba de la tasa del Banco Central Europeo (+0,5 p.p., llegando a 3,0%) y de Inglaterra, también de 0,5 p.p., ubicándose en 4,0% anual en este caso. En la región, Brasil mantuvo su tasa Selic estable en 13,75% anual, por encima de una inflación de 5,8% acumulada en los últimos doce meses. En relación con este último país, sobresale que el cambio en el Poder Ejecutivo había sumado prioridad a los objetivos de recuperación de la economía real (+0,4% promedio anual de crecimiento en 2012-2022) por sobre los nominales (+6,1% de inflación anual en igual período).

En otro orden, se publicaron algunos datos que reflejan que la actividad podría estar creciendo por encima que el objetivo de los principales bancos centrales del mundo. Por caso, se crearon 517.000 empleos no agrícolas en Estados Unidos durante enero, 187.000 puestos más que lo esperado *ex ante*. Asimismo, la tasa de desocupación quedó en 3,4%, 0,2 p.p. por debajo de las expectativas.

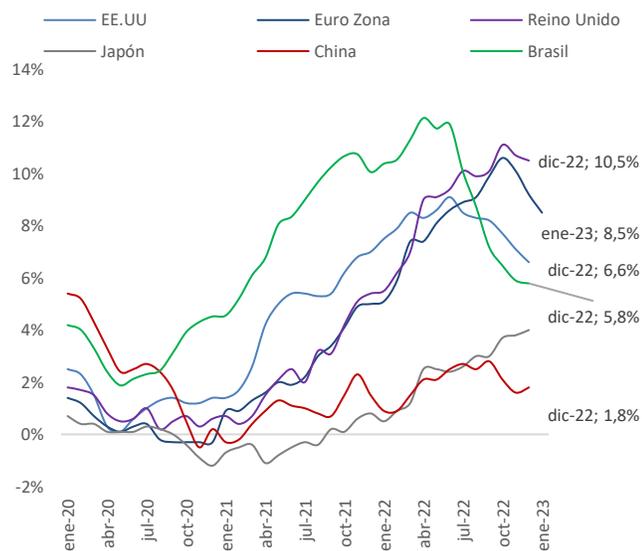
En la misma línea, el Fondo Monetario Internacional mejoró sus proyecciones de crecimiento para China (+0,8 p.p., llevándolo a +5,2% para este año), producto de un mejor desempeño esperado para el consumo privado. En la misma línea, las expectativas de crecimiento para Estados Unidos treparon 0,4

Tasas de interés Bancos Centrales. En % anual



Fuente: Elaboración propia en base a Bancos Centrales

Inflación principales países. Variación interanual



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

p.p. en el último informe, llegando a 1,4%, y las de la Zona Euro 0,2 p.p., quedando en +0,7%.

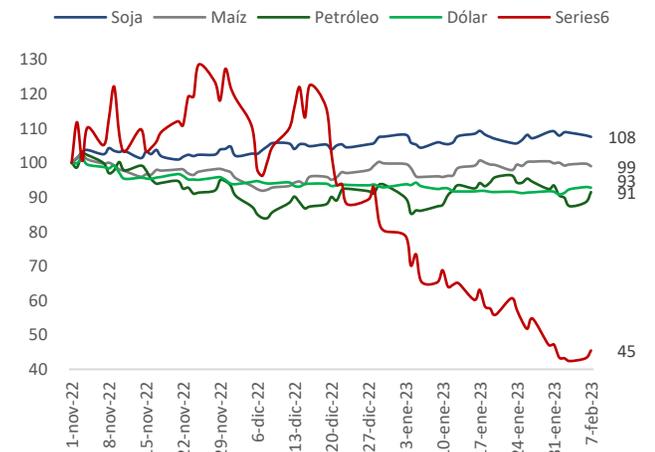
En este escenario de rápida recuperación del PIB global (+2,9% para 2023 según el mismo organismo, que estimó un avance de 3,4% en 2022), además de las turbulencias que provoca el conflicto bélico en Europa del Este y la sequía en América del Sur, con su correlato negativo en la oferta mundial de energía y alimentos, la inflación gana relevancia como preocupación en la economía global.

Así, la política monetaria podría endurecerse en relación con el pasado reciente, teniendo distintos impactos sobre nuestro país, algunos más directos que otros. Por caso, una política más austera que retaceara el crecimiento afectaría las cantidades exportadas. Asimismo, un menor dinamismo de la economía global también podría golpear los precios de los activos financieros -*commodities* agropecuarios, energéticos e industriales-, reduciendo también por esta vía el valor exportado. Asimismo, un mayor rendimiento de los títulos del Tesoro norteamericano y otros países desarrollados podría apreciar al dólar y otras monedas “fuertes”, depreciando las emergentes -por caso, en lo que va del mes, el Real brasileño cayó más de 3%, a la vez que el Yuan casi 1%-, y dificultando una potencial vuelta a los mercados de crédito de nuestro país. En igual sentido y algo más inmediato, una eventual caída de los precios de nuestros bonos en dólares incrementaría la diferencia entre el tipo de cambio oficial y paralelo, cociente entre la cotización de los títulos públicos en pesos y dólares.

No obstante, y en contra de lo comentado más arriba, los bonos argentinos de menor plazo en moneda dura marcan un avance de 32% en relación con el cierre del año pasado. Si bien el mismo se moderó en las últimas semanas (habían trepado 22% en la primera mitad de enero), los anuncios de compras por parte de Hacienda habrían revertido potenciales *shocks* adversos.

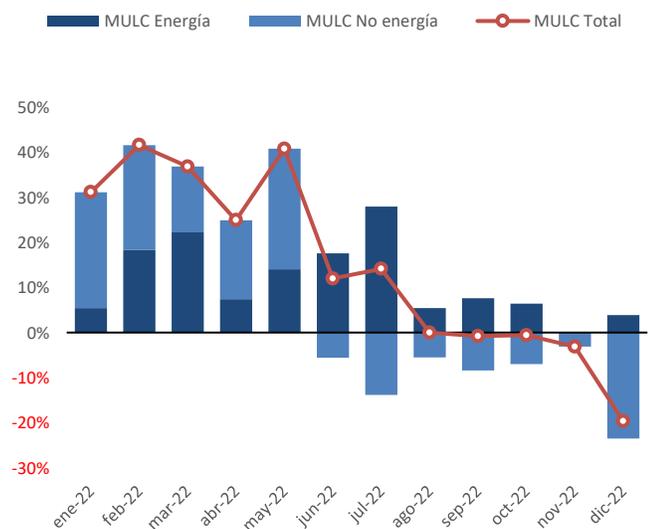
A comienzos de febrero, en sintonía con la publicación del mencionado dato optimista de empleo de Estados Unidos, los bonos a dos años de su Reserva Federal mejoraron sus rendimientos, llegando a 4,5% (+0,4 p.p.), y captando parte del financiamiento que antes iba a los índices bursátiles que, como contracara, cayeron entre 1 y 2,5% en las primeras dos semanas del mes. En respuesta, los bonos argentinos cayeron

**Precios de *commodities* y DXY, base 1-nov = 100**



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

**Importaciones en el mercado de cambios con y sin energía. Variación interanual**



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

alrededor de 5% desde entonces. Aunque parte de esta baja se moderó luego del anuncio de Finanzas de que las operaciones podrían intensificarse, por lo pronto la tendencia alcista se habría frenado, al menos en el corto plazo.

El cambio de prioridades globales no es una buena noticia para la Argentina: la mayor preocupación por la inflación respecto del crecimiento de la actividad podría afectar la *performance* externa de nuestro país. Considerando que la escasez de divisas es la principal limitante al crecimiento en la actualidad, frenando la expansión de la demanda interna, máxime en un escenario de objetivos de acumulación de USD 4.800 millones de reservas netas en 2023 acordado con el Fondo, será relevante seguir esta dinámica de cerca.

### Tasas y salarios: cambio de precios relativos

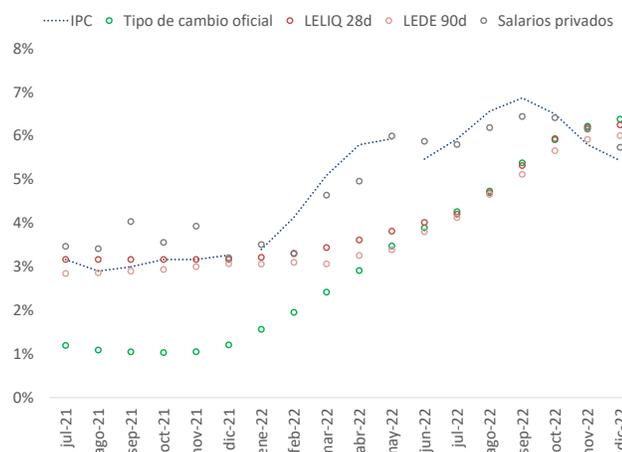
En la segunda mitad del año pasado se aceleraron las variables nominales: la inflación pasó del 5,3% mensual promedio entre enero y junio al 5,9%, el tipo de cambio oficial de 3,2% a 3,6% y los salarios privados registrados de moverse al 5,3% a hacerlo al 5,4%. La tasa de interés de la LELIQ a 28 días no fue la excepción, y avanzó de 3,7% promedio mensual a 5,8%.

Así, se verificó una política monetaria más contractiva, y la tasa de interés real *ex post* (es decir, con la inflación realizada, no con la esperada) trepó de -1,5% promedio mensual entre enero y junio a terreno neutro en la media de la segunda mitad del año. Más aún, al comparar diciembre, se verificó una tasa de +1,1% real, que habría sido de +0,6% en enero, tomando como base la mediana de inflación estimada para ese mes por el último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central (+5,6%).

Por su parte, la dinámica del poder adquisitivo fue algo mejor en la primera mitad del año pasado que en la segunda: mientras al estancamiento verificado entre enero y junio le habría seguido una caída de 0,5% promedio mensual entre julio y diciembre (todavía sin datos oficiales para el último mes del año).

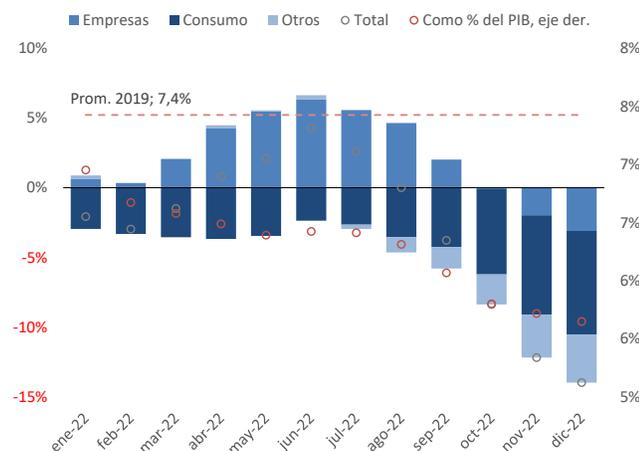
Si bien el “porcentaje” de caída de la actividad se explica más por oferta -de divisas- que por demanda (ver **Informe Semanal 761**), esta dinámica de precios relativos contribuyó a la moderación de la economía real. En este sentido, se observa que los préstamos al sector privado pasaron de crecer más de 4% i.a. en términos reales en junio de 2022 a marcar un retroceso de 14%

### Precios relativos: IPC, tasas, dólar y salarios



Fuente: Elaboración propia en base a Hacienda, BCRA e INDEC

### Préstamos al sector privado. Variación interanual real y como % del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e INDEC

i.a. al cierre del año pasado (y -14,8% i.a. en enero 2023). Como resultado, este *stock* se redujo 1 p.p. del PIB en los últimos seis meses, pasando de 6,4% de este a 5,4%, quedando así 2 p.p. por debajo del promedio de 2019, piso de la pre-pandemia (+7,4%).

El rojo estuvo liderado por los préstamos para consumo (-12,3% i.a.), en tanto el financiamiento a las empresas cayó 7,0% i.a. en enero, siempre deflactado. Por su parte, la suma de créditos hipotecarios, prendarios y otros retrocedió 4,1% i.a. real en el arranque de 2023. Nuevamente, si bien parte de este rojo se explica por la menor oferta de divisas -por caso, parte del financiamiento a consumo se dirige a los bienes durables, rubro donde los importados suelen tener mayor incidencia, a la vez que la inversión muchas veces implica la compra externa de maquinaria y otros bienes de capital-, el cambio de precios relativos también incidió. El mayor costo de financiamiento en un marco de aumento de la incertidumbre, controles cambiarios y sobre el comercio exterior golpearon a estas variables.

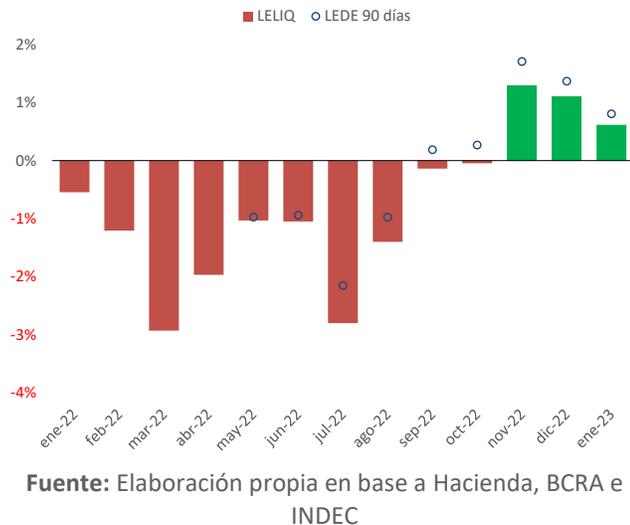
Esta dinámica ayudó a moderar las tensiones cambiarias: menor demanda de financiamiento implica, *ceteris paribus*, menores necesidades de divisas. En un marco de fragilidad externa y meta de crecimiento de las reservas netas (USD +500 millones entre enero y marzo 2023, sumando USD 1.000 millones de pagos de intereses en enero por AL30 y GD30), descomprimir presiones ayuda a este objetivo.

Es cierto que lo ideal sería alcanzarlo con un crecimiento exportador de bienes y servicios -o con financiamiento externo de largo plazo y a tasas bajas-, pero en un año de sequía y tensiones internacionales, además de una política monetaria global algo más agresiva que en los últimos años, esta salida virtuosa parece complicada. En consecuencia, y máxime considerando que los objetivos son “fotos” al cierre de cada trimestre, los menores pagos por importaciones están siendo la salida más viable.

Así las cosas, no esperamos un cambio sustancial de la política monetaria en el corto plazo: la tasa de interés nominal se mantendría al menos hasta marzo, a la vez que la tasa de interés real no pasaría a terreno negativo en el corto plazo.

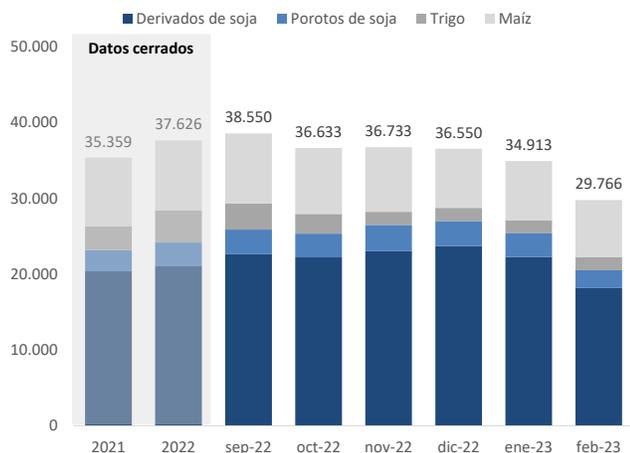
Entre abril y junio, el Banco Central deberá sumar USD 3.100 millones a las reservas netas (actualmente en la zona de la USD 5.000 millones), un objetivo que podría complejizarse por la

### Tasa de interés real *ex post*



Fuente: Elaboración propia en base a Hacienda, BCRA e INDEC

### Exportaciones de cereales y oleaginosas. En USD millones



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, Bloomberg y Bolsa de Comercio de Rosario

sequía y las tensiones globales. Además, los ajustes de tarifas de servicios públicos ya anunciados y que faltan anunciarse todavía -necesarios para cumplir la meta de reducción del déficit primario, que debería pasar de 2,7% del PIB en 2022 a 1,9% de éste en 2023 considerando una metodología de 0 ingresos por rentas de la propiedad para ambos años (fueron 0,3% en 2022, pero no se repetirán este año por razones contables)- podrían alimentar ciertas tensiones nominales, acelerando la inflación, al menos en algunos meses. Por lo tanto, no esperemos una baja significativa de la tasa de interés en lo inmediato, tanto nominal como real.

# Novedades

ENERO	Lunes 6	Martes 7	Miércoles 8	Jueves 9	Viernes 10
<b>Nacionales</b>		Informe Monetario Mensual (ene-23, BCRA)	En diciembre, el Índice de producción industrial manufacturero cayó 1,2% mensual (-2,7% i.a.). En diciembre, el Indicador sintético de la actividad de la construcción disminuyó 3,5% mensual (-10,6% i.a.).		En diciembre, el Índice de salarios creció 5,3% (+90,4% i.a.).
<b>Internacionales</b>	Eurozona: En diciembre, las ventas minoristas cayeron 2,7% mensual (-2,8% i.a.).			Brasil: En diciembre, las ventas minoristas disminuyeron 2,6% mensual (+0,4% i.a.). Brasil: En enero, la inflación creció 0,5% mensual (+5,8% i.a.).	
FEBRERO	Lunes 13	Martes 14	Miércoles 15	Jueves 16	Viernes 17
<b>Nacionales</b>		Índice de precios al consumidor (ene-23, INDEC)	Utilización de la capacidad instalada de la industria (dic-22, INDEC) Indicador sintético de servicios públicos (nov-22, INDEC) Boletín estadístico (BCRA)	Costo de la construcción (ene-23, INDEC) Precios mayoristas (ene-23, INDEC) Valoración mensual de la canasta básica alimentaria y canasta básica total (ene-23, INDEC)	
<b>Internacionales</b>		EE.UU.: Inflación (ene-23)	Reino Unido: Inflación (ene-23) Eurozona: Producción industrial (dic-22) EE.UU.: Ventas minoristas (ene-23) EE.UU.: Producción industrial (ene-23) EE.UU.: Capacidad instalada (ene-23)		Reino Unido: Ventas minoristas (ene-23) Eurozona: Cuenta corriente (dic-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. ***
<b>Internacional</b>						
EMBI+Argentina	9-feb-23	1.928	p.b.	133 p.	161 p.	///
Precio del petróleo (WTI)	9-feb-23	84,5	USD/barril	2,8%	3,3%	///
Tasa Selic (Brasil)	8-feb-23	13,75%	% anual	0 p.p.	3 p.p.	///
Fed Funds (E.U.U.)	9-feb-23	4,75%	% anual	0 p.p.	4,5 p.p.	///
Precio de la soja	9-feb-23	558,9	USD/tn	-1,0%	7,9%	///
Precio del trigo	9-feb-23	278,6	USD/tn	-0,5%	-3,5%	///
Precio del maíz	9-feb-23	264,1	USD/tn	-0,7%	3,7%	///
<b>Actividad económica</b>						
IPI Manufacturero (INDEC)	dic-22	123,7	2004 = 100	-1,2% <sup>(1)</sup>	-2,7%	4,3%
Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC-INDEC)	dic-22	169,1	2004 = 100	-3,5% <sup>(1)</sup>	-10,6%	3,5%
Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE-INDEC)	nov-22	149,2	2004 = 100	-0,7% <sup>(1)</sup>	2,6%	5,9%
Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP-INDEC)	oct-22	177,9	2004 = 100	0,3% <sup>(1)</sup>	5,2%	8,0%
Utilización de la Capacidad Instalada (INDEC)	nov-22	68,9	%	///	0,5 p.p.	3,6 p.p.
PIB a precios de mercado, valores constantes	III-22	727.598	Mill. de \$	1,7% <sup>(1)</sup>	5,9%	6,4%
Producción de acero-Acero Argentino	dic-22	439,6	Miles de tn	///	2,6%	4,5%
Producción de vehículos-ADEFA	dic-22	37.119	Unidades	///	-6,9%	23,5%
<b>Mercado de trabajo</b>						
Índice de salarios -INDEC	dic-22	929,6	Oct-16=100	///	90,4%	90,4%
Asalariados registrados del sector privado (SIPA)	nov-22	6.257,9	Miles de personas	0,2% <sup>(1)</sup>	4,5%	4,3%
Remuneración promedio del empleo registrado - SIPA	nov-22	203.764,1	\$ por mes	///	88,2%	69,3%
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.
<b>Fiscal</b>						
Recaudación nacional	ene-23	2.265.961,8	Mill. de \$	///	93,4%	93,4%
Resultado primario sector público nacional	dic-22	-441.512,0	Mill. de \$	///	///	///
Resultado financiero sector público nacional	dic-22	-685.100,9	Mill. de \$	///	///	///
Gasto primario sector público nacional	dic-22	2.129.630,6	Mill. de \$	///	54,8%	70,5%
<b>Precios</b>						
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%
<b>Comercio exterior</b>						
Exportaciones (ICA)	dic-22	6.119,0	Mill. USD	-8,6% <sup>(1)</sup>	-7,1%	13,5%
Importaciones (ICA)	dic-22	5.017,0	Mill. USD	-2,0% <sup>(1)</sup>	-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)	8-feb-23	95,8	17/12/15=100	-0,9%	-6,5%	-6,4%
Tipo de cambio real bilateral ARG-BR (diario)	8-feb-23	91,0	17/12/15=100	-2,0%	-3,2%	0,2%
<b>Monetario y financiero</b>						
Índice Merval	8-feb-23	250.125,4	índice	-0,4%	183,8%	176,4%
Badlar-Bancos Privados	8-feb-23	69,3%	% anual	0,3 p.p.	32,7 p.p.	32,7 p.p.
Plazo fijo a 30-44 días (Total general)	8-feb-23	68,7%	% anual	-0,8 p.p.	31,7 p.p.	32,8 p.p.
Tasa de política monetaria	8-feb-23	75,0%	% anual	0 p.p.	35 p.p.	35,2 p.p.
UVAs (Unidad de Valor Adquisitivo)	10-feb-23	197,7	\$/UVA	1,1%	94,3%	92,5%
CER (Coeficiente de estabilización de referencia)	10-feb-23	78,4	Coef.	1,1%	94,4%	92,7%
Tipo de cambio \$/USD (diario)	9-feb-23	190,2	\$/USD	1,4%	79,6%	76,1%
Reservas Internacionales (diario)	6-feb-23	40.288,0	Mill. USD	2,9%	8,3%	10,0%
Depósitos SPNF (\$+USD)	6-feb-23	19.897.300,8	Mill. de \$	0,0%	100,7%	97,4%
Préstamos SPNF (\$+USD)	6-feb-23	7.651.950,5	Mill. de \$	-3,0%	68,0%	67,4%
<b>Provincia de Buenos Aires</b>						
Asalariados registrados del sector privado. PBA	nov-22	1.974,4	Miles de personas	0,2% <sup>(1)</sup>	4,5%	4,4%
Total Recaudación Provincial	dic-22	136.722,8	Mill. de \$	///	85,6%	78,0%
Indicador Sintético Industria Manufacturera (ISIM-PBA)	oct-22	100,6	2012=100	-3,0% <sup>(1)</sup>	5,2%	7,6%
Supermercados PBA-INDEC	nov-22	97.423,8	Mill. de \$	///	99,6%	///
Exportaciones (acumulado)-INDEC	nov-22	31.118,8	Mill. USD	///	22,9%	29,0%
Patentamiento de vehículos PBA-DNRPA	ene-23	14.373	Unidades	///	18,5%	18,5%

\*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