

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Compras del Banco Central, asistencia al Tesoro e inflación de abril**
- **Inflación: aceleración de Estacionales e IPC Núcleo en abril**
- **Actividad e inflación: dinámicas contrapuestas**

Editorial: Compras del Banco Central, asistencia al Tesoro e inflación de abril

El Banco Central compró USD 125 millones esta semana, cerrando en terreno positivo después de dos semanas en donde había sumado ventas por USD 330 millones. No obstante, con estos números, la autoridad monetaria lleva USD 300 millones adquiridos desde que empezó la tercera edición del Programa de Incremento Exportador (PIE) a principios de abril. Este número se explica por liquidaciones que alcanzaron USD 2.300 millones en lo que va del programa, más USD 900 millones vendidos por otras entidades agropecuarias (vinculadas al trigo y el maíz, de modo que el total liquidado por asociados a CIARA ronda los USD 3.000 millones) menos compras por USD 2.900 millones por parte del resto de la economía.

La última semana, las liquidaciones del PIE promediaron USD 87,5 millones diarios, ubicándose 15% por debajo de los USD 104,5 millones vendidos en la primera semana de mayo, pero 22,1% y 3,9% por encima de las semanas anteriores, en donde no había habido feriados -que pueden haber concentrado las operaciones en menos días, trastocando la comparación-. Por último, en lo que al mercado cambiario respecta, la autoridad monetaria suma ventas netas por USD 3.120 millones en lo que va de 2023, número que contrasta con los USD 650 millones comprados en igual período del 2022.

En relación con este resultado, sobresale que la Bolsa de Cereales de Rosario redujo nuevamente sus estimaciones de cosecha de soja, llevándolas de 23 millones de toneladas a 21,5, lo que implica una caída cercana al 50% en relación con las 42,2 millones de toneladas de la campaña anterior. Considerando el retroceso de 7,1% en el precio promedio del poroto en el mercado *spot* entre el promedio enero-mayo de ambos años -y de -8,8% en el caso del trigo y de -11,9% en el del maíz-, se explica la contracción cercana al 50% en las ventas brutas de CIARA-CEC, que pasaron de USD 15.300 millones en el acumulado enero-mayo de 2022 a USD 6.240 millones en 2023. Por el contrario, las menores compras del resto de la economía, que pasaron de USD 14.400 millones a USD 9.640 millones -en un contexto de mayor financiamiento externo -moderaron esta dinámica.

El impacto de la sequía no está siendo solo sobre las cuentas externas y del Banco Central, sino también sobre la recaudación del Tesoro Nacional, que sufre la pérdida del monto imponible de las retenciones a las exportaciones. En este sentido, vale destacar que, el 4 de mayo, el Banco Central le realizó el cuarto giro del año a Hacienda, sumando ARS 370 mil millones en lo que va de 2023 y ubicándose en línea con el tope de ARS 373 mil millones acordado con el FMI para la primera mitad del año (en el primer trimestre, este objetivo era de ARS 130 mil millones y se habría cumplido conforme a las estadísticas de la autoridad monetaria).

En abril, la inflación fue de 8,4%, marcando una aceleración de 0,7 p.p. en relación con el dato de marzo. De esta forma, la suba de precios acumuló 32% en los primeros cuatro meses del año (+7,2% mensualizado) y 108,8% en los últimos doce meses (+6,3% mensualizado). En abril, el avance estuvo liderado por los Estacionales (+12,6%), impulsados por el cambio de temporada de Prendas de vestir y calzado y Verduras, seguido del IPC Núcleo (+8,4% y +1,4 p.p. respecto del 7,2% de marzo). Por su parte, los precios Regulados treparon 4,9% en el mes, moderando el incremento del Nivel General y sumando 27,9% en el año.

Con este incremento, la tasa de interés de referencia, actualmente en 91% nominal anual, equivalente a 7,6% efectivo mensual, quedó por debajo de la inflación pasada. La misma se ubica por encima de la suba de precios esperada para el período mayo-julio (+7,2% mensual) según el último Relevamiento de Expectativas de Mercado del Banco Central, pero resta ver si se observa algún cambio de política monetaria en base al dato de inflación de esta semana.

Inflación: aceleración de Estacionales e IPC Núcleo en abril

En abril, la inflación fue de 8,4% mensual, marcando una aceleración de 0,7 p.p. en relación con el dato de marzo (+7,7%) y acumulando 32,0% en los primeros cuatro meses del 2023 (+7,2% mensualizado). Asimismo, resalta que la suba de precios totalizó 108,8% en los últimos doce meses, equivalente a un promedio de 6,3% mensualizado, acelerándose 3,9 p.p. respecto del acumulado entre abril 2022 y marzo 2023.

Durante el mes pasado, el aumento de precios estuvo liderado por Estacionales (+12,6%), impulsados por el cambio de temporada de Prendas de vestir y calzado (+10,8%) y Verduras, tubérculos y legumbres (+21,8% en GBA, sin dato Nacional). Por su parte, el IPC Núcleo avanzó 8,4% en abril, acelerándose 1,4 p.p. respecto del dato de marzo (+7,2%). Por último, los precios Regulados treparon 4,9% en el mes, moderando el incremento del Nivel General y sumando 27,9% en el año (+6,3% promedio mensual).

Cuadro I – Inflación mensual, interanual e incidencia por capítulo. Fuente: INDEC.

	Ponderación	Dato mensual		Incidencia (contribución al agregado)	
		Mensual	Interanual	Mensual	Interanual
Nivel general		8,4%	108,8%		
Alimentos y bebidas no alcohólicas	26,9%	10,1%	115,0%	2,7%	31,0%
Prendas de vestir y calzado	9,9%	10,8%	120,7%	1,1%	12,0%
Restaurantes y hoteles	9,0%	9,9%	126,6%	0,9%	11,3%
Transporte	11,0%	6,5%	93,5%	0,7%	10,3%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	6,4%	8,6%	111,3%	0,5%	7,1%
Recreación y cultura	7,3%	7,5%	105,2%	0,5%	7,6%
Salud	8,0%	6,6%	97,2%	0,5%	7,8%
Vivienda, agua y electricidad	9,4%	5,6%	95,0%	0,5%	8,9%
Bienes y servicios varios	3,5%	6,6%	111,0%	0,2%	3,9%
Comunicación	2,8%	6,3%	81,0%	0,2%	2,3%
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,5%	3,8%	114,3%	0,1%	4,0%
Educación	2,3%	5,0%	98,5%	0,1%	2,3%
Estacional	11,3%	12,6%	142,9%	1,4%	16,2%
Núcleo	67,9%	8,4%	105,2%	5,7%	71,5%
Regulados	20,8%	4,9%	98,9%	1,0%	20,5%
Bienes	66,1%	9,1%	110,9%	6,0%	73,3%
Servicios	34,0%	6,6%	103,0%	2,2%	35,0%

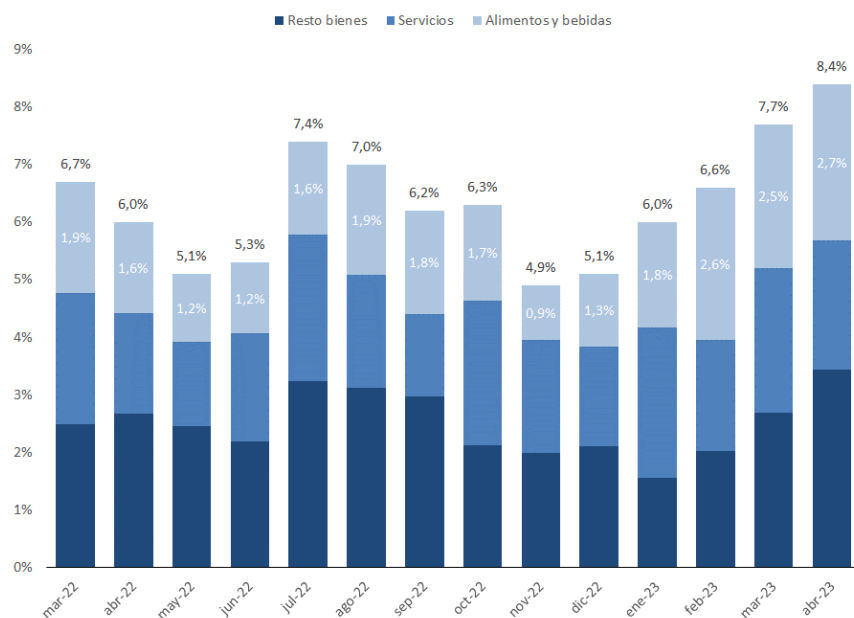
Al desagregar entre bienes y servicios, se observa una diferencia relevante entre ambos: en tanto los primeros sumaron 9,1% en abril, los segundos avanzaron 6,6%. De esta forma, los primeros acumulan un alza de 32,6% en el año, mientras que los segundos treparon 30,2% entre enero y abril (en términos de promedios mensuales, se ubican en +7,3% y +6,8%, respectivamente) -la mayor ponderación de los primeros respecto de los segundos, +66% y +34%, respectivamente, explica que el agregado se parezca más a los bienes-.

Como resultado, se está profundizando el cambio de precios relativos, verificado en la primera parte de 2022, cuando la inflación internacional, impulsada por la suba de *commodities* agropecuarios y energéticos había motorizado el índice, y atenuado parcialmente en la segunda mitad del año pasado, cuando las actualizaciones de tarifas de servicios públicos habían explicado una parte más relevante de las subas del Nivel General de precios. Esta dinámica es, *a priori*, contraintuitiva ya que, como veremos más adelante, el tipo de cambio oficial se movió por debajo del Nivel General de precios en los cuatro meses de 2023. Sin embargo, podemos explicarla por dos vías. Por un lado, porque el tipo de cambio esperado pareciera tener una relevancia creciente en el proceso de importación, ya que, como mostramos en el último Informe, el porcentaje de endeudamiento externo privado en cuenta corriente viene aumentando de manera tendencial desde mediados del año pasado. Por el otro, por el impacto nominal del *shock* real de la sequía: los aumentos de alimentos (ver párrafo

siguiente) están siendo, sostenidamente desde febrero pasado, los mayores de la serie histórica, a la vez que se ubicaron sistemáticamente por encima del Nivel General.

En este sentido, desagregando entre capítulos, vale recordar que el mencionado Prendas de vestir y calzado lideró el avance (+10,8%), seguido por Alimentos y Bebidas (+10,1%). En este caso, y en GBA, ya que no hay datos nacionales, el salto estuvo motorizado por Verduras (+21,8%) y Leche y otros productos lácteos (+10,4%). Por su parte, Carnes y sus derivados, que había motorizado este capítulo en febrero y marzo, se desaceleró parcialmente, quedando en 9,3% en abril. Se verifica de este modo parte del efecto del *shock* real de la sequía sobre el Nivel General de precios: la mayor inflación no está teniendo solo causas nominales, sino también reales -la menor oferta de trigo, maíz y soja, entre otros-.

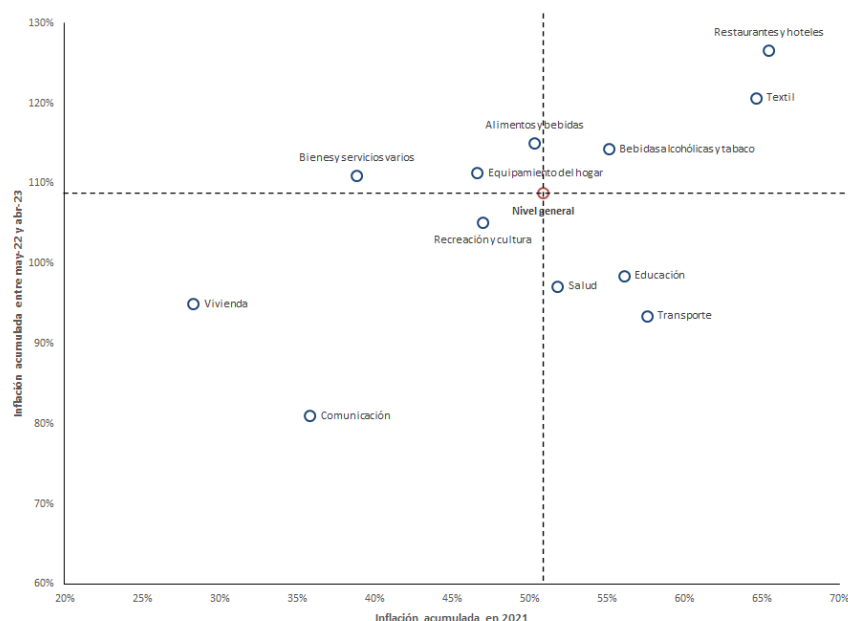
Gráfico I – Inflación mensual, contribución al agregado por rubro. Fuente: INDEC.



Con estos números, el nivel general de precios subió por encima del tipo de cambio oficial en abril (+6,6% promedio mensual, +6,5% entre puntas), a la vez que superó a la tasa de interés de referencia en 0,8 p.p. (91% nominal anual, equivalente a 7,6% mensual efectiva). En este marco, no descartamos nuevas correcciones en esta última variable en el corto plazo: si bien la misma excede a la inflación esperada por el último Relevamiento de Expectativas del Banco Central para el período mayo-julio (+7,2% promedio mensual), y un encarecimiento de ésta incrementaría los costos de financiamiento del Tesoro Nacional en el mercado, las recientes tensiones en el mercado cambiario podrían alentar una actualización.

En línea con lo comentado más arriba, podemos resaltar que en los últimos tiempos el patrón de suba de precios relativos se asemeja más a un proceso de depreciación del tipo de cambio que a uno de apreciación: en los últimos doce meses, alimentos y bebidas, equipamiento del hogar, bebidas alcohólicas y tabaco y productos textiles subieron por encima del Nivel General. En cambio, salud, educación, transporte, vivienda y comunicación lo hicieron por debajo.

Gráfico II – Inflación acumulada en 2021 y últimos doce meses para abr-23. Fuente: INDEC.



Esta dinámica abre un interrogante para nada despreciable: dado ya se están verificando ciertos efectos propios de un movimiento cambiario en el Nivel General de precios, ¿se moderaría el eventual impacto de una corrección?; no obstante, y en sentido contrario, este mismo movimiento es el que llevó al Nivel General a la zona del 7-8%, incrementando las expectativas inflacionarias y la incertidumbre, lo que podría agravar los efectos de un eventual *shock* cambiario.

Actividad e inflación: dinámicas contrapuestas

En el segundo semestre de 2022, la inflación pasó de la zona del 7% mensual entre julio y agosto, a la del 6% en septiembre-octubre para cerrar en la del 5% en noviembre-diciembre. Más allá de las causas de esta baja o de su eventual sostenibilidad *-ex post* descartada-, esta dinámica parecía ser alentadora. En sentido opuesto, la actividad se contrajo 1,7% durante la segunda mitad del año pasado (y -2,6% en relación con el pico de agosto), promediando un retroceso de 0,3% mensual. De esta forma, convivían una nominalidad en proceso de estabilización y una actividad en deterioro.

En el primer trimestre de 2023, el esquema se invirtió: la inflación se aceleró, pasando del 5% mencionado a 6,0% en enero, 6,6% en febrero y 7,7% en marzo, acumulando 21,7% en el período (y +31,9% si sumamos el +8,4% mensual de abril). Sin embargo, y nuevamente en sentido inverso, la economía real mostró un resultado opuesto: en el primer bimestre, la demanda trepó 0,5% en relación con el cierre de 2022, reduciendo a 1,3% la caída acumulada desde junio pasado.

Más aún, si bien todavía no hay datos oficiales de marzo (se publicarán el próximo martes 23 de mayo), los indicadores adelantados o sectoriales reflejan que la tendencia positiva se habría mantenido en el tercer mes del año: los salarios reales crecieron 2,2% según INDEC, impulsados por los empleados públicos (+8,0% en el mes), cerrando el trimestre en +0,4%, a la vez que la industria y la construcción avanzaron 3,4% y 3,5% desestacionalizado en marzo (acumulando +2,7% y +5,6% en el año, respectivamente). Así, se verifica que, al revés que al cierre del 2022, y de lo que indica la teoría, en el primer trimestre de 2023 convivieron una aceleración nominal, una mayor incertidumbre general con un crecimiento del nivel de actividad.

Ante este escenario, dos preguntas fundamentales y relacionadas cobran sentido: ¿por qué pasó esto? y, no menor, ¿cómo seguirá?

Gráfico I – Nivel de actividad, industria y construcción con base 100 en I-21. Fuente: INDEC



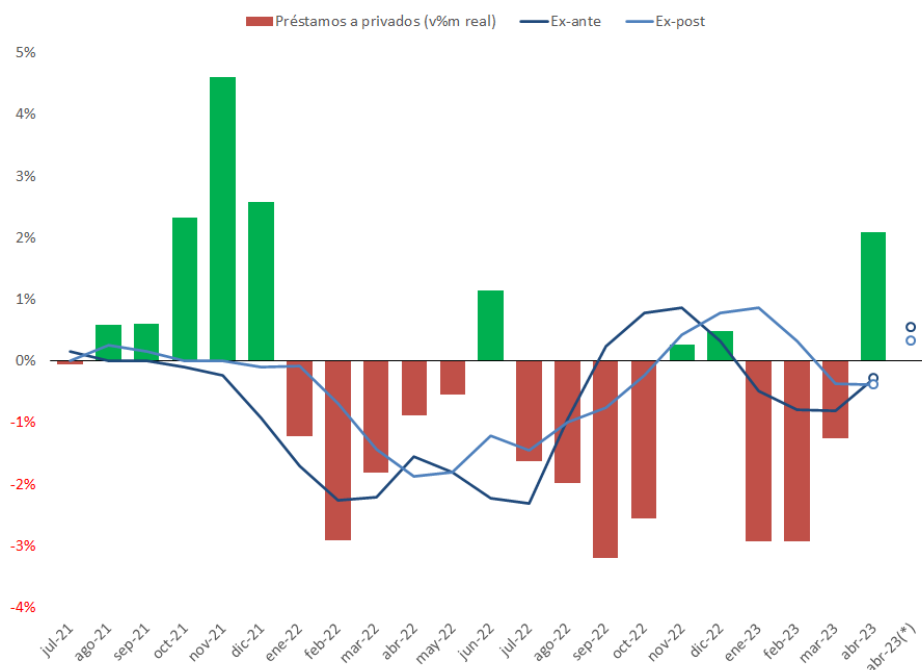
En primer lugar, resalta el efecto de rebote estadístico: luego de la caída de 2,4% entre septiembre y diciembre, la recuperación del nivel de actividad no logró, todavía, superar el pico anterior; por el contrario, se ubica 2,0% por debajo de éste. Por lo tanto, aun cuando la producción haya interrumpido su caída, esto no implicó recuperar los máximos anteriores.

En segunda instancia, la aceleración inflacionaria llegó de la mano de una mayor dispersión de precios relativos. Por caso, mientras que en el último trimestre del año pasado alimentos y bebidas estuvo 2,3 p.p. por debajo del Nivel General, entre enero y marzo este capítulo quedó 6,4 p.p. por encima de la media. Al revés, los precios Regulados treparon 2,6 p.p. por encima del Nivel General entre octubre y diciembre de 2022, en tanto quedaron empatados (-0,2 p.p.) en el arranque de 2023.

Estas diferencias no solo reflejan qué capítulos lideraron las subas en cada momento, sino también su impacto distributivo y las opciones de sustitución hacia el interior de cada capítulo. Por caso, mientras que la luz o el gas son “monopolios naturales” y las opciones de sustitución muy limitadas, en Alimentos y bebidas convivieron subas de 50% en frutas y de 40% en carnes con avances de 12% en aceites o de 18% en pan y cereales. Así, si bien el grado de “intercambiabilidad” entre estos bienes es tan poco perfecto u homogéneo como deseable, no por eso puede haber explicado parte de la recuperación del nivel de actividad.

En tercer lugar, podemos mencionar que los incentivos al ahorro se redujeron en los últimos meses. Por caso, la tasa de interés real promedió +0,3% en el cuarto trimestre de 2022 -con un pico de +0,8% en diciembre-, pasó a terreno negativo entre enero y marzo de 2023 (-0,9%), con un piso de 1,1% en febrero. Las diferencias entre la inflación esperada y la inflación realizada -positivas en el primer caso, negativas en el segundo- motivaron este cambio. Si bien al momento, el rendimiento de las LELIQs -tasa de referencia- se ubica por encima de la inflación esperada por el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) para los próximos meses (+7,6% vs. +7,1% para mayo-julio), la corrección llegó después de la aceleración y, no menor, de las tensiones cambiarias.

Gráfico II – Tasa de interés real y préstamos privados. abr-23(*): fin de período. Fuente: INDEC y BCRA.



Por su parte, el tipo de cambio paralelo, principal alternativa de ahorro a los depósitos en pesos, permanece elevado en términos históricos, especialmente cuando se lo compara con la dinámica salarial. Si bien estos últimos se mueven más en línea con el nivel general de precios que el dólar financiero, de modo que el salario medido en dólares paralelos creció durante el primer trimestre -sin datos oficiales, entendemos que esta tendencia se habría revertido en abril, cuando la divisa se movió cerca de 10% dependiendo del mercado-, continúan “bajos” en términos históricos -a modo de ejemplo, deflactado por la suba de precios, el dólar MEP está por encima del promedio de 2002-.

La incertidumbre y ciertos desequilibrios del mercado monetario explican esta dinámica que, en el corto plazo, puede estar impulsando a la producción de bienes y servicios, ya que alienta el consumo en detrimento de un “ahorro caro en términos relativos”.

De cara a los próximos meses es relevante preguntarnos qué dinámicas se mantendrán, cuáles cambiarán y cuál será la causalidad: si una actividad pujante estabilizará a una inflación elevada, si la aceleración nominal y la mayor incertidumbre general interrumpirá el proceso de rebote o si persistirán las tendencias del primer trimestre. El año pasado, mirábamos a la oferta -de divisas- para respondernos a esta pregunta y concluíamos negativamente: la falta de reservas sería un problema para importar y pondría un tope al crecimiento de la actividad. En la actualidad, a este desafío se sumaron las menores exportaciones resultado de la sequía, las menores precisiones que trae cualquier proceso electoral, y, quizás, algunas tensiones del lado de la demanda, producto de i) una mayor inflación que la esperada al momento de actualizar salarios y ii) un sector público con un mayor recorte de gasto producto de los menores cobros de retenciones que provoca la mala cosecha.

Principales variables

Calendario y anexo semana económica

Variable	Unidad de medida	Último dato	Mensual o Trimestral	Interanual o acumulado doce meses	Fuente	Fecha próxima publicación
Actividad						
PIB	%	IV-22	-1,5%	1,9%	INDEC	22-jun-23
EMAE	%	feb-23	-0,0%	0,2%	INDEC	23-may-23
Salarios						
Salarios nominales INDEC	%	mar-23	10,1%	102,4%	INDEC	30-jun-23
Salarios reales INDEC	%	mar-23	2,2%	-0,1%	INDEC	30-jun-23
Fiscal						
Ingresos totales	% PIB	mar-23	3,0%	17,8%	Hacienda	22-may-23
Gasto primario	% PIB	mar-23	3,4%	20,0%	Hacienda	22-may-23
Resultado primario	% PIB	mar-23	-0,4%	-2,5%	Hacienda	22-may-23
Resultado financiero	% PIB	mar-23	-0,9%	-4,1%	Hacienda	22-may-23
Precios						
IPC Nacional	%	abr-23	8,4%	108,8%	INDEC	14-jun-23
IPC Núcleo, nacional	%	abr-23	8,4%	105,3%	INDEC	14-jun-23
Comercio exterior						
Exportaciones (INDEC)	USD M	mar-23	5.723	84.911	INDEC	24-may-23
Importaciones (INDEC)	USD M	mar-23	6.782	80.756	INDEC	24-may-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	mar-23	-1.059	4.155	INDEC	24-may-23
Balance cambiario						
Bienes (BCRA)	USD M	mar-23	-747	18.197	BCRA	24-may-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	mar-23	-1.273	-17.865	BCRA	24-may-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	mar-23	1.868	-2.609	BCRA	24-may-23
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	11-may-23	229,0		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	11-may-23	1,4		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	11-may-23	433,8		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	11-may-23	2,7		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	11-may-23	33.630		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	08-may-23	11.308		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	08-may-23	18.786		BCRA	Diaria
BIS	USD M	08-may-23	3.154		BCRA	Diaria
Resto	USD M	08-may-23	382		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	10-may-23	7,6%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	10-may-23	7,1%		BCRA	Diaria
Letra del Tesoro (LEDE)	% TEM	abr-23	7,3%		Hacienda	Mensual
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	11-may-23	4,9	-0,4%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	11-may-23	6,9	3,8%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	11-may-23	525,3	-14,9%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	11-may-23	333,7	-27,8%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	11-may-23	531,7	-21,8%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	11-may-23	70,9	-35,0%	Bloomberg	Diaria

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.