

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Compras del Banco Central, caída del precio de la soja y primera licitación de mayo**
- **Comercio exterior: por caída de exportaciones, déficit comercial en abril**
- **Suba de tasa de interés: diagnóstico y motivación y posibles efectos**

Editorial: Compras del Banco Central, caída del precio de la soja y primera licitación de mayo

El Banco Central compró USD 300 millones esta semana, más que duplicando el saldo de la semana pasada (USD +125 millones) y logrando su mejor registro del 2023. Las mayores liquidaciones del sector agropecuario y menores ventas al resto de la economía explicaron este avance: mientras que las primeras pasaron de un promedio diario de USD 130 millones en la segunda semana de mayo a USD 140 millones en la tercera, las compras del resto de la economía se redujeron de USD 110 millones a USD 80 millones.

Con estos números, la autoridad monetaria suma ventas por USD 2.820 millones en lo que va del año, contrastando con las compras por casi USD 900 millones de igual período de 2022. La caída de la oferta del sector agropecuario, que pasó de USD 15.300 millones a poco menos de USD 7.000 millones (54,6% i.a.) explica este retroceso, atenuado parcialmente por las menores operaciones con el resto de la economía (USD -14.430 millones y USD -9.800 millones, -32,5% i.a.). La reducción de casi 50% en las cantidades cosechadas de soja y trigo y de 40% en las de maíz, en un contexto de menores precios internacionales, provocaron este desenlace.

En este sentido, es importante marcar que la tonelada de soja retrocedió 6% en lo que va de mayo (y 12,2% respecto del pico de febrero), ubicándose por debajo de los USD 500 por primera vez desde septiembre pasado. El crecimiento esperado de 5,5% en los volúmenes cosechados de Brasil y de Estados Unidos más que compensan el efecto del *shock* climático adverso que golpea a gran parte de la producción argentina, impactando negativamente en el precio de la oleaginosa. En contraposición, el precio del Gas Natural Licuado, principal *commodity* energético importado por nuestro país, escaló 15,1% en la última semana, superando los USD 20 por millón de BTU. No obstante, vale destacar que con este salto el combustible volvió a los niveles de marzo de este año, a la vez que se ubica 70% por debajo del pico de junio del año pasado (USD 66,5 por millón de BTU) y 8,8% por debajo del promedio del primer cuatrimestre de 2023.

En otro orden, sobresale que, a pesar de la compra de divisas, las reservas brutas del Banco Central cayeron USD 500 millones entre el viernes de la semana pasada y el jueves 18 de mayo (último dato disponible), orbitando en torno de los USD 33.100 millones en la actualidad. Parte de este deterioro se debe a la depreciación del Yuan (+1,3% en la semana, lo que afectó a las divisas provenientes del *swap*) y a la caída del precio del oro (-2,9%, explicando la pérdida de USD 110 millones). El resto de la caída podría responder al menos en parte a intervenciones del Banco Central en las cotizaciones financieras, especialmente en la primera mitad de la semana. Por el contrario, la autoridad monetaria se habría corrido del mercado en las últimas ruedas, explicando parte de la suba de 9,6% en el "dólar MEP". Por su parte, el tipo de cambio oficial se aceleró esta semana: entre lunes y viernes, la divisa avanzó 1,5%, equivalente a 7,7% mensualizado, 0,6 p.p. por encima de la semana pasada y 1,2 p.p. por encima de abril.

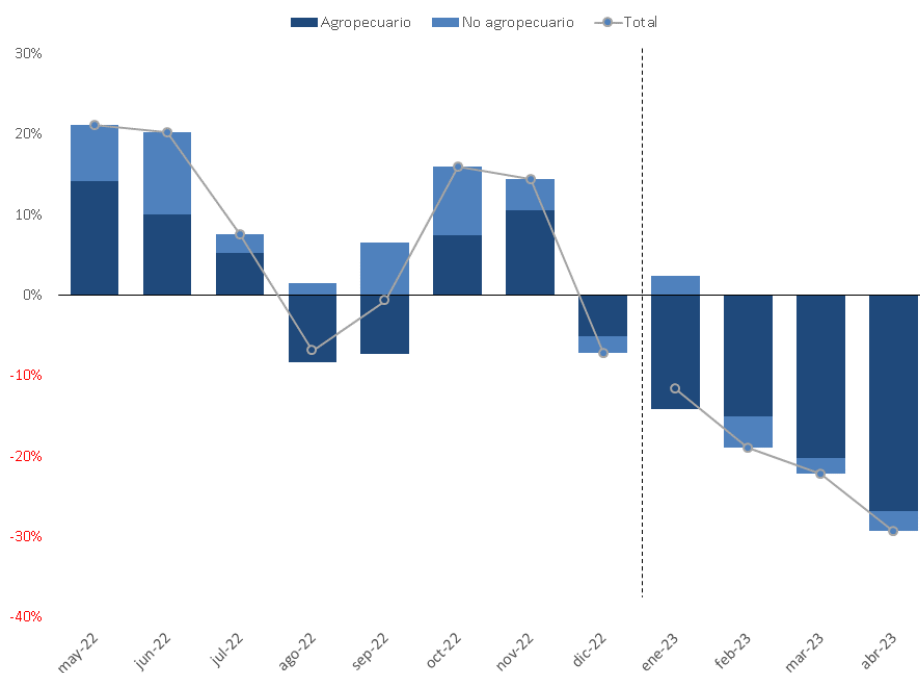
Antes de cerrar, vale destacar que, en la primera licitación de mayo, el Tesoro colocó ARS 770.000 millones, más que financiando sus vencimientos por ARS 590.000 millones (+130% de *roll-over*). 4 de cada 10 pesos colocados fueron ajustables por CER, 2 por el tipo de cambio oficial y el 40% restante a un Bono del Tesoro a 2025 encajable para los bancos. En la última semana de mayo vencen alrededor de ARS 480.000 millones, por lo que el próximo lunes 29 tendrá lugar la segunda licitación del mes. En otro orden, se puede mencionar que entre el 2 y el 15 de mayo (último dato disponible), el Banco Central le giró alrededor de ARS 440.000 millones al Tesoro Nacional, llevando el acumulado del año a ARS 670.000 millones.

Comercio exterior: por caída de exportaciones, déficit comercial en abril

La balanza comercial fue deficitaria en USD 126 millones en abril, revirtiendo el superávit de USD 1.450 millones alcanzado en igual mes del año pasado. El deterioro se explicó por la caída de las exportaciones (-29,3% i.a., pasando de USD 8.340 millones a USD 5.890 millones entre ambos meses), ya que las importaciones se redujeron 12,6% i.a. en el período (pasando de USD 6.880 millones a USD 6.015 millones) y atenuaron esta dinámica.

La contracción de las ventas se verificó en todos los grandes rubros, pero esto no implica que la evolución fue homogénea: en tanto los Productos Primarios (PP) y las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) cayeron 55,6% i.a. y 29,5% i.a. respectivamente, resultado principalmente de las menores cantidades enviadas al exterior (-55,8% i.a. y -20,8% i.a., respectivamente), las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y los Combustibles y Energías sufrieron deterioros más moderados (-4,5% i.a. y -15,6% i.a.), explicados por las bajas de precios (-7,3% i.a. y -19,2% i.a.) y compensados parcialmente por los mayores volúmenes enviados al exterior (+3,0% i.a. y +4,5% i.a.).

Gráfico I – Exportaciones, variación interanual y contribución al crecimiento. Fuente INDEC.



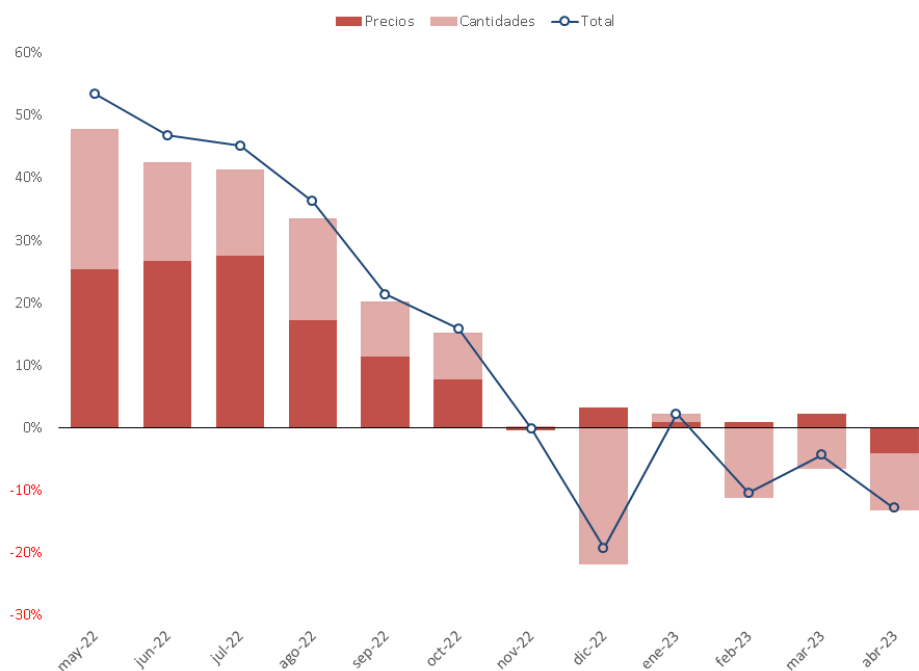
A nivel capítulos, las principales caídas se observaron en Animales vivos y productos del reino animal (-26,2% i.a.), Productos del reino vegetal (-55,7% i.a., con una caída de 63,1% i.a. en cereales que pasaron de USD 1.840 millones en abril 2022 a USD 680 millones en 2023) y Productos de las industrias alimentarias (-30,7% i.a.). En contraposición, Máquinas, aparatos y material eléctrico y Material de transporte marcaron avances de 9,1% i.a. y 27,8% i.a., reflejando que la sequía y la campaña agrícola es la principal causa del deterioro del saldo exportador, en tanto algunos rubros de la industria -principalmente segmentos de la industria pesada- tuvieron buenas performances, moderando el retroceso agregado.

Por su parte, y tal como mencionamos al principio, las importaciones se redujeron 12,6% en la comparación interanual, moderando el deterioro del saldo, explicado tanto por una caída de los precios (-4,1% i.a.) como de las cantidades (-9,1% i.a.). En términos de usos económicos, el retroceso fue generalizado: combustibles y lubricantes se redujo 39,8% i.a., bienes de capital cayó 22,4% i.a., vehículos livianos 33,3% i.a., bienes

intermedios 7,4% i.a. y bienes de consumo -7,7% i.a. Por su parte, piezas y accesorios para bienes de capital creció 3,3% i.a. el mes pasado, atenuando la baja.

Si bien el PIB habría crecido en la comparación interanual en el arranque del año (entre enero y febrero, datos disponibles, promedian un avance de 1,6% i.a., y la tendencia ascendente habría seguido en marzo -ver **segunda sección**-) y el tipo de cambio real se apreció, la mayor administración del comercio explica este desempeño. El *shock* climático adverso y su impacto directo sobre la generación de divisas obligó a fortalecer ciertas restricciones a las compras externas en pos de evitar mayores tensiones en el frente cambiario.

Gráfico II – Importaciones, variación interanual y contribución al crecimiento entre precios y cantidades. Fuente INDEC.

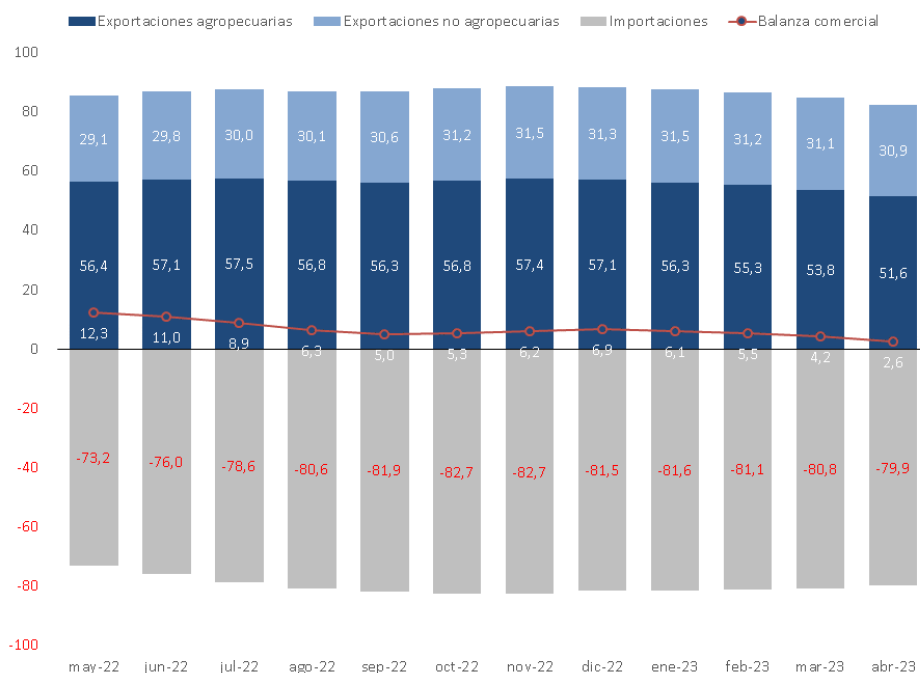


De esta forma, el déficit comercial acumuló USD 1.500 millones en el primer cuatrimestre de 2023, contrastando con el superávit de USD 2.850 millones registrado en igual período del año pasado. Al igual que en el mes, el rojo se explica por las menores exportaciones (-21,5% i.a., sumando USD 21.750 millones entre enero y abril de este año), ya que las importaciones cayeron 6,5% i.a. en el período bajo análisis, llegando a USD 23.230 millones.

Asimismo, en los últimos doce meses, las exportaciones acumulan USD 82.465 millones, (-1,9% en relación con el período mayo 2021-abril 2022, porcentaje que llega a 6,7% al comparar con el acumulado 2022, USD +88.400 millones). En contraste, por el lado importador, el acumulado doce meses creció 13,3% entre ambos abriles, pasando de USD 70.500 millones el año pasado a USD 79.900 en 2023. No obstante, se verifica un retroceso de 2,0% i.a. respecto del acumulado en 2022 (USD 81.510 millones), reflejo de la contracción importadora en el primer cuatrimestre del año comentada en el párrafo anterior.

De cara al futuro, los magros resultados de la cosecha seguirían deteriorando al frente externo, ya que eventuales mayores ventas del sector industrial o una profundización de las políticas de administración no lograrían compensar el efecto adverso del *shock* climático.

Gráfico III – Exportaciones, importaciones y saldo. Acumulado doce meses. Fuente INDEC.



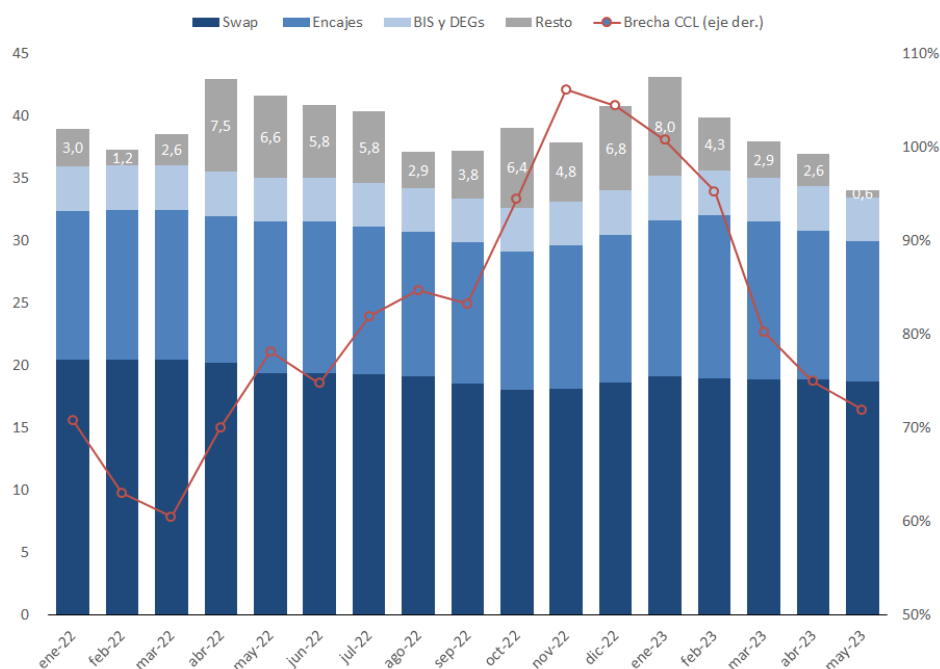
Suba de tasa de interés: diagnóstico y motivación y posibles efectos

Entre el primer cuatrimestre de 2022 e igual período de 2023, la balanza comercial pasó de USD +2.840 millones a USD -1.500 millones, al tiempo que las reservas netas de encajes, *swap* y otros pasivos de corto plazo en divisas se redujeron de la zona de USD 8.000 millones en abril del año pasado a la de USD 1.000 millones este año. En respuesta, la brecha entre el tipo de cambio oficial y el financiero trepó de la zona del 75% a la del 100% en la actualidad, sumando que a principios del año pasado la autoridad monetaria no intervenía en el mercado comprando títulos públicos en moneda extranjera, algo que vendría realizando desde mediados de abril -todavía sin datos oficiales, pero deducible a partir de algunas estimaciones preliminares-.

En igual sentido, a la vez que la inflación había acumulado 23,0% entre enero y abril de 2022 (+5,3% mensualizado) y parecía empezar un proceso de baja, producto de las tensiones internacionales y el aumento de *commodities* que había acelerado la dinámica nominal en marzo y abril del año pasado (+6,7% y +6,0% de inflación mensual, máximos desde 2018), la suba de precios acumuló 31,9% en 2023, promediando 7,2% mensualizado y arrastrando cinco meses seguidos al alza.

Sin embargo, y tal como mostramos en el **Semana Económica 775**, *a priori* la actividad económica no viene sintiendo en gran medida los desequilibrios de la parte nominal. En el primer bimestre de 2023, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) creció 0,5% respecto del cierre de 2022 y +1,6% en relación con enero y febrero del año pasado. Nuevamente, y repitiendo lo que sostuvimos en el último **Semana Económica**, todavía sin datos de marzo ni abril, los primeros números reflejan que la tendencia positiva no se habría revertido en esos meses -por caso, el Índice de Producción Industrial trepó 3,4% desestacionalizado en marzo, a la vez que el Indicador Sintético de Actividad de la Construcción avanzó 3,5%-.

Gráfico I – Reservas brutas según pasivo y brecha cambiaria. Fuente: BCRA y Bloomberg, en USD MM.

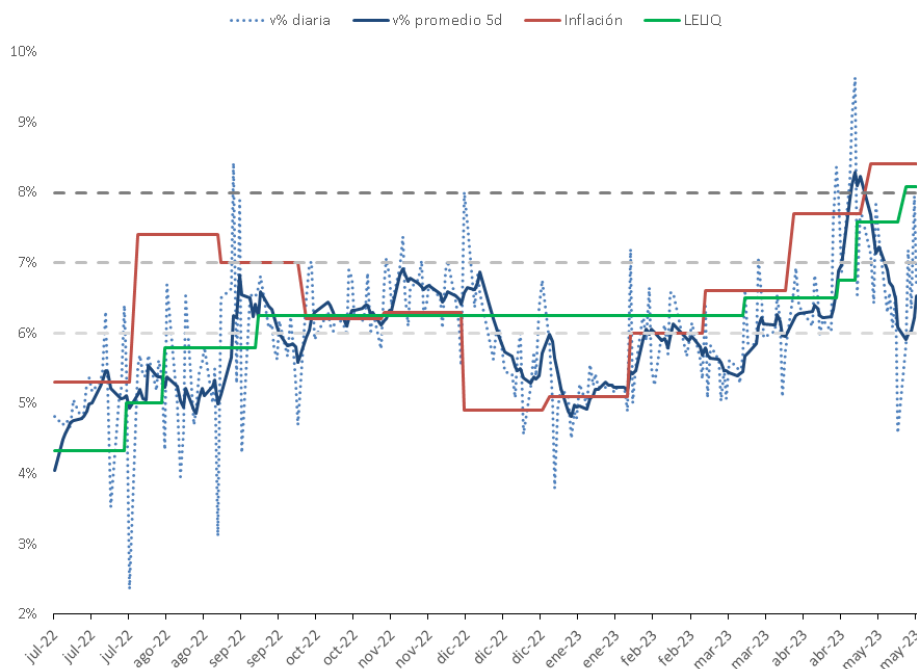


Las evoluciones contrapuestas quedan incompletas para el análisis si no se suman los números de la sequía: según la Bolsa de Cereales de Rosario, la cosecha de soja caería de 42,2 millones de toneladas en 2022 a 21,5 millones en 2023 (-49% i.a.), la de trigo de 23,0 millones a 11,5 millones (-50% i.a.) y la de maíz de 51,0 millones a 32,0 millones (-37,2%). La menor oferta del sector agropecuario está golpeando nuestras exportaciones, es decir, nuestra generación de divisas genuinas, aquellas que no necesitan de repago, y siendo un factor relevante en la aceleración inflacionaria. En el primer cuatrimestre de 2023, alimentos y bebidas subió 41,1%, promediando 9,0% mensual, porcentajes que habían sido de +28,0% y +6,4% en 2022. No obstante, su principal efecto está siendo sobre las perspectivas: en el segundo trimestre es la “temporada alta de liquidación”, momento donde más se sentiría el *shock* climático adverso.

Las complejidades del sector externo en un escenario de alta nominalidad motivaron la venta de títulos públicos en moneda extranjera, impactando negativamente en su precio (-10,5% en el último mes y -32,6% en relación con febrero pasado, pico de 2023). Como resultado, la brecha cambiaria -cociente entre un bono en pesos e igual activo en dólares- saltó de la zona del 80% a mediados del mes pasado a la del 100% en la actualidad, incluso en un contexto donde el Banco Central -y quizás también otras entidades públicas- empezó a intervenir en el mercado, algo que antes no pasaba.

Con este escenario y posiblemente como parte de este diagnóstico, la última semana hubo algunas novedades en materia de política económica. La tasa de interés de referencia pasó de 91% nominal anual a 97%, es decir, de 7,6% mensual efectivo a 8,1%, ubicándose por encima de las estimaciones de inflación de corto plazo del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central. Asimismo, se le imprimió volatilidad al ritmo de suba del tipo de cambio oficial, que pasó de un promedio de 6,9% mensualizado en las primeras dos semanas de mayo a 6,5% en la última semana, pero con un pico cercano al 8% el jueves 18 de mayo y un piso de 5,8% en la jornada del lunes 15 -esto en un contexto donde las demás variables nominales, tasa de interés y nivel general de precios, pasaron de la zona del 7% a la del 8%, de modo que, más allá de la variación absoluta, se redujo la variación relativa-.

Gráfico II – Tipo de cambio oficial, LELIQ a 28 días e inflación. Fuente: BCRA e INDEC.



De esta forma, se busca incentivar el ahorro en pesos y encarecer el costo de financiamiento, relevante no solo para la actividad, sino también para la demanda de divisas. De esta forma, se busca incentivar el ahorro en pesos y encarecer el costo de endeudamiento, relevante no solo para la actividad, sino también para la demanda de divisas. En la primera mitad de mayo, los préstamos a las empresas crecieron 8,6% nominal, más que duplicando la tasa de avance de las familias (+3,9%). Así, se revirtió la dinámica del primer trimestre, cuando los primeros habían trepado en línea con los segundos (+14,1% y +13,8%) y ambos por debajo de la inflación acumulada (21,7%), pero se reafirmó la de un abril con tensiones cambiarias, cuando estas variables habían avanzado 14,7% y 5,3% en términos nominales (y +5,8% y -2,9% en términos reales). El aumento de la demanda de crédito de las firmas puede estar vinculada a un avance de la inversión u otras exigencias de la coyuntura, pero, también, y no menor, a la compra de bienes e insumos importados -formas “diferidas” de dolarizarse-.

En este punto es donde entendemos que se podría estar compartiendo el diagnóstico: en la actualidad, las principales urgencias y exigencias se posan sobre el frente nominal y cambiario, en tanto la economía real pareciera tener algo más de “resto” en el corto plazo. No obstante, en sentido contrario con lo recién expuesto, en el mismo paquete se intenta estimular cierto consumo -relajación de Ahora 12 en bienes nacionales-, buscando atenuar el efecto negativo que podría tener sobre la actividad el aumento del costo de financiamiento. Considerando que la economía cayó 2,6% entre agosto y diciembre del año pasado, y que febrero quedó 1% por debajo del pico de agosto 2022, se entiende este impulso a la actividad.

Por último, y para nada menor, se está intentando impulsar el financiamiento externo en moneda extranjera, en pos de fortalecer las reservas y moderar las tensiones cambiarias. Para eso, se anunciaron negociaciones con el FMI -pedido de adelanto de los desembolsos de junio, septiembre y diciembre, acumulando cerca de USD 10.000 millones entre ambos- y otras bilaterales con socios comerciales. Sin saber qué podrían exigir estos préstamos a cambio, la recuperación de las reservas parece el principal desafío de la economía argentina actual, desafío que, de no relajarse, impedirá estabilizar al resto de las variables.

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	abr-23	5.891	82.465	INDEC	21-jun-23
Importaciones (INDEC)	USD M	abr-23	6.017	79.890	INDEC	21-jun-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	abr-23	-126	2.575	INDEC	21-jun-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	18-may-23	232,24		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	18-may-23	1,37		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	18-may-23	475,56		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	18-may-23	2,81		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	18-may-23	33.132		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	15-may-23	11.239		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	15-may-23	18.681		BCRA	Diaria
BIS	USD M	15-may-23	3.134		BCRA	Diaria
Resto	USD M	15-may-23	77		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	17-may-23	8,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	17-may-23	7,6%		BCRA	Diaria
Letra del Tesoro (LEDE)	% TEM	abr-23	7,3%		Hacienda	Mensual
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	18-may-23	5,0	0,2%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	18-may-23	7,0	5,1%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	18-may-23	498,7	-16,0%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	18-may-23	339,2	-25,8%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	18-may-23	490,3	-22,6%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	18-may-23	71,9	-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.