

# Semana Económica

## Informe General

- **Editorial: Compras del Banco Central, caída de las reservas brutas y crecimiento de la actividad.**
- **Actividad: crecimiento interanual y desestacionalizado en marzo.**
- **Fiscal: aumento del déficit primario en abril.**

### Editorial: Compras del Banco Central, caída de reservas brutas y crecimiento de la actividad

Esta semana, el Banco Central compró USD 150 millones, reduciendo a la mitad su saldo positivo de la semana pasada (USD +300 millones). No obstante, considerando la menor cantidad de días hábiles, el promedio diario pasó de USD +60 millones a USD +50 millones, lo que representa una caída de 15%. Este retroceso se explicó por las mayores ventas a la economía no agropecuaria, que pasaron de la zona de USD 100 millones a la de USD 145 millones, ya que las liquidaciones por el Programa de Incremento Exportador promediaron USD 165 millones, el monto más alto de esta edición, trepando 45% respecto de la semana pasada (USD +110 millones) y 60% en relación con la media del Programa (USD +105 millones).

Más allá del saldo positivo de mayo (USD +310 millones), la autoridad monetaria acumula ventas por USD 2.660 millones en lo que va de 2023, revirtiendo los USD 1.040 millones sumados en igual período del año pasado. Tal como mencionamos en las anteriores entregas del presente **Informe**, la dinámica se explica por las menores ventas del sector agropecuario, que se redujeron de USD 15.300 millones en 2022 a USD 7.800 millones (-50% i.a.) este año, ya que las operaciones con el resto de la economía pasaron de USD -14.400 millones a USD -10.500 millones (-27,6% i.a.). Asimismo, a la reducción de casi un 50% en las expectativas de cosecha para este año, corresponde sumarle el deterioro de los precios: en lo que va de mayo, el precio *spot* de la tonelada de soja cayó 6,7%, afectado por los buenos datos de cosecha de Brasil y de Estados Unidos y ubicándose por debajo de los USD 500 en la actualidad. De esta forma, promedia una contracción de 7,6% i.a. entre enero y mayo de 2022 e igual período de 2023, sumando un factor precios al de las cantidades provocado por el *shock* climático adverso.

A pesar del saldo comprador, sobresale que las reservas brutas cayeron USD 200 millones esta semana corta, ubicándose en torno de los USD 32.900 millones. La depreciación del Yuan chino y la caída del precio de la onza de oro (+0,6% y -0,1%, respectivamente) habrían provocado la pérdida de USD 120 millones entre ambos, de modo que, en ruedas sin vencimientos de deuda del sector público nacional, otros factores habrían explicado el retroceso de este *stock*.

Entre enero y marzo de 2023, la actividad creció 1,7% según el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de INDEC. Este avance estuvo traccionado por Industria (+2,3% desestacionalizado, explicando 0,3 p.p. del incremento agregado) y Comercio (+1,8% y también contribuyendo en 0,3 p.p. al agregado). De esta forma, a pesar de la aceleración nominal del arranque del año, la economía real recuperó cierto dinamismo: si la actividad se mantuviera en los niveles de marzo entre abril y diciembre, el EMAE crecería 0,6% en 2023 -mientras que si lo hubiera hecho en los niveles de diciembre 2022 habría caído 1%- . Sin embargo, las últimas estimaciones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central reflejan una caída mayor al 3,5% en el promedio anual: el *shock* climático adverso no solo está teniendo un efecto sobre los precios y el sector externo, sino también sobre la producción.

Empero, los impactos exceden lo descripto anteriormente. En abril, el déficit fiscal primario superó los ARS 300.000, creciendo en términos reales respecto del rojo acumulado en igual mes del año pasado (ARS -80.000 millones). En un contexto donde el gasto primario se redujo 9,6% i.a. en términos reales, el deterioro de los ingresos motivó este desenlace: los menores derechos de exportación y rentas de la propiedad -venta de títulos públicos por encima de la par en abril de 2022, algo que no se repitió este año- explicaron 14,1 p.p. del 17,7% i.a. de caída de los recursos. El resto se repartió entre Ganancias y "Otros ingresos corrientes". Por el contrario, las entradas por IVA neto de reintegros treparon más de 3% i.a. en términos reales en abril, estirando su dinámica positiva de enero-marzo.

## Actividad: crecimiento interanual y desestacionalizado en marzo

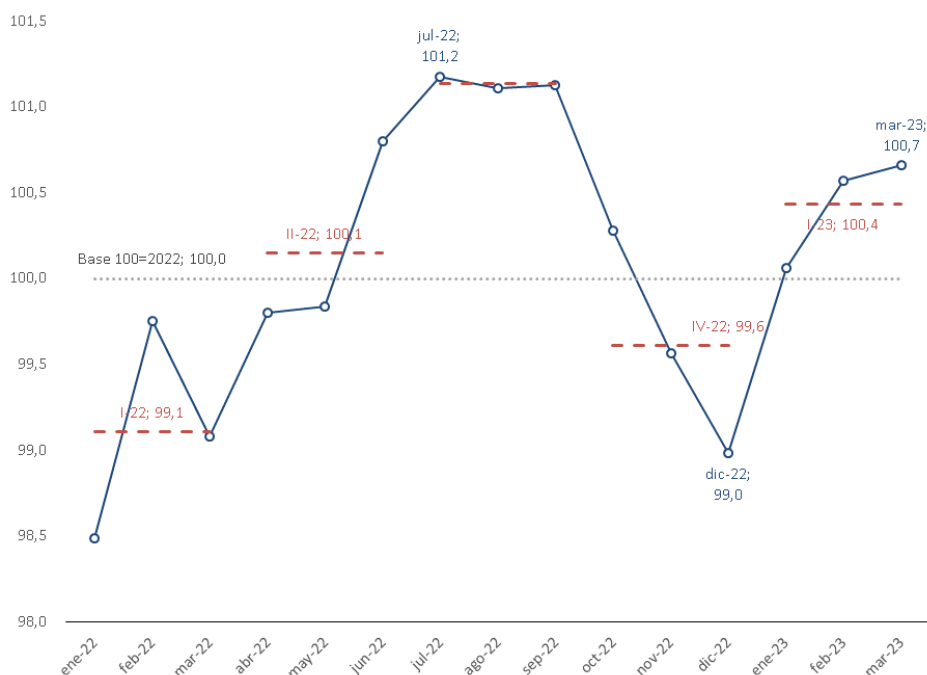
En marzo, la actividad creció 1,3% respecto de igual mes del año pasado y 0,1% en relación con febrero de 2023. Así, la economía avanzó 1,7% desde el cierre de 2022 y se ubica 0,7% por encima del promedio del año pasado. Como resultado, aunque el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de marzo estuvo 0,5% por debajo del pico de julio del año pasado, ya se logró revertir el arrastre estadístico negativo de 1% de diciembre 2022: si en lo que resta de 2023 la producción de bienes y servicios permaneciera en los niveles de marzo, el PIB treparía 0,6% este año.

En consecuencia, y a modo de hipótesis inicial, podemos decir que, pese al mal arranque del año en materia nominal -la suba de precios acumuló 21,7% entre enero y marzo, promediando 6,8% mensual y acelerándose 1,4 p.p. en relación con el +5,4% promedio del último trimestre del año pasado-, la economía real tuvo un buen inicio. Considerando los efectos negativos que tiene la inflación y su aceleración sobre la producción de bienes y servicios -provoca pérdidas de información y costos adicionales, desalienta la inversión y el consumo al generar incertidumbre sobre el esquema de precios relativos actual y futuro, entre otros-, tiene sentido preguntarnos i) por qué pasó esto y ii) cómo seguirá.

Respecto del primer interrogante, intentamos posibles respuestas en los últimos dos Informes (ver **Semana Económica 775** y **776**): efecto ingreso producto de la mayor nominalidad, alto costo relativo del ahorro que incentiva el consumo de bienes, principalmente durables, cobertura con *stock* real ante la suba de precios y un efecto más persistente y de mediano plazo que inmediato de la inflación, entre otros.

En este caso, queremos rescatar un punto: entre diciembre y julio del año pasado, la economía cayó 2,2%, de modo que, si bien la producción se recuperó entre enero y marzo (+1,7%), logró atenuar el retroceso, pero no revertirlo. Dicho esto, vale destacar que, el año pasado, los dos mayores niveles de actividad se registraron en julio y agosto, casualmente, los meses de mayor inflación (+7,4% y +7,0%, respectivamente). Luego de entonces, la actividad empezó a ceder -aunque, vale decir, no por factores de demanda, como podría intuirse *a priori* producto de una mayor inflación que golpea los ingresos reales, sino por el cambio de oferta que implicó la mayor administración del comercio exterior-. La discusión entonces es si se repetirá la dinámica.

Gráfico 1 – Estimador Mensual de Actividad Económica, base promedio 2022=100. Fuente: INDEC.

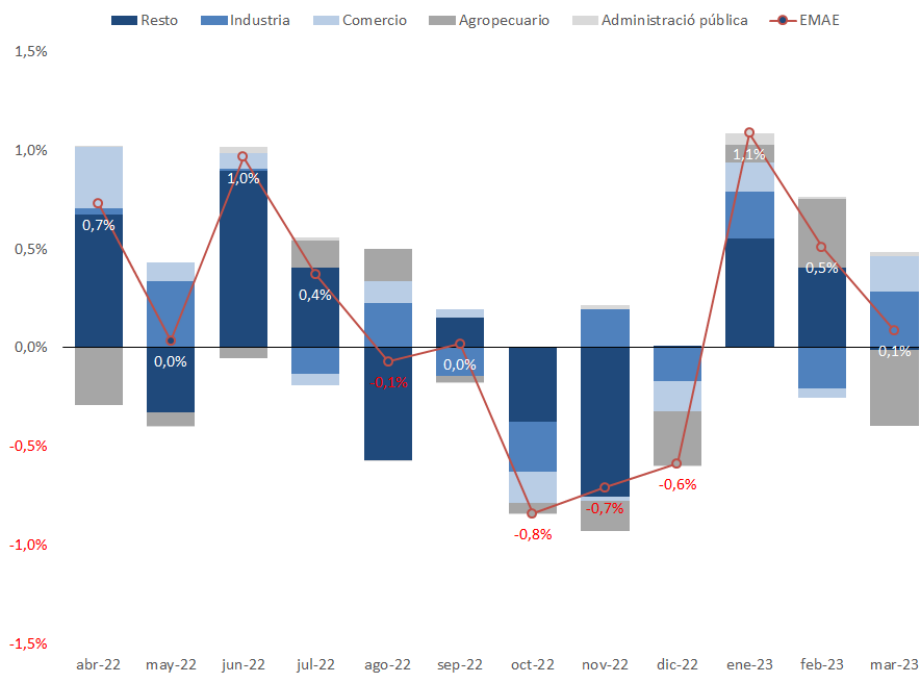


El año pasado tuvo dos semestres: uno primero “largo”, que va de enero a agosto, de crecimiento y aceleración inflacionaria y otro “corto”, de septiembre a diciembre, con moderación real y nominal. Las exigencias que impusieron las metas del acuerdo con el FMI alteraron ciertas políticas de demanda -fiscal, monetaria y cambiaria-, a la vez que obligaron a reforzar los controles a las importaciones en pos de alcanzar los objetivos de acumulación de reservas. En 2023, el escenario se modificó en parte. Si bien se mantuvo el proceso de caída real del gasto público (-9,3% i.a. deflactado en el acumulado enero-abril, ver sección **Fiscal** de este informe), la aceleración inflacionaria relajó la tasa de interés real *ex post* (es decir, mirando más los resultados que las expectativas, relevantes al momento de toma de decisiones) y apreció al tipo de cambio.

Este giro habría explicado parte de la recuperación de la actividad, basado en una paradoja: una política que parecía ser contractiva *ex ante*, se terminó revelando “poco contractiva” *ex post* producto de la mayor nominalidad a la esperada. No obstante, al momento de consumir o invertir, las señales eran otras, de modo que su efecto está, cuanto menos, atenuado.

Así, será fundamental saber qué pasará entre expectativas y dato efectivo en el frente inflacionario en los próximos meses, en pos de determinar qué carácter adquirirá la política fiscal, monetaria y cambiaria. Según el último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central -publicado antes de conocerse el dato de inflación de abril-, la suba de precios se estabilizaría en torno del 7% mensual entre junio y octubre. En este caso, la tasa de interés en 97% nominal anual, equivalente a 8,1% efectivo mensual, sería mayor que la del arranque del año. En un sentido similar, el gasto público agravó su caída real entre enero-febrero y marzo-abril, por lo que el carácter contractivo de la política fiscal también se profundizaría en el corto plazo. Por último, la política cambiaria viene siendo más volátil en las últimas dos semanas, aunque, incluso en los días de mayor suba del dólar oficial, se mueve por debajo del Nivel General de Precios y la tasa de interés, de modo que esta variable sí jugaría a favor de mantener la recuperación de la demanda en el corto plazo. La flexibilización del costo de financiamiento para el consumo en cuotas de bienes industria local también se mueve en la misma línea.

Gráfico II – EMAE desestacionalizado, variación mensual y contribución al crecimiento. Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.



Para completar las perspectivas de la demanda resta analizar la dinámica salarial. En el primer trimestre, los ingresos reales crecieron 0,4% entre puntas, a la vez que mostraron una baja de 0,9% en el promedio enero-marzo. En contraposición, los puestos de trabajo crecieron 0,5% entre diciembre y febrero -todavía sin datos cerrados del primer trimestre-, compensando parte de esta pérdida y su efecto sobre el consumo. Al igual que con las políticas macroeconómicas, en este caso será fundamental que la inflación *ex post* no supere a la esperada, es decir, que la suba de precios referencia de las negociaciones paritarias no termine siendo menor que la efectiva, provocando pérdidas inesperadas del poder adquisitivo (y al revés si es mayor como en 2022).

Ahora bien, falta analizar la otra arista de la economía: la oferta, aquella que, casualmente, puso el freno en 2022. En este caso, las perspectivas no son optimistas: la sequía que afectó al sector agropecuario y que redujo las perspectivas de cosecha a la mitad, tendría un impacto directo sobre el PIB no menor al 3% en el año. Así, proyecciones inciertas para con la demanda no alcanzarían para compensar a una producción agrícola y ganadera que por razones climáticas sufriría un recorte significativo. Más aún, dado que este ajuste se evidenciará en el principal sector proveedor de divisas, esto podría reforzar la administración del comercio exterior, agravando los problemas de oferta y extendiéndolos a otras ramas de actividad.

En consecuencia, la economía real no mantendría su buen arranque del año en los próximos meses, aunque, las razones para este cambio no provendrían principalmente por los desequilibrios nominales -que no son para nada irrelevantes-, sino, en mayor medida, del *shock* de oferta que implica la sequía.

## Fiscal: aumento del déficit primario en abril

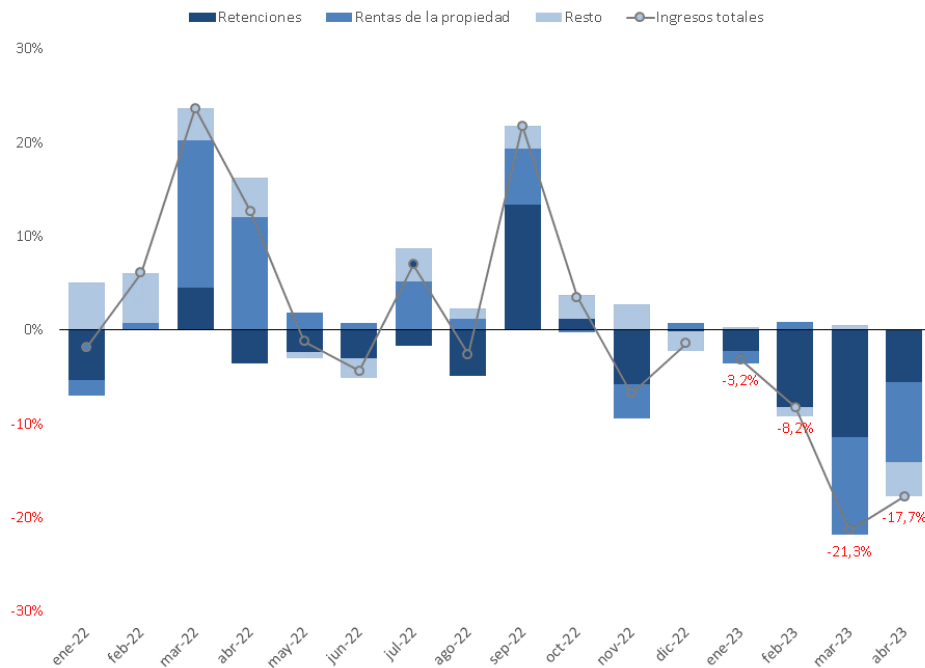
En abril de 2023, el déficit primario del Sector Público Nacional no Financiero superó los ARS 330.000 millones, profundizando el rojo de ARS 80.000 millones alcanzado en igual mes del año pasado (+318,5% i.a.). El avance de los ingresos por debajo del gasto (+71,9% i.a. y +88,7% i.a., respectivamente) motivó este desenlace. Más allá de estos números, vale destacar que ambas variables sufrieron un retroceso en términos reales, en tanto la inflación acumulada en los últimos doce meses es de 108,8%: así, los ingresos cayeron 17,7% i.a. deflactados, a la vez que el gasto se redujo 9,6% i.a.

El deterioro de los recursos obedeció a dos grandes partidas: ingresos tributarios y rentas de la propiedad. Mientras que los primeros ajustaron 10,0% i.a. en términos reales, afectados por la menor recaudación por retenciones (-33,3% i.a. nominal), las rentas de la propiedad se contrajeron 68,6% i.a. deflactadas. Como resultado, los menores ingresos tributarios explicaron 8,3 p.p. de la caída agregada, en tanto las rentas de la propiedad, de menor volumen general, pero de peor desempeño particular, explicaron 8,5 p.p. del retroceso. Los -0,8 p.p restantes se repartieron entre “Otros ingresos corrientes” e “Ingresos de capital”.

Por su impacto a nivel agregado, la dinámica los derechos de exportación merece especial atención: su retroceso del 67,9% i.a. en términos reales explicó 5,6 p.p. de la caída total (-17,7% i.a.) -para dimensionar, el resto de los recursos tributarios explicó la mitad de la caída agregada que las retenciones (-2,8 p.p.)- y casi 7 de los 10 p.p. que se redujeron los ingresos tributarios.

Más aún, excluyendo a esta línea del análisis, el déficit primario habría crecido 11,2% i.a. en términos reales en abril (+132,1% i.a. nominal), dado que los recursos habrían retrocedido 13,2% i.a. deflactado en lugar del 17,7% i.a. mencionado. Con este panorama, resalta que una parte significativa del deterioro de las cuentas públicas obedece al shock exógeno de la sequía, que está reduciendo las cantidades exportadas. En la misma línea, el retroceso de 11,1% i.a. en la tonelada spot de poroto de soja -principal *commodity* con aforos- agravó esta situación (en este punto, vale mencionar que, producto de los buenos datos de cosecha de Estados Unidos y Brasil, la tonelada de soja siguió cayendo en mayo y la caída se aceleró a 16,6% i.a. en el último mes).

Gráfico I – Variación interanual real ingresos, contribución al agregado. Fuente: Hacienda e INDEC.



En relación con el resto de las partidas, destaca el avance en términos reales de IVA Neto de Reintegros (+3,1% i.a.) y aportes y contribuciones a la seguridad social (+0,8% i.a.), marcando que el dinamismo de la demanda -de bienes y servicios de consumo final y de empleo- se habría mantenido en abril. En sentido contrario, Ganancias cayó 8,2% i.a. en términos reales, a la vez que Derechos de Importación se redujo 20,1% i.a.

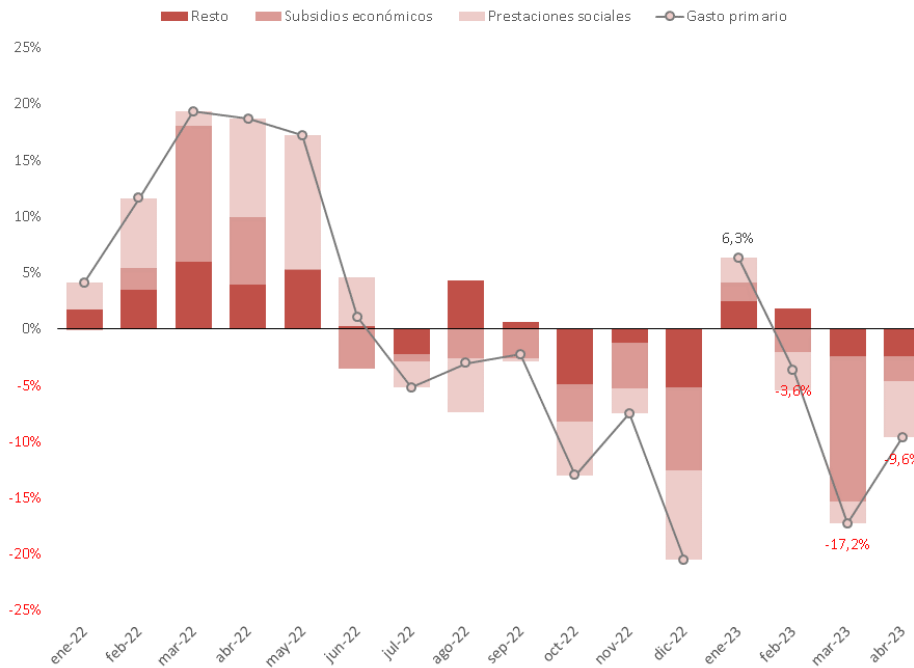
Analizando la dinámica de Rentas de la propiedad (-34,5% i.a. nominal, -68,6% i.a. real), entendemos que el dato se debe más al buen abril de 2022 que a un mes atípico o que se repetirá en el mediano plazo. Para dimensionar, en marzo esta caída había sido de 40,5% i.a. en términos nominales, mostrando una peor performance que en abril. A principios del año pasado, en un contexto de tasa de plazos fijos menor que la inflación y un avance moderado del tipo de cambio financiero, los títulos del Tesoro se habían vendido por encima de la par, generando ingresos extra que no se repitieron en el arranque de 2023, incluso en un contexto donde Hacienda logró financiamiento neto en todos los meses del año. Dicho esto, vale destacar que la buena dinámica se moderó luego del cuarto mes de 2022, por lo que, a diferencia de la caída de retenciones, no esperamos que este rojo se repita en los próximos meses -atenuando una fuente de expansión del déficit en el arranque del año-.

Por el lado del gasto, la caída de 9,6% i.a. en términos reales se explicó en 5 p.p por las menores prestaciones sociales (deflactada, esta línea del gasto se contrajo 9,2% i.a.), 2,2 p.p. por subsidios económicos (-9,2% i.a. de variación real “individual”) y el resto se repartió entre transferencias a provincias (-1,6 p.p. del agregado, -37,3% i.a. real por línea) y gastos de funcionamiento (1,0 p.p. agregado, -6,7% por línea). Por su parte, gastos de capital se redujo 4,5% i.a. en términos reales, pero, producto de un peso moderado en el total, explicó solo 0,3 p.p. del retroceso agregado.

Por el lado de prestaciones sociales, sobresale que abril, el mes de mayor aceleración inflacionaria del año y por lo tanto de mayor rezago para los perceptores de ingresos fijos o actualizables por la nominalidad pasada, registró la mayor caída real del año, a la vez que superó ampliamente al retroceso acumulado en el primer trimestre (-2,0% i.a.).

En cambio, en subsidios económicos se verificó la dinámica contrapuesta: el retroceso de 15,9% i.a. estuvo por debajo del ahorro de 37,3% i.a. por esta partida sumado entre enero y marzo. El mayor retroceso del precio del Gas Natural Licuado, principal insumo de las prestadoras de servicios públicos, en abril en relación con el primer trimestre (-64,4% i.a. y -43,4% i.a., respectivamente; porcentaje que saltó a -70,9% i.a. en mayo), atenuó esta diferencia.

Gráfico II – Variación interanual real gasto primario, contribución al agregado. Fuente: Hacienda e INDEC.



En el primer cuatrimestre de 2023, el déficit primario acumuló ARS 1.020.000 millones, superando al rojo de ARS 270.000 millones registrado entre enero y abril de 2022. Al igual que en dato del mes, el menor crecimiento de los ingresos en relación con los gastos (+76,5% i.a. y +89,5% i.a., respectivamente) explicó esta diferencia. Asimismo, al corregir por inflación se observan caídas reales de 15,5% i.a. y 9,3% i.a. Más aún, repitiendo la configuración del mes, 10 p.p. de la caída total de ingresos obedece a los recursos tributarios (-11,6% i.a. “individual”) y 5,4 p.p. a rentas de la propiedad. Excluyendo estos malos desempeños en buena medida exógenos o preestablecidos, los ingresos habrían crecido 101,2% i.a. en términos nominales, equivalente a una caída real de 3,7% i.a., casi 6 p.p. menor a la del gasto primario, de modo que el déficit se habría atenuado.

Del lado del gasto primario, sobresale que prestaciones sociales cayó 6,4% i.a. en términos reales, a la vez que subsidios económicos se redujo 32,9% i.a. De esta forma, entre ambos explicaron 8,1 p.p. de los 9,3 p.p. de caída total. En contraposición, gastos de capital trepó 20,2% i.a. real en lo que va del año, atenuando en 1,3 p.p. la contracción total.

## 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
<b>Actividad</b>						
PIB	%	IV-22	-1,5%	1,9%	INDEC	22-jun-23
EMAE	%	mar-23	0,1%	1,3%	INDEC	30-jun-23
<b>Salarios</b>						
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
<b>Fiscal</b>						
Ingresos totales	% PIB	abr-23	4,1%	17,7%	Hacienda	22-jun-23
Gasto primario	% PIB	abr-23	4,7%	20,0%	Hacienda	22-jun-23
Resultado primario	% PIB	abr-23	-0,6%	-2,6%	Hacienda	22-jun-23
Resultado financiero	% PIB	abr-23	-1,1%	-4,2%	Hacienda	22-jun-23
<b>Precios</b>						
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
<b>Comercio exterior</b>						
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
<b>Balance cambiario</b>						
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
<b>Tipo de cambio</b>						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	23-may-23	234,92		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	23-may-23	1,37		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	23-may-23	464,03		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	23-may-23	2,72		BCRA	Diaria
<b>Reservas</b>						
Reservas brutas	USD M	23-may-23	32.907		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	18-may-23	11.329		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	18-may-23	18.441		BCRA	Diaria
BIS	USD M	18-may-23	3.109		BCRA	Diaria
Resto	USD M	18-may-23	28		BCRA	Diaria
<b>Monetario y financiero</b>						
LELIQ 28 días	% TEM	22-may-23	8,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	22-may-23	7,6%		BCRA	Diaria
Letra del Tesoro (LEDE)	% TEM	abr-23	7,3%		Hacienda	Mensual
<b>Internacional</b>						
Real Brasil	BRL/USD	23-may-23	5,0	0,3%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	23-may-23	7,1	5,4%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	23-may-23	494,8	-17,1%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	23-may-23	333,7	-26,0%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	23-may-23	486,5	-23,0%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	23-may-23	72,8	-34,7%	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.