N°778 Del 27 de mayo al 2 de junio de 2023

Semana Económica
Informe General

- **Editorial: Mayo: Compras del Banco Central en el mercado, pero caída de las reservas brutas**
- **Precios y cantidades del sector externo: volatilidad como regla**
- **Mercado cambiario y precios: efectos nominales y reales de la menor oferta de divisas**

Editorial: Mayo: Compras del Banco Central en el mercado, pero caída de las reservas brutas

El Banco Central compró USD 630 millones esta semana, promediando USD 125 millones diarios y logrando sus mejores cinco ruedas en lo que va del año. Para dimensionar, hasta ahora la mejor semana de 2023 era la tercera de mayo, con compras por USD 60 millones diarios. El avance se explicó por la venta de divisas de CIARA, que sumaron USD 1.320 millones, equivalentes a una media diaria de USD 315 millones, ya que la demanda de moneda extranjera del resto de la economía sumó USD 700 millones, lo que representa el mayor registro desde abril (+32,1% en relación con los USD 155 millones promedio diario vendidos la semana pasada).

El miércoles 31 de mayo finalizó la parte "oleaginosas" de la tercera edición del Programa de Incremento Exportador (PIE), en tanto el segmento "economías regionales" seguirá hasta principios de agosto. Al momento, se vendieron casi USD 5.100 millones (USD 5.060 millones en el acumulado al miércoles, cuando cerró la ventana para soja y sus derivados) bajo este régimen de tipo de cambio diferencial. De esta manera, el PIE III superó su segunda edición (USD 3.050 millones), pero quedó por debajo de la primera (USD 7.600 millones).

La sequía y su impacto sobre las toneladas producidas explicaron parte del retroceso, a la vez que la caída de 4,9% del precio *spot* de la soja entre septiembre 2022 y mayo 2023 también contribuyó. En igual sentido, el cobro anticipado de exportaciones -ingresos por envíos todavía no realizados- habría sido mayor en la primera edición del Programa que en las posteriores. En tanto en septiembre de 2022 esta forma de liquidación había orillado los USD 4.600 millones, en abril -mayo se publicará el 30 de junio-, la misma sumó USD 1.450 millones. Más allá de este retroceso, se ubicó en niveles similares a los de diciembre pasado (USD 1.700 millones, segunda edición del Programa) y marcó un avance en relación con el promedio de los meses sin PIE (USD 840 millones).

En mayo, la autoridad monetaria compró USD 850 millones en el mercado oficial, cerrando así su mejor mes del año. De esta forma, acumula ventas netas por USD 2.100 millones en 2023, número que contrasta con los casi USD 900 millones adquiridos entre enero y mayo del año pasado. La menor oferta del sector agropecuario (USD 15.300 millones vs. USD 9.000 millones) explica este deterioro, en un contexto donde las ventas al resto de la economía se redujeron de USD 14.400 millones a USD 11.100 millones.

En otro orden, sobresale que las reservas brutas cayeron casi USD 2.000 millones durante el mes pasado, cerrando en torno de los USD 33.000 millones. Las mencionadas compras netas en el mercado oficial por USD 850 millones fueron más que compensadas por los pagos por USD 1.000 millones a Organismos Internacionales, Otras operaciones con el Sector Público y de Efectivo Mínimo por USD 70 millones dejando un "Resto" de USD 1.370 millones. La depreciación de 2,3% del Yuan chino durante el mes pasado habría provocado la pérdida de cerca de USD 400 millones, a la vez que la caída de 2,4% del oro habría hecho lo propio con USD 90 millones. Factores adicionales habrían generado una caída cercana a USD 850 millones.

Antes de cerrar, vale destacar que la recaudación cayó 4,9% i.a. en términos reales en mayo (asumiendo una inflación de 8,4% para el mes pasado, igual número que abril) y 3,6% i.a. si descontamos los tributos asociados al comercio exterior. Dicho esto, vale destacar que estas partidas retrocedieron 8,7% i.a., en términos reales en mayo, reduciendo de manera sensible su caída del primer cuatrimestre de 2023 (-36,1% i.a.). A su vez, los ingresos asociados a la Actividad retrocedieron 5,2% real en mayo (vs. +3,7% i.a. en enero-abril) y los vinculados a la Seguridad social avanzaron 1,1% i.a. (+2,2% i.a. en el primer cuatrimestre).

Gerencia de Estudios Económicos
estudioseconomicos@bpba.com.ar

Banco Provincia

Precios y cantidades del sector externo: volatilidad como regla

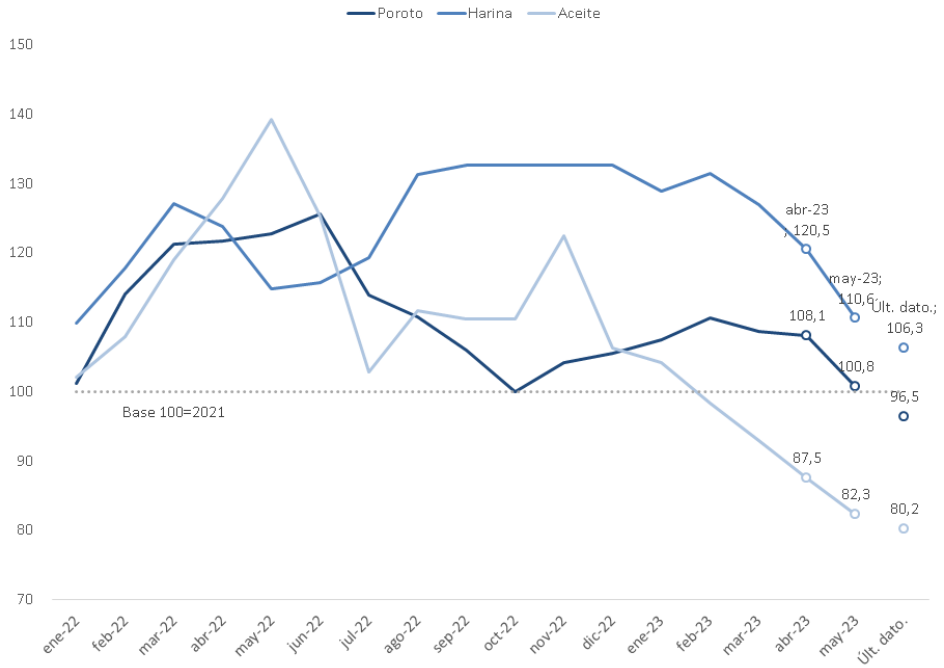
En 2022, la Argentina exportó USD 37.600 millones entre maíz, trigo, soja y sus derivados. Considerando que las ventas externas sumaron USD 88.400 millones el año pasado, estos tres productos explicaron más de 4 de cada 10 dólares enviados al exterior. En 2023, la sequía viene reduciendo las estimaciones de cosecha sucesiva y significativamente, afectando a una porción relevante de nuestros envíos.

Por caso, entre septiembre del año pasado y abril de este año, las expectativas de producción de la Bolsa de Cereales de Rosario para la campaña actual pasaron de 23 millones de toneladas a 11 millones para el trigo, de 51 millones a 32 millones para el maíz y de 45 millones a 23 millones para la soja. En mayo, estos números virtualmente se estabilizaron luego de varios meses en rojo: en tanto los cereales no sufrieron cambios, las estimaciones de producción de soja cayeron de 23 millones de toneladas a 21,5 millones, lo que implica un retroceso del 6,5%, la mitad del 13,5% de promedio de caída mensualizado.

Ahora bien, una vez que el ritmo de lluvias, y por ende las estimaciones de producción, habría dejado de empeorar, el principal problema pasó a posarse sobre los precios: durante el mes pasado, la tonelada de poroto de soja cayó 8,3%, mientras que la de harina se redujo 7,7% y la de aceite 4,3%. De esta forma, a la par que la primera quedó por debajo de los USD 500 por tonelada por primera vez desde fines de 2021 -es decir, antes del comienzo del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania-, los derivados manufacturados volvieron a los niveles de principios del año pasado y de 2021, respectivamente.

Las buenas expectativas del Departamento de Agricultura de Estados Unidos para ese país, donde la producción sería un 5% mayor al promedio de los últimos cinco años -informe publicado el 15 de mayo-, y de Brasil, donde se espera un crecimiento mayor al 20% i.a. en la producción, alcanzando las 125 millones de toneladas -en perspectiva, mientras que el año pasado la producción argentina fue casi la mitad de la brasileña, este año ese cociente caería a menos de un quinto- motivaron este desenlace.

Gráfico I – Precio poroto de soja y derivados, base 2021=100. Promedio mensual, fuente: Bloomberg.



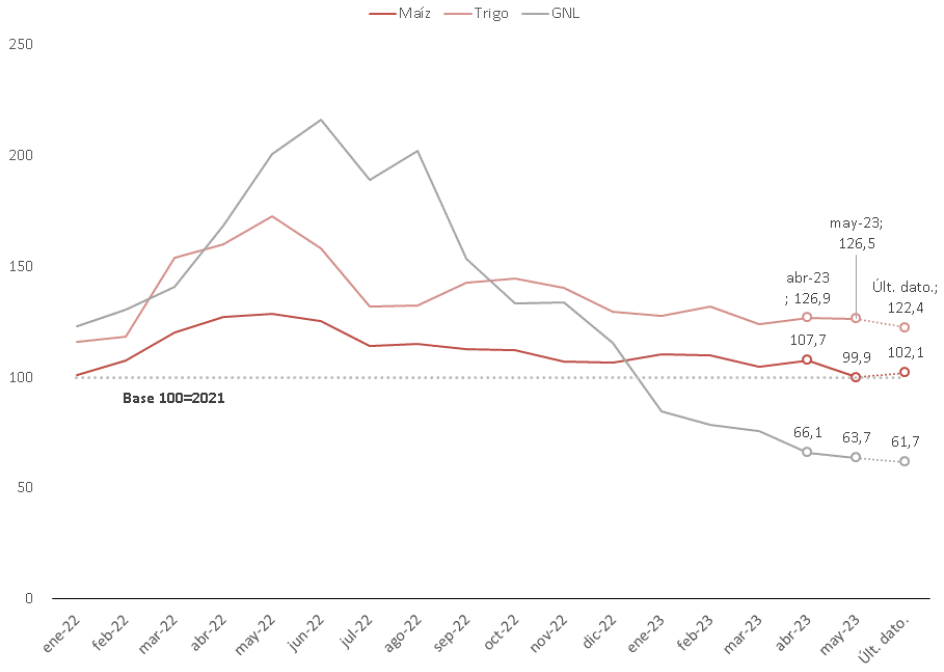
En otro orden, la demanda externa sufrió algunas bajas: en abril -y siguiendo un informe conocido a mediados de mayo-, la producción manufacturera china creció casi la mitad que lo esperado (10,9% i.a. vs.5,6% i.a.). Si

bien esto representa un avance vigoroso, no logró revertir el pesimismo en relación con lo esperado. En un sentido similar, el índice de Producción Manufacturera (PMI) que elabora su Departamento de Estadísticas cayó 5,5% en abril respecto de marzo, marcando la misma dinámica. Así, se combinaron factores de oferta y demanda globales que pujaron a la baja al precio de la soja y sus derivados en mayo. En los tres casos, el cierre del mes estuvo por debajo del promedio, mostrando que el deterioro se habría agravado en los últimos días.

No obstante, corresponde matizar estos datos. En primer lugar, sobresale que una parte no menor de la cosecha ya se vendió: en 2021 -año más regular que 2022, afectado estacionalmente por los Programas de Incremento Exportador- un 45% de las exportaciones de poroto de soja, harina y aceite de este tuvo lugar entre enero y mayo. Asimismo, un 20% tuvo lugar entre junio y julio, con contratos posiblemente cerrados algunas semanas antes, dado el tiempo que puede pasar entre que se materializa una venta y que efectivamente se realiza. Por lo tanto, si bien una caída del precio de los productos de exportación siempre es una mala noticia para el frente externo, su temporalidad fue "menos peor" de lo que podría haber sido.

En otro orden, resalta que los cereales -maíz y trigo- no se vieron afectados, al menos por ahora: a lo largo del último mes, sus precios *spot* avanzaron 1,7% y 1,8% respectivamente. Si bien en ambos casos se registraron bajas en el promedio de mayo (-7,3% y -0,3%, respectivamente), sus cotizaciones cerraron 8,0% y 6,3% por encima de los mínimos del mes -pisos desde diciembre 2021-. En el caso del trigo, la dinámica del segundo y el tercer trimestre suele ser menos relevante que la del primero y el cuarto: en tanto entre abril y septiembre se exporta un tercio del total anual, el 65% restante se vende entre enero y marzo y entre octubre y diciembre. Por su parte, el período invernal sí es algo más relevante para el maíz, donde se concentra el 65% de los envíos externos, principalmente entre julio y septiembre (36,6% vs. 28,1% de abril-junio).

Gráfico I – Precio maíz, trigo y gas natural licuado, base 2021=100. Promedio mensual, fuente: Bloomberg.



Dicho esto, vale destacar que los precios de exportación no son los únicos que sufrieron bajas durante mayo: también pasó algo similar con los combustibles, importados de manera directa e indirecta -en los fletes en que llegan los bienes, por ejemplo-. El mes pasado, el Gas Natural Licuado, el de mayor incidencia para nuestro país, cayó 2,0% entre puntas, a la vez que el promedio de mayo fue 3,6% menor al de abril (y 44,9% menor al de diciembre). El rechazo de los funcionarios rusos a recortar la producción de petróleo y gas ante algunas

señales de debilidad del crecimiento global motivaron caídas en los *commodities* energéticos, especialmente petróleo (en el caso del WTI, -10,0% entre el promedio de abril y el de mayo y –1,3% entre puntas) y del mencionado gas.

Puesto en perspectiva, mientras que en mayo de 2022 una tonelada de soja equivalía a 10,5 millones de BTU de Gas Natural Licuado, en mayo de 2023 esa relación saltó a casi 28, y en la actualidad se ubica en 27,5. En 2019, es decir, antes de la pandemia, esta relación era de 17,4 veces, reflejando que, pese a la baja reciente, los términos de intercambio del comercio exterior permanecen en valores históricamente elevados.

A modo de resumen, puede decirse que en mayo los precios internacionales de soja y gas natural licuado retrocedieron -no así los de trigo y maíz-, viéndose estos últimos más afectados. Así, si bien el *shock* real de la sequía seguirá siendo el principal factor explicativo del deterioro del resultado comercial en 2023, producto de las menores cantidades cosechadas, la dinámica de los precios está aportando cierto alivio: no tanto por el lado de las ventas, donde permanecen estables o incluso bajan, sino por el de las compras.

Mejores datos de cosecha de Estados Unidos o Brasil impactarían negativamente en el precio de la oleaginosa, a la vez que una profundización de la desaceleración de la economía China podría complicar por el lado de la demanda.

Mercado cambiario y precios: efectos nominales y reales de la menor oferta de divisas

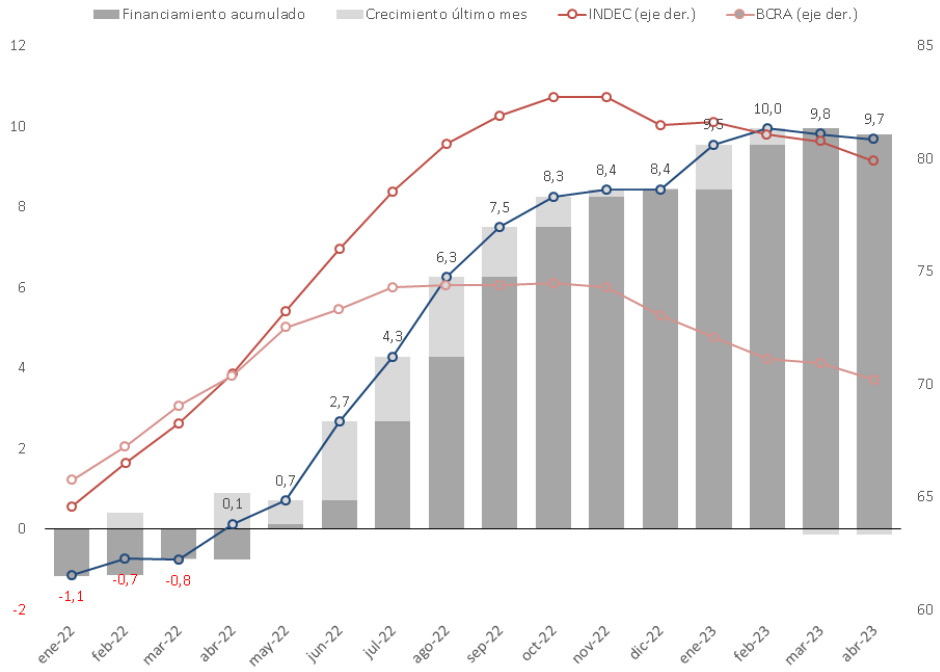
En abril de 2023, último dato disponible, el déficit comercial fue de USD 125 millones. En cambio, la compra neta de divisas para la exportación e importación de bienes, sumando los pagos para transporte de mercancías, arrojó un superávit de USD 710 millones. Asimismo, en los últimos doce meses, estos números ascienden a USD +2.600 millones y USD +13.700 millones, respectivamente. El financiamiento externo al sector privado explica esta diferencia que viene permitiendo, como analizamos en otros informes, mantener el *stock* de Reservas -o, para ser más precisos, atenuar su caída-, en un marco de deterioro del saldo comercial.

Un año atrás, en el acumulado entre mayo de 2021 y abril de 2022, estos valores eran de USD 13.600 millones y USD 10.400 millones, respectivamente. De esta forma, se verifica que el flujo de financiamiento externo es una "novedad" de los últimos meses: entre 2020 y la primera mitad del año pasado este número era casi cero o incluso negativo, de modo que las firmas argentinas adelantaban la operación cambiaria a la comercial.

Ahora bien, también vale destacar que la diferencia entre INDEC y BCRA se estancó en los últimos meses. Mientras que ésta pasó de casi cero en julio de 2022 a USD 10.600 millones en diciembre, "solo" avanzó hasta USD 11.200 millones en lo que va de 2023 (+5,8%). De esta forma, se verifica cómo el ritmo de endeudamiento se desaceleró de manera considerable en el arranque de este año, habiéndose concentrado en el tercer y cuarto trimestre del 2022. Empero, aunque el flujo se achicó, el *stock* de deuda se mantuvo.

Al igual que como mencionamos en otros Informes, el financiamiento se explica más por las importaciones que por las exportaciones. En tanto las segundas tienen una diferencia de USD 1.500 millones "a favor" del Banco Central en el acumulado de los últimos doce meses (USD 82.500 millones y USD 84.000 millones, respectivamente, con un pico de USD 3.400 millones en septiembre de 2022 luego de la primera edición del Programa de Incremento Exportador, más conocido como "dólar soja"), las compras al exterior llegan a USD 79.900 millones según Aduana-INDEC y a USD 70.200 millones según el BCRA, equivalente a una diferencia de USD 9.700 millones. En este caso, el pico fue de USD 10.000 millones en febrero de este año, reflejo de la estabilidad de los últimos meses.

Gráfico I – Importaciones de bienes Aduana y compra de divisas para importar bienes y pagos por fletes BCRA. Acumulado últimos doce meses, en USD miles de millones. Fuente: INDEC y BCRA.



Antes de seguir con este análisis, vale mencionar el costo de oportunidad de esta política: sin el financiamiento externo, quedarían tres alternativas. i) Responder con reservas a la menor oferta neta de divisas, es decir, compensar la caída de los flujos con *stocks*. Sin embargo, dado que éstas se ubican en niveles históricamente bajos, y que el Acuerdo con el FMI posee objetivos explícitos de acumulación sobre esta variable, se podría ii) acelerar la tasa de devaluación del tipo de cambio oficial, para así reducir la demanda de importaciones. No obstante, considerando el impacto inflacionario que tendría esta decisión, se podría optar por iii) reforzar la administración del comercio exterior, con un mayor impacto directo sobre la oferta de bienes que sobre el nivel de precios.

Mirando la trayectoria del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) del segundo semestre del año pasado (-2,2% entre julio y diciembre) y haciendo foco en la Industria (-3,4% según el Índice de Producción Manufacturera de INDEC), pareciera que esta fue la opción elegida. Ahora bien, en el primer trimestre de 2023 la dinámica negativa se revirtió en ambos indicadores: en tanto el EMAE trepó 1,7% entre enero y marzo, punta a punta, el IPM avanzó 2,7%. En consecuencia, la caída acumulada desde julio 2022 se redujo 0,5% en el primer caso y a 0,8% en el segundo.

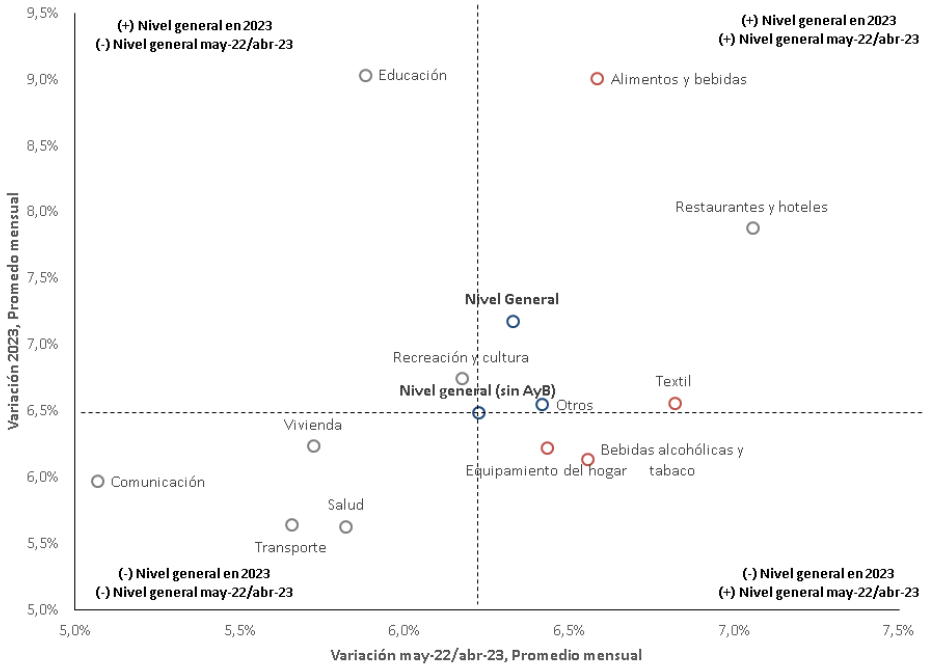
En el camino, y en el sentido opuesto, se aceleró la nominalidad: la inflación mensual pasó de la zona de 5% en noviembre y diciembre del año pasado a la de 8% en marzo y abril. Excluyendo a Alimentos y bebidas no alcohólicas, afectado por el *shock* real de oferta que implica la sequía (+9,0% promedio en el primer cuatrimestre de 2023), esta variable pasó del 5,3% mensual al cierre del año pasado al 7,4% mensual en marzo-abril.

Ahora bien, este año, los rubros de servicios lideraron la nominalidad, ubicándose por encima de los bienes, algo que podría ser contraintuitivo en un escenario de escasez de divisas o donde el dólar -comercial o financiero- sea el principal factor explicativo de la suba de precios. Por caso, Educación (+9,0% promedio mensual), Restaurantes y Hoteles (+7,9%) y Recreación y cultura (+6,7%) superaron a Prendas de vestir y

calzado (+6,6%) y Equipamiento y mantenimiento del Hogar (+6,2%). En otro orden, sobresale que Vivienda y Comunicación, con mayores regulaciones por servicios públicos o esenciales, mostraron un mayor rezago en sus movimientos, quedando por debajo del Nivel General en 2023, estirando la tendencia de 2022.

Si bien estas diferencias se revierten en el acumulado de los últimos doce meses, el dato no deja de ser llamativo: si excluimos Alimentos y Bebidas, en 2023, la aceleración de la nominalidad obedece más a rubros de Servicios (puntos grises en el gráfico) que de bienes (puntos rojos).

Gráfico II – Inflación por capítulo, promedio mensual. Acumulado 2023 y acumulado últimos doce meses. Fuente: INDEC.



Ante este escenario se abren diversos interrogantes. En primer lugar, vale notar la correlación entre las importaciones de bienes financiadas y la mayor nominalidad de sus capítulos: de alguna manera, los pagos diferidos incluyen cierta proyección de tipo de cambio nominal futura -que puede ser cubierta en Rofex- en su ecuación de precios; por lo tanto, el endeudamiento externo del sector privado vía cuenta corriente tiene impacto nominal. En segunda instancia, puede marcarse que la aceleración inflacionaria de principios de año puede explicarse por i) el mencionado *shock* real de la sequía y ii) cierto efecto de segunda ronda -inercia- del aumento del financiamiento externo al sector privado, además de otros factores.

En este contexto, y nuevamente descontando la dinámica de Alimentos y Bebidas -que entendemos tan relevante como explicada por factores exógenos, la sequía-, vale decir que la inflación de 2023 tiene un carácter menos regresivo que la de 2022: las principales subas se verifican en rubros de servicios de mayor elasticidad ingreso que los de bienes y de mayor incidencia en los consumos de los sectores de mayores ingresos en relación con los hogares de menores recursos. Algo similar pasa cuando analizamos las posibilidades de sustitución hacia adentro de los rubros que lideran las subas (Restaurantes y hoteles, Recreación y cultura), lo que deja margen para amortiguar eventuales pérdidas de poder adquisitivo.

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	%	mar-23	0,1%	1,3%	INDEC	30-jun-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	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
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	abr-23	903	17.697	BCRA	30-jun-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	abr-23	-831	-17.569	BCRA	30-jun-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	abr-23	-4.091	-6.380	BCRA	30-jun-23
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	01-jun-23	240,07		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	01-jun-23	1,38		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	01-jun-23	466,73		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	01-jun-23	2,68		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	01-jun-23	33.067		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	29-may-23	11.198		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	29-may-23	18.348		BCRA	Diaria
BIS	USD M	29-may-23	3.117		BCRA	Diaria
Resto	USD M	29-may-23	404		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	31-may-23	8,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	31-may-23	7,6%		BCRA	Diaria
Letra del Tesoro (LEDE)	% TEM	abr-23	7,3%		Hacienda	Mensual
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	01-jun-23	5,0	-0,7%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	01-jun-23	7,1	6,0%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	01-jun-23	489,1	-23,2%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	01-jun-23	319,3	-22,6%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	01-jun-23	488,2	-18,5%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	01-jun-23	70,1	-39,0%	Bloomberg	Diaria

El presente informe no podrá interpretarse o considerarse como un asesoramiento profesiona 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.