

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Ventas del Banco Central, licitación de deuda e inflación de mayo**
- **Precios: la desaceleración de alimentos y bebidas contuvo al Nivel General en mayo**
- **Internacional: ¿Suba de tasas en los países centrales? Impacto sobre argentina**

Editorial: Ventas del Banco Central, licitación de deuda e inflación de mayo

El Banco Central vendió casi USD 200 millones esta semana, atenuando su déficit de la primera semana de junio (USD -230 millones), pero agravando el rojo del año (USD -2.470 millones vs. USD +560 millones en igual período de 2022; en el mes, se repiten estas diferencias, pero con montos menos significativos: USD -330 millones en la primera mitad de junio del año pasado vs. USD -430 millones en 2023). Las menores compras de la economía no-agro explicaron este ahorro (USD 46,1 millones y USD 39,9 millones de promedio diario en la primera y segunda semana de junio), compensado parcialmente por las menores liquidaciones del complejo exportador de cereales y oleaginosas, que pasaron de USD 72,2 millones promedio diario en la primera semana de junio a USD 53,7 millones promedio diario en la actual.

Por su parte, las reservas brutas cayeron USD 530 millones entre el jueves 8 de junio y el jueves 15, último dato disponible. Considerando que la venta de divisas sumó USD 65 millones en estos cinco días hábiles y que hasta el próximo miércoles 21 de junio no hay pagos de deuda del sector público nacional (ese día vencen USD 925 millones de capital con el FMI, a la vez que el jueves 22 corresponderá cancelar casi USD 1.800 millones con el Organismo Multilateral), quedan USD 480 millones por explicar: de éstos, USD 130 millones obedecerían a la depreciación del Yuan, que pasó de 7,11 CNY/USD el 08/06 a 7,16 el 15/06 (+0,7%), en tanto la caída de 1,2% del oro habría explicado otros USD 45 millones.

Por otra parte, sobresale que el Tesoro captó ARS 872,5 mil millones en su primera licitación de junio, más que refinanciando sus vencimientos (ARS 430 mil millones). De este modo, obtuvo ARS 442,5 mil millones netos, equivalente a un *roll-over* de 203%. Considerando que las obligaciones eran títulos que no habían entrado al canje, es posible inferir que en su mayoría estaban en manos de acreedores privados. El 90% de las colocaciones se repartió en partes casi iguales entre bonos duales a agosto de 2024 y tres activos ajustables por CER a vencer en septiembre, octubre y noviembre de 2023, a la vez que el 10% restante respondió a títulos *dollar linked* y letras de liquidez del Tesoro (LELITES) de corto plazo y solo susceptibles de suscribir por fondos comunes de inversión.

Por último, en lo que a la economía argentina respecta, vale notar que la inflación de mayo fue de 7,8%, desacelerándose 0,6 p.p. respecto del dato de abril (+8,4%). Esta baja se explicó íntegramente por alimentos y bebidas, que pasó de subir 10,1% en abril a 5,8% en mayo. Como resultado, su contribución al agregado se redujo 1,2 p.p., pasando de 2,7 p.p. a 1,5 p.p. En sentido contrario, Vivienda, gas y electricidad aportó 0,6 p.p. más que el mes pasado, al trepar de 5,6% en abril a 11,9% en mayo, a la vez que Salud sumó 0,2 p.p. más al Nivel General que en abril, ya que su variación se aceleró de 6,6% a 9,0%. Así, se observa cómo la desaceleración respondió esencialmente a un capítulo, fuertemente afectado en los meses anteriores por el *shock* real de la sequía y tan relevante al consumo de los sectores populares como transversal a la sociedad, y estuvo parcialmente compensada por algunos aumentos de rubros de servicios -públicos y privados, donde sobresale el caso de Recreación y Cultura (+8,4% en el mes vs. +7,5% en abril)-.

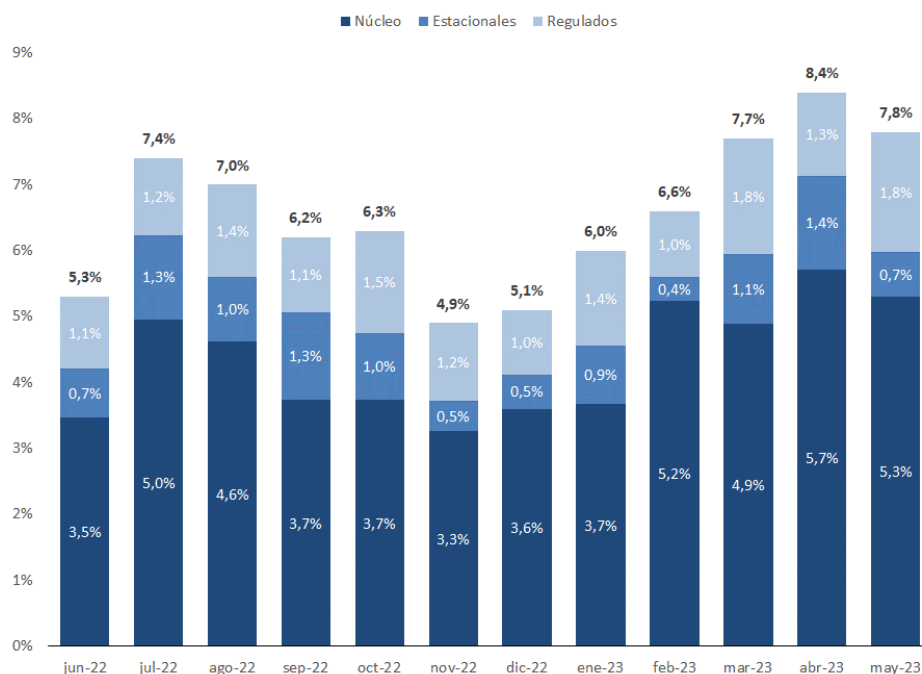
En el plano internacional, resalta que la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambios su tasa de interés de referencia (rango de 5,0%-5,25%), aunque se esperan dos subas más antes de que cierre el 2023, de modo que esta variable cerraría el año en la órbita de 5,50-5,75%. Una inflación núcleo que sigue lejos del objetivo (+5,3% vs. 2%), en simultáneo con mejoras en las perspectivas de actividad (su crecimiento de PIB esperado pasó de 0,4% a 1,0% para 2023 y su tasa de desempleo cayó de 4,5% a 4,1% entre el Comité Abierto de Mercado -FOMC- de mayo y el de abril), explican esta lectura del *wording* de la Fed.

Precios: la desaceleración de alimentos y bebidas contuvo al Nivel General en mayo

En mayo, la inflación fue de 7,8%, desacelerándose 0,6 p.p. en relación con abril (+8,4%). De esta forma, la suba de precios acumuló 42,2% en los primeros cinco meses del año, equivalente a un promedio mensual de 7,3%, a la vez que sumó 114,2% en los últimos doce meses, equivalente a un promedio mensual de 6,6%.

En relación con abril, la mejora se explicó por el menor aumento de la inflación núcleo, que pasó de +8,4% a +7,8% -las mismas variaciones que el nivel general-, y de los precios estacionales, que pasaron de +12,6% en abril a +6,0% el mes pasado. Por el contrario, la canasta de Regulados se aceleró de 4,9% a 9,0% entre ambos meses, producto del aumento de las tarifas de luz y gas natural. Como resultado, el IPC Núcleo pasó de aportar 5,7 p.p. al Nivel General en abril a 5,3 p.p. en mayo y los Estacionales de 1,4 p.p. a 0,7 p.p. Por el contrario, los Regulados aumentaron su relevancia, al pasar de explicar 1,3 p.p. del agregado a 1,8 p.p., compensando parcialmente la baja de los otros dos componentes.

Gráfico I – Inflación mensual y contribución al crecimiento por canasta. Fuente: INDEC.



En materia de capítulos, resalta que alimentos y bebidas no alcohólicas avanzó 5,7% el mes pasado, desacelerándose 4,3 p.p. respecto de abril (+10,1%), y quedando por debajo del nivel general por primera vez desde diciembre pasado, es decir, desde antes que se advirtieran las primeras señales de la sequía. Si bien esta dinámica no se repite en el acumulado enero-mayo (+42,2% vs. 49,3%, +7,3% promedio mensual vs. +8,3%), las diferencias se achicaron de manera significativa en relación con los datos del primer cuatrimestre (+7,2% de promedio mensual vs. +9,0%). Producto de la baja, la contribución al agregado de este capítulo pasó de +2,7 p.p. en abril (y +2,4 p.p. en el promedio del primer cuatrimestre) a 1,6 p.p. en mayo, explicando más que la totalidad de la baja.

Pasando este rubro que pondera más de un cuarto del total del Nivel General, sobresale el aumento de Vivienda, agua y electricidad (+11,9%, aportando 1,1 p.p. al agregado), impulsado por las actualizaciones de las tarifas de electricidad y gas, Restaurantes y Hoteles (+9,3%), Salud (+9,0%) y Equipamiento y mantenimiento del hogar (+8,8%). En otro orden, sobresale la contribución de Transporte al agregado (+0,9 p.p., +8,1% mensual), indexado a la suba del Nivel General del mes pasado el subrubro “transporte público” con elevada ponderación en la canasta de consumo total (más de 10%).

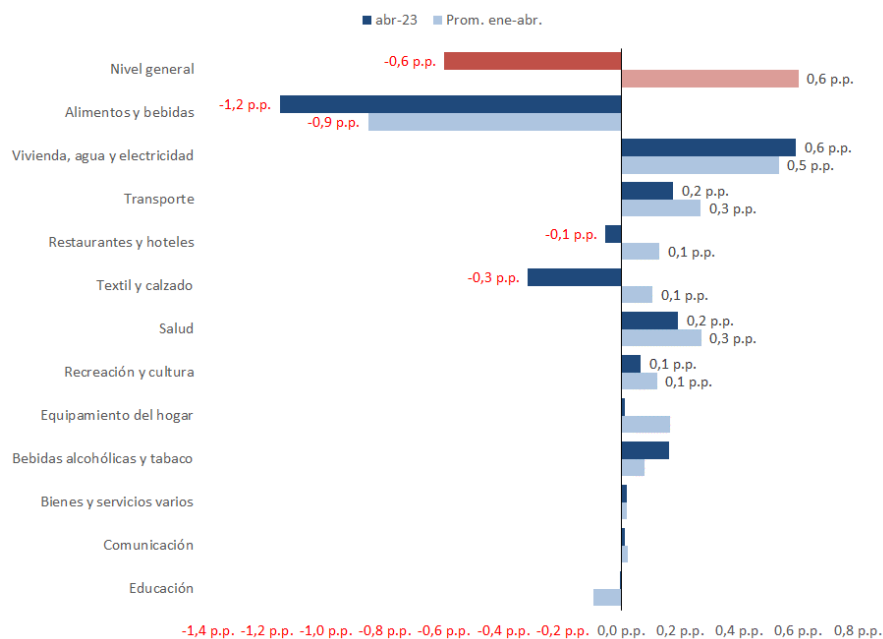
Cuadro I – Inflación mensual y contribución al crecimiento por capítulos. Fuente: INDEC.

	Ponderación	Dato mensual		Incidencia (contribución al agregado)	
		Mensual	Interanual	Mensual	Interanual
Nivel general		7,8%	114,2%		
Vivienda, agua y electricidad	9,4%	11,9%	110,6%	1,1%	10,4%
Restaurantes y hoteles	9,0%	9,3%	134,5%	0,8%	12,0%
Salud	8,0%	9,0%	102,5%	0,7%	8,2%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	6,4%	8,8%	118,1%	0,6%	7,5%
Recreación y cultura	7,3%	8,4%	111,4%	0,6%	8,1%
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,5%	8,4%	119,9%	0,3%	4,2%
Transporte	11,0%	8,1%	97,2%	0,9%	10,7%
Prendas de vestir y calzado	9,9%	7,6%	124,7%	0,8%	12,4%
Bienes y servicios varios	3,5%	7,1%	116,1%	0,3%	4,1%
Comunicación	2,8%	6,7%	87,4%	0,2%	2,5%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	26,9%	5,8%	117,8%	1,6%	31,7%
Educación	2,3%	4,9%	101,7%	0,1%	2,3%
Estacional	11,3%	6,0%	149,1%	0,7%	16,9%
Núcleo	67,9%	7,8%	110,3%	5,3%	74,9%
Regulados	20,8%	9,0%	105,3%	1,9%	21,9%
Bienes	66,1%	7,4%	115,0%	4,9%	76,1%
Servicios	34,0%	8,6%	111,4%	2,9%	37,8%

Con la suba del Nivel General, la tasa de interés real *ex post* fue positiva por primera vez en el año (+97% de nominal anual, equivalente a +8,1% efectivo mensual y +0,3% real), mientras que el tipo de cambio oficial quedó algo por debajo (+6,8% en promedio y +7,5% entre puntas, apreciándose -1,0% y -0,3% deflactado). Así, el esquema de precios relativos parece algo más ordenado que en el comienzo de 2023, influido en parte relevante por el *shock* real de la sequía.

En este punto, cobra relevancia el análisis en torno de la persistencia y la duración del *shock*. Por un lado, podría pensarse que, normalizada la oferta de alimentos y bebidas -sea por las cantidades cosechadas a nivel local o por las mayores importaciones-, la suba de precios debería desacelerarse, en línea con esta vuelta a la normalidad de las cantidades relativas. En contraposición, considerando la relevancia y transversalidad de consumo de este bien, esto podría alentar aumentos de segunda ronda, en pos de una recomposición de precios relativos. En consecuencia, *a priori*, el resultado es indeterminado: dependerá de la resiliencia de los demás rubros a aceptar el cambio de precios relativos.

Gráfico II – Contribución al agregado. Diferencia con may-23, en p.p. Fuente: INDEC.



Como corolario, la pregunta por los niveles “adecuados” de la tasa de interés y de suba del tipo de cambio, oficial y paralelo, dependerán de la profundidad de los efectos de segunda ronda de la aceleración inicial de alimentos. Asimismo, en un contexto de incertidumbre del sector externo -nuevamente, por el efecto de la sequía-, corresponde tener presente el efecto de la tasa de interés como incentivo al ahorro en pesos.

Antes de cerrar, vale destacar que mayo fue el primer mes de 2023 en donde el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central sobreestimó el dato de inflación en su informe mensual inmediato anterior (+9,0% la mediana de los envíos de cierre de mayo). Considerando que los distintos modelos de proyecciones captan mejor los eventos esperados que los inesperados, tales como el *shock* nominal que provocó la menor oferta de alimentos en los primeros meses del año, la desaceleración de Alimentos y bebidas puede haber provocado este resultado.

En consecuencia, de cara a los próximos meses será determinante saber i) si las cantidades producidas del agro recuperan sus volúmenes históricos, ii) el efecto de segunda ronda de estas subas -bienes o servicios que aumenten para recuperar el terreno cedido ante alimentos y bebidas-, de consumo transversal a la población y iii) el sendero que siga el tipo de cambio y la administración del comercio, así como el financiamiento externo al sector privado para las importaciones de bienes.

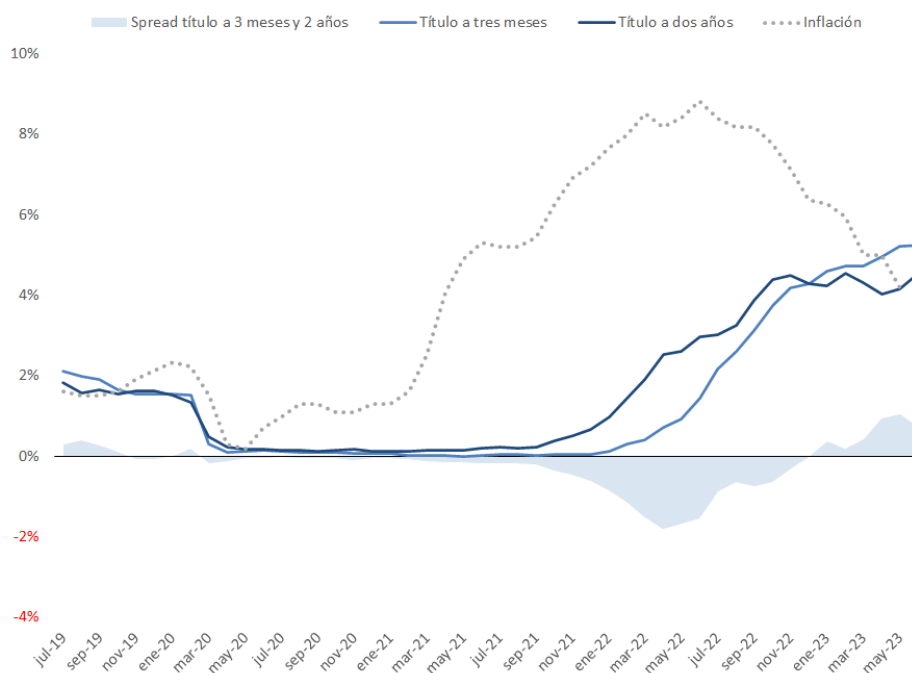
Internacional: ¿Suba de tasas en los países centrales? Impacto sobre argentina

En mayo, la inflación fue de 0,1% mensual en Estados Unidos, marcando su menor incremento desde marzo 2021 y alcanzando 4,0% en los últimos doce meses, 0,9 p.p. por debajo del acumulado entre mayo 2022 y abril 2023 (+4,9%). No obstante, y en sentido contrario, la inflación núcleo -que, en esta economía, excluye alimentos y energía- encadenó su tercer mes consecutivo en +0,4%, sumando 5,3% en los últimos doce meses (+5,5% en abril) y superando al 2% objetivo de la Fed. Dado que la política monetaria se enfoca en esta última, se reforzaron los argumentos para un nuevo ajuste de la tasa de interés, principal y casi única herramienta antiinflacionaria en este país.

Por el lado de la economía real, la tasa de desempleo -una variable líder de la actividad en Estados Unidos, dado que se asume la productividad constante en el corto plazo- avanzó 0,3 p.p. mensuales en mayo, ubicándose en 3,7% (+0,1 p.p. en relación con mayo 2022 y +0,2 p.p. respecto de diciembre de 2019, es decir, antes de la pandemia). En el mismo orden, el PMI -indicador adelantado de producción- se redujo de 54,5 en abril a 54,3 el mes pasado, golpeado por la producción de bienes, que pasó de un índice de 50,2 a otro de 48,5, a la vez que el de servicios trepó de 53,6 a 54,9 en el mismo período. Así las cosas, y considerando la mayor ponderación de servicios por sobre bienes en esta economía, las proyecciones reales para 2023 mejoraron sus perspectivas para el corto plazo: las de PIB pasaron de +0,4% a +1,0%, mientras que las de desempleo cayeron de 4,5% a 4,1%.

En este marco se inscribió la nueva reunión y decisión de tasa de la Reserva Federal: en línea con lo esperado por el mercado, la Fed mantuvo en el rango de 5-5,25% sus tipos de referencia. Sin embargo, la estabilidad no implica necesariamente una “no-novedad”: producto del desvío entre la inflación núcleo y el objetivo, el discurso fue más *hawkish* -averso a la nominalidad- que los anteriores. Más aún, la mediana de la tasa esperada para fin de año pasó del rango actual al de 5,50%-5,75%, esperando dos subas durante la segunda mitad de 2023. Por último, la Fed pausó su ciclo de suba de tasas que había arrancado hace poco más de un año (marzo de 2022), dando fin al ajuste más pronunciado desde 1980.

Gráfico I – Rendimientos de Bonos, spread de tasas e inflación doce meses. Fuente: Bloomberg.



Dada su relevancia en la economía global, la política monetaria de la Fed tiene impactos en distintas áreas: precios de activos financieros, entre los que se cuentan los *commodities* agropecuarios, políticas monetarias de otros países y zonas, además de la actividad global. Con relación al primero, su efecto suele ser del tipo sustituto: un mayor rendimiento de los títulos públicos estadounidenses, históricamente de nulo o bajo riesgo, tiende a depreciar a las demás opciones de ahorro, con mayores desavenencias asociadas.

Sin embargo, producto de lo esperado de la política y el comunicado, su efecto pareciera estar siendo acotado, al menos en lo inmediato. En este sentido, asumimos que el mercado también “descuenta” los ajustes futuros en las magnitudes arriba mencionadas, de modo que, cambios en esa dirección y velocidad, no deberían provocar grandes corrimientos a nivel global.

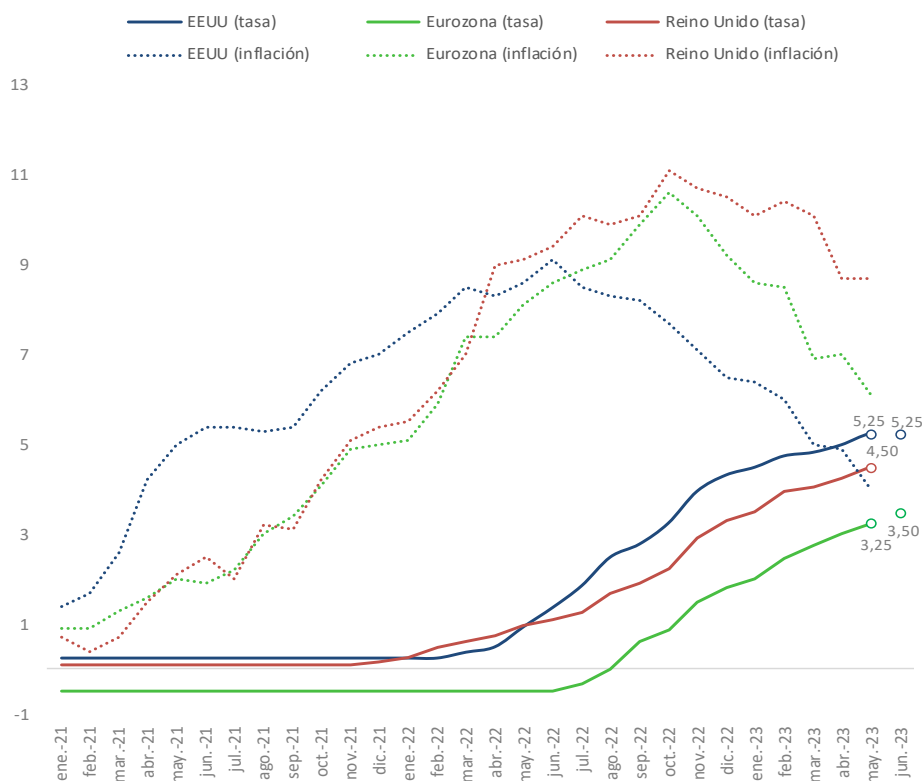
Por su parte, la dinámica del Banco Central Europeo (BCE) se muestra algo más contradictoria, aunque en un escenario más austero. Por un lado, la inflación superó el 6% i.a. en el acumulado junio 2022-mayo 2023, quedando lejos del 2% anual objetivo y motivando un ajuste de la tasa de interés de 0,25 p.p., el cuarto consecutivo. Así, esta variable quedó en 3,5%, su mayor valor en 22 años -es decir, desde que existe el Euro- y muestra un avance de 4 p.p. desde que comenzó el ciclo alcista el año pasado (-0,5% inicial).

En otro orden, sobresale que el PIB de la Eurozona cayó -0,1% en el primer trimestre de 2023 respecto del cierre de 2022. De esta forma, el Viejo Continente entró en recesión, ya que su actividad está en rojo hace seis meses (-0,1% en el cuarto trimestre del año pasado, acumulando -0,2% entre ambos). No obstante, priorizando las tensiones nominales por sobre las debilidades reales, Christine Lagarde, titular del BCE, sostuvo que “no estaba pensando en pausar”. Así, la política monetaria pareciera estar en vías de endurecerse en momentos de estabilización de la producción.

Esta mejora en los rendimientos de los activos de menor riesgo está golpeando a las materias primas, energéticas y agropecuarias, que habían saltado alrededor de 10% el año pasado, impulsadas por la guerra en Europa del Este (+13,6% i.a. la soja, +9,8% i.a. el maíz y +13,0% i.a. el trigo por el lado “verde”, en tanto el GNL cerró en +6,1% luego de alcanzar un pico de +74% en junio y el petróleo en +8,0% con un máximo de +60,6%).

Así, el poroto de soja acumula un retroceso de 5,4% en lo que va del año (+7,5% respecto del cierre de 2021), golpeada por factores de demanda -desaceleración de China-, oferta -buena producción en Brasil y Estados Unidos- y la mejora del retorno de sustitutos -los mencionados endurecimientos, actuales y esperados-. Por su parte, el maíz arrastra un retroceso de 2,2% y el trigo de 5,5% que se transforman en avances de 2,2% y de 6,8% al comparar con los valores pre-Guerra.

Gráfico II – Evolución de las tasas de referencia y la inflación interanual. Fuente: Bloomberg.



Ahora bien, este análisis debe completarse con la dinámica de los combustibles energéticos: no solo son relevantes nuestros ingresos por exportaciones, sino también nuestras salidas por importaciones. En este sentido, aparece algo más de optimismo: el gas natural licuado cayó 46,4% en lo que va del año y 43,1% respecto de diciembre de 2021, a la vez que el petróleo, insumo difundido en los distintos rubros de producción manufacturera, se redujo 8,7% y 1,4%, respectivamente. De esta forma, se verifica que las mayores tasas de interés de los activos de menor riesgo estarían teniendo efectos mixtos sobre nuestros términos de intercambio, es decir, sobre el poder de compra de nuestras exportaciones. En otro orden, sin un impacto definido sobre la actividad hasta ahora, estas variables no vendrían alterando nuestras proyecciones de ventas externas -ya muy afectadas por el *shock* de oferta que representa la sequía, que de movida impone un techo exportador menor al pleno uso de la capacidad productiva-.

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	%	may-23	7,8%	114,2%	INDEC	13-jul-23
IPC Núcleo, nacional	%	may-23	7,8%	110,4%	INDEC	13-jul-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	15-jun-23	248,58		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	15-jun-23	1,37		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	15-jun-23	471,42		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	15-jun-23	2,60		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	15-jun-23	32.137		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	12-jun-23	10.961		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	12-jun-23	18.176		BCRA	Diaria
BIS	USD M	12-jun-23	3.118		BCRA	Diaria
Resto	USD M	12-jun-23	-118		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	14-jun-23	8,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	14-jun-23	7,6%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	15-jun-23	4,8	-4,7%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	15-jun-23	7,1	6,4%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	15-jun-23	531,9	-20,2%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	15-jun-23	323,0	-22,6%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	15-jun-23	525,3	-20,6%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	15-jun-23	70,6	-38,6%	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.