

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Ventas del Banco Central, suba del precio de la soja, pago al FMI y licitación del Tesoro**
- **Deuda en pesos: financiamiento positivo en junio**
- **Actividad y salarios: caída en abril por la sequía y la aceleración inflacionaria**

Editorial: Ventas del Banco Central, suba del precio de la soja, pago al FMI y licitación del Tesoro

El Banco Central vendió USD 125 millones esta semana, acumulando USD 680 millones en junio y USD 2.800 millones en el primer semestre de 2023. Comparando con un año atrás, en junio de 2022 se habían comprado USD 950 millones -concentrados en la última semana del mes, cuando se sumaron más de USD 1.300 millones luego reforzar la administración de los pagos al exterior para la importación de bienes-, en tanto se sumaron USD 1.850 millones en la primera mitad del año.

La sequía, que redujo a la mitad las estimaciones de producción del sector agropecuario, en un contexto de caída de los precios de los *commodities* (entre el promedio de ambos primeros semestres, la soja cayó 9,5%, el maíz 10,7% y el trigo 13,3%) explica gran parte de esta dinámica: según CIARA-CEC, las liquidaciones de oleaginosos y cereales pasaron de USD 19.150 millones entre enero y junio de 2022 a USD 10.400 millones en 2023. En sentido contrario, las ventas al resto de la economía se redujeron de USD 17.300 millones a USD 13.250 millones, atenuando el deterioro (-23,4% i.a.).

Sin perjuicio de esto, vale destacar que el precio *spot* de la oleaginosa trepó 13,9% a lo largo de junio, volviendo a USD 555 por tonelada, picos desde mediados de marzo 2023 -a modo de referencia, en junio del año pasado había superado los USD 650 por tonelada, marcando un pico histórico, a la vez que había promediado USD 635 en el mes; de esta forma, se verifica que la reciente alza es una señal positiva, aunque permanece por debajo de los máximos del año pasado-. Una reducción del área sembrada para Estados Unidos, que pasaría de 354 millones de hectáreas en 2022 a 337 millones en 2023 (-4,8% i.a), consecuente con una menor oferta esperada, explica esta dinámica. Dado que este informe es anual, su impulso no se repetiría en el corto plazo. Asimismo, por el lado de la demanda de soja, el Índice de Producción Manufacturera de China (PMI, por sus siglas en inglés) trepó 0,4% en junio, aunque el agregado cayó 1,1% en el mes, producto de que el resto de la economía se contrajo 2,4%.

En otro orden, vale destacar que Argentina cumplió esta semana con los dos pagos de junio al Fondo Monetario Internacional, que sumaban, entre ambos, USD 2.700 millones (2.014 millones de DEGs). A diferencia de los vencimientos anteriores, éste se canceló alrededor de un 65% en DEGs, en tanto el 35% restante se hizo en yuanes.

En otro orden, resalta que, en los próximos días, podría haber novedades respecto del desembolso de USD 4.000 millones (DEGs 3.000 millones) pautado originalmente para junio y sujeto a la aprobación de los objetivos del primer trimestre. Por último, resalta que el próximo viernes 7 de julio vence una nueva cuota de 975 millones de DEGs con el organismo, a las que se sumarán las del 14 y el 28 de julio por DEGs 487,5 millones y 512,5 millones, respectivamente (equivalentes a USD 1.315 millones, USD 660 millones y USD 690 millones cada una, conforme al último cierre de los Derechos Especiales de Giro, totalizando USD 2.660 millones en el mes).

Antes de cerrar, vale destacar que esta semana tuvo lugar la segunda licitación de títulos públicos de junio. En ella, el Tesoro obtuvo ARS 873.200 millones, superando así sus vencimientos (ARS 740.000 millones) y logrando financiamiento neto por ARS 133.000 millones, equivalente a un roll-over de 118%. Como resultado, el mes cerró con un excedente neto de ARS 575.600 millones, número que llegó a ARS 1.800.000 millones en el primer semestre y las tasas de roll-over quedaron en 149% y 136%, respectivamente.

Asimismo, sobresale que la economía cayó 4,2% i.a. en abril, donde 4,0 p.p. se explican por la contracción del sector agropecuario (-36,8% i.a.), muy afectado por la sequía, en tanto el 0,2 p.p. restante obedece a las demás ramas de actividad. En un sentido similar, la actividad se redujo 1,9% mensual en abril desestacionalizado, donde la producción agropecuaria motivó 1,7 p.p. de la caída total.

Deuda en pesos: financiamiento positivo en junio

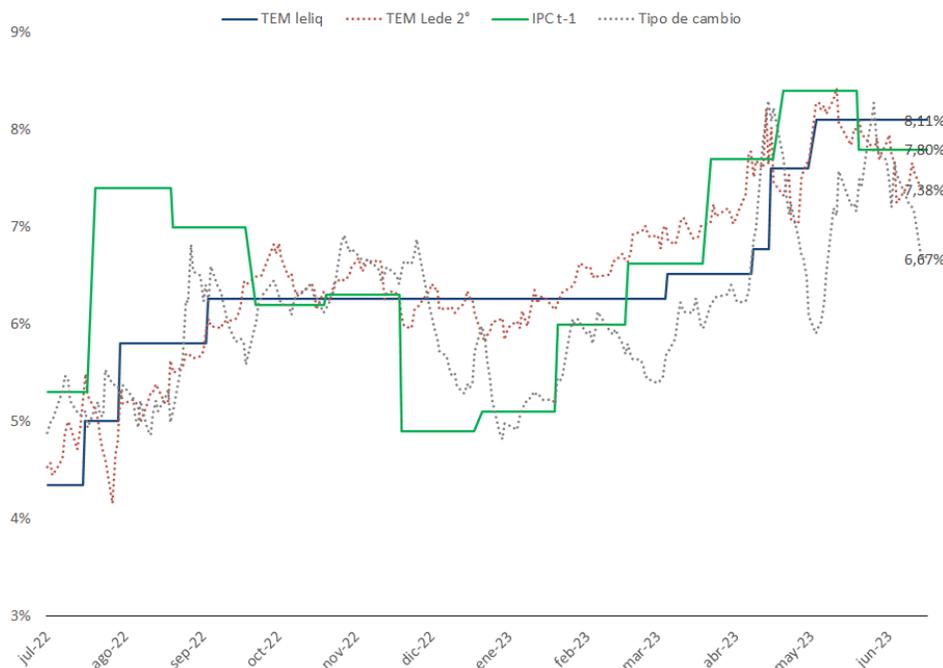
En la segunda licitación de junio, el Tesoro obtuvo ARS 873.200 millones, superando así sus vencimientos (ARS 740.000 millones) y logrando financiamiento neto por ARS 133.000 millones, equivalente a un *roll-over* de 118%. De esta forma, el mes cerró con un excedente neto de ARS 575.600 millones, número que llegó a ARS 1.800.000 millones en el primer semestre. Como resultado, las tasas de *roll-over* quedaron en 149% y 136%, respectivamente, sumando 1% del PIB en el año.

Entre enero y mayo, el déficit primario acumuló ARS 1.200.000 millones, a la vez que habría crecido hasta la zona de ARS 1.800.000 millones en junio según nuestras estimaciones preliminares. En consecuencia, entendemos que el Tesoro habría cubierto al menos el 90% de su rojo operativo con financiamiento de mercado. En el primer semestre del año pasado, este cociente fue algo mayor al 80%, de modo que, partiendo de nuestras proyecciones para junio, esta dinámica habría mejorado en el arranque de este año, incluso a pesar de la importante caída de los ingresos por retenciones (-42,5% i.a. en términos reales, ver **Semana Económica 781**) que provocó la sequía. Asimismo, sobresale que el *roll-over* de la primera mitad de este año fue mayor que el de igual período de 2022 (136% vs. 121%), a la vez que estuvo por encima del 100% en absolutamente todos los meses, algo que no se había verificado el año pasado -en abril 2022 había sido del 90%-.

Retomando los datos del mes, resalta que 1 de cada 2 pesos licitados se repartió en activos ajustables por CER, pagaderos en octubre y noviembre de 2023, en abril de 2024 y en febrero de 2025. En tanto, del resto, el 80% correspondió a títulos atados a la cotización del tipo de cambio oficial, con vencimiento en 2024, en tanto el 20% remanente se explicó por Letras de Liquidez, LELITES, con plazos menor a un mes y solo suscribibles por Fondos Comunes de Inversión.

En este sentido, sobresale que junio fue el mes con mayores colocaciones pos 2024 -algo *a priori* esperable, dado que, cada vez, el próximo año “está más cerca”-, quedando por encima del acumulado enero mayo: 54% y 18%, respectivamente. Empero, también resalta el incremento del plazo de colocación, que pasó de 5,5 meses promedio entre enero y mayo a 9,2 meses en junio, excluyendo los BOTEs, de suscripción exclusiva para Bancos y emitidos a plazos mayores que los del mercado dado que sustituyen encajes no remunerados.

Gráfico I – Tasas de interés efectivas, inflación y variación del tipo de cambio. Fuente: INDEC, BCRA y MAE.

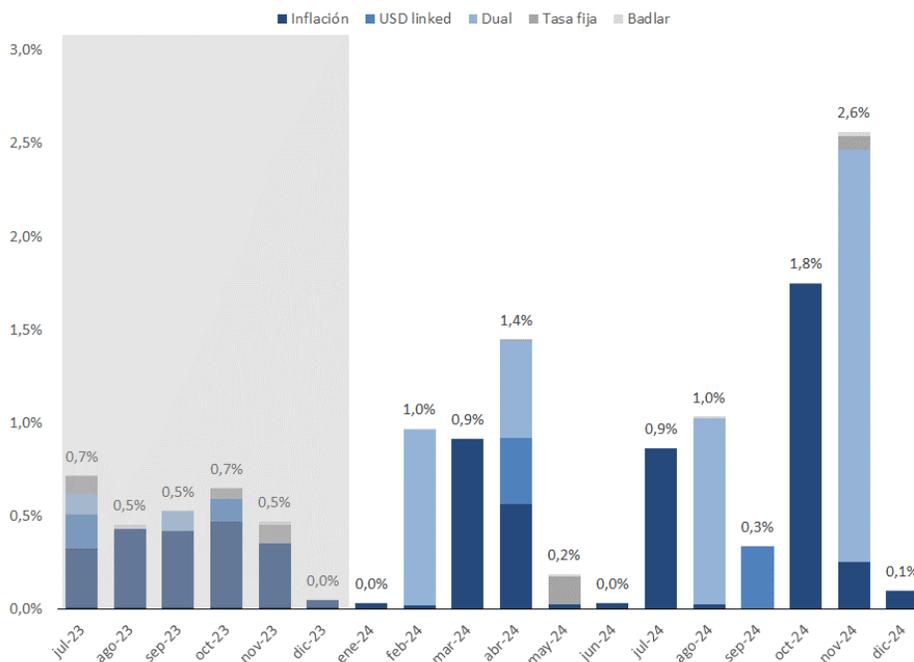


En línea con los mayores plazos, corresponde notar que, a excepción de las mencionadas LELITES, de alcance y colocación limitada, en junio nuevamente se reemplazaron instrumentos a tasa fija por otros a tasa variable. Como resultado, solo quedó en circulación la Letra a Descuento (LEDE) de julio, que involucra un monto de ARS 81.300 millones, sin obligaciones de este tipo *a posteriori*. Dicho esto, corresponde notar que, actualmente, la LEDE rinde algo más de 6% de tasa efectiva mensual (algo por encima del 100% de tasa efectiva anual), quedando 2 p.p. por debajo de la LELIQ que ofrece el Banco Central de renovación semanal (+8,1% de TEM). La escasez de opciones a tasa fija, pasibles de ser demandadas por los acreedores no financieros -solo los bancos pueden comprar LELIQs- explica parte de esta diferencia.

La última licitación de LEDEs fue en abril, antes de que se conociera la aceleración inflacionaria de ese mes -y las tensiones cambiarias de su última semana-, cuando la suba de precios pasó de 7,7% en marzo a 8,4% en abril. En ese entonces, el Banco Central también había ajustado su tasa de referencia, llevándola de 7,6% al 8,1% actual. Considerando que la mayoría de los recursos del Tesoro -operativos y financieros- se mueven en línea con la suba de precios realizada, y que ésta puede diferir de la esperada, el cambio de estrategia puede entenderse como una defensa ante el salto de las expectativas de inflación que se verificó en mayo.

En un escenario de mayor baja de la inflación que la esperada, tal como se verificó en mayo, los vencimientos de Hacienda quedarían descalzados de sus ingresos, que crecerían más cerca de la inflación mensual -CER- y de la dinámica de la actividad, principalmente de la demanda en pesos corrientes -IVA DGI- que de la suba de precios esperada hace algún tiempo. En consecuencia, los instrumentos a tasa fija podrían a ser una opción rentable para sus emisores si se despejaron los horizontes de nominalidad; hasta entonces, tanto para los acreedores como para los deudores, las opciones a tasa variable parecen mejores defensas ante eventuales escenarios inesperados, sea por la positiva o por la negativa.

Gráfico II – Perfil de vencimientos del Tesoro como % del PIB, ajustado por inflación y tipo de cambio esperado



En lo que resta del 2023, vencerían alrededor de ARS 3,3% del PIB, similar a lo que correspondió cancelar en lo que va del año (3,0% del Producto) y 2 p.p. por debajo del total obtenido en el primer semestre. Por su parte, el rojo primario se ubicaría en torno de 1,2% del PIB, quedando en valores similares a los de la primera mitad del año. Al respecto, vale aclarar que, históricamente, la segunda parte del año suele ser más exigente

para las cuentas públicas que la primera, resultado de cierta estacionalidad de los gastos y los ingresos. Por caso, en 2022, el rojo fue de 1,0% y de 1,3%, respectivamente, incluso cuando en la primera mitad del año el gasto creció en términos reales y cayó en la segunda (+7,1% i.a. y -5,4%, respectivamente, acumulando -0,7% i.a. en el año).

En sentido contrario, de los ARS 883.000 millones que el Banco Central le podría transferir al Tesoro según el Acuerdo con el FMI -actualizado en marzo de 2023, con otra nominalidad y cosecha esperadas-, ya se utilizaron ARS 670.000 millones, de modo que, para el segundo semestre, queda un cuarto del total anual. Si bien este número podría actualizarse y flexibilizarse -en 2022 no pasó esto-, a priori, la segunda mitad del año sería más exigente que la primera en materia de asistencia monetaria.

Por último, según nuestros números, en 2024 vencerían más de 7 p.p. del PIB con acreedores privados, la mitad concentrada en títulos ajustables por inflación y la otra mitad en bonos duales, pagaderos al mayor entre tipo de cambio A3500 ("dólar oficial") e IPC. Considerando los números antes expuestos, este porcentaje parece similar a los desafíos afrontados en 2023, aunque este número podría crecer si tenemos en cuenta que una parte importante del rojo primario se financiará con nuevas colocaciones.

Actividad y salarios: caída en abril por la sequía y la aceleración inflacionaria

En abril, la economía cayó 4,2% i.a. y 1,9% desestacionalizado respecto de marzo. De esta forma, retrocedió hasta los niveles de enero 2022, revirtiendo la suba de los primeros tres meses del año (+1,4%) y quedando 0,5% por debajo de los valores de diciembre. En un sentido similar, resalta que el nivel de abril se ubicó 2,8% por debajo del pico de julio de 2022.

Más allá de estos números, el rojo estuvo fuertemente explicado por el sector agropecuario (-36,8% i.a.), muy golpeado por la sequía. En consecuencia, restó 4,0 p.p. al agregado, motivando casi la totalidad de la caída a nivel general. Por su parte, el resto de la economía se redujo 0,2%, aportando el mismo porcentaje al total (algo esperable, dado que explica más de 9 de cada 10 puntos de éste).

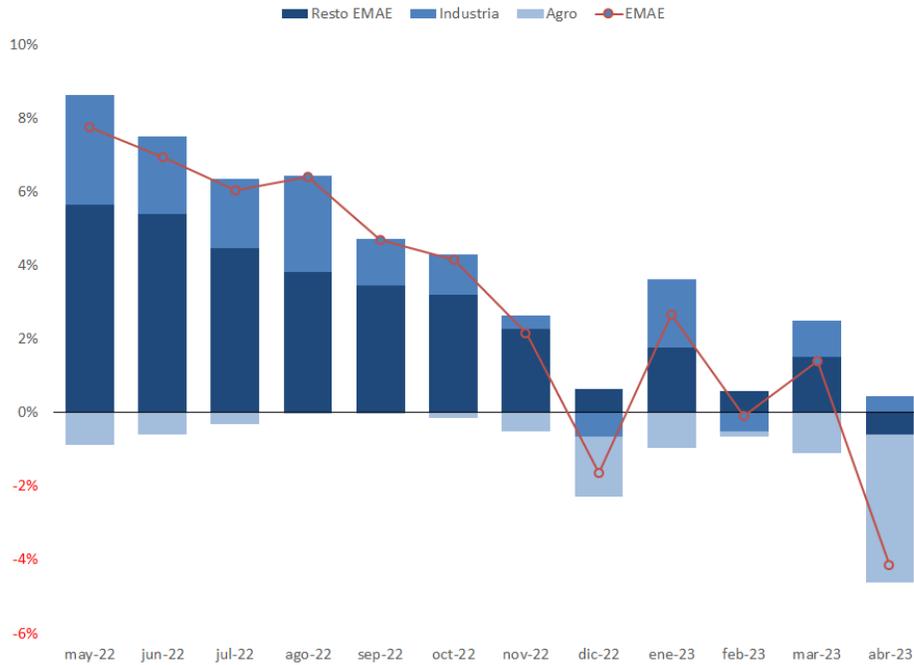
Considerando la elevada inflación de abril (+8,4%), y lo inesperado de la misma (estuvo 1,9 p.p. por encima de la estimación del Relevamiento de Expectativas de Mercado del Banco Central de marzo, inmediato anterior a que se desarrollará el mes), los datos no son particularmente pesimistas. Por el contrario, considerando que la producción no-agropecuaria había promediado un avance de 2,2% i.a. entre enero y marzo, la desaceleración marca un cierto freno con relación a los meses anteriores.

Por su parte, la industria, que había promediado un crecimiento de 2,9% i.a. en el primer trimestre, avanzó 1,6% i.a. y sumó 0,5 p.p. al agregado. Asimismo, la explotación de minas y canteras trepó 9,0% i.a., sumando 0,4 p.p. al total -producto de su baja ponderación en el agregado, menor al 5%- , a la vez que la construcción creció 1,6% i.a., y aportó 0,1 p.p. al agregado.

Por el lado de los servicios, resalta el avance de Hoteles y restaurantes (+3,7% i.a. y contribuyendo 0,1 p.p. al agregado). Vale destacar que, casualmente, este rubro lidera el IPC interanual (+134,5% vs. 114,2% del Nivel General) y está tercero en el acumulado el año (+48,1%), por debajo de Alimentos y Bebidas (+49,4%, afectado por la sequía) y Educación (48,3%, muy influido por factores estacionales), sumando casi 6 p.p. más que el promedio ponderado de todos los capítulos.

Contrastando su buen desempeño individual, por encima de la media de la economía, y su particular dinámica nominal, puede pensarse en cierto cambio de hábitos en favor de este rubro. Los próximos meses nos darán un panorama más claro en este sentido.

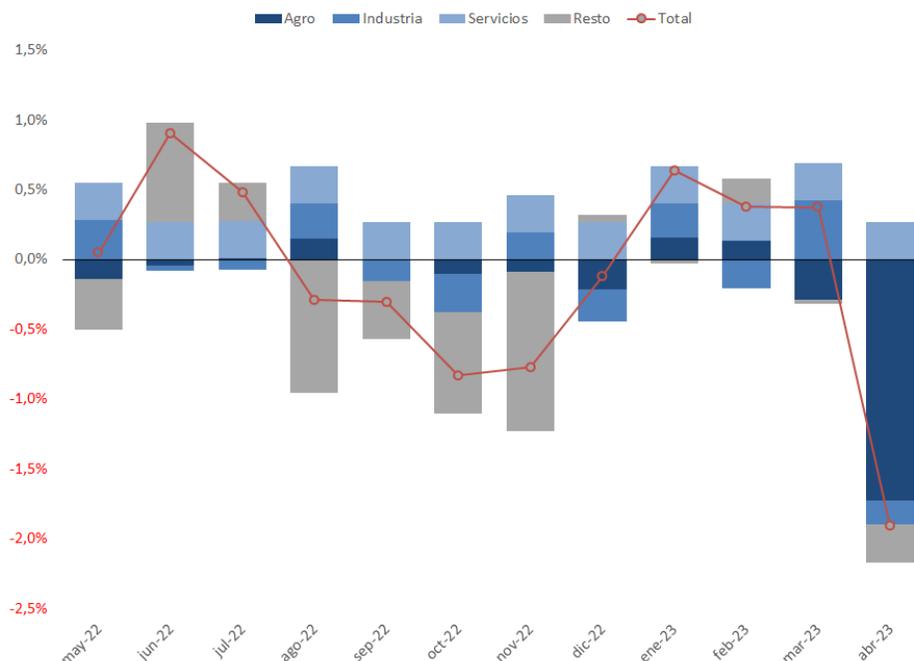
Gráfico I – Estimador Mensual de Actividad Económica, variación interanual. Contribución al crecimiento entre sectores. Fuente: INDEC.



Pasando al análisis sin estacionalidad, las conclusiones no divergen. En primer lugar, resalta que la caída de 1,9% de abril respecto de marzo se explica, casi íntegramente, por el retroceso del sector agropecuario (-30,1% en el mes, explicando 1,7 p.p. del agregado). En contraposición, el resto de la economía aportó el -0,2 p.p. “que falta”.

Ahora bien, la industria, que había crecido 2,9% i.a., muestra una caída de 1,1% mensual, algo similar a minas y canteras que pasa de crecer 9,0% i.a. a retroceder 0,4% entre abril y marzo.

Gráfico II – Estimador Mensual de Actividad Económica, variación mensual desestacionalizada. Contribución al crecimiento entre sectores. Fuente: elaboración propia en base a INDEC.



Del lado de los “ganadores” aparece el mencionado Hoteles y Restaurantes (+1,5%) y Servicios Sociales y de Salud (+0,2% en el mes). Se verifica así un patrón: los servicios mostraron un mejor desempeño que los de bienes en abril. Las tensiones cambiarias de fin de ese mes (el dólar paralelo subió más de 12% entre el promedio de la primera y la última semana de abril) pueden explicar parte de esta dinámica: en una economía con expectativas de devaluación, la cobertura con bienes ya había pasado de su fase de “producción” a la de “comercialización” (por caso, Comercio mayorista y minorista trepó 1,2% i.a. en abril), dando lugar a este desenlace.

En otro orden, podemos destacar que los salarios totales crecieron 5,7% en abril según el índice de INDEC, marcando una caída de 2,5% en términos reales. Al igual que con la economía real, esta variable también desarmó su crecimiento acumulado en el primer trimestre: el poder adquisitivo quedó 2,1% por debajo de diciembre, en tanto se había ubicado 0,4% por encima en marzo.

Desagregando entre grupos, resalta que los trabajadores privados registrados cayeron 1,4% durante el mes pasado (-0,9% en el primer cuatrimestre) y los públicos 4,0% en abril, pero acumulan un avance de 3,1% respecto de diciembre pasado. Por su parte, los trabajadores informales, quienes menos herramientas de cobertura poseen ante la mayor nominalidad cayeron 3,3% en abril, arrastrando un retroceso de 0,4% en relación con diciembre pasado.

A priori, estos resultados parecieran ser contraintuitivos con una aceleración inflacionaria: los trabajadores formales poseen más estrategias y mecanismos de cobertura ante la suba de precios, dado que, por ley, tienen mecanismos de negociación colectiva. Sin embargo, al re-considerar el dato de que la aceleración inflacionaria fue imprevista -recordar que el REM de marzo estimaba una inflación de 6,3% para abril-, de modo que no pudo haber sido incorporada en las instancias de negociación *ex ante*, se entiende mejor esta dinámica aparentemente paradójica. En consecuencia, y de cara al futuro, no solo será relevante saber cómo se moverán los precios, sino también, cuánto se desalinearán de su sendero esperado.

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	%	I-23	0,7%	1,3%	INDEC	19-sep-23
EMAE	%	abr-23	-1,9%	-4,2%	INDEC	18-jul-23
Salarios						
Salarios nominales INDEC	%	abr-23	5,7%	103,8%	INDEC	26-jul-23
Salarios reales INDEC	%	abr-23	-2,5%	-1,1%	INDEC	26-jul-23
Fiscal						
Ingresos totales	% PIB	may-23	5,3%	17,6%	Hacienda	20-jul-23
Gasto primario	% PIB	may-23	6,1%	19,8%	Hacienda	20-jul-23
Resultado primario	% PIB	may-23	-0,7%	-2,5%	Hacienda	20-jul-23
Resultado financiero	% PIB	may-23	-1,4%	-4,2%	Hacienda	20-jul-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	may-23	6.203	80.414	INDEC	19-jul-23
Importaciones (INDEC)	USD M	may-23	7.357	79.464	INDEC	19-jul-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	may-23	-1.154	950	INDEC	19-jul-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	29-jun-23	256,24		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	29-jun-23	1,36		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	29-jun-23	480,52		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	29-jun-23	2,55		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	29-jun-23	30.784		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	26-jun-23	10.611		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	26-jun-23	17.949		BCRA	Diaria
BIS	USD M	26-jun-23	3.138		BCRA	Diaria
Resto	USD M	26-jun-23	-914		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	27-jun-23	8,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	27-jun-23	7,6%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	29-jun-23	4,8	-4,0%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	29-jun-23	7,2	8,2%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	29-jun-23	529,2	-17,7%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	29-jun-23	318,6	-21,1%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	29-jun-23	542,2	-19,2%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	29-jun-23	69,7	-38,9%	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.