

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Ventas del Banco Central, operaciones en yuanes e IPI e ISAC de mayo**
- **Actividad: Caída por oferta en abril, ¿caída por demanda en mayo?**
- **Internacional: suba de precios de *commodities***

Editorial: Ventas del Banco Central, operaciones en yuanes e IPI e ISAC de mayo

El Banco Central vendió USD 160 millones esta semana, marcando un ahorro de 60% con relación a los casi USD 390 millones vendidos la semana pasada y de 38% con relación a los USD -260 millones promedio semanal de junio. Las menores salidas se explican por las menores compras de la economía no agropecuaria, que pasaron de USD 130 millones promedio diario a USD 70 millones, en tanto las liquidaciones informadas por CIARA-CEC se redujeron de poco más de USD 70 millones el mes pasado a USD 35 millones en el arranque de julio.

A nivel de moneda, sobresale que esta semana la autoridad monetaria habría vendido poco más de USD 90 millones promedio diario en yuanes (lo que a un tipo de cambio de 7,25 equivale a CNY 650 millones), de modo que su saldo en otras monedas habría sido positivo en USD 55 millones promedio diario. El volumen de la divisa asiática operado es algo mayor que el de la semana pasada (el equivalente a USD 75 millones diarios) y 60% mayor que la media de junio (USD 55 millones). Como resultado, se verifica un cambio en la composición de la hoja de balance del Banco Central: deficitario en yuanes y superavitario en otras monedas, entre las cuales sobresale el dólar estadounidense.

En otro orden, esta semana se conoció la recaudación de junio del Palacio de Hacienda: -2,8% i.a. en términos reales, de los cuales 0,7 p.p. se explican por las menores entradas por retenciones a las exportaciones (-3,2% i.a.). Por su parte, los tributos vinculados a la actividad económica cayeron 3,4% i.a., explicando 1,9 p.p. de retroceso agregado. El 0,1 p.p. restante obedece a los cobros asociados a la seguridad social (-0,6% i.a.), que sufrieron el primer rojo en lo que va del año.

Con estos números, la recaudación acumuló una caída de 4,6% i.a. en el primer semestre de 2023, más que explicada por los impuestos del comercio exterior: su retroceso de 23,5% i.a. en términos reales sumó 5,5 p.p. al rojo general. En contraposición, los impuestos vinculados a la actividad treparon 1,8% i.a. y los de la seguridad social 2,7% i.a., atenuando la caída agregada en +0,9 p.p. y +0,7 p.p., respectivamente. De esta forma, se observa un semestre que, excluyendo al *shock* exógeno de la sequía, habría cerrado en terreno positivo, aunque su avance fue desacelerándose con el correr de los meses.

En esta línea, esta semana se conocieron el Índice de Producción Industrial Manufacturera (IPI) y el Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC) de mayo. En ambos, se verificó una caída mensual desestacionalizada de 1,5% y 2,2%, respectivamente. Madera, papel, edición e impresión, Equipos electrónicos y Productos de metal, maquinaria y equipo lideraron el retroceso, en tanto Muebles, Automotores y Refinación del petróleo y otros rubros químicos atenuaron el rojo, pero no pudieron revertirlo.

A nivel internacional, esta semana la soja permaneció estable (+0,2%), ubicándose en torno de los USD 555 por tonelada. De esta forma, sostuvo el avance de junio, quedando 14,3% por encima de los valores de mayo. Por su parte, el trigo saltó 5,1% en el arranque de julio (+5,6% respecto del cierre de mayo), impulsado por malos datos de área sembrada de Estados Unidos. Antes de cerrar, vale destacar que este viernes se conoció una baja de 0,1 p.p. del desempleo en junio en este país (+3,6%). El próximo miércoles 12 de julio se conocerá su inflación -un día antes que el INDEC publique el IPC local-, pero la Reserva Federal recién podría decidir movimientos de tasa el 26, recordando que en su encuentro de junio se mantuvo inalterada.

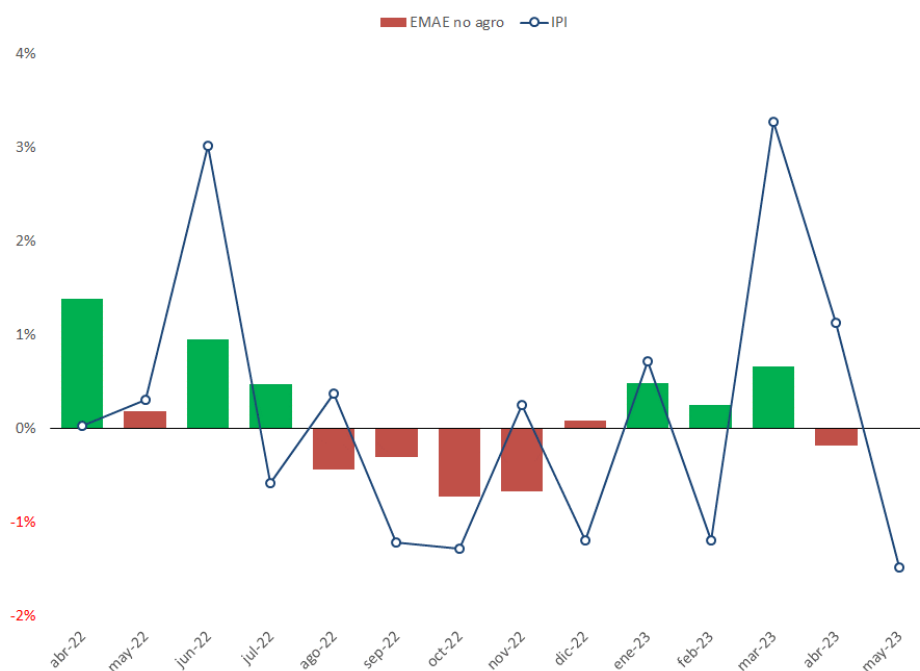
Actividad: Caída por oferta en abril, ¿caída por demanda en mayo?

En abril, la economía se contrajo 4,2% i.a. según el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Sin embargo, 4,0 p.p. de éstos se explicaron por el sector agropecuario, muy afectado por el *shock* exógeno de la sequía. En un sentido similar, según nuestras estimaciones, 1,7 p.p. del retroceso sin estacionalidad (-1,9%) correspondió al agro. Más allá de los indicadores agregados, la demanda parecía pujante. Reforzando esta idea, el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI) de INDEC, había arrojado un crecimiento de 1,1% mensual en abril, en tanto el Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC) había trepado 3,2%.

No obstante, los salarios reales retrocedieron 2,5% (-1,4% el segmento privado registrado) en abril y la inflación saltó de 6,8% promedio mensual en el primer trimestre (y +7,7% en marzo) a 8,4%. De esta forma, no solo se ubicó en niveles en sí mismos elevados, sino también por encima de lo esperado: a comienzos de mes, cuando se actualizan los ingresos, la mediana del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central era del 6,3%. Esta subestimación explicaría parte de la pérdida de poder adquisitivo del mes: los salarios subieron 5,7% en abril, un nivel “compatible” con la inflación esperada *ex ante*, pero no con la realizada *ex post*.

En otro orden, las importaciones de bienes, que suelen anticipar la tendencia de la producción manufacturera, cayeron casi 1% desestacionalizado en abril. Por su parte, la recaudación asociada a la actividad -IVA DGI y Ganancias, entre otros- pasó de crecer por encima del 10% i.a. en términos reales en marzo a contraerse casi 1% i.a. el mes siguiente. Se verifican así las primeras señales de debilidad ya no solo de la oferta, sino también, y más importante aún, de la demanda.

Gráfico I – IPI Manufacturero y EMAE no agro, variación mensual sin estacionalidad. Fuente: elaboración propia en base a INDEC.



Esta tendencia se agravó con los primeros indicadores reales de mayo. La recaudación de Hacienda vinculada a la actividad cayó 3,0% i.a., las importaciones de bienes se redujeron 4,3% desestacionalizadas y el IPI se contrajo 1,5%, quedando 1,3% por debajo del pico de junio del año pasado, máximo que se había superado en abril (+0,2%), pero que, evidentemente, no se logró mantener. A nivel rama de actividad, Madera, papel, edición e impresión, Equipos electrónicos y Productos de metal, maquinaria y equipo

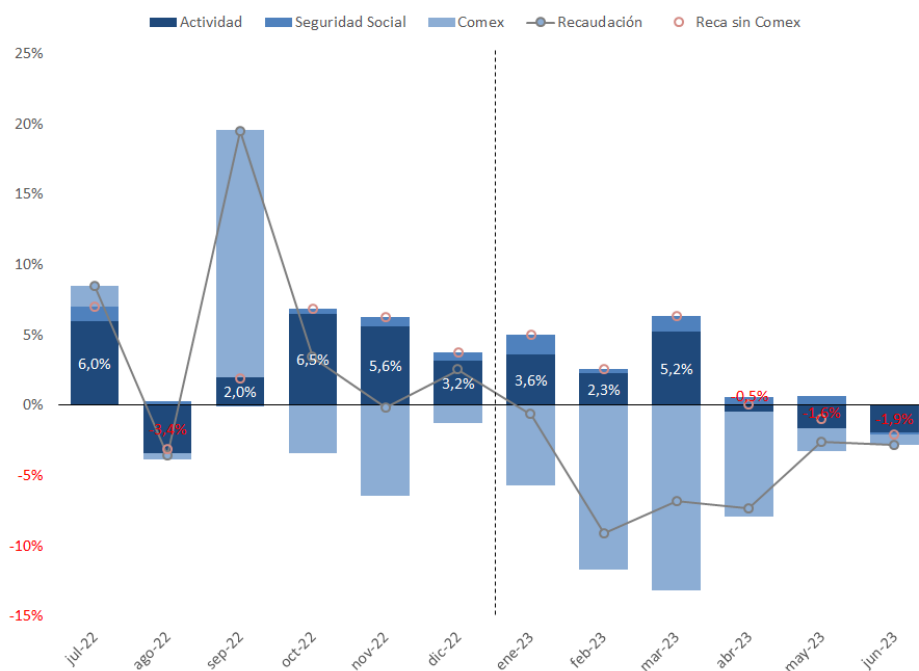
lideraron el retroceso, en tanto Muebles, Automotores y Refinación del petróleo y otros rubros químicos atenuaron el rojo, pero no pudieron revertirlo.

Por su parte, el ISAC se contrajo 2,2% mensual en mayo, quedando casi 5% por debajo del pico de julio 2022. A diferencia del IPI, vale destacar que este nivel no se había superado en abril: al cierre del primer cuatrimestre, el nivel de actividad de la Construcción era 2,7% menor que a mediados del año pasado, incluso a pesar del crecimiento de casi 10% con respecto a diciembre.

Así, en línea con lo expuesto más arriba, podemos afirmar que la demanda habría profundizado su desaceleración en mayo, plegándose a la dinámica contractiva de la oferta. Descripto el escenario, y pensado cómo llegamos hasta acá, resta analizar cómo será la segunda mitad del año.

Para comenzar, podemos notar que los primeros indicadores de junio son mixtos. Por un lado, la recaudación asociada a la Actividad se contrajo casi 2% i.a. en términos reales -suponiendo una inflación del 7% para el mes-, agravando el derrotero de los últimos meses. Más aún, los ingresos vinculados a la seguridad social disminuyeron por primera vez en el año, marcando que la masa salarial formal podría estar acusando recibo de la aceleración inflacionaria, por la vía salarial, o de la menor demanda, vía menor creación de empleos.

Gráfico II – Recaudación, variación interanual real y contribución al crecimiento. Fuente: AFIP e INDEC.



A la vez, la venta de divisas del Banco Central a la economía no-agropecuaria cayó 46,0% i.a. en junio, 10 p.p. por encima del acumulado enero-mayo (-35,6% i.a.). Si bien esto no implica necesariamente un menor nivel de importaciones o compras en el exterior -en primer lugar, porque incluye efecto precio; en segundo porque podría haber sido compensado con un mayor financiamiento externo al sector privado, algo que ya se verificó en los primeros meses del año-, no pareciera intuir una recuperación de la actividad.

Ahora bien, del otro lado, según los primeros indicadores privados, la inflación habría seguido desacelerándose en junio, permaneciendo en un nivel “en sí mismo elevado” -en torno del 7%, 125% anualizado-, pero, a diferencia de enero-abril, por debajo de lo esperado. Nuevamente, considerando que los ingresos se actualizan en base a las expectativas de inflación y no a su valor “efectivo”, podemos esperar una recomposición del poder adquisitivo en mayo y junio. Por lo tanto, aún cuando los primeros indicadores de producción -oferta-

de mayo y junio no serían alentadores, los de demanda parecieran arrojar algo más de optimismo. En este marco, podemos esperar un sendero algo errático o mixto de la actividad.

Llegado este punto, vale notar que el sector agropecuario le restará más de 2 p.p. al PIB agregado en 2023: usando como antecedente la sequía de 2009 y de 2018, donde el sector se contrajo 26,3% i.a. y 15,6% i.a., respectivamente, y considerando que éste representa casi 10% del total de la economía, entendemos que su impacto directo sería no menor a 2,5 p.p. en el promedio anual. Por lo tanto, si tomamos como base una caída de 3% del PIB -tal como arroja la mediana del REM de mayo-, “solo” 0,5 p.p. obedecerían *a priori* a factores asociados a la demanda y la economía no-agro.

En este sentido, si bien siempre es deseable que una economía crezca, máxime una que lleva una década por debajo de sus picos per cápita, el retroceso parecería acotado para los niveles de inflación y de tensiones del sector externo -reservas y controles a la compra de divisas- existentes. Estas dos variables serán la clave para determinar el curso que seguirá la actividad en la segunda mitad del año. Si la nominalidad sigue a la baja y por debajo de las expectativas, los ingresos reales podrían recomponerse y alentar la demanda en el corto plazo. A la vez, garantizar solidez de reservas y evitar correcciones abruptas del tipo de cambio real son condiciones necesarias -pero no suficientes- para cualquier recuperación sostenible de la actividad.

Por su parte, la política fiscal y la política monetaria no serían grandes motores de la demanda considerando el acuerdo con el Fondo y las tensiones cambiarias antes mencionadas.

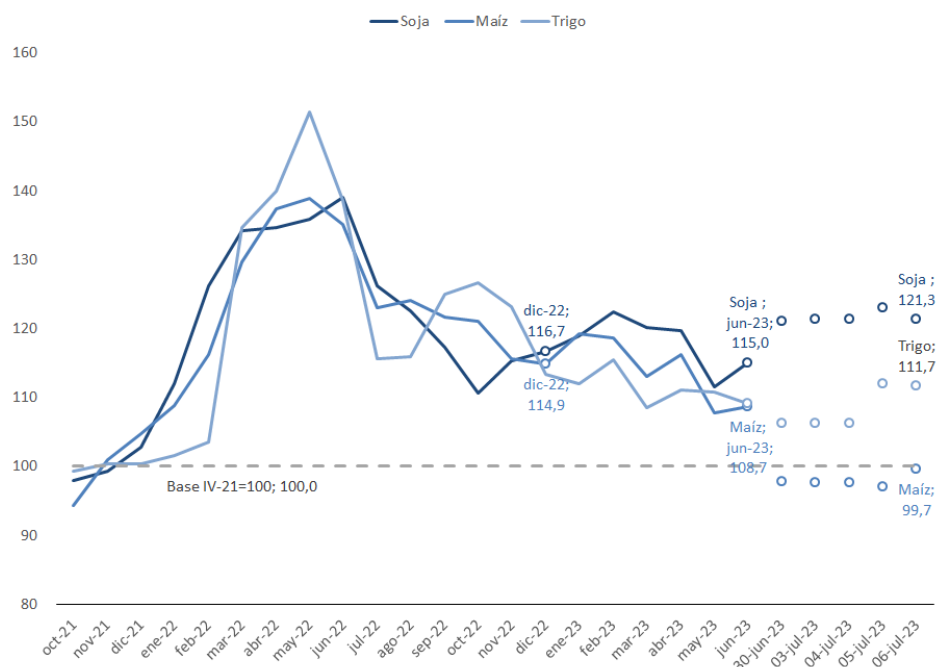
Internacional: suba de precios de *commodities*

El año pasado, dos de cada tres dólares que exportó nuestro país por bienes fueron Productos Primarios o Manufacturas de Origen Agropecuario. Entre enero y mayo de 2023, último dato disponible, este número llega al 60%. De esta forma, se entiende la relevancia de los precios internacionales de *commodities* para nuestras ventas al exterior, máxime en un año de mala cosecha producto de la sequía y mercados de crédito cerrados: las posibilidades de aumentar la oferta de divisas en el corto plazo recaen, en exceso, en la dinámica de los precios internacionales.

En los primeros cinco meses de 2023, la tonelada de soja se contrajo 4,5%, en tanto la de maíz se redujo 6,3% y la de trigo 2,2%. Más aún, los futuros a tres meses se redujeron 12,6%, 13,7% y 18,4%, respectivamente. La menor producción argentina parecía ser más que compensada por las buenas condiciones climáticas en Brasil y Estados Unidos, en un mundo sin grandes perspectivas de crecimiento de la demanda. Al impacto real de la sequía, entonces, correspondía sumarle este impacto nominal.

Sin embargo, algo cambió en junio. En el promedio del mes, el precio del poroto de soja creció 3,1%, número que salta al +13,9% cuando miramos la comparación entre puntas. En contraposición, el precio del maíz cayó 11,2% y el del trigo se mantuvo relativamente estable (+0,5%). Durante la primera semana de julio, las primeras dos ecuaciones no cambiaron: la soja está 14,3% por encima del cierre de mayo, en tanto el trigo sigue 9,6% por debajo. En ambos casos, novedades por el lado de la oferta de Estados Unidos explican la dinámica: mientras que el área sembrada de soja sería casi 5% menor que el año pasado, el área de maíz sería 6% mayor. Por su parte, las estimaciones de producción de trigo en Estados Unidos fueron algo más pesimistas y su precio subió 5,6% durante la última semana.

Gráfico I – Precio spot de soja, trigo y maíz. Promedio mensual y últimos cinco días hábiles. Base IV-21=100. Fuente: Bloomberg.



Como se observa en el gráfico, al comparar con el cierre de 2021, es decir, después de la pandemia y antes de la guerra entre Rusia y Ucrania, la secuencia se repite: la soja creció más de 20% desde entonces, el trigo más de 10% y el maíz está levemente por debajo (-0,3%). Considerando que, entre las ventas de poroto de soja, aceite de soja y harina y pellets de soja se triplican las de maíz y sus derivados, esta dinámica es una buena noticia para nuestros envíos externos -claro está, que todo suba es estrictamente mejor, pero, como subóptimo es preferible en relación con un avance de los cereales en detrimento de los oleaginosos-.

Ahora bien, como solemos marcar, no hay que mirar solo el lado de las ventas, sino también el de las compras. En este sentido, sobresale que el precio del Gas Natural Licuado (GNL) se ubica 35,3% por debajo del promedio del último trimestre de 2021 (USD 36,9 vs. 23,9) y el del barril de petróleo permanece -7,2% (USD 77,4 vs. 71,8). Con esta perspectiva mejora nuestro análisis: el poder adquisitivo de nuestros cultivos vendidos al exterior mejoró en relación con nuestras compras. Como resultado, si bien esta dinámica no compensa las pérdidas que provoca la sequía, al menos permite atenuarla: la balanza comercial, por factores de precios, se deteriorará menos que las exportaciones.

Dicho esto, corresponde notar que este proceso de alza generalizada de nuestros bienes de exportación se viene dando en simultáneo con una suba de las tasas de referencia de los principales Bancos Centrales del mundo. Considerando que los bienes reales operan también como activos financieros de mayor riesgo que los títulos públicos de los países desarrollados, *a priori* esto podría ser contradictorio: ambos sustitutos correlacionan positivamente, o lo que es lo mismo, suben a la vez. Sin embargo, no tiene por qué serlo necesariamente: los *commodities* y las tasas avanzan en línea con el proceso inflacionario internacional.

En este sentido, al sumar la dinámica del nivel general de precios, y considerando que parte significativa de los bienes que importa nuestro país son productos diferenciados, es decir, que se mueven más en línea con el nivel general de precios de Estados Unidos que con los activos financieros, parte del optimismo se atenúa al incorporar las variaciones reales al análisis -nuevamente, y a riesgo de ser repetitivos, en un contexto de sequía que reduciría a la mitad las cantidades exportadas de soja, trigo y maíz-.

Gráfico II – Variación interanual, precio internacional 2022 y 2023 vs. promedio 2021. Fuente: Bloomberg. En rojo, los commodities que argentina importa, en verde los que exporta y en azul los índices.



Alcanzado este punto, corresponde pensar cómo seguirá la dinámica en la segunda mitad del año. En primer lugar, corresponde notar que el próximo miércoles, 12 de julio, se conocerá el índice de inflación de junio de Estados Unidos. Asimismo, el próximo 26 de julio -dentro de tres miércoles-, la Reserva Federal tomará una nueva decisión de tasa. Luego de la decisión de mantener sus tipos de referencia en el rango de 5,50%-5,75%, pero de alertar con posibles endurecimientos en el corto plazo, la Fed podría retomar su sendero alcista sobre el cierre del mes.

En este marco, sobresale que los puestos de empleo no agrícolas de Estados Unidos se movieron algo por debajo de lo previsto en junio (+209.000 vs. +228.000) y de lo realizado en mayo (+267.000), pero se mantuvieron en terreno positivo. Producto de esta creación constante, el desempleo se redujo 0,1 p.p. el mes pasado, ubicándose en 3,6%, a la vez que los salarios avanzaron 4,4% interanual, ubicándose por encima de la inflación esperada (+4,1% i.a.).

Así, se puede intuir que la demanda vendría avanzando por encima de las expectativas, permitiendo que la Fed se enfoque en su mandato de estabilidad de precios, relajando el crecimiento de la actividad que pareciera estar consolidado *a priori*. En consecuencia, incluso ante un dato “moderado” de inflación, la Reserva Federal podría endurecer su política monetaria.

Antes de cerrar, vale destacar que la economía china viene creciendo por debajo de lo previsto en los últimos meses, a la vez que la Eurozona entró en recesión en el primer trimestre de 2023, luego de sumar otra caída de 0,1% al mismo retroceso del cuarto trimestre del año pasado. Como resultado, y a modo de conclusión, podemos afirmar que las expectativas de una mejora acelerada en el corto plazo -absoluta y relativa, es decir en valores nominales y por encima de otros bienes- de los precios de nuestros *commodities* de exportación dependerá más de factores de oferta que de demanda.

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	may-23	2.363	18.045	BCRA	28-jul-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	may-23	-1.587	-17.625	BCRA	28-jul-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	may-23	-2.185	-7.923	BCRA	28-jul-23
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	06-jul-23	260,33		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	06-jul-23	1,35		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	06-jul-23	485,84		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	06-jul-23	2,53		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	06-jul-23	27.434		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	03-jul-23	10.278		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	03-jul-23	17.924		BCRA	Diaria
BIS	USD M	03-jul-23	3.137		BCRA	Diaria
Resto	USD M	03-jul-23	-3.904		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	05-jul-23	8,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	05-jul-23	7,6%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	06-jul-23	4,9	-8,1%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	06-jul-23	7,2	7,6%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	06-jul-23	555,8	-3,5%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	06-jul-23	332,6	-5,7%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	06-jul-23	561,3	-20,4%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	06-jul-23	71,8	-29,0%	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.