

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Ventas del Banco Central, inflación de junio y decisión de tasa del BCRA**
- **Precios: desaceleración de la inflación en junio**
- **Aceleración y desaceleración de la nominalidad: ¿transitoria o permanente?**

Editorial: Ventas del Banco Central, inflación de junio y decisión de tasa del BCRA

El Banco Central vendió USD 460 millones esta semana, marcando un ahorro de 5,5% respecto de los USD 490 millones vendidos en la primera semana de julio. Pasado el número agregado, vale destacar que esta semana la autoridad monetaria vendió alrededor de 4.000 millones de Yuanes, equivalentes a USD 550 millones a un tipo de cambio de 7,2 CNY/USD. En contraposición, compró USD 85 millones en dólares estadounidenses y otras monedas. Si bien esta desagregación no tiene un impacto en las reservas totales, sí refleja un cambio en su cartera: aumento de los pasivos netos con el Banco Popular de China y una reducción con el resto del mundo.

En el año, la autoridad monetaria vendió poco más de USD 4.000 millones, contrastando con las compras por USD 1.200 millones sumadas en igual período del año pasado. Las menores liquidaciones del sector agropecuario (-47,4% i.a.), en un contexto de sequía y retroceso de los precios internacionales de los principales *commodities* de exportación explica este deterioro, en tanto las menores ventas al resto de la economía (-23,4% i.a.) atenúan el cambio en la posición. Si bien parte de la menor demanda obedece a la contracción de las cantidades importadas, otra parte se explica por los menores precios globales de la energía (por caso, el Gas Natural Licuado se redujo 52,5% i.a. entre julio de 2022 e igual mes de 2023) y el mayor financiamiento externo al sector privado, especialmente a través de la cuenta corriente.

El precio de la tonelada de soja avanzó levemente (+1,3%) esta semana, permaneciendo por encima de los USD 550, zona donde se ubica desde fines de junio, es decir, desde que se conoció la baja de 5% en el área esperada de siembra del Departamento de Agricultura de Estados Unidos. Así, la oleaginosa se ubica 13,4% por encima del cierre de mayo (USD 485) y 4,5% por encima de su promedio abril-junio, principal momento de exportación. Por su parte, el maíz avanzó 1,3%, aunque, considerando la fuerte caída de junio, se verifica un retroceso de 10,4% -provocada por el motivo opuesto a la recuperación de la soja: buenas expectativas de siembra en Estados Unidos-, a la vez que el trigo se contrajo 1,9% esta semana, borrando el terreno recuperado durante el mes pasado. Más allá de estos movimientos particulares, y en línea con lo que comentábamos en el párrafo anterior, resalta que los tres *commodities* se encuentran por debajo de sus precios de un año atrás: -5,1% la soja, -20,4% el maíz y -7,7% el trigo.

Volviendo al plano doméstico, esta semana se conoció la inflación de junio: 6,0%, desacelerándose 1,8 p.p. con relación al dato de mayo y 1,3 p.p. respecto de la media enero-mayo. De esta forma, la suba de precios acumuló 50,7% en la primera mitad de 2023 y 115,6% en los últimos doce meses. Esta baja se explicó por todos los grandes rubros: el IPC Núcleo pasó de crecer 7,8% en mayo a 6,5% en junio, Estacionales de 6,0% a 1,8% y Regulados de 9,0% a 7,2%. A nivel capítulos, parte relevante de la desaceleración respondió a alimentos y bebidas no alcohólicas: su variación pasó de 5,8% en mayo a 4,1% en junio, explicando 1,1 p.p. del agregado (0,5 p.p. menos que el mes pasado, cuando había sumado 1,6 p.p.). Así, la variación de este capítulo quedó por segunda vez consecutiva por debajo del Nivel General.

A pesar de esta baja, el Banco Central mantuvo sin cambios su tasa de interés de referencia en 97% nominal anual, equivalente a 8,1% efectivo mensual "con el fin de preservar la estabilidad monetaria y cambiaria", dejándola por encima tanto de la inflación esperada para julio (+7,6% según el último REM) como la realizada. Por último, el Tesoro licitará hoy una letra a tasa fija por primera vez desde abril, esta vez con vencimiento a fines de octubre de 2023. El menú de opciones se completa con dos letras ajustables por inflación, con vencimientos en octubre y noviembre, un bono atados al tipo de cambio oficial pagadero en abril de 2024 y dos al Coeficiente de Estabilización de Referencia, CER, con vencimientos en julio 2024 y febrero 2025.

Precios: desaceleración de la inflación en junio

En junio, la inflación fue de 6,0%, desacelerándose 1,8 p.p. en relación con mayo (+7,8%) y 1,3 p.p. respecto de la media de los primeros cinco meses del año (+7,3%). Con este dato, la suba de precios acumuló 50,7% en el primer semestre de 2023 (+7,1% promedio mensual) y 115,6% en los últimos doce meses (+6,6% promedio mensual).

La baja del mes pasado se explicó por todos los grandes rubros: el IPC Núcleo pasó de crecer 7,8% en mayo a 6,5% en junio, Estacionales de 6,0% a 1,8% y Regulados de 9,0% a 7,2%. Como resultado, en tanto la primera canasta había aportado 5,3 p.p. al Nivel General en mayo, sumó 4,4 p.p. en junio, a la vez que Estacionales aportó 0,2 p.p. y Regulados 1,5 p.p. Respecto del IPC Core, aquel que suele ser más persistente y relevante al momento de analizar la tendencia, ya que excluye los rubros de alta volatilidad mensual, se verificó la segunda menor variación del año (en enero había trepado 5,4%).

Cuadro I – Variación mensual por capítulo y contribución al agregado. Fuente: INDEC.

	Ponderación	Dato mensual		Incidencia (contribución al agregado)	
		Mensual	Interanual	Mensual	Interanual
Nivel general		6,0%	115,6%		
Comunicación	2,8%	10,5%	106,2%	0,3%	3,0%
Salud	8,0%	8,6%	104,7%	0,7%	8,4%
Vivienda, agua y electricidad	9,4%	8,1%	113,2%	0,8%	10,6%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	6,4%	8,0%	122,3%	0,5%	7,8%
Educación	2,3%	6,6%	110,7%	0,2%	2,5%
Bienes y servicios varios	3,5%	6,6%	119,2%	0,2%	4,2%
Recreación y cultura	7,3%	6,5%	115,7%	0,5%	8,4%
Transporte	11,0%	6,5%	100,5%	0,7%	11,0%
Restaurantes y hoteles	9,0%	6,3%	134,7%	0,6%	12,1%
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,5%	4,5%	115,3%	0,2%	4,0%
Prendas de vestir y calzado	9,9%	4,2%	121,4%	0,4%	12,0%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	26,9%	4,1%	116,9%	1,1%	31,5%
Estacional	11,3%	1,8%	137,9%	0,2%	15,6%
Núcleo	67,9%	6,5%	113,1%	4,4%	76,8%
Regulados	20,8%	7,2%	109,0%	1,5%	22,6%
Bienes	66,1%	5,5%	115,7%	3,6%	76,5%
Servicios	34,0%	7,2%	114,8%	2,4%	39,0%

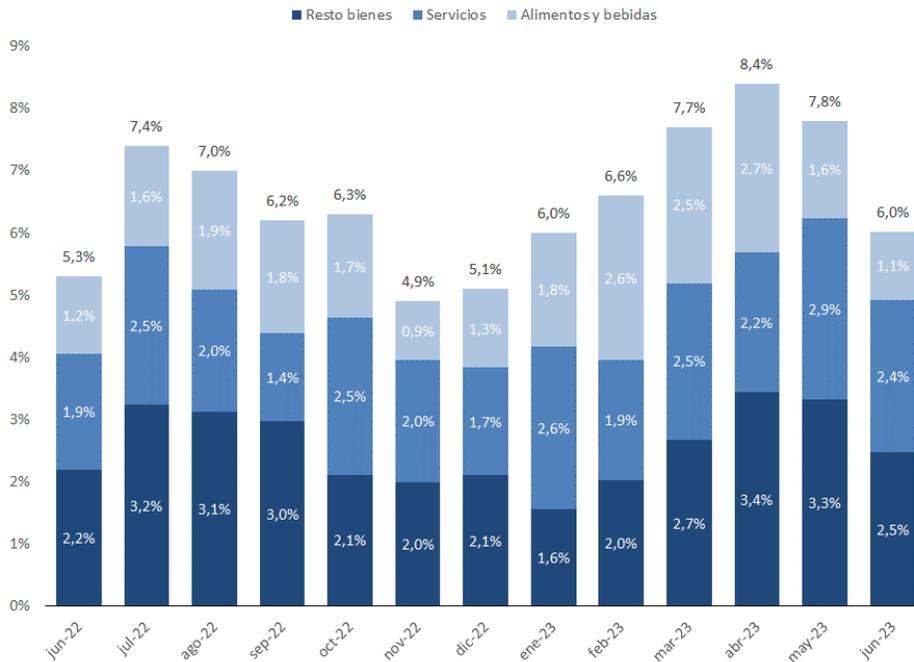
A nivel capítulos, parte relevante de la desaceleración respondió a alimentos y bebidas no alcohólicas: la variación de este rubro cayó de 5,8% en mayo a 4,1% en junio, explicando 1,1 p.p. del agregado (0,5 p.p. menos que el mes pasado, cuando había sumado 1,6 p.p.). Por su parte, Bebidas alcohólicas y tabaco se redujo de 8,4% a 4,5%, en tanto que Vivienda pasó 11,9% a 8,1% y textil de 7,6% a 4,2%. Por último, Restaurantes y hoteles paso de 9,3% a 6,3% entre ambos meses. Sumando estos cuatro capítulos, se concentra otro 1,1 p.p. de la desaceleración agregada.

Del otro lado, Comunicación avanzó 10,5% en junio (+3,8 p.p. respecto del 6,7% de mayo), a la vez que Educación aceleró de 4,9% a 6,6%. No obstante, considerando que ambos poseen una elevada estacionalidad -por caso, Educación saltó 29,1% en marzo impulsado por el comienzo de clases, en tanto Comunicación depende de los aumentos de Internet, entre otros, concentrados en meses puntuales-, no podemos establecer una tendencia a partir de estos números.

En este sentido, podemos pensar en que los capítulos de la baja parecieran más permanentes/menos esporádicos que los de la suba. No obstante, y en sentido contrario, la desaceleración de alimentos y bebidas también parece “mayor” que la tendencia: sin datos a nivel nacional, la caída de 3,0% en el precio de Frutas en el Gran Buenos Aires y de 5,9% en Verduras, tubérculos y legumbres, será difícil de repetir en los

próximos meses. En la misma línea, la suba de 0,9% de Carnes también sería raro que se volviese a observar. Dicho esto, vale remarcar que, producto de la suba acumulada entre enero y mayo -y principalmente en la concentrada entre febrero y abril-, tanto Verduras como Carnes siguen subiendo por encima del Nivel General en el primer semestre de 2023 (+62,1% y 56,5% vs. el mencionado 50,7%).

Gráfico 1 – Variación mensual por rubro y contribución al agregado. Fuente: INDEC.

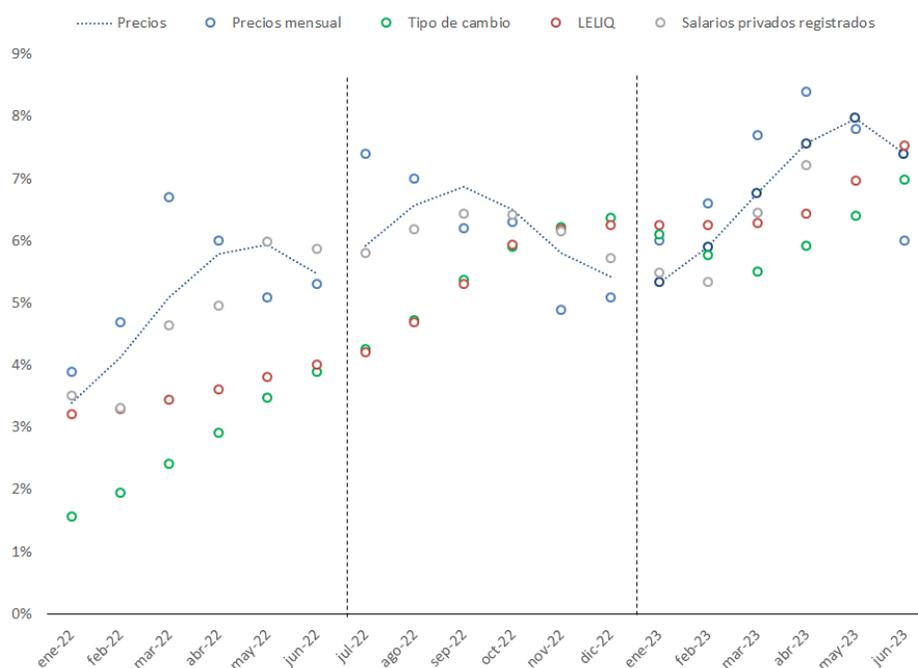


En otro orden, sobresale que servicios volvió a crecer por encima de bienes (+7,2% y +5,5%, respectivamente) en junio, estirando la tendencia de mayo (+8,6% y +7,4%, respectivamente). No obstante, dado que entre febrero y abril este orden era el opuesto (+21,0% vs. +25,8%), la diferencia entre ambas canastas se achica en el acumulado anual: en tanto los servicios crecieron 51,8% en la primera mitad de este año, los bienes avanzaron 50,2%.

Asimismo, dado que este esquema no se verificaba en la segunda mitad del año pasado (+41,6% servicios y +43,6% bienes), los segundos superan a los primeros en el acumulado de los últimos doce meses: 115,7% y 114,8%, respectivamente. Dicho esto, considerando lo acotado de la diferencia, podemos afirmar que no hubo correcciones o atrasos relevantes de precios relativos -a este nivel de agregación- en el último año. Ahora bien, al analizar que los precios Regulados treparon 109,0% en los últimos doce meses (6 p.p. por debajo del Nivel General) sí se verifica cierto comportamiento tendencial. No obstante, considerando la caída de casi 70% i.a. en el precio internacional del Gas Natural Licuado -principal componente del subsidio a las tarifas de gas y electricidad- y de 40% i.a. en el Petróleo WTI, las conclusiones se matizan.

Antes de cerrar, corresponde notar que, dado que la inflación realizada fue menor que la esperada -por caso, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central había arrojado una mediana de 8,0% en su publicación de fin de mayo, es decir, inmediatamente antes de que arrancara el mes-, la tasa de interés, ubicada en 8,1% mensual (97% de TNA), cerró junio en terreno positivo *ex post* (+2,0%). Asimismo, el tipo de cambio oficial avanzó 7,6% en el promedio del mes y 7,2% entre puntas, recuperando competitividad. Por último, todavía no tenemos datos de salarios -que se conocen con un rezago de dos meses en el caso de INDEC-, pero sí podemos afirmar que una inflación realizada por debajo de la esperada es una buena señal *a priori*, en tanto implica que las negociaciones del mes se guiaron por una expectativa/referencia mayor que la inflación efectiva.

Gráfico II – Promedio tres meses móviles mensualizados. Fuente: INDEC y BCRA.



Aceleración y desaceleración de la nominalidad: ¿transitoria o permanente?

En la primera sección, analizamos la desaceleración de la inflación de junio. Pasada la descripción, corresponde analizar i) si la economía en general está incorporando esta nueva tasa de suba de precios para de ahí ii) pensar si la misma es transitoria o permanente.

En los últimos doce meses, la inflación tuvo dos procesos de alza y dos de baja. Entre julio y agosto de 2022 esta variable se había movido de la zona del 5,5% mensual -promedio segundo trimestre del año pasado- a la del 7% mensual en ese bimestre. En este caso, un refuerzo en la administración de la venta de divisas para importar bienes, reflejado en el mayor endeudamiento externo de las firmas, y una brecha cambiaria que había trepado del 85 al 120% explicaban la aceleración.

Asimismo, parte de la causa de este avance del dólar financiero había sido el desarme de títulos públicos en moneda local, algo que obligó al Banco Central a emitir alrededor de ARS 1,1 billones (+1,3% del PIB) en dos meses para sostener su precio en el mercado secundario, generando ciertos desequilibrios en el mercado monetario que impulsaron al nivel general de precios.

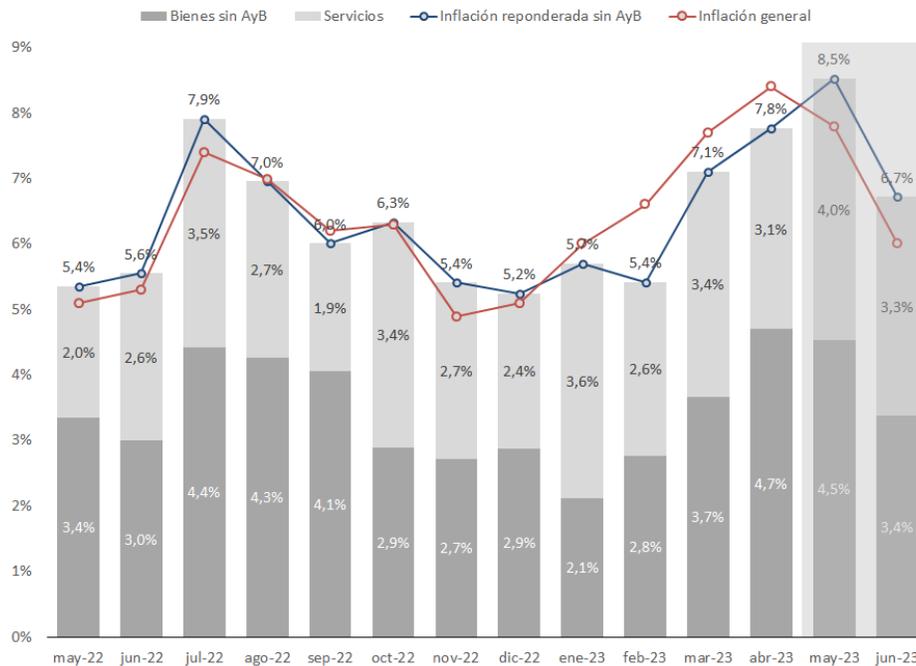
Luego, entre septiembre y diciembre del año pasado, una mayor estabilidad del sector externo -según nuestros cálculos, las reservas netas crecieron USD 7.300 millones en los últimos cuatro meses de 2022, cerrando el año por encima de los USD 10.000 millones-, en un marco de menor incertidumbre y un flujo constante en el endeudamiento externo para importar bienes llevaron la suba de precios a la zona del 6% mensual primero y a la del 5% mensual en el último bimestre.

Las mayores restricciones a la compra de divisas tuvieron un impacto sobre el nivel de actividad, que cayó 2,0% en el último cuatrimestre del año pasado. Si bien en la Argentina no hay una correlación clara entre demanda e inflación -de hecho, entre 2012 y 2020, los años de aceleración inflacionaria “coincidieron” con reducciones del PIB y los de desaceleración con crecimiento de éste, en tanto sus principales factores explicativos estaban más del lado de la oferta, de divisas, que de excesos de demanda-, podemos pensar que

el retroceso del nivel de actividad contribuyó a disciplinar al nivel general de precios sobre el cierre del 2022.

Ahora bien, entre enero y abril de este año, el *shock* de producción que provocó la sequía, con su consecuente escasez de oferta relativa de alimentos, generaron que la inflación de alimentos y bebidas no alcohólicas sumara 41,1% en el primer cuatrimestre (+9,0% promedio mensual), ubicándose muy por encima tanto del resto de los bienes (+27,1%, equivalente a 6,2% de promedio mensual) como de los servicios (+30,3%, equivalente a 6,8% de promedio mensual). Como resultado, la suba de precios había acumulado 31,9% en los primeros cuatro meses del año (+7,2% promedio mensual).

Gráfico I – Inflación, nivel general y reponderado sin alimentos y bebidas. Fuente: INDEC.



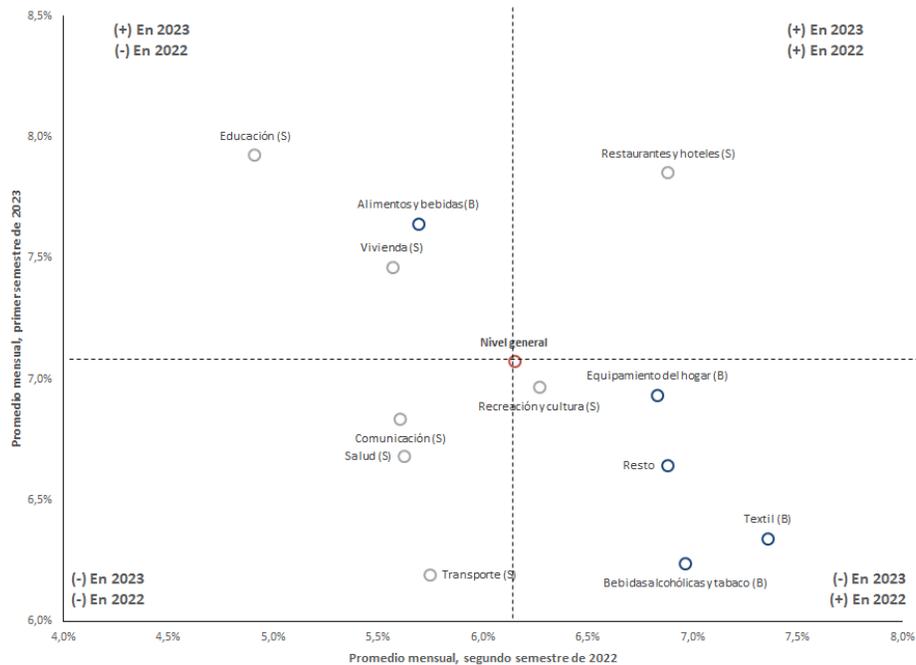
En contraposición, en los últimos dos meses -área sombreada del gráfico- Alimentos y bebidas no alcohólicas ancló la suba de precios: descontando su efecto, el IPC habría avanzado 8,5% en mayo y 6,7% en junio, en lugar del 7,8% y 6,0% efectivo. Como resultado, si bien este capítulo sigue ubicándose por encima de los demás en el acumulado anual, la diferencia es sensiblemente menor que la verificada entre enero y abril: en tanto Alimentos y bebidas promedia 7,6% mensual, mientras que los servicios promedian 7,2% y el resto de los bienes 6,6%. Es decir, Alimentos y bebidas pasó de moverse 2,1 p.p. y 2,8 p.p. por encima de los demás capítulos a hacerlo 0,4 p.p. y 1,1 p.p.

En este marco, podemos sostener que, tanto la aceleración de la inflación de principios de año, como su desaceleración reciente tienen un componente exógeno y estacional, y por ende transitorio, significativo. La baja de algunas Verduras y Frutas, más la virtual estabilidad de Carnes (ver **primera sección**), algo que posiblemente no se repita en el futuro inmediato, refuerzan esta idea.

Al analizar qué capítulos se ubicaron por encima del Nivel General de precios en el primer semestre de 2023 resaltan dos aspectos: que son pocos y con un fuerte componente estacional. Concretamente, Educación suele subir más en la primera que en la segunda mitad de cada año, dado que en marzo se realizan ajustes cuasi anuales, a la vez que Vivienda mostró un fuerte salto en marzo y mayo por las actualizaciones en las tarifas de servicios públicos, mientras que Restaurantes y hoteles está mostrando un mayor crecimiento que otros sectores de servicios, lo que podría explicar su alza de precios por encima del Nivel General en la segunda parte de 2022 ratificada en la primera de 2023. Por su parte, Alimentos y bebidas mostró los vaivenes mencionados

más arriba. Con relación al primer punto, podemos destacar que cuatro de doce capítulos “sostuvieron” al Nivel General en la primera mitad de 2023, número que históricamente se ubica entre seis o siete, y donde la heterogeneidad entre capítulos del IPC Núcleo o Estacional es sustancialmente mayor.

Gráfico II – Inflación segundo semestre 2022 y primero 2023: promedio mensual por capítulo. Fuente: INDEC.



Siguiendo este análisis, podemos afirmar que la desaceleración de la inflación sería tan transitoria como lo fue su aceleración: su suba, así como su baja, estarían más explicadas por los problemas de producción de un sector -el agropecuario- que por factores tendenciales. La regularización de las lluvias, más la apertura importadora con aranceles cero de alimentos de mediados de mayo, lo que permite complementar la oferta local, estarían explicando este movimiento. Asimismo, y no menor, vale destacar que, dado que los alimentos y las bebidas subieron por encima del resto de los capítulos, se encarecieron en términos relativos, algo que era lógico dada la escasez de oferta mencionada. Por lo tanto, la normalización de la oferta, entendemos, no habría sido total, sino de una magnitud tal que permitió estabilizar primero y retroceder después al precio relativo. No obstante, todavía queda terreno por recorrer para volver a los niveles de cierre del año pasado, es decir, pre-sequía.

Como resultado, para los próximos meses esperamos una inflación más cercana al promedio del último año (en torno de 6,5% mensual), que a la media de enero-abril (+7,2% mensual). Para esto, será fundamental la estabilidad del sector externo: al momento, y con el desembolso de casi USD 4.000 millones del FMI pautado para junio todavía pendiente de aprobación y giro, las reservas del Banco Central están en niveles particularmente bajos (por debajo de los USD 27.000 millones), a la vez que se viene una época de alta demanda de importaciones, en parte por la estacionalidad propia de la economía y en parte por la estacionalidad propia de los procesos electorales, que suelen incluir expectativas de devaluación y búsquedas de cobertura. Mantener al tipo de cambio oficial y paralelo en senderos consistentes con estas tasas de variación, sin aumentar los controles a la compra de divisas ni las compras de bienes con financiamiento propio, será otra condición necesaria para evitar una nueva aceleración de la suba de precios.

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	%	1-23	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	%	jun-23	6,0%	115,6%	INDEC	15-ago-23
IPC Núcleo, nacional	%	jun-23	6,5%	113,2%	INDEC	15-ago-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	13-jul-23	264,52		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	13-jul-23	1,38		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	13-jul-23	491,14		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	13-jul-23	2,56		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	13-jul-23	26.185		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	10-jul-23	10.285		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	10-jul-23	17.982		BCRA	Diaria
BIS	USD M	10-jul-23	3.141		BCRA	Diaria
Resto	USD M	10-jul-23	-5.223		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	12-jul-23	8,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	12-jul-23	7,6%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	13-jul-23	4,8	-10,8%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	13-jul-23	7,1	6,2%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	13-jul-23	536,8	-4,8%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	13-jul-23	316,7	-6,6%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	13-jul-23	558,4	-20,5%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	13-jul-23	76,9	-26,9%	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.