

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Ventas del Banco Central, actividad de mayo y resultado fiscal de junio**
- **Actividad: caída general, pero estancamiento sin agro en mayo y abril**
- **Fiscal: excluyendo retenciones, el déficit primario se redujo en el primer semestre**

Editorial: Ventas del Banco Central, actividad de mayo y resultado fiscal de junio

El Banco Central vendió USD 410 millones esta semana, lo que implica una reducción de 10,5% con relación a los USD 460 millones vendidos la semana pasada y de 15,5% respecto de los USD 490 millones operados neto en la primera semana de julio. La dinámica se explica levemente por las mayores liquidaciones del sector agropecuario (USD +60 millones de promedio diario vs. USD 53,5 millones en la primera mitad del mes), en tanto las compras del resto de la economía se redujeron de USD 150 millones a poco menos de USD 120 millones también en su media diaria.

En términos de monedas, sobresale las menores operaciones de yuanes de esta semana: mientras que el Banco Central había operado casi CNH 4.000 millones de la moneda china durante la segunda semana de julio, equivalentes a USD 550 millones a un tipo de cambio de 7,18 CNH/USD, las ventas en esta divisa rozaron CNH 1.400 millones en la tercera, equivalentes a USD 190 millones. En contraposición, el saldo en dólares y otras monedas extranjeras se revirtió de USD +85 millones a USD -220 millones entre ambos períodos. Si bien esta dinámica no cambia el stock de reservas brutas, sí refleja novedades en su cartera.

En materia de publicaciones, esta semana se conocieron los datos del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de mayo y el resultado fiscal del Sector Público Nacional no Financiero de junio. Respecto del primero, se verifica una caída de 5,5% i.a. a nivel agregado, porcentaje que se convierte en un crecimiento de 0,7% i.a. al excluir al sector agropecuario, muy afectado por la sequía: su retroceso de 43,7% i.a. provocó una contracción de 6,2 p.p. en el agregado al considerar su ponderación sectorial (8,6%). A nivel desestacionalizado, el rojo del sector agropecuario fue considerablemente menor (-5,8% entre mayo y abril), ya que la mayor parte del *shock* ya se había contabilizado el mes pasado (-30,7% entre abril y marzo). En este sentido, sobresale que la actividad agropecuaria cerró mayo 34,7% por debajo de marzo. A nivel agregado, la economía se mantuvo estable entre abril y mayo (-0,1%). Como resultado, esta variable cayó 0,6% entre enero y mayo: al crecimiento de 1,3% acumulado en el primer trimestre, le siguió un retroceso de 1,9% entre abril y mayo, arrojando el -0,6% mencionado. El rojo de 35,8% del sector agropecuario provoca una contracción de 2,3 p.p. en el agregado, compensada parcialmente por el resto de las ramas de actividad que crecieron 1,7% en el período bajo análisis.

En el plano fiscal, el déficit primario del Sector Público se redujo 15,9% i.a. en términos reales respecto de igual mes del año pasado. Esta dinámica se debe a la caída del gasto primario (-2,7% i.a. en términos reales), ya que los ingresos se mantuvieron estables en términos reales (+0,1% i.a.), primer mes de 2023 en donde no crecieron por debajo de la inflación. Así, el rojo primario acumuló ARS 1,88 billones en la primera mitad del año, más que duplicando al rojo registrado entre enero y junio de 2022. No obstante, al descontar las retenciones, muy afectadas por la sequía (-52,7% i.a. real, provocando una pérdida de 0,4 p.p. del PIB), el deterioro se revierte (-1,7% del PIB vs. -1,3%).

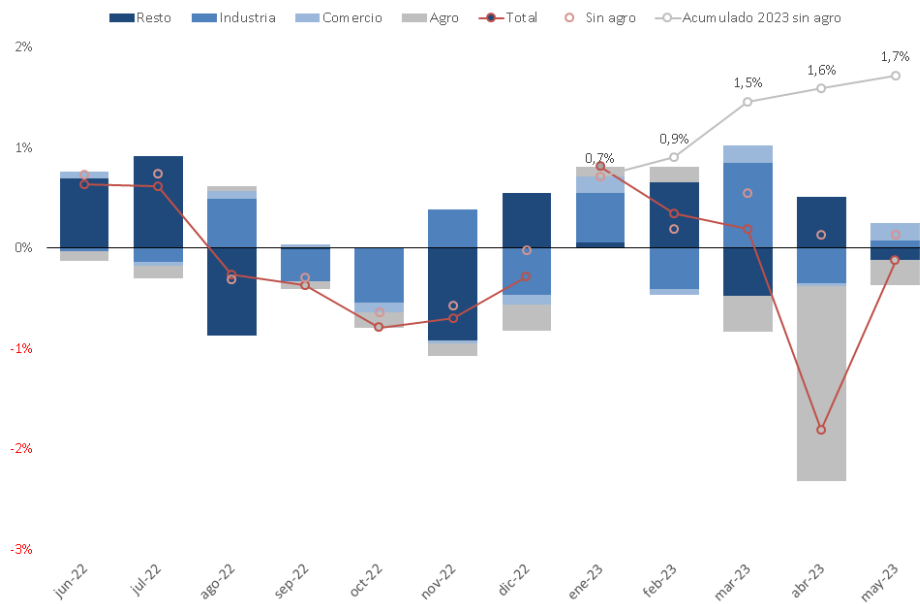
El miércoles próximo, 26 de julio, será la segunda licitación de julio del Tesoro, donde éste deberá renovar vencimientos por ARS 560.000 millones. Asimismo, el lunes 31 de julio el Palacio de Hacienda deberá cancelar sus vencimientos de capital con el FMI (USD 2.600 millones), pospuestos a comienzos de julio, a la vez que el martes siguiente, 1º de agosto, deberá afrontar pagos de intereses por USD 750 millones, ambos con impacto en las reservas. En contraposición, todavía faltan el resultado de la primera revisión del Fondo de este año, que podría habilitar un desembolso cercano a USD 4.000 millones, pautado originalmente para junio.

Actividad: caída general, pero estancamiento sin agro en mayo y abril

Entre enero y mayo, último dato disponible, la economía cayó 0,6%: al crecimiento de 1,3% acumulado en el primer trimestre, le siguió un retroceso de 1,9% entre abril y mayo, dejando como resultado el -0,6% mencionado. Esta reversión estuvo más que explicada por el sector agropecuario, muy afectado por la sequía: su contracción de 35,8% acumulada en el año –desestacionalizado por la Gerencia de Estudios Económicos– provocó un retroceso de 2,3% a nivel agregado, dada su ponderación en torno de 8,5% en el nivel general. En contraposición, el resto de la economía avanzó 1,7% en los primeros cinco meses del año, impulsada por la industria (+2,1% entre puntas, contribuyendo en +0,6 p.p. al total) y el comercio (+2,7%, que explican del +0,4 p.p del crecimiento agregado), entre otras ramas.

De esta forma, se verifica un rojo a nivel agregado que obedece al *shock* exógeno que produjo la sequía, compensado parcialmente por un avance del resto de sectores. En otros términos, se podría hablar de una demanda que crece en un contexto de complicaciones por el lado de la oferta. Ahora bien, ¿por qué pasa esto?

Gráfico I – Estimador Mensual de Actividad Económica, EMAE, desestacionalizado. Contribución al crecimiento por sector. Fuente: elaboración propia en base a INDEC.



Considerando las distintas herramientas de política, era difícil intuir este sendero: la política fiscal, la política monetaria y la política comercial no están teniendo un carácter expansivo, al menos *a priori*. Asimismo, el poder adquisitivo no habría mejorado sustancialmente en los primeros meses del año, al igual que el empleo, principalmente en el caso de los puestos registrados. Más aún, los desequilibrios, tensiones y aceleraciones nominales, en un marco de incertidumbre electoral, habría desalentado algunas variables de demanda, como inversión o consumo privado a plazo.

En relación con la política fiscal, sobresale que el gasto público cayó 5,9% i.a. en el primer semestre de 2023, porcentaje que se convierte en 7,0% al ceñirnos a enero-mayo (ver sección **Fiscal**). Así, no puede entenderse al sector público nacional como un motor de la demanda. En la misma línea, la tasa de interés estuvo por encima de la inflación esperada (tomando como base el Relevamiento de Expectativas de Mercado, REM, que realiza el Banco Central) al comienzo de cada mes, por lo que tampoco estaría impulsando la actividad.

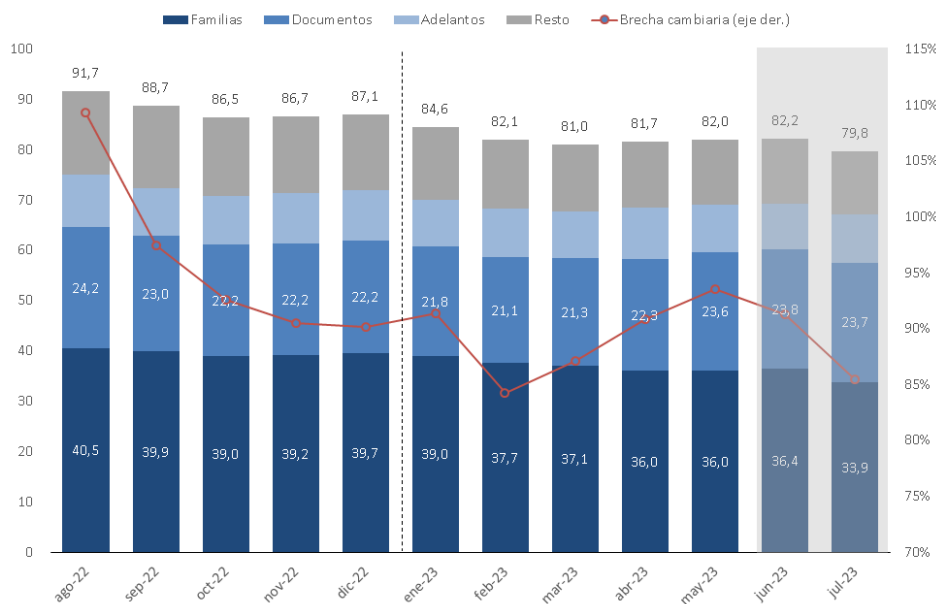
En este sentido, sobresale que los préstamos al sector privado se redujeron 5,6% en términos reales entre enero y mayo (-5,8% con datos a julio), producto del retroceso del financiamiento para consumo (-9,1% real,

explicando 4,2 p.p. de la contracción total), atenuado en parte por una mejora de los créditos a las firmas (+2,2% real, explicando 0,8 p.p. del agregado). El rojo de 2,5 p.p restante se repartió entre los préstamos hipotecarios y prendarios (-18,0% real entre enero y mayo).

Analizando el crédito a las firmas, sobresale que el crecimiento estuvo liderado por los documentos (+6,2% deflactado), en tanto los adelantos de cuenta corriente retrocedieron 6,5% en términos reales en los primeros cinco meses de 2023. Esta dinámica permite pensar que la variable relevante para determinar el carácter de la política monetaria puede no haber sido la suba de precios esperada al comienzo del mes, sino la tasa de depreciación. Más aún, no solo la tasa de depreciación esperada del tipo de cambio oficial y de corto plazo -en línea con la suba de precios esperada, al menos según el REM-, sino del tipo de cambio financiero y de mediano plazo. Asimismo, en un contexto de administración del comercio, su evolución esperada también puede ayudar a motorizar o frenar al crédito privado, en la búsqueda por cobertura con bienes.

En este contexto de escasez de reservas, entendemos que parte de este dinamismo puede haber respondido a las expectativas de devaluación. Concretamente, si tomamos como referencia abril, es decir, antes del último episodio de *stress* cambiario, los documentos crecían “solo” 0,5% en términos reales, saltando al +6,2% mencionado en mayo (y trepando a 7,2% con los últimos datos de julio). Esto podría explicar parte del crecimiento de la actividad, en especial cuando analizamos la producción de bienes: una suba esperada de su precio relativo, que alienta el adelantamiento de producción como cobertura.

Gráfico II – Préstamos al sector privado y brecha cambiaria, en términos reales. Base: ene-22=100. Fuente: INDEC, BCRA y Bloomberg.



Ahora bien, al mirar las importaciones de Aduana no se corresponden con una dinámica creciente. Por el contrario, luego de un salto de 16,1% entre diciembre de 2022 y marzo de 2023 -serie desestacionalizada de INDEC-, las compras de bienes moderaron su dinámica (+14,1% entre diciembre y abril, +12,3% entre diciembre y junio, último dato disponible). De esta forma, si bien se observa un crecimiento en relación con el cierre del año pasado, relevante y por encima del nivel de actividad en general (+1,7%) y de la producción manufacturera en particular (+2,1%), el mismo se viene atenuando.

Vale destacar que las importaciones de un mes puntual no suelen coincidir con la dinámica de la actividad en ese período: normalmente, las empresas manejan cierto *stock*, de modo que las compras externas correlacionan mejor con la actividad de algunos meses más adelante. En consecuencia, es probable que estas

variables nos arrojen más información sobre lo que habría pasado en junio o estaría pasando en julio que sobre la dinámica inmediata de abril o mayo.

En otro orden, y no menor, 11,9 p.p. de la caída interanual de 17,2% de las compras externas en junio se explica por el retroceso de combustibles y lubricantes (-50,0% i.a.), golpeado no solo por su caída de precios (-19,8% i.a.), sino también de las cantidades (-24,2% i.a.), explicada en parte por el adelantamiento de estas compras que había provocado el año pasado el conflicto bélico en Europa del Este. Por lo tanto, este retroceso podría estar sobreestimado.

En síntesis, la economía cayó entre diciembre y mayo producto de la sequía: excluyendo al sector agropecuario del cálculo, afectado por un *shock* tan relevante como esporádico, se verifica un avance de 1,7% en los primeros cinco meses del año. *A priori*, la política fiscal, monetaria, cambiaria y comercial no estarían siendo expansivas, máxime en un contexto donde el poder adquisitivo y la masa salarial real no estarían impulsando la demanda en lo inmediato. Sin embargo, las expectativas de devaluación y las tensiones cambiarias, alimentadas en buena medida por la sequía, sí estarían reforzando el adelantamiento de producción de bienes, mecanismo de cobertura ante eventuales subas de su precio relativo; casualmente, lo que estaría permitiendo sostener al nivel de actividad. No obstante, dado que los motores del crecimiento serían transitorios -así como los de su caída, especialmente en relación con su magnitud-, éste también podría serlo.

Fiscal: excluyendo retenciones, el déficit primario se redujo en el primer semestre

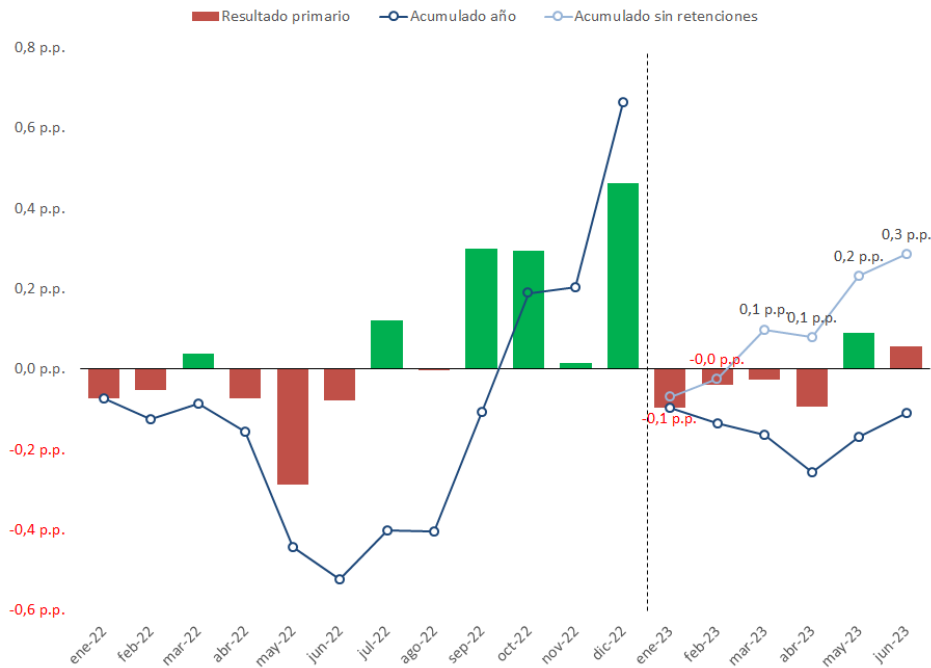
En junio, el déficit primario del Sector Público Nacional no Financiero rondó ARS 611.000 millones, equivalente a 0,4% del PIB. De esta forma, creció 81,0% i.a. en relación con igual mes del año pasado (ARS -337.000 millones), lo que implica un ahorro de 15,9% i.a. en términos reales. No obstante, en la primera mitad del año el desequilibrio acumuló ARS 1,9 billones, más que duplicando al rojo registrado entre enero y junio de 2022 (ARS -0,8 billones), pasando de 0,97% del PIB a 1,08% de este.

Este deterioro se debe íntegramente a la caída de los ingresos (-8,4% i.a.), ya que el gasto primario también se redujo en la primera mitad del año (-5,9% i.a.). Más aún, la magra dinámica de los recursos se explica en buena medida por una sola partida, derechos de exportación, afectada por un *shock* exógeno: la sequía. Sus ingresos se redujeron 1,6% i.a. en términos nominales, marcando una contracción de 52,7% i.a. en términos reales. De hecho, excluyendo a esta línea de los ingresos, esta variable habría caído “solo” 3,5% i.a. en términos reales en la primera mitad del año. Más aún, el rojo primario habría mejorado con relación al primer semestre de 2022, pasando de -1,7% del PIB a -1,3% de este.

Por lo tanto, si bien es cierto que se superó el techo nominal de déficit primario acordado con el Fondo a principios de año (ARS -1,1 billones), no es menos cierto que, aislando el efecto de la sequía, se verifica una consolidación importante de las cuentas públicas. En este sentido, sobresale la caída de 8,4% i.a. en términos reales de Prestaciones sociales y de 13,5% i.a. de Subsidios económicos, aportando 4,8 p.p. y 1,8 p.p. a la contracción agregada. Al revés, los gastos de capital saltaron 23,7% i.a. en términos reales, atenuando en 1,5 p.p. la variación total.

En este sentido, puede ser relevante corregir el efecto de la sequía sobre las cuentas públicas, para saber qué hubiera pasado sin ella. Manteniendo constantes las cantidades exportadas en el primer semestre del año pasado -un año relativamente normal de producción agropecuaria, con precios récord, es cierto, pero no así cosecha-, y corrigiendo los límites nominales de los objetivos actualizados a principios de este año por la aceleración inflacionaria, entendemos que, en la primera mitad del 2023, el resultado *ex post* habría estado cerca de ARS 200.000 millones (0,1% del PIB) del tope fijado *ex ante*.

Gráfico I – Resultado primario, diferencia como % del PIB entre el mismo mes de cada año y acumulado mes a mes. Fuente: INDEC y Hacienda.

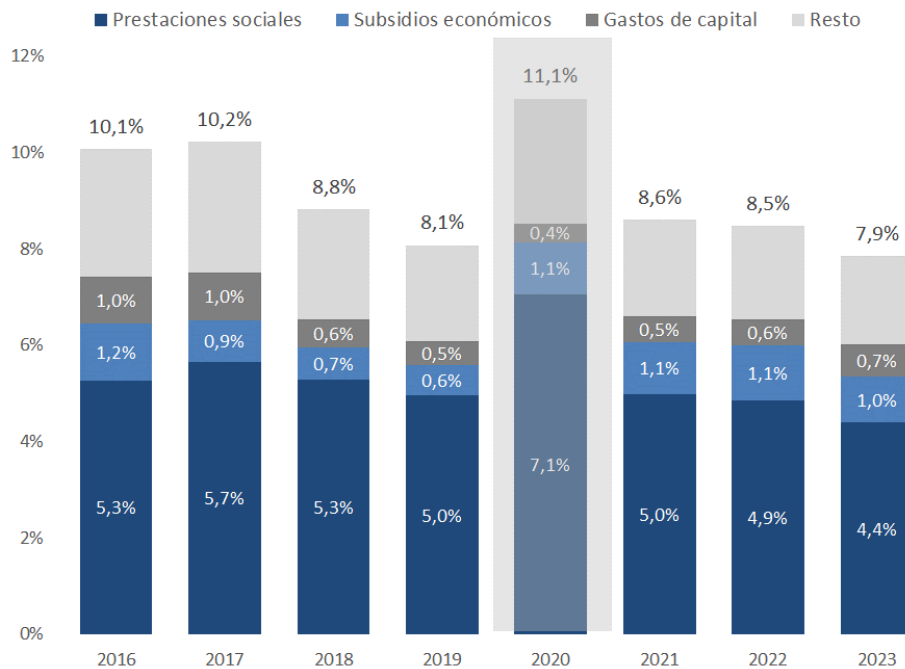


Vale destacar que este ejercicio tiene dos supuestos que consideramos realistas por detrás. Por un lado, la cosecha “normal” de 2022. Por el otro, una demanda externa que no se redujo respecto del año pasado, ya que, por ejemplo, está absorbiendo la producción récord de Brasil sin una baja relevante de los precios, más que compensando los problemas de la oferta argentina. Volviendo sobre el primer punto, resalta que, en 2022, el Estimador Mensual de Actividad Económica del sector agropecuario, muy golpeado en 2023 (ver sección **Actividad**) cayó 1,9% respecto de 2021, a la vez que se ubicó 1,3% por debajo del promedio de los diez años anteriores. En consecuencia, no pareciera ser un cálculo particularmente exigente.

Dicho esto, una salvedad: la Argentina acumula diez años seguidos de déficit fiscal primario en un contexto marcado por distintos episodios de *stress* nominal y cambiario. Por estos motivos, además de una moneda local que no logra consolidarse como reserva de valor, el financiamiento de mercado al sector público es acotado, tanto en pesos como en divisas. Por este motivo, si bien es cierto que la sequía tiene un efecto transitorio sobre el sector agropecuario, no es menos cierto que, en un contexto de *stock* y credibilidad “complicados”, la misma está demandando más esfuerzos que en otros escenarios -otros escenarios que mostraran mayor estabilidad consolidada-. En consecuencia, por más realista que sea, el ejercicio teórico se reduce a eso: un cálculo teórico sin efecto empírico.

Este preludeo nos sirve para mostrar que, producto de la sequía, los objetivos acordados con el FMI, y los desequilibrios del mercado monetario y cambiario preexistentes, el gasto primario se ubicó en los menores niveles de los últimos años. Concretamente, éste representó 7,9% del PIB, ubicándose incluso por debajo de 2019 (8,9%), año en que se apuntaba al equilibrio fiscal primario. Asimismo, no solo es relevante el monto agregado, sino también su composición: en este sentido, sobresale que Prestaciones sociales representó 4,4 p.p. del PIB, 0,5 p.p. menos que el año pasado y 0,6 p.p. por debajo del 2019. En contraposición, Subsidios económicos y Gastos de capital se mantuvieron relativamente estables (-0,1 p.p. y +0,1 p.p.), en el caso de esta última por la construcción del gasoducto Presidente Néstor Kirchner.

Gráfico II – Composición del gasto primario acumulado al primer semestre, como % PIB. En gris 2020 por pandemia y su efecto sobre el gasto. Fuente: INDEC y Hacienda.



Por el lado de los subsidios económicos, se verifican dos dinámicas contrapuestas en la primera mitad del año. Entre enero y abril, éstos cayeron 31,2% i.a. en términos reales, impulsados por la actualización de las tarifas de luz, gas y agua y la caída internacional del precio de los combustibles (por caso, el precio spot del Gas Natural Licuado se redujo 45,8% i.a. en el primer cuatrimestre del 2023). En cambio, entre mayo y junio éstos crecieron 14,5% i.a., en un marco donde se profundizó la caída interanual de los combustibles (-68,1% i.a. en el caso del GNL), producto de la mayor base de comparación que dejó el período de mayores tensiones en Europa del Este. Con nuevas actualizaciones de tarifas de servicios públicos -mayo y julio-, entendemos que esta dinámica obedece a algunos adelantos a CAMMESA que relajarían la dinámica del segundo semestre.

A modo de conclusión, podemos afirmar que el deterioro de las cuentas públicas más que se explicó por la sequía: sin ésta, el desequilibrio primario habría mejorado de manera sensible en la primera mitad de 2023. No obstante, dado que nuestro país arrastra algunos años de inestabilidad y ciertas complicaciones en la oferta de financiamiento al sector público -la asistencia del Banco Central está limitada por el acuerdo con el FMI y las propias tensiones del mercado cambiario; el crédito en pesos disponible en el mercado es acotado-, casi todo el efecto del *shock* transitorio se está trasladando al gasto primario que está teniendo que sobrereaccionar a las complicaciones de los ingresos. Con un objetivo fiscal “exógeno” -pautado con el Fondo- y financiamiento acotado, caída de los recursos solo pueden compensarse con una reducción de los gastos.

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	%	may-23	-0,1%	-5,5%	INDEC	23-ago-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	jun-23	6,8%	17,6%	Hacienda	22-ago-23
Gasto primario	% PIB	jun-23	7,9%	19,8%	Hacienda	22-ago-23
Resultado primario	% PIB	jun-23	-1,1%	-2,5%	Hacienda	22-ago-23
Resultado financiero	% PIB	jun-23	-1,8%	-4,1%	Hacienda	22-ago-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	jun-23	5.450	77.431	INDEC	22-ago-23
Importaciones (INDEC)	USD M	jun-23	7.177	77.977	INDEC	22-ago-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	jun-23	-1.727	-546	INDEC	22-ago-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	20-jul-23	268,78		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	20-jul-23	1,39		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	20-jul-23	493,86		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	20-jul-23	2,55		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	20-jul-23	25.439		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	17-jul-23	10.285		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	17-jul-23	18.110		BCRA	Diaria
BIS	USD M	17-jul-23	3.141		BCRA	Diaria
Resto	USD M	17-jul-23	-6.097		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	19-jul-23	8,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	19-jul-23	7,6%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	20-jul-23	4,8	-10,5%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	20-jul-23	7,2	6,6%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	20-jul-23	559,7	-4,0%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	20-jul-23	338,4	-5,8%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	20-jul-23	549,8	-18,7%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	20-jul-23	75,6	-26,2%	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.