

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Ventas del Banco Central y suba del tipo de cambio oficial**
- **Internacional: inflación de Estados Unidos y precios de *commodities***
- **Salarios, industria y construcción: ¿cuánto puede separarse la oferta de la demanda?**

Editorial: Ventas del Banco Central y suba del tipo de cambio oficial

El Banco Central vendió USD 225 millones esta semana, revirtiendo su posición compradora de las últimas dos semanas (USD +1.270 millones entre ambas), es decir, desde que se había puesto en marcha el tipo de cambio diferencial temporal para los exportadores de maíz y cebada.

Este retroceso se explica por la menor liquidación del Programa (pasó de USD 885 millones en su primera semana y USD 730 millones en la segunda a USD 510 millones en la tercera, acumulando USD 2.100 millones en total), a la vez que las ventas a la economía no agropecuaria crecieron en los últimos días: éstas treparon de USD 100 millones promedio diario en las últimas dos semanas a más de USD 140 millones en la última semana.

En otro orden, sobresale que el tipo de cambio oficial avanzó 2,9% en la última semana, 0,8 p.p. por encima de lo que había subido la semana anterior (+2,1%) y 1,3 p.p. de la última semana de julio (+1,6%). En términos de tasas mensuales efectivas (TEM), esto implicó pasar de una TEM de 6,9% al cierre del mes pasado a otra de 9,2% en la primera semana de agosto y de 12,8% en la segunda. En contraposición, los contratos a futuro no se modificaron sustancialmente en este período: por caso, para los contratos a tres meses, cerraron en +13,4% mensual el 28 de julio, +15,3% el 7 de agosto y +15,1% en la última rueda.

Por último, en lo que al mercado de cambios respecta, la autoridad monetaria vendió casi CNH 680 millones esta semana, equivalente a USD 95 millones, a la vez que también redujo su posición en otras monedas en USD 130 millones. Así, las operaciones con la divisa china acumulan USD 5.570 millones en lo que va del año, producto de la venta de USD 2.800 millones al mercado y pagos al FMI por USD 2.800 millones (uno del 30/06 por USD 1.100 millones y otro del 28/07 por USD 1.700 millones).

Esta semana tuvo lugar la primera licitación de títulos públicos de agosto, donde el Tesoro Nacional obtuvo más de ARS 821.000 millones (0,45% del PIB), más que refinanciando sus vencimientos de ARS 725.000 millones. Como resultado, la tasa de *roll over* fue de 113%. En este punto, vale destacar que las ofertas llegaron a ARS 1.200.000 millones, de modo que se dejaron afuera poco más de 3 de cada 10 pesos ofrecidos. Asimismo, el plazo promedio de colocación fue de 9,7 meses, concentrado casi íntegramente en títulos ajustables por CER (94%), a la vez que el resto correspondió a la Letra a Descuento con vencimiento el 31 de octubre.

La próxima subasta tendrá lugar el viernes 18 de agosto, pero sus vencimientos serán muy bajos. En la misma línea, tampoco habrá compromisos relevantes de deuda en moneda extranjera en lo que queda del mes.

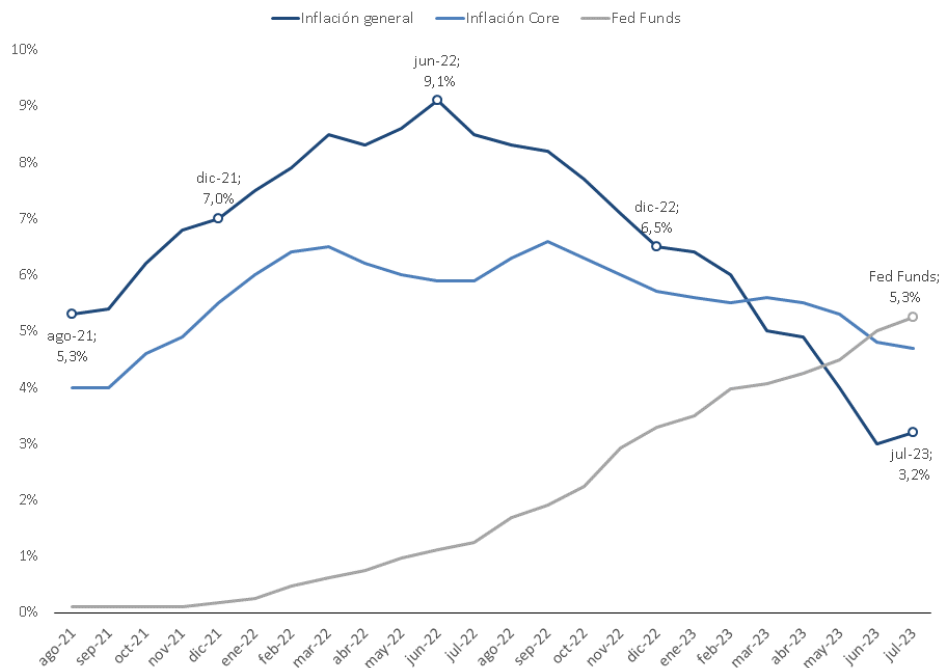
Internacional: inflación de Estados Unidos y precios de *commodities*

En julio, la inflación mensual de Estados Unidos fue de 0,2%, manteniéndose inalterada con relación a junio. De esta forma, la suba de precios totalizó 3,2% en los últimos doce meses, acelerándose 0,2 p.p. respecto del 3,0% acumulado julio 2022-junio 2023. No obstante, más allá de esta aceleración, que se descontaba dado lo virtualmente imposible de repetir el número de julio del año pasado (+0,0% i.a.), el dato fue leído con optimismo por el mercado.

En primer lugar, porque la inflación núcleo también avanzó 0,2% en julio, permaneciendo en los mismos niveles de junio. En este caso, la comparación es todavía más alentadora: se verifica una mejora relevante con relación al arranque del año (enero-mayo), cuando este índice había promediado 0,4% mensual. Esta conclusión se refuerza al mirar el acumulado en los últimos doce meses: +4,7% efectivo vs. 2,4% del dato mensual anualizado. Dado que este índice no tiene estacionalidad, y que sus componentes son más resilientes, máxime en una economía de baja inflación como la norteamericana, esta señal es particularmente relevante.

Asimismo, al analizar al índice de manera desagregada, resalta que 0,14 p.p. del 0,20 p.p. total lo explicó *shelter*, capítulo compuesto principalmente por alquileres -donde no solo se contabilizan las transferencias de inquilinos a propietarios, como sucede en nuestro país, sino que también se imputa lo que se pagaría por las viviendas habitadas por sus propios dueños; de modo que este capítulo termina siendo tan extendido como relevante-. El aporte al Nivel General obedece más a la ponderación del capítulo que a una aceleración o suba importante de este: éste había promediado 0,5 p.p. mensual en 2022 y 0,3 p.p. en el primer semestre de 2023, evidenciando así la baja de julio. Históricamente, este rubro suele ser estable entre los diferentes meses, ya que está regido por contratos pre-pautados y de largo plazo. En consecuencia, su desaceleración es una buena noticia para la nominalidad de esta economía.

Gráfico I – IPC nivel general y núcleo acumulado doce meses. Tasa de interés de referencia. Fuente: Bloomberg.



Por último, en lo que a este IPC respecta, el optimismo se mantiene al analizar capítulos de mayor volatilidad y estacionalidad como Alimentos y Gasolina y Vehículos. Por caso, el primero pasó de una contribución al agregado de 0,1 p.p. en promedio 2022 a 0,05 p.p. en julio de 2023. Por este motivo, la baja pareciera extenderse entre rubros estacionales y núcleo, al igual que entre bienes y servicios. Aunque dos meses es pronto para pensar o trazar dinámicas de mediano plazo, junio y julio marcan un buen punto de partida.

Por su parte, en su Comité de Mercado Abierto de la tercera semana de julio (FOMC, por sus siglas en inglés) la Reserva Federal había incrementado sus tasas de referencia en 0,25 p.p., dejándola en un entorno de 5,25%-5,50%. Los buenos datos de desempleo, confirmados en las últimas publicaciones -por caso, en junio se ubicó en 3,5% de la Población Económicamente Activa, un mínimo en más de 50 años- permitían que la autoridad monetaria priorizara su mandato de estabilidad de precios por sobre el de impulsar la demanda. La dinámica descrita en julio permite pensar que la política monetaria podría relajarse en el corto plazo. Sin embargo, la mayoría de los analistas no espera un recorte considerable en las tasas de interés en los tres FOMC que quedan en 2023 (20 de septiembre, el 01 de noviembre y el 13 de diciembre). Considerando que en once de los últimos doce comités las autoridades endurecieron su política monetaria -al menos en términos nominales-, la estabilidad esperada representa un cambio de dirección.

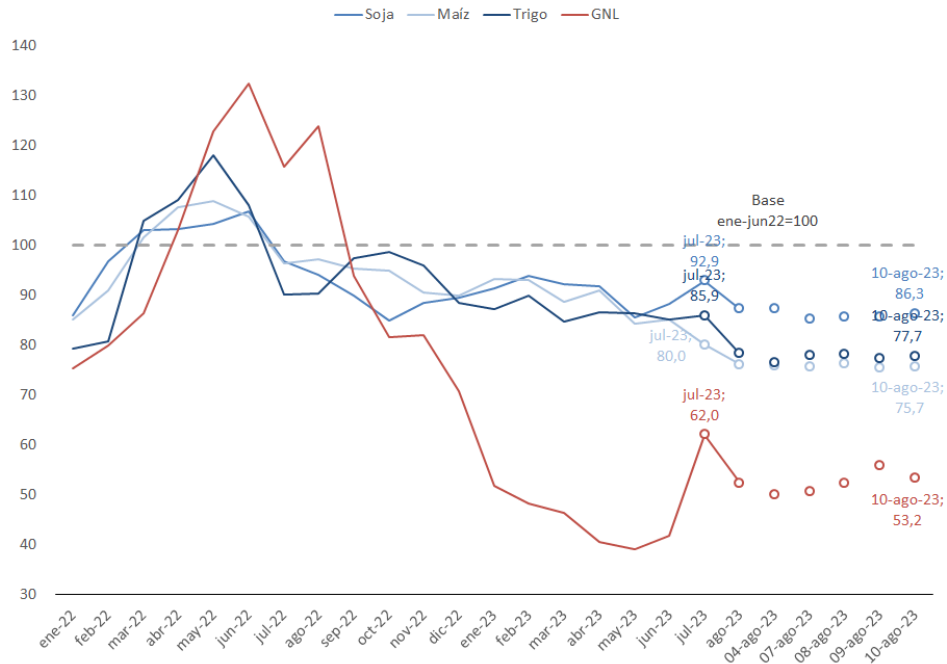
Estas conclusiones se derivan de que las proyecciones de inflación para este año se ubican poco más de 2 p.p. por encima del objetivo de la Reserva Federal: 4,1% vs. 2,0%, lo que desalienta el recorte de tasas. Si bien este escenario representa una mejora con relación al 7,0% de 2021 y al 6,5% de 2022, permanece por encima de los objetivos de mediano plazo de la principal autoridad monetaria del mundo. En consecuencia, conforme a su mandato doble y a una actividad que muestra distintas señales de robustez, la Fed debería seguir manteniendo sus tipos de referencia por encima de la suba de precios esperada, en pos de restarle presiones a la nominalidad por el lado de la demanda y así alinear sus objetivos *ex ante* con sus resultados *ex post*.

La política monetaria de Estados Unidos es relevante para nuestro país por diversas vías, comerciales y financieras. Con relación a la primera, un mayor rendimiento de los activos libres de riesgo, bonos del Tesoro norteamericano, suele ser un sustituto de otras opciones de resguardo de valor, como *commodities* -entre ellos, agropecuarios y energéticos- y otras monedas, típicamente de países emergentes. Por la segunda arista, una política de “dólar más caro” retacea el financiamiento al resto del mundo, tanto público como privado, desarrollado y emergente. Si bien cada mercado/activo tiene sus determinantes propios, con mayor o menor incidencia según el caso, las decisiones de la Fed orientan el estado de situación general.

Para el caso argentino, la soja, el maíz y el trigo son particularmente importantes, en tanto explican más de la mitad de nuestras exportaciones, sumando sus aportes en bruto y los derivados. En este sentido, resalta que la primera cayó 6,6% en lo que va de agosto comparado con la última semana de julio: las buenas lluvias de las últimas semanas en Estados Unidos explican este retroceso. Al respecto, el viernes 10 de agosto, luego del cierre de este informe, el Departamento de Agricultura de este país publicará sus estimaciones de producción y productividad para 2023. Si bien se descuentan retrocesos respecto del último informe, y también de la campaña del año pasado, una baja mayor que la esperada podría ayudar a recuperar parte del terreno cedido.

Por su parte, el escenario no es más alentador por el lado de los cereales: el maíz se redujo 8,4% en la primera mitad de agosto y el trigo 10,6%. En vistas de salida de la cosecha fina en la última parte de cada año, y en medio de un régimen de tipo de cambio diferencial para las exportaciones de maíz (ver **Semana Económica 786**), estos datos suman tensiones a un escenario ya adverso por la sequía.

Gráfico II – Precios commodities de exportación, promedio mensual y últimos cinco días hábiles. Base ene-jun=2022=100. Fuente: Bloomberg.



Como se observa en el gráfico anterior, el *boom* de precios del año pasado pareciera haber quedado definitivamente atrás: el impulso a los términos de intercambio que había sido el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Aunque esto también vale para los precios de importación (Gas Natural Licuado), al dimensionar por incidencia en la balanza comercial -y ni que hablar si sumamos la sequía- el efecto adverso predomina por sobre el ahorro que provoca la caída del GNL.

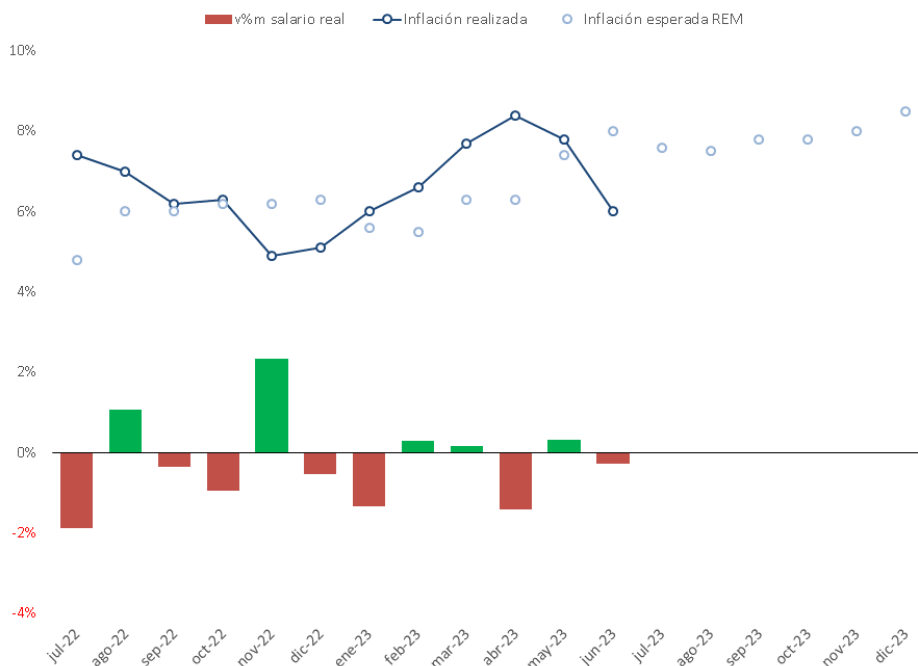
Salarios, industria y construcción: ¿cuánto puede separarse la oferta de la demanda?

En junio, los salarios crecieron 6,1% mensual según el índice que elabora INDEC. De esta forma, se mantuvieron estables en términos reales, ya que la inflación del mes fue de 6,0%. Al desagregar el dato, sobresale que el avance estuvo liderado por los trabajadores no registrados (+7,5% nominal, equivalente a +1,4% real), en tanto los empleados públicos se movieron en línea con el nivel de precios (+6,0%, sosteniendo el poder adquisitivo respecto de mayo).

En este contexto de elevada nominalidad, la evolución del poder de compra de los ingresos depende en buena medida de la relación entre la inflación esperada y la inflación realizada (es decir, de cuánto se “despegó” el dato efectivo del número que había servido de guía para las actualizaciones al principio del mes). Concretamente, en junio la suba de precios quedó por debajo de las expectativas: al 01/06, el último dato de inflación era el 8,4% mensual de abril, a la vez que el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central cerrado el 31/05 había arrojado una mediana de 8,0% para junio. En consecuencia, aun cuando haya cierto margen o impulso para negociar una mejora del salario real, es probable que la volatilidad de la inflación, y principalmente la capacidad de anticipar esta discrepancia, sea determinante para el resultado.

En este sentido, podemos pensar que una inflación esperada mayor que la realizada (2 p.p. por debajo de la mediana del REM al comenzar el mes) ayudó a la moderada recuperación del poder adquisitivo verificada en junio pasado.

Gráfico I – Salarios privados e inflación esperada (REM) y realizada. Fuente: INDEC y BCRA.



En el acumulado anual, sobresale que el poder adquisitivo de los trabajadores privados registrados cayó 1,9% en términos reales durante el primer semestre de 2023 (vs. el último trimestre de 2022, porcentaje que se reduce a 1,2% al comparar en el promedio enero-junio contra el cierre del año pasado), mientras que los informales se redujeron 8,8% y 5,1%, respectivamente. Por el contrario, los empleados públicos crecieron 2,4% y 1,9% en ambas cuentas, impulsados por un “muy buen marzo” donde saltaron 8,0% en términos reales (+16,3% nominal).

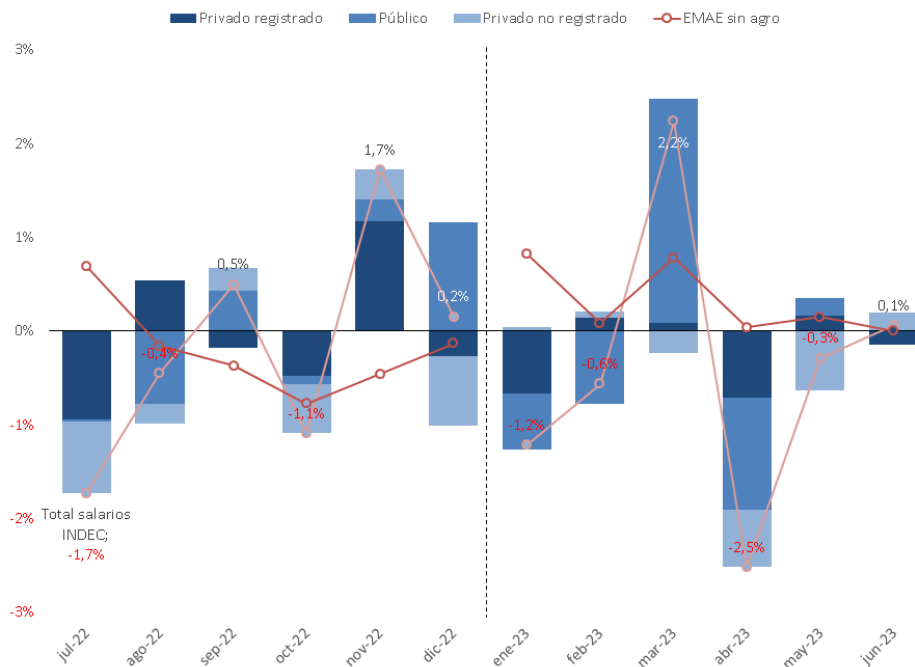
Tal como dijimos más arriba, esta secuencia era esperable para una inflación que, no solo fue elevada en sí misma, sino que además quedó por encima de lo esperado, producto en buena parte del *shock* exógeno de oferta que provocó la sequía, encareciendo los alimentos por razones ajenas a la dinámica económica en sí. Por caso, al cierre del año pasado, la mediana del REM mostraba una inflación de 40,7% para el primer semestre de 2023, equivalente a 5,9% de promedio mensual y esperando que se consolidara la baja de la inflación del cierre del año pasado, a la vez que ésta terminó acumulando 50,7% y promediando 7,1%.

Ahora bien, a pesar de este desempeño salarial, la demanda no se habría resentido de manera significativa en el primer semestre. Aunque es cierto que el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) que también elabora INDEC cayó 0,6% en el primer semestre de 2023, este número se transforma en un avance de 1,8% al excluir al sector agropecuario, muy afectado por la sequía (-35,8%).

Siguiendo la línea del **Semana Económica 787**, entendemos que parte de esta recuperación se explicó por producción de bienes que sirve como cobertura ante un eventual escenario de cambio de precios relativos (para verificar esta hipótesis necesitamos de la variación de existencias de las Cuentas Nacional de INDEC, dato que no tendremos hasta septiembre), por lo que la disociación entre uno de los principales factores explicativos de la demanda y la oferta tiene sentido.

Más aún cuando pensamos que la política fiscal y la política monetaria comparada con la inflación tanto esperada como realizada -no pasa lo mismo cuando se compara con las expectativas de devaluación, algo que también analizamos en el **Semana Económica 787**- no tienen un carácter expansivo: excluyendo al sector agropecuario, golpeado por factores tan exógenos como relevantes, la oferta creció más rápido que la demanda en el primer semestre.

Gráfico II – Contribución al crecimiento mensual salario real y EMAE sin agro. Fuente: elaboración propia en base a INDEC.



En la última semana se publicaron dos informes de INDEC vinculados a la actividad: el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI) y el Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC). En ambos casos, se verificó una caída mensual sin estacionalidad (-1,3% y -1,5%, respectivamente). No obstante, aun con estos retrocesos, ambos índices se mantienen por encima del cierre de 2022 (+0,5% y 5,0%, respectivamente), producto de un buen primer cuatrimestre.

En relación con el IPI, sobresale el rojo interanual de Otros equipos, aparatos e instrumentos (-20,3% i.a.), rubro en donde se encuentran los productos informáticos, de televisión y comunicaciones, con un retroceso del 32,5% i.a. Considerando el alto componente importado de este segmento, asociamos su baja a dos factores, no excluyentes entre sí. Por un lado, a un endurecimiento de la administración del comercio más explicado por la situación de las reservas que a la política industrial o de sustitución de importaciones. Por el otro, a que parte del adelanto de la producción podría estar empezando a compensarse. A modo de ejemplo, mientras que el IPI promedió un crecimiento de 2,2% i.a. entre enero y mayo, este subcapítulo saltó 7,8% i.a., diferencia que podría estar normalizándose en las últimas semanas -en parte por decisiones a nivel firma y en parte por la política comercial-.

Por su parte, entendemos que parte del crecimiento del ISAC se explica por la obra pública (en términos reales, los gastos de capital avanzaron 23,7% i.a. en términos reales en la primera mitad del año), a la vez que otra parte puede explicarse por un sector privado que demanda bienes dolarizados -departamentos- en contextos de alta volatilidad cambiaria y tensiones del sector externo.

A modo de síntesis, podemos decir que la oferta agregada se movió por encima de los factores explicativos de la demanda en la primera mitad del año, resultando en un mayor crecimiento de la producción respecto de los salarios. No obstante, los primeros números de junio indican que esta diferencia se habría moderado hacia el cierre del segundo trimestre, en tanto parte del *stockeo* de principios de año estaría compensándose con una desaceleración de la producción. La demanda y la oferta se mueven como los filos de una tijera: se pueden separar en lo inmediato, pero, indefectiblemente, se juntan en el mediano plazo.

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	%	may-23	-0,1%	-5,5%	INDEC	23-ago-23
Salarios						
Salarios nominales INDEC	%	jun-23	6,1%	108,7%	INDEC	29-sep-23
Salarios reales INDEC	%	jun-23	0,1%	-2,6%	INDEC	29-sep-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	jun-23	-921	15.447	BCRA	25-ago-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	jun-23	-791	-17.260	BCRA	25-ago-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	jun-23	-2.919	-11.805	BCRA	25-ago-23
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	10-ago-23	286,19		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	10-ago-23	1,40		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	10-ago-23	542,71		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	10-ago-23	2,65		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	10-ago-23	23.827		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	07-ago-23	10.122		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	07-ago-23	18.073		BCRA	Diaria
BIS	USD M	07-ago-23	4.163		BCRA	Diaria
Resto	USD M	07-ago-23	-8.531		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	09-ago-23	8,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	09-ago-23	7,6%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	10-ago-23	4,9	-5,2%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	10-ago-23	7,2	6,1%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	10-ago-23	515,3	-7,2%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	10-ago-23	296,9	-13,4%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	10-ago-23	519,4	-21,7%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	10-ago-23	82,8	-10,4%	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.