

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Movimiento del tipo de cambio oficial, compras del Banco Central y suba de tasas**
- **Precios: la inflación fue de 6,3% en julio**
- **Tipo de cambio: panorama y desafíos del nuevo escenario**

Editorial: Movimiento del tipo de cambio oficial, compras del Banco Central y suba de tasas

El tipo de cambio oficial mostró un incremento de poco más de 20% el día lunes: luego de haber cerrado en torno de 290 ARS/USD el pasado viernes 11 de agosto, el 14 abrió en 350 ARS/USD, valor en el que permaneció hasta este viernes. En este marco, la autoridad monetaria compró casi USD 660 millones esta semana, llevando a USD 790 millones las compras de agosto. El saldo positivo se explicó principalmente por la oferta de la economía no agropecuaria (USD +95 millones promedio diario, contra una media de USD -150 millones en la semana anterior), ya que las ventas del sector agropecuario estuvieron en un mínimo desde fines de febrero pasado (USD +36 millones vs. USD +100 millones la semana anterior que cerró con saldo virtualmente neutro). Las autoridades del Ministerio de Economía aseguraron que este nivel de tipo de cambio sería sostenido hasta fines de octubre, lo cual corrigió a la baja las expectativas de devaluación implícitas en el mercado de futuros.

La actualización cambiaria de principios de semana le restó atractivo a la tercera edición del Programa de Incremento Exportador, que beneficiaba al maíz, la cebada y otros productos de exportación de economías regionales. Su tipo de cambio diferencial temporal de 340 ARS/USD quedó por debajo del A3500, volviéndolo irrelevante.

En materia de cartera del Banco Central, sobresale que la venta de yuanes sumó CNH 485 millones, equivalentes a USD 66,5 millones a un tipo de cambio promedio de 7,28 CNH/USD. En contraposición, la compra bruta de otras monedas, mayormente dólares, alcanzó USD 720 millones, convirtiéndose en el saldo más alto desde mediados de julio (USD +900 millones la semana del 21/07) y el segundo mayor desde que publica esta información.

En lo que a las reservas internacionales refiere, las tenencias del BCRA crecieron poco más de USD 50 millones entre lunes y jueves -los datos del viernes se publican al cierre de este informe-, pasando de USD 23.670 millones a USD 23.720 millones. Considerando que la autoridad monetaria compró USD 650 millones (el último día hábil este número fue de USD 10 millones), y que no hubo pagos relevantes de deuda pública en estos días, otros factores explican la diferencia. La pérdida por la depreciación del Yuan (no por las operaciones comerciales en esta moneda, sino por su cambio de cotización: +0,8%, pasando de 7,24 CNH/USD a 7,30 CNH/USD) habría sumado USD 50 millones, a la vez que la caída del precio internacional del oro (-1,1%) explicó otros USD 110 millones. Así, quedarían cerca de USD 440 millones pendientes de explicación, que podrían relacionarse con la intervención del BCRA en los mercados paralelos.

Antes de cerrar, vale destacar que la autoridad montaria elevó su tasa de interés de referencia (LELIQs a siete días) en la última semana, llevándola de 97% nominal anual a 118%, o, lo que es lo mismo, de 8,1% efectivo mensual a 9,8%. Igual suerte corrieron los plazos fijos, que pasaron de la zona de 7,7% de TEM a la de 9,8%, igual que la LELIQ.

Si bien el último dato de inflación publicado es el 6,3% de julio, las recientes novedades cambiarias tendrían impacto en la nominalidad de la economía, de modo tal que cabe esperar medidas compensatorias por parte de Economía en los próximos meses.

Precios: la inflación fue de 6,3% en julio

En julio, la inflación fue de 6,3%, acelerándose 0,3 p.p. con relación a junio, pero marcando una baja de 0,8 p.p. respecto de la media del primer semestre (+7,1%). Con este número, la suba de precios acumuló 60,2% entre enero y julio de 2023, promediando 7,0% mensual, y 113,4% en los últimos doce meses (+6,5% promedio mensual).

El índice estuvo impulsado por los Regulados, que treparon 6,7% en julio y quedaron por encima del Nivel General por tercera vez consecutiva, es decir, desde mayo. Por su parte, el IPC Core o Núcleo avanzó 6,5% el mes pasado, manteniéndose estable respecto de junio (+6,5%) y sumando 61,3% en los primeros siete meses del año (+7,1% promedio mensual), a la vez que el IPC Estacional creció 5,1% en julio, contenido por la moderación de Prendas de vestir y calzado (+3,0%).

Cuadro I – Inflación por capítulos e incidencia. Fuente: INDEC.

	Ponderación	Dato mensual		Incidencia (contribución al agregado)	
		Mensual	Interanual	Mensual	Interanual
Nivel general		6,3%	113,4%	6,3%	113,4%
Comunicación	2,8%	12,2%	119,3%	0,3%	3,4%
Recreación y cultura	7,3%	11,2%	111,9%	0,8%	8,1%
Salud	8,0%	9,0%	108,9%	0,7%	8,7%
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,5%	9,0%	120,6%	0,3%	4,2%
Restaurantes y hoteles	9,0%	7,5%	129,7%	0,7%	11,6%
Bienes y servicios varios	3,5%	6,3%	115,6%	0,2%	4,1%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	6,4%	6,2%	113,9%	0,4%	7,2%
Educación	2,3%	6,1%	110,8%	0,1%	2,5%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	26,9%	5,8%	116,3%	1,6%	31,3%
Transporte	11,0%	5,3%	100,1%	0,6%	11,0%
Vivienda, agua y electricidad	9,4%	4,0%	112,0%	0,4%	10,5%
Prendas de vestir y calzado	9,9%	3,0%	110,3%	0,3%	10,9%
Estacional	11,3%	5,1%	124,7%	0,6%	14,1%
Núcleo	67,9%	6,5%	111,5%	4,4%	75,7%
Regulados	20,8%	6,7%	112,6%	1,4%	23,4%
Bienes	66,1%	6,0%	113,1%	4,0%	74,8%
Servicios	34,0%	7,2%	114,1%	2,4%	38,8%

A nivel capítulos, Comunicación y Recreación y Cultura lideraron los movimientos, seguidos por Salud, Bebidas Alcohólicas y Tabaco y Restaurantes y Hoteles. Las actualizaciones de servicios de telefonía e internet y de los paquetes turísticos por las vacaciones de invierno motivaron esta configuración.

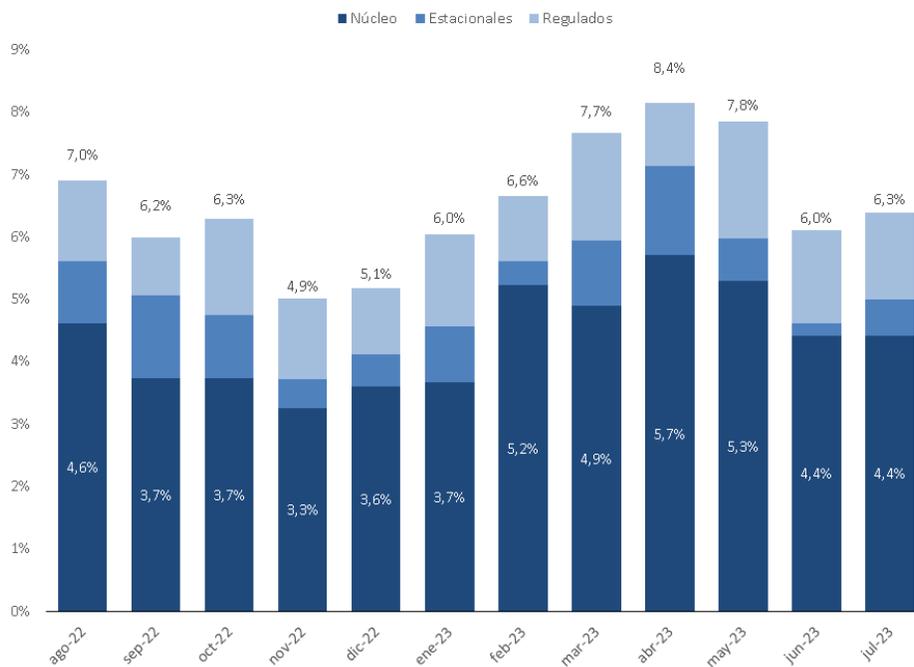
Por su parte, Alimentos y bebidas trepó 5,8% durante el mes pasado, quedando por debajo del Nivel General por tercera vez al hilo, es decir, desde mayo. Las subas de productos azucarados (+11,6%), Leche y otros productos lácteos (+7,8%) y Pan y cereales (+7,4%) estuvo compensada por la moderación de Carnes (+3,1%) y Verduras (+4,9%).

Pasado este punto, puede notarse que el decreto 377/23, de aumento y extensión del Impuesto PAIS a la compra de divisas para la importación de distintos bienes y servicios (+7,5% en el primer caso, +25% en el segundo) no tuvo un gran efecto en julio: el índice de precios se elabora considerando el promedio del mes, en tanto que el decreto se publicó el 24, impactando solo en la última semana de julio. Por este motivo, no es llamativo que los servicios crecieran por encima de los bienes en julio (+7,2% vs. +6,0%, respectivamente), estirando la configuración de los últimos tres meses.

No obstante, entendemos que esta secuencia se estaría invirtiendo en agosto, producto del traslado más relevante del decreto, entre otras cosas. Por caso, el movimiento del dólar oficial del lunes 14 de agosto (+21,8% pasando de la zona de 290 ARS/USD, a la de 350 ARS/USD), también estaría teniendo efecto, orientado en la misma dirección: aumento de los bienes por encima de los servicios.

Para dimensionar el nivel de tipo de cambio real, podemos decir que el dólar oficial cerró 2022 en torno de 335 ARS/USD de hoy, de modo que la ganancia de competitividad cambiaria es de 4,2% en lo que va del año. Asimismo, a precios de hoy, el dólar oficial se ubicaba alrededor de los 360 ARS/USD al término de 2021, por lo que se verifica un retroceso de 2,7% desde entonces. Por último, el promedio 2002-2022 es de 385 ARS/USD y el pico de junio de 2002 de 790 ARS/USD, por lo que no se puede hablar de un tipo de cambio “competitivo”, incluso aun cuando el traslado de esta corrección a precios terminara siendo bajo.

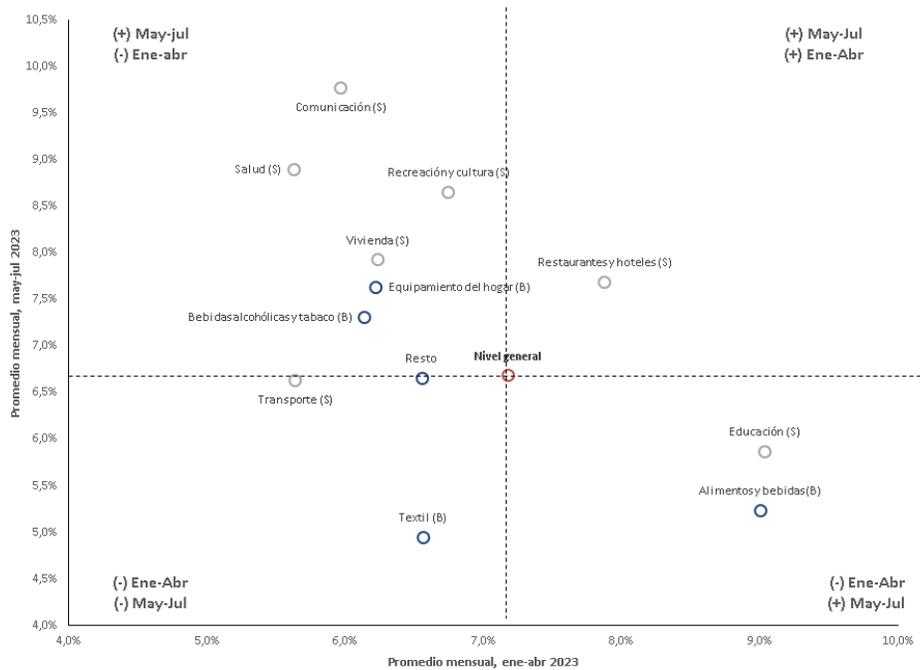
Gráfico 1 – Inflación general y contribución por canasta (etiqueta IPC Núcleo). Fuente: INDEC.



En 2023, la inflación atravesó dos momentos: un primer cuatrimestre donde la mayoría de los capítulos subían por debajo del Nivel General, y solo Alimentos y Bebidas, Educación y Restaurantes y Hoteles quedaron por encima. En cada caso, un factor particular impulsó al nivel de precios, que se termina revelando transitorio en los dos primeros casos, pero se mantiene en el tercero. En alimentos y bebidas, que avanzó 1,8 p.p. más que el nivel general en el promedio mensual (+9,0% vs. +7,2%), la dinámica estuvo motivada por la sequía y la escasez de oferta relativa que generó. Por su parte, Educación se explica por la fuerte suba de marzo, casi 30% en un solo mes, resultado de su alta estacionalidad. Por último, Restaurantes y Hoteles está atravesando un buen momento de demanda (+0,7%) que le está permitiendo recomponer precios relativos manteniendo su volumen de ventas.

Ahora bien, entre mayo y julio Alimentos y bebidas se moderó, ubicándose 5 p.p. por debajo del Nivel General (+21,4% y +16,5%), aunque sigue por encima en el acumulado del año (+64,5% y +60,2%), similar a lo que sucede con Educación. Por el contrario, desde el quinto mes del año, ocho de doce capítulos crecen por encima del Nivel General, reflejando la recomposición de precios relativos que venía teniendo lugar hasta agosto. Entre mayo y julio, entendemos que se moderó la escasez relativa de oferta de alimentos y bebidas que provocó la sequía, llevando a un esquema de precios relativos más similar al de 2022. No obstante, los recientes movimientos en el frente cambiario reconfigurarán la situación.

Gráfico II – Inflación por capítulos, promedio mensual enero-abril y mayo-julio. Fuente: INDEC.



Tipo de cambio: panorama y desafíos del nuevo escenario

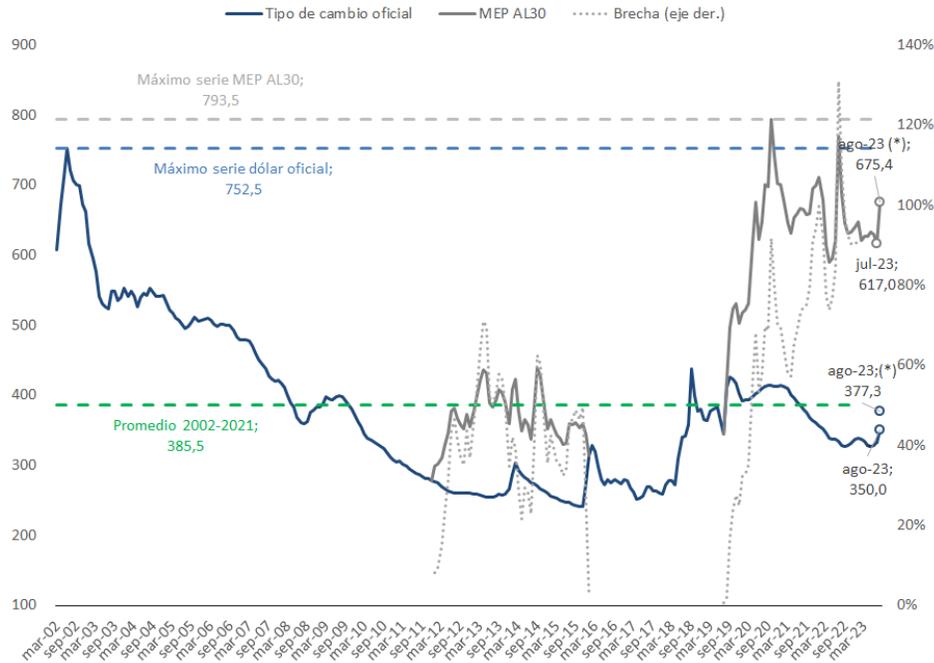
Esta semana, el Banco Central llevó al tipo de cambio a 350 ARS/USD, poco más de 20% por encima de donde había cerrado el viernes 11 de agosto (287 ARS/USD). Si a este número le sumamos el movimiento de las últimas tres semanas y la extensión del impuesto PAIS para la compra de divisas para la importación de bienes y servicios (+6,6%, +7,5% y +25%, respectivamente), se observa que el dólar oficial trepó casi 40% desde el pasado 21 de julio, escalando desde la zona de 270 ARS/USD hasta la de 375 ARS/USD y 437,5 ARS/USD.

Tal como mostramos en la sección **Precios**, los bienes aumentaron por debajo de los servicios en los últimos tres meses (+20,2% y +24,8 en el acumulado mayo-julio). Sin embargo, esta configuración se revertiría en el futuro inmediato: aunque el endurecimiento del impuesto PAIS fue mayor para los segundos que para los primeros, el grado de “transabilidad”, de capacidad de ser exportado o importado, es mayor en los bienes, por lo que su nominalidad se debería acelerar más que la de los servicios.

En este marco, distintas preguntas se instalan: ¿qué se logró con este movimiento? ¿qué queda pendiente? ¿cómo reaccionarán las distintas variables, nominales y reales?

Para empezar, corresponde notar que el tipo de cambio oficial no estaba particularmente atrasado al comienzo del mes, es decir, antes de moverse a 350 ARS/USD. Aunque se ubicaba por debajo del promedio histórico (385 ARS/USD), tal como mostramos en la sección **Precios** y en el siguiente gráfico, el mismo no habilitaba un “boom” importador -neto-, máxime con este esquema de precios internacionales que permite alcanzar más fácilmente un superávit comercial que en otros períodos (con estos términos de intercambio, es necesario “vender” menos para obtener la misma cantidad de dólares netos). A modo de ejemplo, la divisa promedió 260 ARS/USD entre 2012 y 2015 y 275 ARS/USD entre 2016 y 2017, de modo que este nivel no es “atípico” o incompatible con el normal funcionamiento de la economía.

Gráfico I – Tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos a precios de hoy. Base: ago-23=350. (*) Sumando impuesto PAIS para bienes. Fuente: BCRA y Bloomberg.



Dicho esto, vale notar que la sequía resta, de manera exógena, cerca de USD 20.000 millones de exportación. En consecuencia, más allá de qué arroje la comparación con otros momentos, la cuenta en dólares puede resultar más ajustada que en el pasado: las menores ventas reducen el espacio para importar. Así, si bien la devaluación no impulsará las exportaciones, golpeadas por un problema de oferta vinculado a factores ajenos a la política económica, sí podría contener a las importaciones y atenuar el rojo de cuenta corriente.

Por otro lado, la dinámica también se puede entender desde la cuenta capital: a fin de girar los USD 7.500 millones acordados a fines de julio y a materializarse durante agosto, el Fondo Monetario Internacional habría exigido mejorar la competitividad cambiaria, o al menos así afirmó el ministro en distintas apariciones públicas. La aprobación explícita del *staff* del Organismo de “las políticas que viene llevando la Argentina” en su página web, el mismo día del movimiento cambiario, refuerza esta línea.

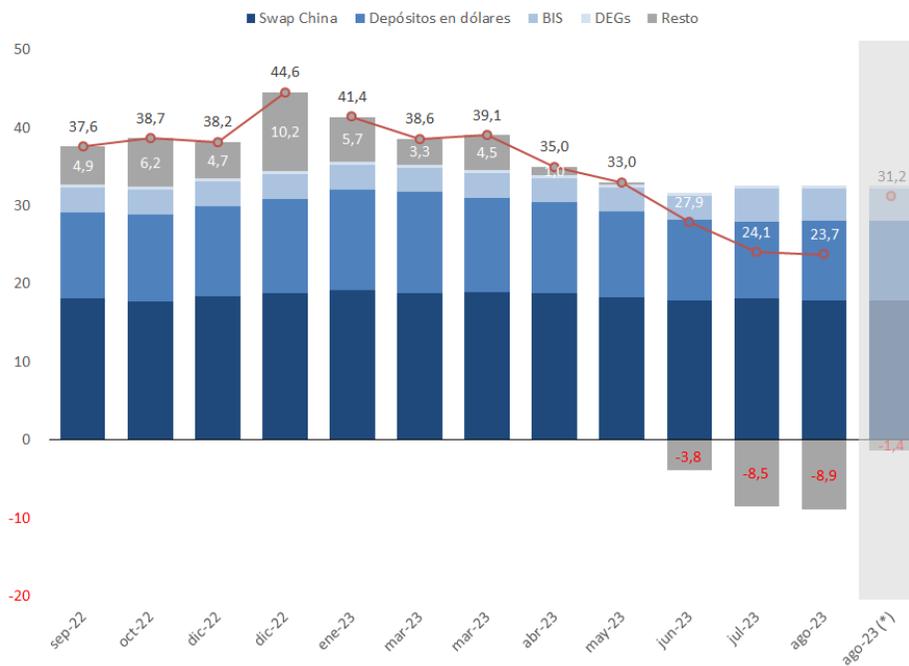
La motivación de este movimiento, entonces, habría sido más indirecta que directa: habilitar la entrada de divisas vía cuenta capital, es decir, destrabar el desembolso del Fondo, en lugar de equilibrar una cuenta corriente desalineada por la mala cosecha o por un exceso de importaciones. Así, la salida ante el *shock* transitorio de la sequía estaría recayendo tanto en la cuenta corriente -menores importaciones y posposición de pagos, además de mayor administración- y capital -desembolsos del Fondo-.

Pasado el por qué se hizo, corresponde analizar cómo impactará, para desde ahí analizar qué pasará. En primer lugar, vale destacar que la suba de precios se habría acelerado en los últimos días. Más aún, en este escenario de actualización nominal generalizada, se escucharon distintos reclamos de reapertura de paritarias, a la vez que desde las autoridades de Energía se dejó trascender que podrían actualizarse las tarifas, en pos de no superar el tope de déficit fiscal primario acordado con el FMI. En este marco, podríamos estar ante nuevos aumentos, esta vez de segunda ronda, que erosionarían la competitividad cambiaria ganada recientemente, y, no menor, reconfigurarían el esquema de precios relativos, ¿desalineándolo del objetivo inicial?

Conforme a cuánto de esta devaluación se traslade a los precios primero y cuánto de éstos al poder adquisitivo después, es decir, cuánto caigan los ingresos reales, estaremos frente a un contexto de mayores tensiones reales o nominales, es decir, sobre la demanda y las ventas o sobre los precios. Al momento, el escenario sigue abierto. En este punto, el interrogante es qué pasará con el tipo de cambio oficial una vez que se negocien los nuevos precios de la economía: se resignará la competitividad ganada o se intentará recuperarla.

Si bien la aceleración de la inflación esperada puede haber atenuado las expectativas de devaluación real, lo cierto es que las mismas permanecen latentes. En consecuencia, aun cuando se haya destrabado el desembolso del Fondo, y aun cuando la cuenta corriente esperada sea menos deficitaria que hace una semana, las expectativas de devaluación no se descomprimieron del todo. ¿Por qué?

Gráfico II – Reservas brutas desagregadas según pasivos. En USD miles de millones, datos a fin de mes. Fuente: BCRA. (*) Sumando los USD 7.500 millones pautados con el FMI.



En este análisis se tornan relevante las reservas internacionales del Banco Central. Se descuenten o no sus pasivos, los niveles están en valores históricamente bajos. Por lo tanto, mientras que este *stock* no se recomponga, la dinámica de los flujos -cuenta corriente y capital- no relajará las expectativas, al menos no de manera significativa y duradera.

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	%	l-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	%	jul-23	6,3%	113,4%	INDEC	14-sep-23
IPC Núcleo, nacional	%	jul-23	6,5%	111,6%	INDEC	14-sep-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	17-ago-23	349,98		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	17-ago-23	1,68		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	17-ago-23	675,44		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	17-ago-23	3,25		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	17-ago-23	23.723		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	14-ago-23	10.122		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	14-ago-23	17.913		BCRA	Diaria
BIS	USD M	14-ago-23	4.163		BCRA	Diaria
Resto	USD M	14-ago-23	-8.475		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	16-ago-23	9,8%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	16-ago-23	9,3%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	17-ago-23	5,0	-3,2%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	17-ago-23	7,3	7,1%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	17-ago-23	510,8	-7,8%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	17-ago-23	284,4	-14,6%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	17-ago-23	491,8	-22,5%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	17-ago-23	80,4	-10,7%	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.