

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: compras del Banco Central, giro del FMI y datos macro de junio y julio**
- **Actividad: primer semestre y perspectivas luego de agosto**
- **Fiscal: las prestaciones sociales crecieron en términos reales en julio**

Editorial: Compras del Banco Central, giro del FMI y datos macro de junio y julio

El Banco Central compró USD 225 millones esta semana, equivalentes a un promedio diario de USD 56,5 millones. El aporte de la economía no agropecuaria (USD +25 millones promedio diario vs. USD -40 millones de media para las primeras tres semanas de agosto y USD -125 millones para julio) se combinó con la liquidación de cereales y oleaginosas (promedio diario de USD +35 millones vs. USD +105 millones y USD +95 millones para los períodos antes mencionados), dando lugar al saldo comprador del Banco Central.

En este marco, las reservas brutas crecieron USD 5.270 millones esta semana, impulsadas por el desembolso del Fondo Monetario Internacional y su *stock* se acercó a USD 29.000 millones. De los USD 7.500 millones brutos que transfirió el organismo multilateral, alrededor de USD 1.800 millones se usaron para cancelar operaciones de corto plazo con la Corporación Andina de Fomento (poco más de USD 1.000 millones) y el Estado de Qatar, USD 770 millones.

Considerando que los ingresos netos por el desembolso del Fondo rondaron los USD 5.300 millones, y que la autoridad monetaria sumó USD 225 millones en el mercado oficial, restan explicar USD 255 millones de la variación de las reservas brutas. De éstos, alrededor de USD 10 millones corresponderían a la apreciación del yuan y USD 55 millones a la del oro. En consecuencia, restaría explicar cerca de USD 320 millones, entre los cuales estarían las intervenciones en el mercado paralelo.

En este sentido, el Ministro de Economía afirmó en su conferencia de prensa en Washington que el FMI había autorizado las compras de bonos con dólares del Banco Central “dentro de ciertas bandas” que, por el momento, no se harán públicas. Asimismo, el titular de Hacienda se comprometió a cancelar ARS 0,5 billones de Adelantos Transitorios (ATs) con el BCRA, lo que llevaría a las transferencias al Tesoro a la zona de ARS 0,55 billones entre los mencionados ATs y las utilidades -y excluyendo los ARS 1,14 billones girados para compra divisas para cancelar compromisos de deuda con el exterior-. Para el tercer trimestre, el tope de financiamiento monetario al Tesoro es de ARS 0,65 billones -fijado a principios de año, con una proyección de inflación menor que la actual-, de modo que la operación enmarcaría al Sector Público dentro de los límites del Acuerdo.

En el plano macro, esta semana se conocieron los datos de actividad de junio y del intercambio comercial de julio. Asimismo, también se publicó el resultado fiscal de julio. Con relación al primero, sobresale que la economía se mantuvo relativamente estable en el sexto mes del año respecto de mayo (-0,2%), a la vez que cayó 4,4% i.a. respecto de igual mes del año pasado. No obstante, al excluir al sector agropecuario, afectado por la sequía, se verifica un retroceso de 0,6% i.a.

Por su parte, la balanza comercial arrojó un déficit de USD 650 millones en julio, también afectada por el *shock* climático: las exportaciones agropecuarias más que explicaron la caída agregada (-22,4% i.a.). Sin esta variable, el resultado habría sido positivo. En tanto, las importaciones cayeron 19,1% i.a., afectadas, entre otras cosas, por el retroceso del precio de los combustibles (-55,5% i.a.), que provocó una caída de 60,7% i.a. en las compras de este rubro, caída que explicó 17,3 p.p. de la contracción agregada.

Por último, el resultado primario del Sector Público Nacional fue deficitario en 0,2% del PIB en julio, aumentando 0,1 p.p. respecto de igual mes de 2022. El avance del gasto por encima de los ingresos (+2,6% i.a. vs. -8,6% i.a. y -3,3% i.a. excluyendo retenciones), producto de la recuperación de las Prestaciones sociales (+3,7% i.a.), explicó esta dinámica. Así, el rojo fiscal acumuló 1,3% del PIB entre enero y julio (+0,3 p.p. respecto de 2022).

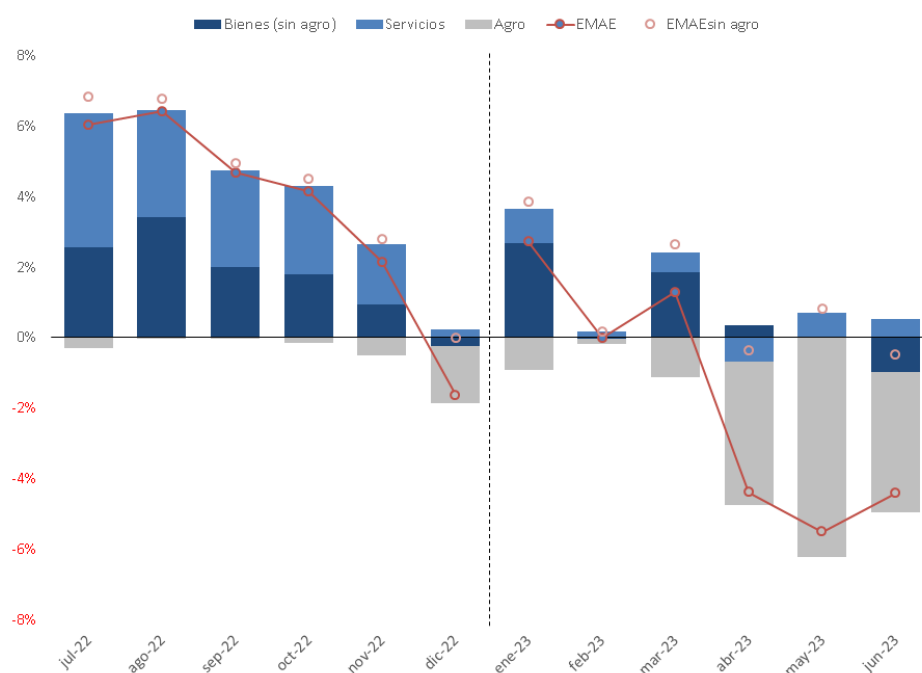
Actividad: primer semestre y perspectivas luego de agosto

La actividad económica cayó 4,4% i.a. en junio de 2023 respecto de igual mes de 2022 y -0,2% respecto de mayo, según el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) que elabora el INDEC. Así, la producción promedió un retroceso de 1,9% i.a. en la primera mitad del año, porcentaje que se transforma en un avance de 1,6% i.a. cuando excluimos al sector agropecuario, muy afectado por la sequía (-31,5% i.a., provocando una caída de 2,7 p.p. a nivel agregado).

Entre el resto de los productores de bienes, se verificó un avance de 0,8% i.a. en el primer semestre, motorizado por la explotación de minas y canteras (+9,1% i.a.), construcción (+2,4% i.a.) e industria manufacturera (+0,9% i.a.). De esta forma, sumaron 0,8 p.p. a la recuperación agregada. Por su parte, los servicios (+1,5% i.a.) estuvieron liderados por hoteles y restaurantes (+8,3% i.a.), seguido por actividades inmobiliarias y comercio (+2,2% i.a. y +2,0% i.a.). Como resultado, aportaron 0,6 p.p. al total.

Del patrón de crecimiento interanual del primer semestre, destacan i) la mejora obtenida al excluir al sector agropecuario, incluso en un marco de aceleración inflacionaria e incertidumbre de precios relativos -o también gracias a ellos, ver **Semana Económica 787**-, ii) el avance de minas y canteras, lo que permite expandirse motorizado por un segmento de bienes que no demanda divisas de manera neta y iii) la menor incidencia de los bienes respecto de los servicios en el crecimiento agregado, algo que no se había verificado en 2021-2022, y aporta a la sostenibilidad de la recuperación en un contexto de debilidad de reservas.

Gráfico I – Variación interanual EMAE, contribución al agregado por rama de actividad. Fuente: INDEC.



Más allá de sus consecuencias negativas en el plano cambiario y de sostenibilidad, la recuperación tirada por la producción manufacturera traía asociada un importante dinamismo en materia de empleo. Así, el estancamiento del poder adquisitivo (-5,9% entre la primera mitad de 2019 y enero-junio de 2023) no se tradujo en un estancamiento del consumo (+9,6% entre el primer semestre de 2019 y enero-marzo de 2023, último dato disponible): éste fue más que compensado por la demanda de los “nuevos puestos de trabajo”.

En otro orden, la actividad cayó 1,8% durante el primer semestre de 2023 comparado con el cierre del año pasado, número que se reduce a 0,4% si excluimos al sector agropecuario (-34,1% entre enero y junio). Tal

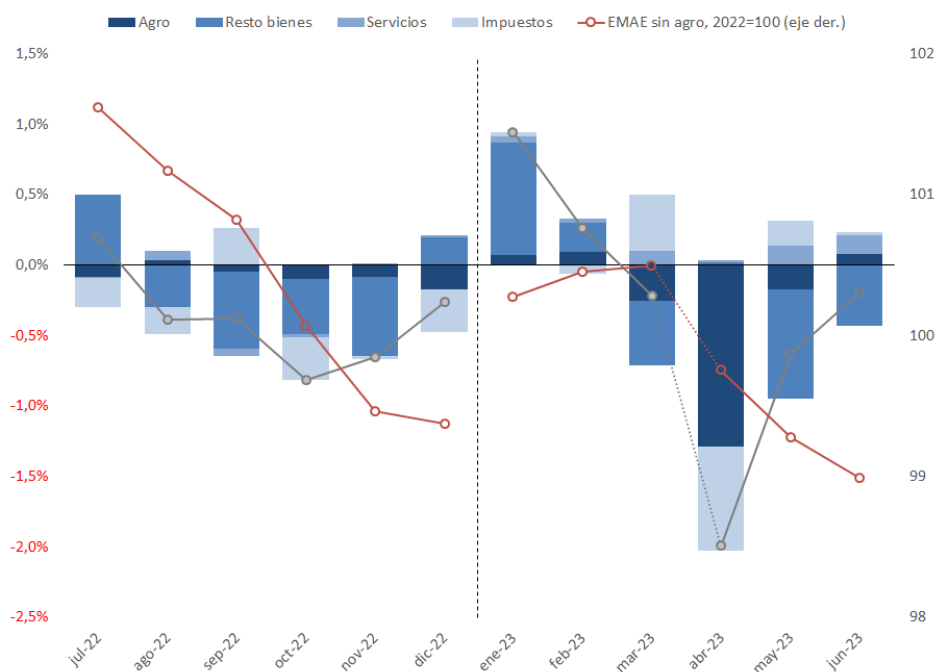
como se desprende del análisis precedente, podemos separar en dos etapas a la primera mitad del año: un avance de 1,0% entre enero y marzo, cuando la sequía -y la aceleración nominal- no tenían pleno impacto, y un retroceso de 2,8% entre marzo y junio, producto esencialmente del *shock* del agro: sin este sector, el rojo del segundo trimestre se reduce a 1,5%.

En este marco, tres preguntas nos parecen relevantes: i) ¿cómo logró crecer la economía, máxime en un contexto de políticas de demanda -fiscal, monetaria, salarial- no expansivas?, ii) ¿cómo habría sido julio y cómo seguirá la segunda parte del año, especialmente después de la corrección cambiaria? y iii) ¿qué habría pasado si el tipo de cambio no se hubiera acelerado?

En primer lugar, corresponde notar que la dinámica de la actividad venía perdiendo fuerza, incluso después de descontar al sector agropecuario. Luego de un primer trimestre con un crecimiento de 1,1%, y con tres meses en terreno positivo, la producción se contrajo el 1,5% mencionado entre marzo y junio, encadenando tres meses en rojo: -0,7% en abril, -0,5% en mayo y -0,3% en junio. Asimismo, a nivel de oferta, sobresale que la contracción de bienes no agro (-3,3% en el segundo trimestre, -1,8% en el año), fue compensada parcialmente por un avance de servicios (+0,6% entre marzo y junio, +1,1% en el año). Nuevamente se verifica el patrón interanual: una dinámica menos exigente en términos de divisas, pero también menos optimista por el lado del empleo y el consumo.

Siguiendo con la desagregación de la oferta, resalta la magra *performance* de la industria (-0,8% en el primer semestre), uno de los sectores líderes del momento de optimismo, afectada por la administración a la compra de divisas para las importaciones de bienes. En contraposición, hoteles y restaurantes viene impulsado por cierto cambio de hábitos en un contexto de alto tipo de cambio real, es decir, de elevado precio relativo del principal medio de ahorro.

Gráfico II – EMAE, serie desestacionalizada por oferta. Fuente: elaboración propia en base a INDEC.



Antes de cerrar, resta pensar qué pasará luego del movimiento cambiario, además de plantear el escenario contrafáctico: ¿qué habría pasado si el dólar oficial se hubiese mantenido? En el corto plazo, el “dólar a 350” tendrá un impacto negativo inmediato sobre el consumo privado, producto del golpe que provocó sobre el poder adquisitivo: la aceleración inflacionaria no esperada ni incorporada en las últimas negociaciones

paritarias, aun cuando sea más que compensada en las próximas semanas, reducirá las ventas en agosto y principios de septiembre por lo menos.

Ahora bien, más allá de este bimestre podemos pensar dos escenarios. En el primero, la reapertura de las negociaciones salariales se traslada moderadamente a los precios y casi nada al tipo de cambio oficial, estable en 350 ARS/USD. Asimismo, las expectativas de devaluación de mediano plazo no se dispararían en este escenario, y la cobertura con producción/bienes durables podría seguir impulsando al nivel de actividad. El nuevo equilibrio, entonces, se compondría de i) más inflación/nominalidad que antes de la corrección cambiaria, pero ii) un nivel de actividad similar. Como resultado, iii) las tensiones cambiarias permanecerían latentes, con su efecto positivo sobre la producción de bienes durables, pero negativo sobre las reservas.

En el segundo sendero, la corrección cambiaria efectivamente tiene un impacto negativo sobre el salario real: sea porque la reapertura de paritarias llega tarde, sea porque ésta llega en magnitudes “moderadas” o porque su impacto sobre el nivel general de precios es muy relevante -aumentos de segunda ronda-, su efecto sobre el consumo privado sería significativo.

En este escenario, i) la inflación podría ser mayor a la del primer escenario, especialmente en el caso de una “nueva ronda” de aumentos de precios -que podría dar lugar a nuevas negociaciones salariales-, a la vez que ii) la actividad tendría una mayor caída. En contraposición, iii) se moderarían las tensiones cambiarias, sea por la menor demanda de la economía en general y de cobertura con opciones reales en particular.

Fiscal: las prestaciones sociales crecieron en términos reales en julio

En julio, el Sector Público Nacional tuvo un déficit primario de ARS 334.000 millones, equivalente a 0,2% del PIB. De esta forma, avanzó 0,1 p.p. con relación a igual mes de 2022 (-0,1% de este). La dinámica respondió al incremento del gasto primario por sobre los ingresos, incluso después de descontar las retenciones a las exportaciones, muy afectadas por la sequía: en tanto el primero creció 2,6% i.a. en términos reales, el segundo retrocedió 8,6% i.a., porcentaje que se reduce a 3,3% i.a. al descontar el deterioro mencionado en los derechos de exportación (DEX, -72,8% i.a., explicando 5,5 p.p. de la caída total).

Por el lado de las entradas, sobresale el deterioro del segmento “no agro”, especialmente en comparación con mayo y junio: en esos meses, se había verificado un avance real de +0,3% i.a. y +2,9% i.a., respectivamente, contrastado con el -3,3% i.a. mencionado más arriba. En este sentido, los recursos tributarios -sin DEX-, que explican 9 de cada 10 pesos de los ingresos totales, pasaron de crecer 0,7% i.a. y 2,0% i.a. en los dos meses anteriores a caer 0,7% i.a. en julio, provocando una caída de 0,5 p.p. en el agregado.

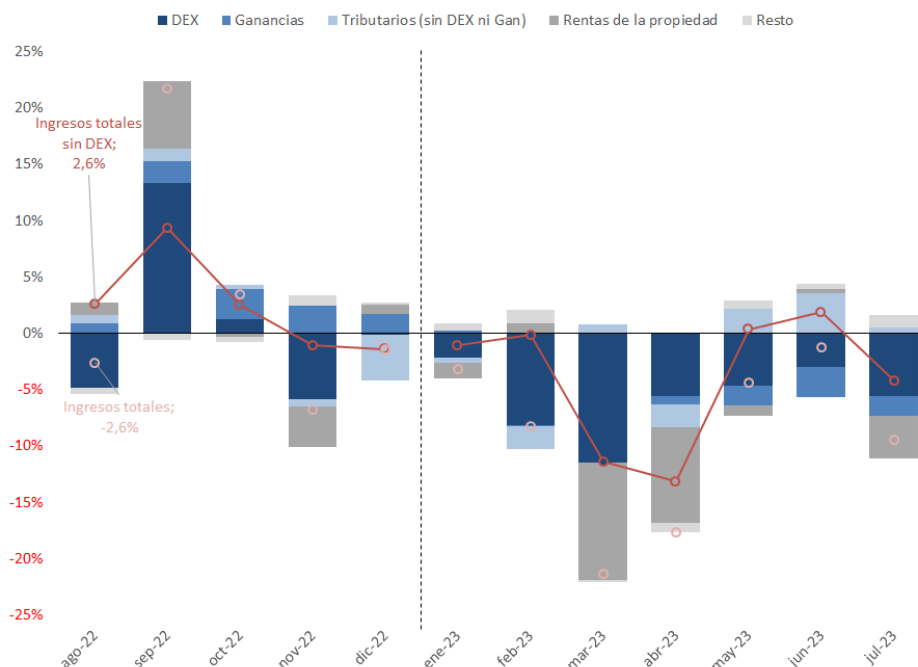
El principal factor explicativo de este rojo fue la contracción del impuesto a las Ganancias (-17,3% i.a. en términos reales, restando -1,8 p.p. a la variación de los ingresos totales), más afectado por cambios en el calendario de pagos que por un retroceso de la actividad o actualizaciones de las escalas. Por caso, esta partida retrocedió 12,1% i.a. en mayo y 18,8% i.a. en junio, acumulando una variación de 16,1% i.a. en los tres meses contra un +3,0% i.a. del resto de los Ingresos Tributarios sin DEX. La secuencia, entonces, obedece a factores particulares.

El resto del rojo correspondió a rentas de la propiedad, resultado de la colocación de títulos públicos por encima de la par, que se contrajo más de 40% i.a. en términos reales, restando 3,3 p.p. en el agregado. Considerando cierto carácter exógeno de esta cuenta -su dinámica no depende del nivel de actividad, tal como lo hacen los ingresos tributarios, sino de cuestiones financieras-, además de que se excluye del cálculo de las metas del Fondo, ya que sus recursos no son computables para el techo del déficit primario del Acuerdo, podemos decir que los ingresos “endógenos” a la demanda interna crecieron 1,7% i.a. en términos reales en julio, en lugar de la caída de 8,6% i.a. agregada.

No obstante, y sin perjuicio de esto, vale destacar que el resultado agregado es más relevante, aun cuando esté

afectado por factores exógenos o transitorios. Concretamente, él determina las necesidades y fuentes de financiamiento concretas del Sector Público; en cambio, las distintas desagregaciones y análisis realizados son saldos de índole teórica.

Gráfico I – Variación interanual real y contribución al crecimiento, ingresos IMIG. Fuente: INDEC y Hacienda.



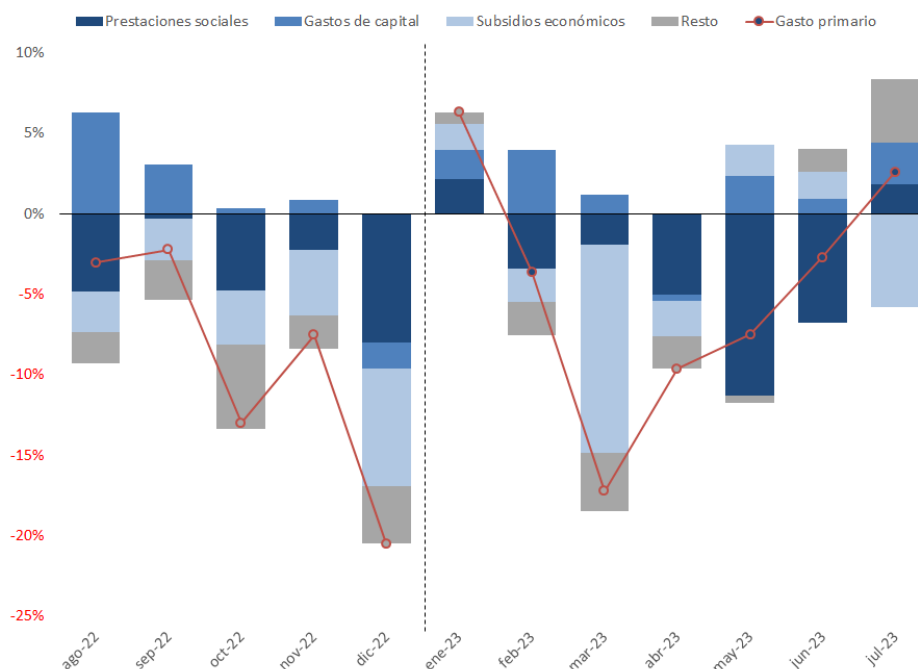
Por el lado del gasto, se observó una dinámica distinta a la de los meses precedentes: julio fue el segundo mes del año en donde esta variable creció -el anterior había sido enero, +6,3% i.a., más explicado por cuestiones asociadas a momentos de pago que a una nueva tendencia: en el devengado de enero, el gasto había caído 16,6% i.a.-. Para esto fue fundamental la reversión de Prestaciones sociales, que pasó de caer alrededor del 15% i.a. en términos reales en mayo y junio a crecer 3,7% i.a. en julio.

Esta recuperación se explicó por Otros Programas (+56,3% i.a.) y PAMI (+26,9% i.a.). En contraposición, Jubilaciones y Pensiones siguieron moviéndose por debajo del nivel general de precios (-6,5% i.a.). En otro orden, sobresale que los gastos de funcionamiento -salarios del sector público, esencialmente- treparon casi 9% i.a. en términos reales, a la vez que las transferencias corrientes a las provincias lograron su primer avance en el año, trepando poco más de 20% i.a. deflactado.

Por su parte, los gastos de capital siguieron en terreno positivo en julio, creciendo más de 40% i.a. en términos reales y aportando 2,6 p.p. al avance total. En sentido contrario, los subsidios económicos retrocedieron 32,9% i.a. deflactados, contenidos por la segmentación tarifaria y la baja en el precio internacional del Gas Natural Licuado (-52,9% i.a.). De esta manera, restaron 5,5 p.p. a la dinámica agregada.

Con estos números, el déficit primario acumuló 1,3% entre enero y julio de 2023, lo que implica un avance de 0,4 p.p. con relación al 0,9% registrado en igual período del año pasado. Ahora bien, al descontar los ingresos por retenciones entre ambos años, se verifica una mejora de 0,2 p.p., ya que este cociente pasa de 1,8% del PIB a 1,6% de este. La caída de los ingresos por encima de la del gasto primario (-8,9% i.a. y -4,5% i.a.) motivó esta dinámica, nuevamente, dinámica que se revierte al descontar los ingresos por DEX (-3,5% i.a. ingresos totales netos de retenciones): su retroceso del 18,2% i.a. en términos reales explicó 1,7 p.p. del total.

Gráfico II – Variación interanual real y contribución al crecimiento, gasto primario. Fuente: INDEC y Hacienda.



De cara a lo que resta del año, las posibilidades de expandir el gasto, en un contexto de recursos permanentes estables, son moderadas. Por un lado, porque las retenciones seguirán en retroceso y no pierden relevancia en la segunda parte del año (por caso, en 2022 acumularon 0,9% del PIB entre enero y julio y 1,0% entre agosto y diciembre, primera y segunda edición del Programa de Incremento Exportador mediante). Por otro, porque no se aumentarían los impuestos de manera relevante, de modo que la pérdida no sería compensada. Por último, porque el Comunicado del FMI difundido esta semana mantiene el objetivo de déficit primario de 2023 en 1,9% del PIB, por lo que, con ingresos en rojo, todo el esfuerzo de corrección fiscal recaerá para el gasto público.

Concretamente, entre agosto y diciembre del año pasado, el déficit primario sumó 1,1% del PIB, por lo que debería reducirse a la mitad en 2023 (techo de 0,6% del PIB, considerando el 1,3% acumulado entre enero y julio antes mencionado) en pos de cumplir la meta y superar la revisión de noviembre de este año y marzo 2024.

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	%	jun-23	-0,2%	-4,4%	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, dif. i.a.	jul-23	8,2%	-1,1 p.p.	Hacienda	22-ago-23
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	jul-23	9,4%	-0,7 p.p.	Hacienda	22-ago-23
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	jul-23	-1,3%	-0,3 p.p.	Hacienda	22-ago-23
Resultado primario sin retenciones	% PIB, dif. i.a.	jul-23	-1,6%	0,2 p.p.	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	jul-23	6.060	75.686	INDEC	22-ago-23
Importaciones (INDEC)	USD M	jul-23	6.709	76.397	INDEC	22-ago-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	jul-23	-649	-711	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	24-ago-23	350,0		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	24-ago-23	1,7		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	24-ago-23	680,9		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	24-ago-23	3,2		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	24-ago-23	28.991		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	18-ago-23	10.327		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	18-ago-23	17.846		BCRA	Diaria
BIS	USD M	18-ago-23	4.111		BCRA	Diaria
Resto	USD M	18-ago-23	-3.293		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	23-ago-23	9,8%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	23-ago-23	9,3%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	24-ago-23	4,9	-5,1%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	24-ago-23	7,3	7,0%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	24-ago-23	522,6	-7,7%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	24-ago-23	291,7	-14,9%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	24-ago-23	502,5	-22,7%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	24-ago-23	79,7	-11,1%	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.