

# Semana Económica

## Informe General

- **Editorial: Compras del Banco Central, liquidación del agro y operaciones en yuanes**
- **Tasa de interés, préstamos y mercado cambiario: expectativas expectantes**
- **Internacional: actividad y desempleo en USA más flujos de capitales a emergentes**

### Editorial: Compras del Banco Central, liquidación del agro y operaciones en yuanes

El Banco Central compró casi USD 200 millones esta semana en el mercado oficial, encadenando su cuarta semana en terreno positivo y sumando más de USD 1.320 millones desde la segunda mitad de agosto. Más allá de esta dinámica positiva, vale destacar que estos USD 200 millones representan el monto más bajo desde entonces: anteriormente había comprado USD 660 millones, USD 225 millones y USD 240 millones, respectivamente.

El menor saldo se explica por las mayores ventas a la economía no agropecuaria, que habrían rondado los USD 100 millones (vs. compras netas por USD +150 millones promedio semanal en la segunda mitad de agosto), ya que la liquidación de CIARA-CEC (Cámara de Aceiteros, Oleaginosos y Cerealeros) saltó de una media de USD 45 millones diarios entre el 14 de agosto y el 01 de septiembre a USD 60 millones esta semana.

En relación con el último punto, sobresale que el 05/09 se reglamentó la quinta edición del Programa de Incremento Exportador. A diferencia de los anteriores, en este caso no hay un tipo de cambio diferencial temporal, sino que los exportadores de soja y sus derivados quedan eximidos de liquidar en el mercado oficial de cambios un 25% de sus liquidaciones, al menos hasta el 30 de septiembre. De esta forma, asumiendo que se vende un 75% de la producción a 350 ARS/USD y el resto a 715 ARS/USD -último valor del Contado con liquidación-, se recibe un tipo de cambio de 440 ARS/USD, lo que implica una mejora de 26,2% respecto del A3500.

En este sentido, dado que las retenciones para las exportaciones de poroto bruto son de 35%, en tanto las de harina y aceite llegan al 27,5%, con el PIE V se percibe un valor final muy similar al precio operado en el mercado internacional. Asimismo, con este esquema se alienta la oferta de divisas en el mercado cambiario paralelo: el último viernes el CCL cerró 5,4% por debajo del 31/08, cuando se había ubicado en 780 ARS/USD.

En otro orden, sobresale el aumento de las operaciones en yuanes respecto de la segunda mitad de agosto. Entre el 04 y el 08 de septiembre, la autoridad monetaria vendió casi USD 90 millones en la divisa china, monto que supera en 55% a las operaciones comprendidas entre el 14 de agosto y el 01 de septiembre (USD 55 millones). De esta forma, el Banco Central llevaría vendidos cerca de USD 3.170 millones en esta moneda en lo que va de 2023, a lo que corresponde sumarle los USD 1.920 millones utilizados entre pagos de cupones y vencimientos netos con el Fondo Monetario Internacional.

Antes de cerrar con el mercado cambiario, vale destacar que las reservas brutas cayeron USD 170 millones entre el jueves pasado y el 07 de septiembre, sin datos del viernes al momento del cierre de este informe. De estos, USD 140 millones se explican por la depreciación del yuan y el oro. Considerando que la autoridad monetaria había sumado USD 90 millones en el mercado oficial, quedan USD 120 millones pendientes de explicación.

En materia de economía real, esta semana se conocieron el Índice de Producción Manufacturero (IPI) y el Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC) de julio: en tanto el primero arrojó una caída de 1,2% mensual desestacionalizada, el segundo marcó un avance de 1,1%.

Por último, en términos de variables nominales, esta semana se conoció que el Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires de agosto creció 10,8% en agosto, impulsado entre otros capítulos por Alimentos y Bebidas (+12,5%). El próximo miércoles 14 de septiembre se conocerá el índice de INDEC para el total del país.

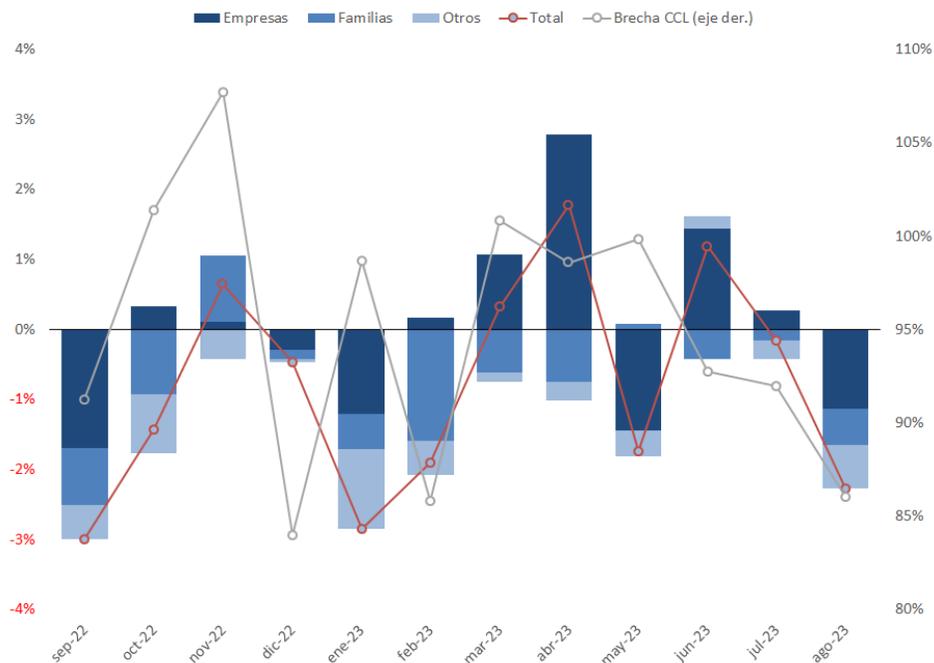
## Tasa de interés, préstamos y mercado cambiario: expectativas expectantes

La tasa de interés de política monetaria se ubicó en 97% nominal anual, equivalente a 8,1% efectivo mensual. Durante julio y la primera mitad de agosto. Dado que la inflación de julio fue de 6,3% y que las expectativas para agosto del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) -enviadas el 31/07- ubicaban a la suba de precios algo por encima del 7,5%, la política del Banco Central no era expansiva, al menos *a priori*.

Ahora bien, el 14 de agosto el tipo de cambio oficial escaló de 290 ARS/USD a 350 ARS/USD (+22%), algo que indudablemente iba a tener un impacto en la inflación. En este marco, la autoridad monetaria subió su tasa de referencia a 118% nominal anual, equivalente a 9,8% efectivo mensual. Con expectativas de precios desactualizadas -por caso, el primer REM pos movimiento cambiario se publica el próximo miércoles 13/09-, la mejora en el rendimiento de las colocaciones en pesos buscaba frenar la demanda de divisas, tanto en el mercado oficial -vía adelantamiento de importaciones- como en el paralelo -a través de una mayor tasa de interés real-, en un contexto donde la actividad se vería afectada por la caída del poder adquisitivo en un escenario de mayor incertidumbre, al menos en lo inmediato.

En este punto, vale señalar que las expectativas de devaluación de mediano plazo no se corrigieron con el dólar a 350 ARS/USD. Concretamente, si bien el aumento del tipo de cambio oficial llevó a la tasa efectiva negociada en los contratos de Rofex de la zona del 17,5% para fin de agosto a la del 1,5%, la de diciembre pasó del 12% al 15%. Aunque parte de este movimiento se enmarca en la mayor inflación esperada -las mayores subas nominales no implican necesariamente mayores ajustes reales-, el mercado sigue esperando un nuevo movimiento del tipo de cambio antes del cierre del año.

Gráfico I – Variación mensual real fin de período, préstamos al sector privado. Contribución al crecimiento por segmento. Fuente: BCRA e INDEC.



De esta forma, la suba de la tasa de agosto puede no haber sido la última de este período. Para pensar esto, corresponde analizar dos mercados: el de los préstamos privados y el cambiario paralelo. Con relación al primero, la demanda de financiamiento por parte de empresas puede servir como mecanismo de cobertura vía opciones reales si éstas se orientan a la producción de transables. En este sentido, se verifica una caída de 2,8% punta a punta en agosto en términos reales (asumiendo una inflación de 11,5% para el período), lo que

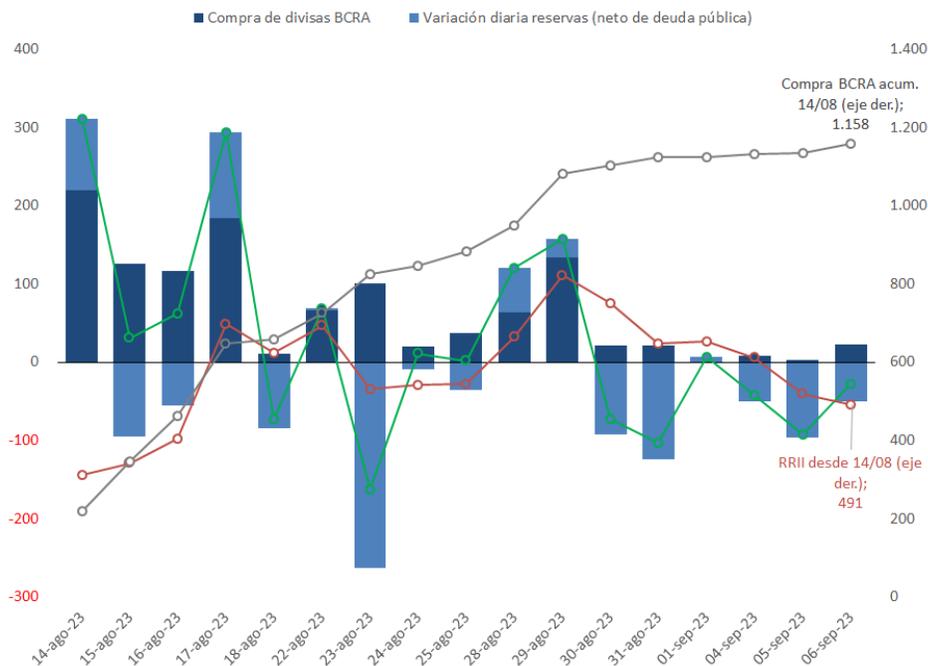
marca que, en primera instancia, la suba de la tasa pareciera haber sido efectiva: la cautela de la afirmación obedece a que este resultado también podría explicarse por un mayor racionamiento del crédito por parte del sistema financiero, información que no es pública ni se encuentra consolidada.

Por el lado de las familias, la dinámica fue similar: un retroceso de 1,2% en términos reales, acumulando un deterioro de 9,3% en los primeros ocho meses del año (+4,9% en el caso de las empresas y -17,8% en el resto; -5,6% a nivel agregado). A modo de síntesis respecto de este primer mercado, podemos afirmar que la suba de la tasa se da en línea con una aceleración de la caída del crédito al sector privado de los últimos meses, aunque no sabemos si esto se debe a problemas de demanda o de oferta.

El mercado cambiario paralelo también tiene algunos números que es necesario pensar e interpretar, que no se pueden leer de manera inmediata. Para empezar, podemos señalar que la brecha permanece en niveles similares a los de mediados de agosto, en torno del 90%: mientras que el 11 de agosto, el dólar oficial se ubicaba en 287 ARS/USD y el MEP en 545 ARS/USD, en la actualidad estos valores se ubican alrededor de los 350 ARS/USD mencionados y 680 ARS/USD. Por su parte, la diferencia con el contado con liquidación se redujo levemente (ver gráfico página anterior).

Ahora bien, la compra de divisas en el mercado oficial por parte del Banco Central y el desembolso del FMI, neto de los pagos al propio organismo y otros vencimientos (CAF, Qatar), supera largamente al incremento de las reservas brutas del Banco Central, incluso luego de descontar la depreciación del yuan (ver **Semana Económica 790**). Si bien la diferencia parece alta para sólo explicarse por intervenciones de la autoridad monetaria en el mercado cambiario paralelo, éstas parecieran ser relevantes -estimaciones propias, los datos oficiales de agosto se conocerán el 29/09-.

Gráfico II – Compra neta de divisas BCRA y variación de reservas neto de operaciones de deuda pública. En USD millones. Fuente: BCRA.



El movimiento cambiario del 14 de agosto y la consecuente suba de la tasa de interés disiparon las expectativas de devaluación de corto plazo (agosto ya cerrado y septiembre), pero no las de mediano (después de las elecciones de octubre). Por este motivo, los contratos de dólar futuro de Rofex se siguen cerrando con tasas efectivas mensuales que superan a la inflación esperada, la brecha cambiaria permanece en los niveles de mediados del año pasado y el Banco Central estaría interviniendo en el mercado paralelo.

Asimismo, la posición del sector privado no agropecuario en el mercado oficial también “mejoró” luego de las elecciones: ésta pasó de un promedio de compra diaria de USD 110 millones en la primera mitad del mes a otro de venta de USD 40 millones en la segunda (ver **Semana Económica 790**), número que cayó a USD -50 millones en la primera semana de septiembre.

Ahora bien, a pesar de estas señales, también es relevante marcar que los préstamos al sector privado se redujeron en agosto respecto de julio (-2,8% en términos reales) y que el tipo de cambio paralelo se atrasó en términos reales con relación a la mitad del mes pasado. En estos casos, entendemos que parte relevante de la dinámica se explica más por el lado de las cantidades que por el de los precios: la causa no es un nuevo equilibrio de mercado al tipo de cambio o tasa de interés vigentes, sino mayores restricciones a la demanda que frenan el avance. El ajuste del mercado cambiario se complementaría entre la parte nominal y la real.

A modo de cierre, este análisis refuerza nuestras hipótesis de la semana pasada: el *shock* cambiario estaría teniendo más efecto nominal que real (más impacto en inflación que en demanda), en tanto que la variable “precios” no habría sido la única que se modificó en la segunda parte de agosto: también lo hizo la administración de la compra de divisas. Sin datos actualizados que permitan dimensionar el cambio en las políticas, solo podemos afirmar que el impacto sobre la economía real sería mayor que el esperado *a priori*, producto del ajuste en precios y cantidades.

## Internacional: actividad y desempleo en USA más flujos de capitales a emergentes

La Reserva Federal de Estados Unidos tiene un mandato dual, garantizar la estabilidad de precios y la creación de empleo de la economía norteamericana, y una sola herramienta, la tasa de interés. En un país donde las aceleraciones y desaceleraciones inflacionarias suelen explicarse más por factores de demanda que de oferta o costos, estos objetivos pueden contraponerse, provocando un *trade-off*: más tasa de interés puede implicar menos actividad y suba de precios, en tanto un menor costo de financiamiento tiene el efecto inverso.

El año pasado, la inflación marcó un récord para el siglo XXI (+6,5% en el acumulado), llevando a la autoridad monetaria a priorizar la estabilización nominal por sobre el crecimiento. En esta clave se enmarca la suba de la tasa de interés de la Fed, que pasó de 4,3% en diciembre de 2022 (y de 0,5% en abril), a la zona de 5,5% en agosto 2023. En sentido contrario, la suba de precios acumuló 3,2% entre agosto de 2022 y julio de 2023 - último dato disponible, agosto se publica el miércoles 13/09-, acercándose a su meta de mediano plazo (2,5%).

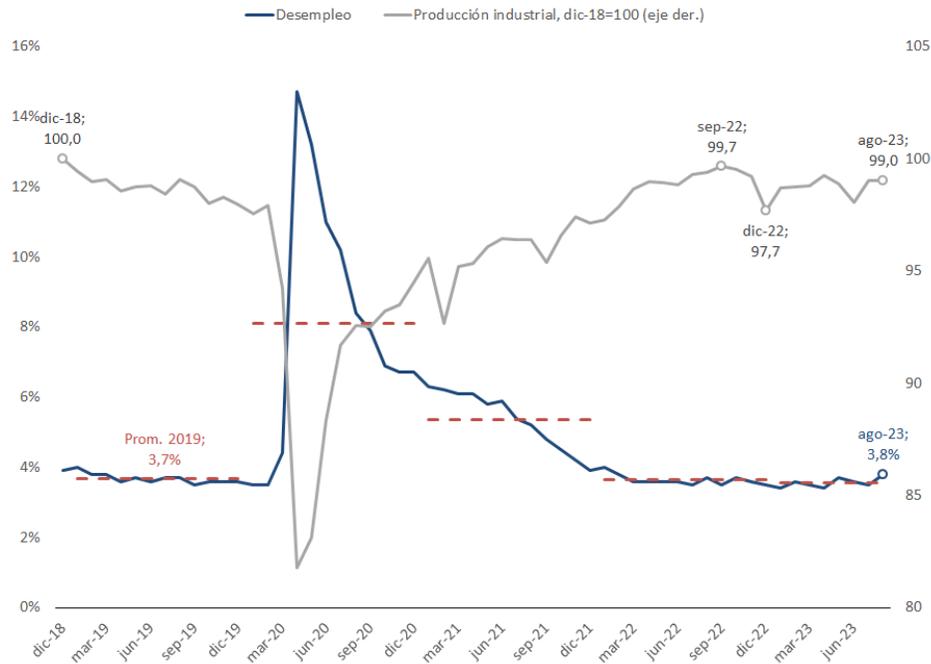
Planteado el escenario, vuelve a cobrar relevancia la pregunta: ¿qué hará la Fed en su próxima reunión del 19 y 20 de septiembre? Esta decisión no será relevante solo para la economía norteamericana, sino para la global: dólares con mejor rendimiento es menor demanda de otros activos, monedas de emergentes y *commodities* entre ellos. Pensemos entonces qué puede pasar, y cómo podría afectarnos.

En agosto, el desempleo fue de 3,8% en Estados Unidos, avanzando 0,3 p.p. respecto de julio y alcanzando un pico desde febrero de 2022, es decir, desde que el proceso de suba de tasas cobró mayor fuerza. Esta dinámica se explicó por el ingreso de personas al mercado de trabajo (+736.000), no absorbida en su totalidad por los nuevos puestos (+187.000 en el caso de los no-agrícolas). Así, no solo creció la tasa de desempleo, sino también la de participación laboral, lo que tiene un efecto positivo sobre la demanda de puestos de trabajo.

Por su parte, la actividad también viene mostrando algunas señales de debilidad en las últimas semanas. Por caso, en la estimación preliminar de julio, el PIB había arrojado un crecimiento de 2,4% en el segundo trimestre de 2023. Sin embargo, en la segunda revisión se moderó este avance, re-estimándolo en 2,1%. De esta forma, si bien la principal economía del mundo sigue ubicándose en terreno positivo -el primer trimestre había

marcado un avance de 2,0% respecto del cierre de 2022-, la tasa de crecimiento empieza a moderarse. En este sentido, se verifica que la producción industrial cerró agosto 0,6% por debajo del pico de septiembre del año pasado. Resultado de este análisis, entendemos que la economía real estaría dando ciertos motivos para al menos pausar el aumento en el costo real de financiamiento.

Gráfico 1 – Tasa de desempleo y producción industrial Estados Unidos, base dic-18=100. Fuente: FRED.



Por el lado nominal, y tal como dijimos más arriba, los datos de agosto estarán la semana que viene. No obstante, la economía cuenta con otros indicadores de base más amplia y menos volátiles: concretamente, los precios del *Personal Consumption Expenditures* siguieron desacelerándose durante julio, pasando de una media de 0,4% entre enero y mayo de 2023 a otra de 0,2% en junio-julio. De esta forma, si bien estos porcentajes se ubican permanece por encima del objetivo de la Fed para el IPC en el acumulado doce meses (+4,4% vs. +2,5% mencionado), arroja algunas señales positivas.

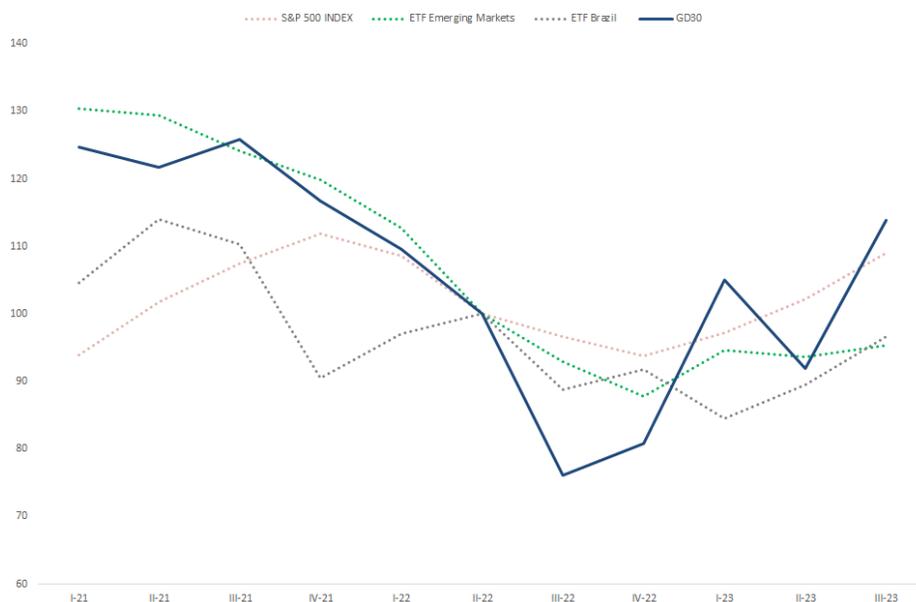
La política de la Fed es la principal determinante del ciclo financiero internacional: en un mundo con flujos de capitales que se mueven entre países -de manera cuasi libre e instantánea-, la política monetaria de los Bancos Centrales de los Estados menos desarrollados o relevantes debe responder, al menos en parte, las acciones de los Bancos Centrales de los países más desarrollados. En este marco, se entiende el endurecimiento en términos reales de las autoridades de Brasil y Chile, entre otros: aun cuando sus tasas de interés se redujeron en el margen en lo que va del año (-0,5 p.p. y -1,0 p.p., ubicándose en 13,25% y 11,25% en la actualidad), éstas permanecen por encima de la inflación esperada: +4,80% para Brasil y +7,75% para Chile.

Como resultado, estos países continúan atrayendo capitales financieros, y sus monedas se apreciaron 5,5% y 0,7% en lo que va del año, pasando de 5,25 BRL/USD a 4,95 BRL/USD y de 874 CLP/USD a 868 CLP/USD, respectivamente. De esta forma, el atraso cambiario y el mayor impulso al consumo que esta dinámica genera -vía mayor poder adquisitivo en moneda extranjera- compensan parte del carácter contractivo de la política monetaria, nuevamente, forzado en parte por las decisiones de la Fed.

En sentido contrario, los ETF (*Exchanged Traded Funden* en inglés) de estos países vienen creciendo, en sintonía con los emergentes; no obstante, pese a la mejora, su evolución se ubica por debajo de la de Estados Unidos.

A la inversa de la apreciación nominal de sus monedas, la mayor incertidumbre global viene generando un vuelo a la calidad *-flight to quality-* de los capitales, develando la mayor relevancia de la seguridad de pago por sobre ganancias potenciales. Si bien nuevas subas de la tasa de emergentes podrían impulsar a sus monedas y a los ETF, en línea con lo que marcábamos del ciclo financiero global, esto desalinearía a los Bancos Centrales de sus objetivos de inflación o crecimiento según sea el caso. Se verifica así la falta de “soberanía” en las decisiones de política monetaria que tienen los países financieramente integrados.

*Gráfico II – Índices de emergentes, S&P 500 y bono argentino en USD a 2030. Base II Trimestre 2022=100. Fuente: Bloomberg.*



Antes de cerrar, vale destacar que la dinámica argentina se asemeja a la del promedio de los emergentes, pero con i) mayor volatilidad y ii) ciertos componentes propios de mayor relevancia que en la media, producto de la inestabilidad y particularidades de nuestra situación -controles cambiarios, que impulsan a los títulos públicos como forma de “comprar dólares”, además de un acuerdo vigente con el FMI y un perfil de vencimientos de mediano plazo más exigente para ciertos análisis-.

Tomando como referencia el bono GD30, pagadero en dólares y emitido bajo ley extranjera, no se verificaban grandes movimientos “autónomos” durante la mayor parte de 2022. En el inmediato arranque de 2023, algunos datos positivos locales y una dinámica internacional favorable a emergentes impulsó nuestros activos. Sin embargo, la llegada de la sequía y las dudas que generó revirtió la suba del primer trimestre entre marzo y junio, dando lugar a un peor resultado que otras economías en vías de desarrollo -pero una mejor paridad que al cierre del año pasado-. En el tercer trimestre, los vaivenes políticos vienen imprimiendo volatilidad sobre nuestros activos soberanos que, de todas formas, acumulan una suba mayor al 40% en dólares en lo que va del año, ubicándose por encima no solo de cualquier índice de inflación comentado, sino también del promedio de emergentes. No obstante, vale destacar que, todavía en estas paridades, las posibilidades de captar nuevas divisas por la vía de la cuenta capital siguen siendo limitadas.

## Principales variables

Variable	Unidad de medida	Último dato	Mensual o Trimestral	Interanual o acumulado doce meses	Fuente	Fecha próxima publicación
<b>Actividad</b>						
PIB	%	1-23	0,7%	1,3%	INDEC	19-sep-23
EMAE	%	jun-23	-0,2%	-4,4%	INDEC	26-sep-23
<b>Salarios</b>						
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
<b>Fiscal</b>						
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	jul-23	8,2%	-1,1 p.p.	Hacienda	21-sep-23
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	jul-23	9,4%	-0,7 p.p.	Hacienda	21-sep-23
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	jul-23	-1,3%	-0,3 p.p.	Hacienda	21-sep-23
<i>Resultado primario sin retenciones</i>	% PIB, dif. i.a.	jul-23	-1,6%	0,2 p.p.	Hacienda	21-sep-23
<b>Precios</b>						
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
<b>Comercio exterior</b>						
Exportaciones (INDEC)	USD M	jul-23	6.060	75.686	INDEC	21-sep-23
Importaciones (INDEC)	USD M	jul-23	6.709	76.397	INDEC	21-sep-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	jul-23	-649	-711	INDEC	21-sep-23
<b>Balance cambiario</b>						
Bienes (BCRA)	USD M	jul-23	985	15.742	BCRA	29-sep-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	jul-23	-1.629	-16.898	BCRA	29-sep-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	jul-23	-3.671	-12.475	BCRA	29-sep-23
<b>Tipo de cambio</b>						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	07-sep-23	350,0		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	07-sep-23	1,6		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	07-sep-23	689,3		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	07-sep-23	3,1		BCRA	Diaria
<b>Reservas</b>						
Reservas brutas	USD M	07-sep-23	27.648		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	01-sep-23	9.349		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	01-sep-23	17.891		BCRA	Diaria
BIS	USD M	01-sep-23	3.115		BCRA	Diaria
Resto	USD M	01-sep-23	-2.706		BCRA	Diaria
<b>Monetario y financiero</b>						
LELIQ 28 días	% TEM	06-sep-23	9,8%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	06-sep-23	9,3%		BCRA	Diaria
<b>Internacional</b>						
Real Brasil	BRL/USD	07-sep-23	5,0	-5,0%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	07-sep-23	7,3	4,4%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	07-sep-23	519,2	-7,7%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	07-sep-23	283,3	-24,4%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	07-sep-23	494,8	-24,3%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	07-sep-23	86,9	3,1%	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.