

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Compras del Banco Central, suba del MNI y devolución del IVA y licitación**
- **Metas FMI: distancia con el objetivo monetario, fiscal y de reservas de septiembre**
- **Precios: aceleración de la inflación en agosto**

Editorial: Compras del Banco Central, suba del MNI y devolución del IVA y licitación

El Banco Central compró USD 200 millones esta semana, sumando más de USD 1.500 millones desde mediados de agosto. De esta forma, el saldo se mantuvo virtualmente inalterado respecto de la semana pasada (USD +195 millones), pero está algo por debajo de la media de la segunda mitad de agosto (USD +375 millones).

La baja se explica por las operaciones con la economía no agro: en tanto éstas arrojaron un promedio diario de USD +30 millones entre el 14 y el 31 de agosto, se ubicaron en USD -25 millones la semana pasada y USD -10 millones esta. En sentido contrario, el sector agropecuario mejoró sus liquidaciones en las últimas dos semanas, trepando de USD 45 millones promedio diario en la segunda parte de agosto a USD 63,5 millones en la primera de septiembre y USD 50 millones en la segunda.

Considerando que el precio *spot* del poroto de soja se ubica actualmente 5% por debajo de la segunda mitad de agosto, ya que pasó de USD 530 por tonelada a USD 500, y que desde la semana pasada rige la libre disponibilidad del 25% de las divisas provenientes de las exportaciones de soja y sus derivados (Programa de Incremento Exportador V), la recuperación se explicaría en buena medida por una mejora real.

En términos de cartera, la autoridad monetaria vendió USD 90 millones de yuanes, número similar al de la semana pasada y superior a la media de la segunda mitad de agosto (USD -55 millones semanales). De esta forma, las operaciones con la moneda china alcanzan USD 3.260 millones en el mercado de cambios, lo que sumando los USD 1.920 millones usados para cancelar deuda en pública moneda extranjera lleva a USD 5.180 millones el uso total del *swap*.

Esta semana se subió el Mínimo No Imponible (MNI) del Impuesto a las ganancias por decreto para octubre, noviembre y diciembre de 2023, a la vez que se lanzó un Proyecto de Ley para 2024 en adelante. Según ambos, el MNI quedaría en 15 Salarios Mínimos, Vitales y Móviles (SMVM), equivalente a ARS 1.770.000 de sueldo bruto en la actualidad. Este incremento beneficiaría a 800 mil trabajadores, dejando en 90 mil los empleados alcanzados por el impuesto. En términos fiscales, esta medida recién impactará en noviembre, ya que los recursos de octubre corresponden a los pagos de septiembre y tendría un costo fiscal de 0,2% del PIB según las estimaciones oficiales.

Por otro lado, se devolverá el 21% de las compras de carnes, frutas, verduras, lácteos, otros alimentos y productos higiene personal realizadas con tarjetas de débito a jubilados y pensionados (7 millones de personas), beneficiarios de AUH (2,5 millones), monotributistas sin trabajos en relación de dependencia (monotributistas “puros”, 2,7 millones de personas), empleados en relación de dependencia con sueldos de hasta 6 SMVM y trabajadores de casas particulares (440 mil personas), con un tope de ARS 18.000 mensuales por beneficiario. Esta medida regirá desde el próximo lunes, de modo que ya tendría impacto en las cuentas públicas desde septiembre.

Antes de cerrar, vale destacar que este jueves Hacienda consiguió ARS 1.140 millones en el mercado, más que financiando sus vencimientos por ARS 690.000 millones (ARS 450.000 millones de financiamiento neto, 165% de *roll-over*). Las colocaciones se distribuyeron entre Duales a agosto de 2024 (55%), CER con distintos vencimientos (40%) y LELITES y dólar-linked el resto. Con estos números, el financiamiento neto llega a ARS 913.000 millones en septiembre, producto de la licitación del primer día hábil del mes -fuera de cronograma- y la antes mencionada. El próximo miércoles 20 de septiembre será la última subasta del mes.

Metas FMI: distancia con el objetivo monetario, fiscal y de reservas de septiembre

La tercera semana de agosto, el FMI le realizó al Ministerio de Economía el giro correspondiente a la quinta y sexta revisión del Acuerdo firmado en 2022. De esta forma, entraron alrededor de USD 7.500 millones, repartidos entre yuanes (el equivalente a USD 1.700 millones) y DEGs (USD 5.800 millones).

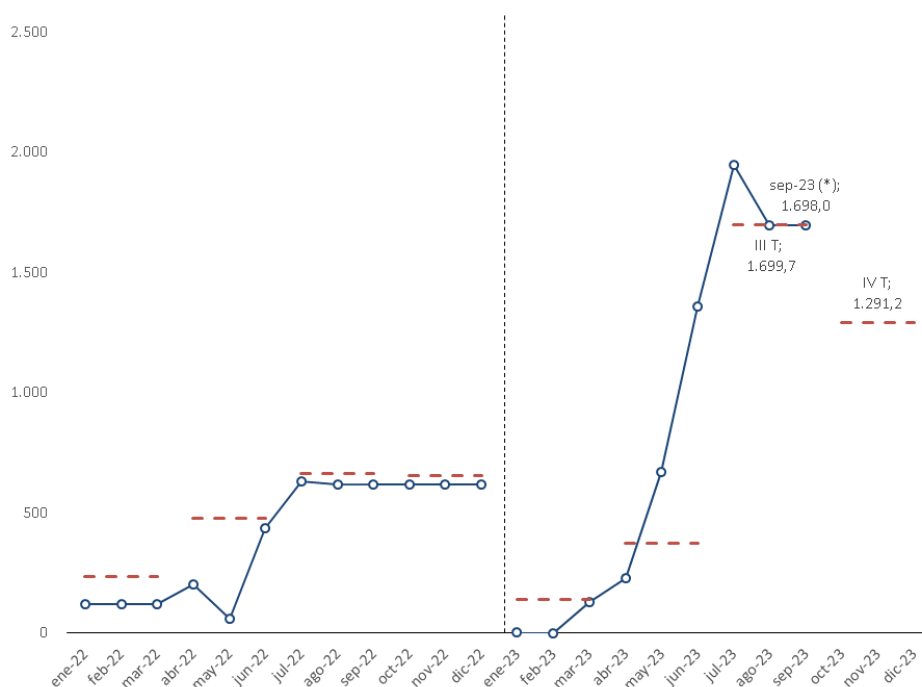
Ahora bien, de estos últimos, casi USD 1.900 millones se usaron para cancelar los préstamos puente que se habían contraído con la Corporación Andina de Fomento (CAFF) y el Estado qatarí para pagar las cuotas de julio con el propio Fondo. Asimismo, el viernes 25/08 se pagó de manera adelantada el vencimiento de capital del 21/09, por más de USD 900 millones. Como resultado, el Banco Central posee el equivalente a casi USD 3.000 millones en DEGs, lo que a un tipo de cambio de 1,32 USD/DEGs arroja un saldo cercano a los DEGs 2.250 millones.

En octubre, nuestro país debe realizarle tres pagos de capital al FMI: DEGs 975 millones el 06/10, DEGs 487,5 millones el 12/10 y DEGs 512,5 millones el 31/10, sumando DEGs 1.975 millones en total, de modo que, *a priori*, podrían cancelarse con los Derechos Especiales de Giro que ya tiene el Banco Central. En tanto, el 01/11 corresponde abonar DEGs 630 millones de intereses -algo difícil de postergar-, acumulando DEGs 2.600 millones con los pagos de octubre y excediendo las tenencias de la autoridad monetaria.

Si bien se podrían arreglar préstamos puente como los de julio, también hay un desembolso por DEGs 2.500 millones pautado originalmente para diciembre que se adelantó a noviembre en la última revisión, sujeto a la tríada de objetivos usuales: techo de déficit fiscal y de asistencia monetaria y piso de acumulación de reservas. Mirar los números en estos frentes nos permitirá delinear qué economía podría venirse en el corto plazo.

Antes de empezar, vale destacar que la “foto” a analizar será la del cierre del tercer trimestre. En consecuencia, algunas medidas recientes como la suba del Mínimo No Imponible del Impuesto a las Ganancias o parte importante del paquete de medidas lanzado el domingo 27/08 -analizado en el **Semana Económica 790** y con un costo fiscal en torno de 0,5% del PIB- no impactarían en la evaluación del Organismo. Por el contrario, la devolución del 21% que regirá desde el lunes 18/09 sí tendrá efecto.

Gráfico I – Asistencia monetaria BCRA al Tesoro, en miles de millones de pesos. Fuente: BCRA y FMI.



El objetivo que parece más alcanzable es el techo de asistencia monetaria del Banco Central al Tesoro. Luego de cancelar Adelantos Transitorios por ARS 500.000 millones el 23/08, y de llevar a ARS 1.700.000 millones el *stock* de ATs y utilidades transferidas en lo que va de 2023, Hacienda se encuadró dentro de los límites del Fondo, quedando al tope de éstos -o sea, no hacen falta nuevas devoluciones para cumplir la meta, pero tampoco se podrían realizar nuevos giros-. Más aún, considerando los ARS 913.000 millones conseguidos en el mercado (ver **Editorial**) en lo que va del mes, no sería necesaria más asistencia.

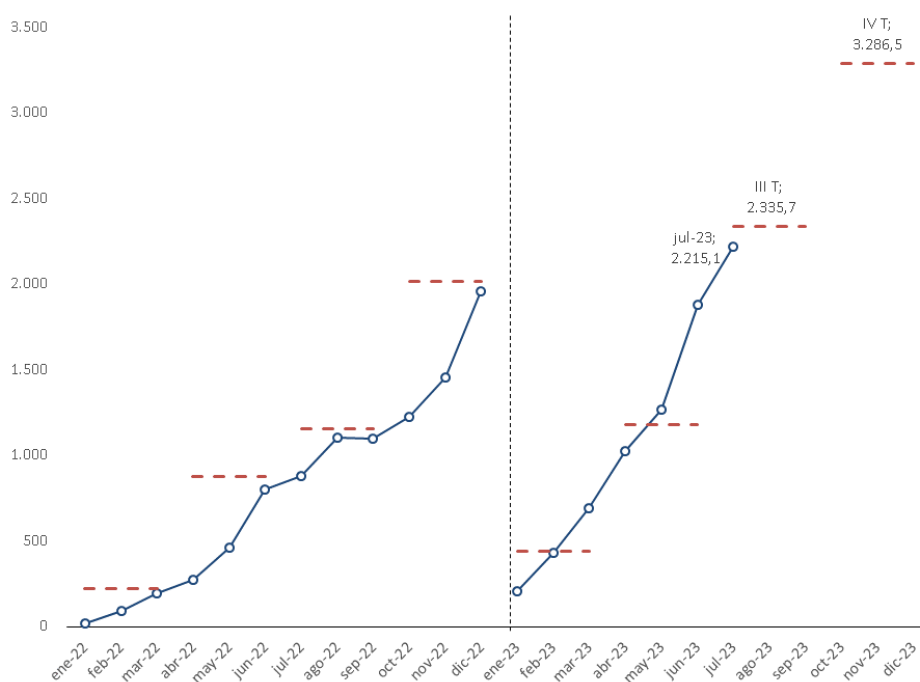
Dicho esto, valen destacar dos cosas. Por un lado, la meta de diciembre es de poco menos de ARS 1.300.000 millones (0,8% del PIB vs. 0,6% pautado originalmente), de modo que habría que devolver otros ARS 500.000 millones en lo que resta del año. Por el otro, casi ARS 1.000.000 millones del total emitido en 2023 fue para cancelar pagos de deuda en moneda extranjera -algo que no venía pasando-, de modo que, si bien incrementó la exposición del BCRA al Tesoro, ésta no tuvo efecto monetario.

Por el lado fiscal las cuentas son algo más exigentes, pero alcanzables: el margen de déficit primario para agosto y septiembre (el último dato publicado es el de julio) es de ARS 120.000 millones, de modo que habría que reducir a la mitad el rojo acumulado en iguales meses del año pasado (ARS 220.000 millones), lo que implica una contracción de 75% i.a. en términos reales.

Si bien la extensión del impuesto de PAIS a la compra de divisas para la importación de bienes (+7,5% de alícuota) puede haber mejorado los ingresos del Sector Público -por caso, su salto de 170% i.a. en términos reales explicó 3,4 p.p. de la suba de 4,5% i.a. de la recaudación total en agosto-, moderando los esfuerzos por el lado del gasto, las necesidades de ajuste continúan latentes.

Asumiendo que los ingresos se mantuvieran en términos reales durante agosto y septiembre respecto de igual mes de 2022 -algo optimista, dado que arrastran una caída mayor al 10% i.a. en lo que va del año, producto en buena medida del deterioro de las retenciones-, el gasto debería contraerse 4,2% i.a. en el bimestre para cumplir el objetivo. En sentido contrario, si esta variable se mantuviera inalterada en relación con agosto-septiembre de 2022, los ingresos deberían avanzar 2,7% i.a. en términos reales durante el período analizado para cumplir la meta. La extensión y generalización del impuesto PAIS podría ayudar a alcanzar este objetivo.

Gráfico II – Resultado fiscal primario, acumulado por año en ARS miles de millones. Fuente: BCRA y FMI.



Por último, está la meta de acumulación de reservas, la que parece la más difícil de alcanzar: en lo que resta de septiembre, el Banco Central debería sumar más de USD 4.000 millones para lograr este objetivo. Dado que en la revisión de agosto se flexibilizó el piso (pasó de USD +7.200 millones a USD -2.200 millones vs. diciembre de 2021), el efecto adverso de la sequía ya está contemplado en la misma. En consecuencia, aunque siempre es posible conseguir exenciones, ésta debería fundarse en otro aspecto.

Más relevante aún son las recientes dificultades de la autoridad monetaria para consolidar su poder de fuego. A pesar de haber comprado más de USD 1.500 millones en el mercado oficial desde mediados de agosto -es decir, desde la suba del A3500-, y de que el Fondo desembolsó USD 4.700 millones netos, esta variable creció USD 4.000 millones. La diferencia de USD 2.200 millones se explicaría en parte por la depreciación del yuan, compensada parcialmente por la suba del oro (neto de USD -100 millones entre ambos) y otros factores, entre los que sobresalen las intervenciones en el mercado cambiario paralelo.

A mediados de 2022, y ante una situación similar, la meta de acumulación de reservas se alcanzó a partir de la compra de más de USD 1.300 millones en la última semana de junio -récord histórico-, producto del virtual cierre de los pagos para importaciones, decisión que terminó provocando la aceleración inflacionaria de julio y agosto del año pasado.

Para cerrar, podemos decir que la meta monetaria parece alcanzable para el Sector Público, especialmente en un contexto de financiamiento neto positivo en el mercado de créditos, en tanto el objetivo fiscal todavía puede lograrse, especialmente considerando que las nuevas medidas impactarán plenamente en el resultado de octubre, noviembre y diciembre, mientras que los números de agosto y septiembre estarán ayudados por la extensión del impuesto PAIS y la cuarta edición del Programa de Incremento Exportador. El objetivo de reservas sí luce más complejo.

Precios: aceleración de la inflación en agosto

En agosto, la inflación fue de 12,4%, acelerándose 6,1 p.p. con relación a julio (+6,3%) y quedando 5,4 p.p. por encima del promedio de los primeros siete meses del año (+7,0%). De esta forma, la suba de precios acumuló 80,2% entre enero y agosto, promediando 7,6% mensual y 124,4% en los últimos doce meses (+7,0% de promedio mensual).

Cuadro I – Inflación por capítulos, contribución al agregado. Fuente: INDEC.

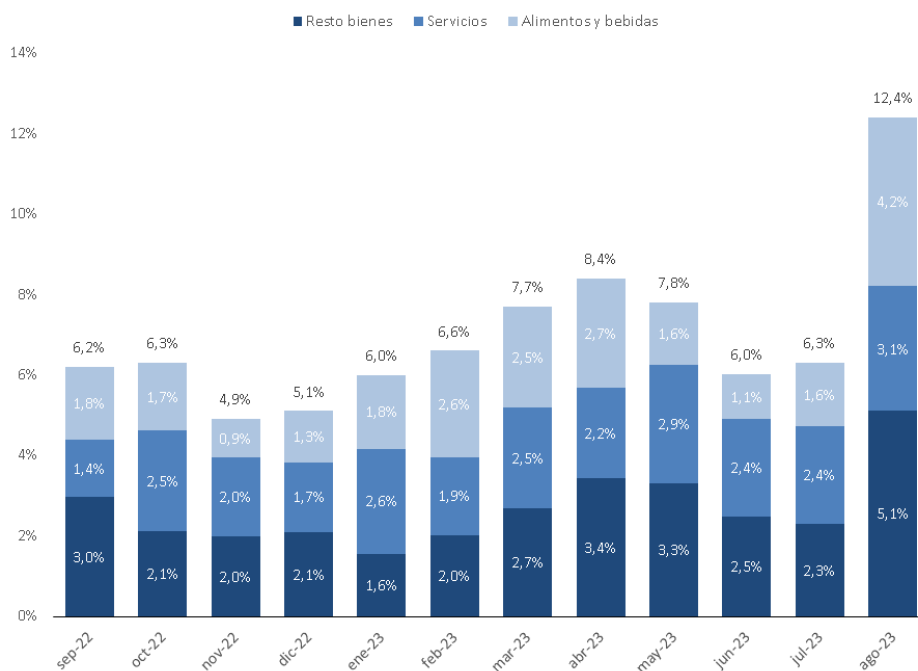
	Ponderación	Dato mensual		Incidencia (contribución al agregado)	
		Mensual	Interanual	Mensual	Interanual
Nivel general		12,4%	124,4%	12,4%	124,4%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	26,9%	15,6%	133,5%	4,2%	36,0%
Salud	8,0%	15,3%	127,8%	1,2%	10,2%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	6,4%	14,1%	125,0%	0,9%	8,0%
Restaurantes y hoteles	9,0%	12,4%	142,2%	1,1%	12,7%
Recreación y cultura	7,3%	11,6%	125,1%	0,8%	9,1%
Transporte	11,0%	10,5%	106,9%	1,2%	11,7%
Bienes y servicios varios	3,5%	9,4%	117,0%	0,3%	4,2%
Vivienda, agua y electricidad	9,4%	9,1%	119,2%	0,9%	11,2%
Prendas de vestir y calzado	9,9%	9,1%	108,9%	0,9%	10,8%
Educación	2,3%	8,7%	118,1%	0,2%	2,7%
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,5%	8,5%	123,6%	0,3%	4,3%
Comunicación	2,8%	4,5%	120,2%	0,1%	3,4%
Estacional	11,3%	10,7%	128,8%	1,2%	14,6%
Núcleo	67,9%	13,8%	125,3%	9,4%	85,1%
Regulados	20,8%	8,3%	116,6%	1,7%	24,2%
Bienes	66,1%	13,7%	125,5%	9,1%	83,0%
Servicios	34,0%	9,1%	120,8%	3,1%	41,0%

Las tres principales canastas se aceleraron en agosto: en tanto el IPC Núcleo creció 13,8% (+7,3 p.p. por encima de julio), Estacionales trepó 10,7% (+5,6 p.p.) y Regulados hizo lo propio en 8,3% (+1,6 p.p.). Como resultado, el primerio avanzó 83,5% en los primeros ocho meses del año, mientras que Estacionales y Regulados se ubican en 72,2% y 72,7%, respectivamente.

Los bienes subieron por encima de los servicios durante el mes pasado: +13,7% y +9,1%. La extensión del impuesto PAIS y la alícuota de 7,5% para la compra de divisas para la importación de los primeros establecida a fines de julio, si bien fue menor que la de los servicios (+25%), tuvo mayor relevancia sobre el IPC, dado su mayor grado de transabilidad, es decir, su mayor capacidad de ser exportados o importados. Asimismo, el movimiento cambiario de mediados de agosto (+22% en el A3500, también conocido como tipo de cambio oficial), tuvo un mayor efecto sobre estos rubros.

A nivel capítulos, Alimentos y bebidas no alcohólicas lideró las subas (+15,6%) explicando 4,2 p.p. del avance total, seguido por Salud (+15,3%,) y Equipamiento y mantenimiento del hogar (+14,1%). Por debajo del Nivel general quedaron Comunicación (+4,5%), Bebidas alcohólicas y tabaco (+8,5%, donde ya regía cierto tipo de cambio diferencial temporal para las ventas al exterior de vino y otras bebidas de producción regional) y Educación (+8,7%).

Gráfico I – Inflación por capítulos, contribución al agregado. Fuente: INDEC.



De esta forma, se observan los orígenes y fundamentos cambiarios de la suba de precios del mes pasado: la suba del tipo de cambio oficial, A3500, fue el principal motor de la suba de precios en un mes donde las tarifas, los salarios y las expectativas se movieron por debajo de éste. Este movimiento configura un carácter regresivo de la suba de precios, en tanto los capítulos de baja elasticidad ingreso -consumo “obligado” y transversal a todos los sectores sociales: alimentos, salud, etc.- lideran los avances.

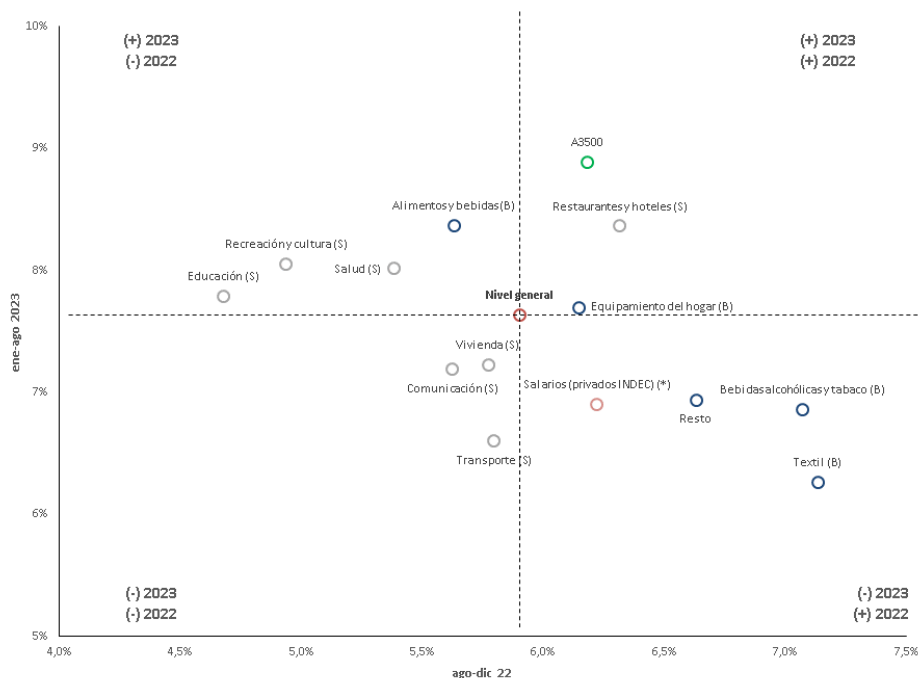
El dólar oficial avanzó poco más de 27% durante agosto, de modo que saltó 15 p.p. por encima del nivel general de precios y se depreció en términos reales. En sentido contrario, la tasa de interés de política monetaria cerró el mes en 118% nominal anual, equivalente a 9,8% efectivo mensual, por lo que fue negativa en términos reales (para quedar en terreno neutro debería ubicarse en torno de 150% de TNA).

Dicho esto, vale destacar que la inflación de agosto tiene un componente transitorio significativo, que no obstante podría repetirse en septiembre: el índice de precios al consumidor marca promedios mensuales, y la suba del dólar oficial fue el 14 de agosto, de modo que su efecto inflacionario deberá repartirse entre ambos meses -no así la extensión del impuesto PAIS-. Luego de esto, y con un mercado cambiario en calma, la tasa de inflación debería reducirse en el mediano plazo. En consecuencia, no es necesariamente deseable que el rendimiento de las colocaciones en pesos iguale a la suba de precios de agosto: se podría pagar un sobre costo en materia de actividad.

Por su parte, aunque todavía no tenemos datos de salarios, podemos pensar que éstos se contrajeron en términos reales durante el mes pasado: la aceleración no anticipada de la inflación (a modo de ejemplo, el Relevamiento de Expectativas de Mercado del Banco Central enviado el 31/07 arrojaba una mediana del 7,9% para el mes) motivó que las negociaciones paritarias y actualizaciones del mes se ubicaran por debajo de la inflación esperada.

Antes de cerrar, queríamos notar la dinámica del esquema de precios relativos del último año largo. Mientras que durante la segunda mitad del 2022 los “bienes no-esenciales” lideraron los avances, producto del cambio mencionado en el financiamiento a la compra de divisas para importar (ver **Primera sección**), Alimentos y bebidas encabezó las subas en 2023: la sequía primero y el *shock* cambiario después motivaron este desenlace. Asimismo, a lo largo de la primera parte de este año, los rubros de servicios privados y públicos -puntos grises del gráfico- dinamizaron al Nivel General, recomponiendo parte del espacio perdido durante la segunda parte del año pasado.

Gráfico II – Inflación por capítulos, promedio mensual. Eje horizontal: ago-dic 2022, eje vertical: ene-ago 23.
Fuente: INDEC.



La dinámica de la segunda parte de 2022 se corresponde con los procesos históricos de depreciación cambiaria, en donde los bienes crecen por encima de los servicios -con la excepción de Alimentos y bebidas-. La acumulación de deuda comercial y la mayor relevancia del tipo de cambio paralelo explicarían esta configuración. En la primera parte de este año, la recomposición de precios relativos en un contexto de sequía y menor oferta relativa del sector agropecuario, explican la secuencia.

Principales variables

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	%	jun-23	-0,2%	-4,4%	INDEC	26-sep-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	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
Resultado primario sin retenciones	% PIB, dif. i.a.	jul-23	-1,6%	0,2 p.p.	Hacienda	21-sep-23
Precios						
IPC Nacional	%	ago-23	12,4%	124,2%	INDEC	12-oct-23
IPC Núcleo, nacional	%	ago-23	13,8%	125,4%	INDEC	12-oct-23
Comercio exterior						
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
Balance cambiario						
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
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	14-sep-23	350,0		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	14-sep-23	1,6		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	14-sep-23	680,6		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	14-sep-23	3,0		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	14-sep-23	27.782		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	08-sep-23	9.536		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	08-sep-23	17.702		BCRA	Diaria
BIS	USD M	08-sep-23	3.122		BCRA	Diaria
Resto	USD M	08-sep-23	-2.578		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	13-sep-23	9,8%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	13-sep-23	9,3%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	14-sep-23	4,9	-7,1%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	14-sep-23	7,3	3,6%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	14-sep-23	500,2	-9,6%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	14-sep-23	283,3	-24,3%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	14-sep-23	494,3	-24,8%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	14-sep-23	90,2	4,3%	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.