

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Compras del Banco Central y crecimiento de la actividad y los salarios en julio**
- **Actividad y salarios: recuperación, julio y después**
- **Paquete de medidas: impacto fiscal y en actividad**

Editorial: Compras del Banco Central y crecimiento de la actividad y los salarios en julio

El Banco Central compró USD 10 millones esta semana, sumando USD 530 millones en septiembre y USD 1.650 millones desde mediados de agosto, fecha desde la cual cerró con saldo positivo en absolutamente todas las ruedas. Dicho esto, vale destacar que la posición de la última semana fue la menor desde las PASO: en tanto en la segunda mitad de agosto promedió compras por USD 375 millones semanales, este número se redujo a USD 200 millones en la primera parte de septiembre y a USD 115 millones la semana pasada, para cerrar en USD 10 millones esta.

En este punto, es importante remarcar que la caída del saldo comprador se explica por las mayores ventas a la “economía no agropecuaria”, ya que las liquidaciones de CIARA-CEC (Cámara de la Industria Aceitera y Cerealera de la República Argentina) vienen aumentando sistemáticamente desde entonces: éstas pasaron de USD 45 millones diarios entre el 14 y el 31 de agosto a USD 70 millones en las primeras tres semanas de septiembre y USD 105 millones en las últimas cinco ruedas. Por su parte, las operaciones con el resto de los sectores pasaron de USD +30 millones entre el 14/08 y el 31/08 a USD -35 millones entre el 01/09 y el 22/09 y USD -105 millones estos últimos cinco días.

En otro orden, las ventas de yuanes se redujeron esta semana, pasando de USD 90 millones en las primeras semanas de septiembre a USD 45 millones en las últimas cinco ruedas.

En julio, la economía creció 2,4% respecto de junio, quedando 0,6% por debajo de los niveles de marzo, es decir, antes que la sequía impactara de manera significativa en la producción. Más aún, al excluir al sector agropecuario del cálculo, se verifica que el agregado está en línea con los niveles de cierre del primer trimestre (-0,2%). A nivel desagregado, la composición sectorial sí varió en los últimos meses. Mientras que el resto de los sectores de bienes está casi 3% por debajo de los valores de marzo, los servicios están más de 1% por encima de entonces.

Por su parte, los salarios avanzaron 4,4% mensual en términos reales en julio (+11,0% nominal), explicando la recuperación de la economía real por el lado de la demanda. Con este avance, marcaron un pico para los últimos doce meses. A grandes rasgos, la recuperación puede explicarse por dos factores. En primer lugar, por una inflación esperada y guía para la mayoría de las actualizaciones que se quedó por debajo de la realizada. Según el Relevamiento de Expectativas de Mercado del Banco Central (REM) de junio -enviado el 30/06-, la inflación de julio estaría en torno de 7,5%. Sin embargo, la misma fue de 6,3%. En consecuencia, las actualizaciones sobreestimaron el número, jugando a favor de los perceptores de ingresos fijos. En segunda instancia, dado que el aumento nominal (+11%) superó largamente a la inflación esperada, es importante mencionar que, aun cuando las expectativas hubiesen sido correctas, también se habría verificado una recuperación.

Desde el sábado 01 de octubre no se podrán realizar anuncios de gobierno, producto de la veda electoral. Así, el bono de ARS 47.000 a pagar en dos cuotas a los trabajadores informales (alrededor de 2,5 millones de beneficiarios) y el aporte de ARS 20.000 en dos tramos para quienes cobran seguro de desempleo (alrededor de 65.000 personas) habrían sido las últimas dos medidas que lanzó el Poder Ejecutivo en el último mes y medio. Asimismo, esta semana se transformó en Ley la reforma del Impuesto a las Ganancias, llevando de 6,5 salarios mínimos a 16 el piso del Mínimo No Imponible.

Actividad y salarios: recuperación, julio y después

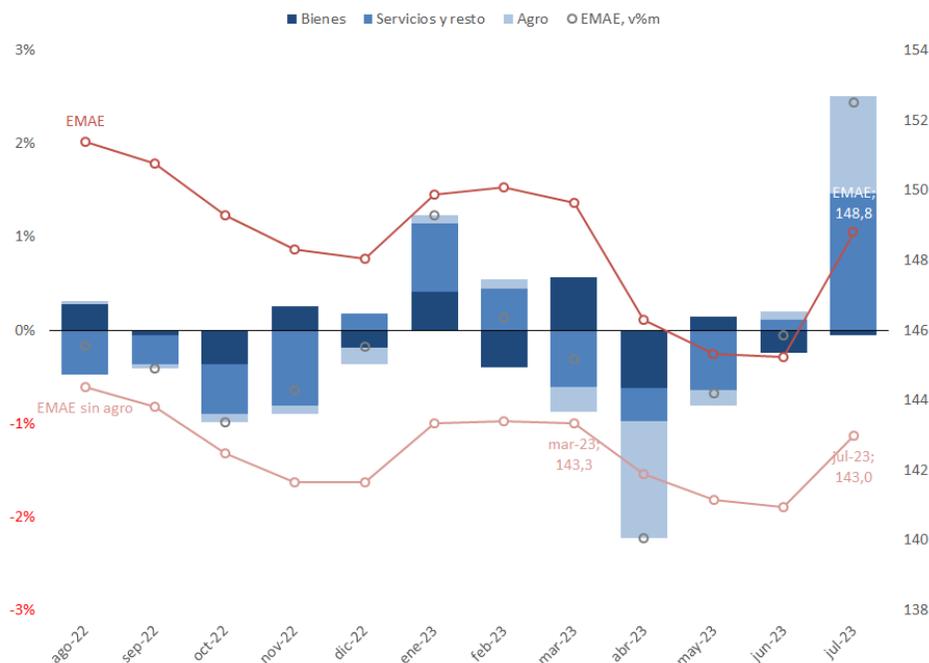
En julio, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) cayó 1,3% respecto de igual período del año pasado, acumulando así su cuarto mes en rojo. Más allá de la baja, sobresale que la de julio fue el retroceso de julio fue el menor desde abril, es decir, desde que la sequía afecta sensiblemente a la producción. De hecho, al excluir al sector agropecuario (-14,0% i.a.), el rojo se modera a 0,4% i.a., (vs. -0,9% i.a. de junio, por caso).

Por su parte, el resto de los bienes cayó 1,9% i.a., en tanto servicios e impuestos creció 0,8% i.a. moderando la retracción. Con relación a los primeros, el buen resultado de Minas y canteras (+7,1% i.a.), fue más que compensado por la caída de Industria (-3,7% i.a.), de mayor ponderación en el agregado, a la vez que la Construcción se mantuvo estable con relación a un año atrás (+0,1% i.a.). Por el lado de los servicios, sobresale el buen desempeño de Hoteles y restaurantes (+3,5% i.a.), Enseñanza (+2,5% i.a.) y Administración pública y defensa (+2,3% i.a.).

Ahora bien, en este contexto de alta volatilidad, los datos mensuales se vuelven más relevantes que los interanuales. En este sentido, resalta que la economía creció 2,4% en julio respecto de junio, quedando 0,6% por debajo de marzo, es decir, de los niveles pre-sequía. Más aún, excluyendo al sector agropecuario (-7,8% por debajo del cierre del primer trimestre), el resto de las ramas de actividad prácticamente recuperó el terreno que había cedido entre abril y junio, quedando solo 0,2% por debajo de marzo.

No obstante, la composición sectorial sí difiere respecto de unos meses atrás. Aun cuando el agregado se muestre casi en los mismos valores, se observa una dinámica heterogénea a nivel desagregado. Concretamente, excluyendo al agro, los bienes cayeron 3,5% desde entonces, mientras que los servicios avanzaron 0,7%. Al igual que en el dato interanual, la mala performance de Industria (-4,3% entre marzo y julio) es el principal factor explicativo de esta evolución. Asimismo, Construcción cayó 2,5% en el período, en tanto Minas y canteras creció 2,3%. Del lado de servicios, Hoteles y restaurantes lidera el crecimiento (+5,6%), acompañado de los mencionados Enseñanza y Administración Pública (+0,8% cada uno).

Gráfico I – EMAE, serie desestacionalizada. Variación mensual y niveles, contribución al crecimiento por sector. Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.



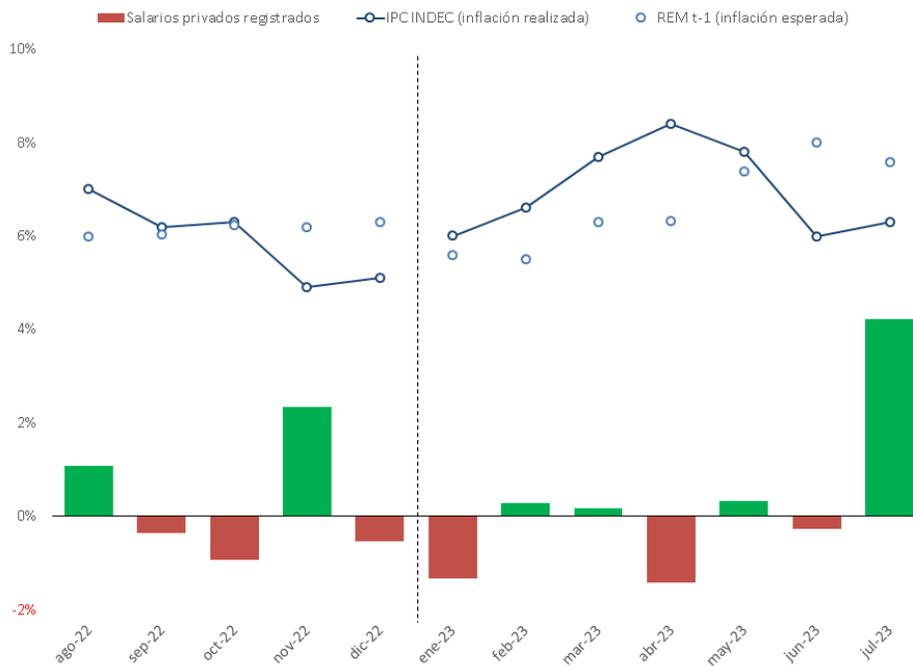
Las tensiones del sector externo, que llevaron a reforzar la administración de divisas y los controles sobre las compras al exterior de bienes, complicaron el desempeño de la industria, provocando la caída antes mencionada. En contraposición, entendemos que un tipo de cambio paralelo en niveles altos en términos históricos y de salarios alienta el consumo inmediato en detrimento del ahorro, fortaleciendo al sector de Hoteles y restaurantes. Asimismo, un “peso barato” para el turismo receptivo también ayuda a este rubro.

Con estos números y este patrón de configuración sectorial, podemos pensar que la demanda viene creciendo por encima de la oferta, principalmente de divisas, en los últimos meses. De esta forma, la actividad -incluso excluyendo al sector agropecuario y su *shock* exógeno- queda determinada por la variable de menor avance, es decir, por las decisiones restringidas de oferta.

En este punto, podemos conectar la evolución del EMAE con la de los ingresos: en julio, el índice de salarios de INDEC saltó 4,4% mensual en términos reales, llegando a su mayor nivel desde el arranque del año pasado. El buen desempeño estuvo explicado por los trabajadores públicos (+6,6% siempre en términos reales), seguido por los trabajadores privados registrados (+4,2%). Por su parte, los trabajadores no registrados tuvieron un desempeño algo más magro, creciendo “solo” 0,7%.

Tal como venimos afirmando desde hace algunos meses, entendemos que esta recuperación no se explicó solo por el poder de negociación de los trabajadores, sino por una inflación esperada que superó ampliamente a la realizada (+6,3%). Por caso, al comenzar julio, el último IPC publicado era el de mayo (+7,8%), a la vez que el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central cerrado el 30 de junio arrojaba una mediana de inflación de 7,6% para julio. Entendemos que ambos números sirvieron de guía para la actualización de contratos, mientras que los precios se movieron por debajo.

Gráfico II – Salario real privado registrado, variación mensual e inflación esperada y realizada. Fuente: INDEC y REM-BCRA.



Así las cosas, aun cuando una determinada negociación se hubiera cerrado “a la baja” *ex ante* (por caso, si lo hubiese hecho en +7%), habría terminado arrojando un alza *ex post*. Sin perjuicio de este análisis, vale destacar que el avance nominal de los salarios (+11,0% en el total; +10,8% para privados registrados) estaba muy por encima de la inflación esperada, de modo que la suba no fue solo “casualidad” o error de pronóstico.

Antes de cerrar, nos quedan dos puntos a desarrollar. En primer lugar, la conexión mencionada entre el patrón de crecimiento sectorial del EMAE y el del índice de salarios: en un contexto de política fiscal no expansiva (ver **segunda sección**) y monetaria mixta, el poder adquisitivo -y la creación de empleo- sostuvieron al consumo en un escenario de alta nominalidad. Asimismo, el mejor desempeño de los trabajadores registrados por sobre los empleados informales, típicamente de menores ingresos, explica, por parte de la demanda, por qué los servicios tuvieron una mejor *performance* que los bienes. Por el lado de la oferta, esta dinámica se explica por las mencionadas restricciones a la compra de divisas.

En segunda instancia, que poco de este análisis sirve para pensar la dinámica actual. Al cierre de julio, se extendió el impuesto PAIS a la compra de divisas para la importación de bienes (alícuota de 7,5%), a la vez que a mediados de agosto el tipo de cambio oficial aumentó más de 20%, llevando a i) la inflación a niveles más elevados que los anteriores y ii) por encima de las expectativas. En sentido contrario, la política fiscal empezó a adoptar un carácter más expansivo, intentando atenuar o revertir los efectos de esta dinámica sobre el nivel de actividad. En el siguiente apartado trataremos los distintos puntos que vienen a actualizar este análisis, a fin de pensar qué pasó y qué está pasando, para así intentar pensar qué pasará.

Paquete de medidas: impacto fiscal y en actividad

Entre enero y agosto de 2023, el gasto primario cayó 5,2% i.a. en términos reales. En un contexto donde el nivel de actividad se contrajo 1,8% i.a. entre enero y julio (último dato disponible), el Sector Público Nacional adoptó un carácter pro-cíclico: sus políticas fueron en línea con la dinámica de la actividad. No obstante, excluyendo al sector agropecuario, muy afectado por la sequía, las conclusiones se matizan: la economía creció 0,8% i.a. en igual período, más alentada por el consumo privado que por el gasto del Estado.

Ahora bien, esta dinámica cambió desde fines de agosto. Todavía sin datos del EMAE que permitan analizar la contra o la pro-ciclicidad de las nuevas políticas, distintos programas, refuerzos y bonos empezaron a darle un carácter más expansivo al Sector Público en las últimas semanas. Entre las novedades lanzadas desde el 27 de agosto, es decir, desde el fin de semana posterior a que llegara el anteúltimo desembolso del FMI pautado para este año, resaltan i) el programa de Compre sin IVA, ii) bonos de suma fija para trabajadores privados, públicos y jubilados, además de iii) la flexibilización del Mínimo no Imponible del Impuesto a las Ganancias, que lo llevó de 6,5 salarios mínimos a 15.

Conforme a nuestras estimaciones, estas medidas tendrían un costo fiscal de 1,6% del PIB, donde un cuarto (0,4% del PIB) se compensaría con la extensión y generalización del impuesto PAIS de julio (alícuota de 7,5% para la compra de divisas para la importación de bienes), en tanto el resto implicaría aumentos del déficit primario *ceteris paribus* los ingresos.

Como resultado, las medidas lanzadas en la segunda mitad del año tendrían un costo neto de 1,2% del PIB, a la vez que un impacto relevante en materia de actividad. Analizar a quiénes están beneficiando estas políticas nos permitirá pensar su impacto sobre la demanda. No obstante, en un contexto de restricciones a la oferta por el lado cambiario, corresponde complementar este análisis con la dinámica externa: sin financiamiento para importaciones se complicará que la mayor demanda se convierta en mayor producción.

En primer lugar, corresponde notar que la propensión marginal al consumo se mueve de manera inversa a los ingresos de una familia (y también a su riqueza, aunque podemos asumir que los sectores más desprotegidos de la sociedad viven “al día”, sin posibilidad de ahorrar). En contraposición, cuanto mayor es el ingreso de un hogar, mayor su capacidad de ahorro. Por ende, más allá de las motivaciones “morales” que puede tener ayudar a los sectores de menores recursos, también hay una racionalidad económica: a mayor propensión al consumo, mayor impacto en la demanda.

Cuadro I – Medidas pos PASO. Costo fiscal e impacto en actividad. Fuente: elaboración propia.

Medida	Impacto fiscal	Costo		Impacto en demanda	Propensión al consumo ¹	Aumento del consumo
		ARS MM	% PIB			
Compre sin IVA	Sep-Dic	1.205,0	0,7%	Oct	Alta	0,41%
Bono jubilados y pensionados (ARS 37.000)	Sep-Nov	581,4	0,3%	Oct	Alta	0,20%
Aumento MNI (ARS 1,77 M)	Nov-Dic	270,8	0,2%	Dic	Baja	0,02%
Bono trabajadores informales (ARS 47.000)	Oct-Nov	235,0	0,1%	Nov	Media	0,04%
Suma fija privados (ARS 30.000)	Sep-Oct	178,7	0,1%	Oct	Media	0,03%
Refuerzo Tarjeta Alimentar (+60%)	Sep-Oct	104,6	0,1%	Oct	Alta	0,04%
Bono PAMI (ARS 15.000)	Sep-Oct	103,5	0,1%	Oct	Alta	0,04%
Rebaja retenciones	Sep	100,0	0,1%	Sep	Baja	0,01%
Prórroga Aportes e IVA Autónomos	Sep-Dic	73,5	0,0%	Oct	Media	0,01%
Suma fija públicos (ARS 30.000)	Sep-Oct	27,2	0,0%	Oct	Media	0,00%
Refuerzo Potenciar trabajo (ARS 10.000)	Sep-Oct	26,0	0,0%	Oct	Alta	0,01%
Suma fija casas particulares (ARS 12.500)	Sep-Oct	11,6	0,0%	Oct	Alta	0,00%
Diferimiento monotributo	Sep-Feb	10,4	0,0%	Oct	Media	0,00%
Bono desempleados (ARS 10.000)	Sep-Oct	1,3	0,0%	Oct	Alta	0,00%
Total aumento del gasto	Sep-Dic	2.855,5	1,6%			0,80%
Aumento impuesto PAIS	Ago-Dic	-748,4	-0,4%			
Total impacto fiscal	Sep-Dic	2.107,1	1,2%			

¹ Propensión al consumo: 60% alto, 30% medio, 10% bajo. PIB Nominal: ARS 177.000 MM.

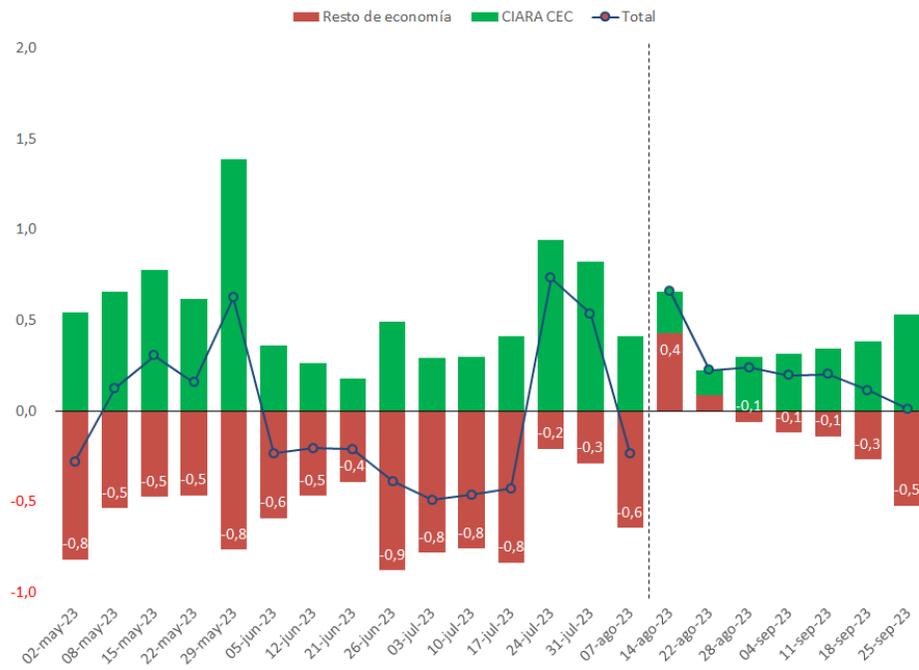
En este marco, entendemos que, a pesar de que el aumento del Mínimo No Imponible del impuesto a las Ganancias tiene un costo fiscal mayor al bono de los trabajadores informales, por ejemplo, su efecto sobre el consumo es menor. Asumiendo que la propensión al consumo de los sectores bajos es del 60%, del 30% para los medios y del 10% para los altos -en este caso, vale destacar que son “ingresos adicionales no esperados *ex ante* y percibidos como transitorios”, de modo que tiene sentido pensar que se vuelcan en menor medida que los ingresos corrientes y permanentes al consumo-, el impacto del paquete de medidas sobre la demanda sería de 0,8% del PIB.

En un escenario de restricciones a la compra de divisas para la importación de bienes y servicios, pueden abrirse brechas permanentes entre la demanda y la oferta: el límite para el crecimiento no proviene del ingreso de las familias o la voluntad de inversión de las empresas, sino de la escasez de moneda extranjera que trava algunas importaciones y procesos productivos.

De hecho, algo de esto se verifica desde la segunda mitad de agosto. Mientras que en junio y julio la venta de divisas a la economía no agro (compra neta de divisas BCRA menos liquidaciones de CIARA-CEC, cámara que nuclea a las empresas del rubro cerealero y oleaginoso) promedió USD 600 millones semanales, y USD 500 millones en las primeras dos semanas de agosto, la autoridad monetaria le compró (cambio de signo) USD +200 millones promedio por semana a la economía no-agro, a la vez que vendió menos de USD -300 millones semanales en septiembre.

En consecuencia, aun cuando las recientes medidas impulsen los ingresos de las familias y su demanda, si la oferta de divisas “no acompaña”, la actividad podría permanecer estancada o tener un comportamiento asimétrico entre sectores con altas necesidades de divisas -típicamente bienes- y sectores con bajas necesidades -servicios-. Por lo tanto, esperamos que el impacto de las medidas sobre la economía real sea menor al 0,8% del PIB comentado más arriba.

Gráfico I – Compra neta de divisas BCRA. En USD miles de millones. Fuente: BCRA, prensa y CIARA-CEC.



No obstante, este no es el único camino posible. De hecho, este escenario se viene verificando en los últimos meses y la variable que viene ajustando es el *stock* de deuda de las empresas, especialmente firmas multinacionales con sus casas matrices. En consecuencia, es probable que la caída de la compra de divisas para importar bienes sea mayor que la de las importaciones de Aduana, moderando el efecto de esta restricción sobre el nivel de actividad -profundizando en cambio sus efectos sobre la nominalidad y las hojas de balance de las empresas-.

Concretamente, según los números de ICA-INDEC, las importaciones cayeron 12,4% i.a. en agosto, muy afectadas por energía (explicaron 9,3 p.p. del total; sin ellas el retroceso fue de 3,8% i.a.), en tanto la compra de divisas para la importación de bienes se redujo casi 90% i.a. En el acumulado ocho meses, estos porcentajes son de -10,8% i.a. para las importaciones (y -3,6% i.a. si excluimos energía) y de 33,8% i.a. para la compra de divisas para importar bienes.

Por lo tanto, las fuentes de financiamiento propias -divisas ahorradas, compradas en los mercados financieros o endeudamiento en moneda extranjera- vienen atenuando el impacto de las restricciones cambiarias sobre la economía real, *so pena* de incrementar los pasivos del sector privado, muchas veces en monedas diferentes a las que tienen ingresos. De esta forma, se moderan los efectos de corto plazo sobre la producción, pero se extiende el riesgo de descalce de moneda ante una eventual devaluación del tipo de cambio oficial.

Principales variables

Variable	Unidad de medida	Último dato	Mensual o Trimestral	Interanual o acumulado doce meses	Fuente	Fecha próxima publicación
Actividad						
PIB	%	II-23	-2,8%	-4,9%	INDEC	15-dic-23
EMAE	%	jul-23	2,4%	-1,3%	INDEC	24-oct-23
Salarios						
Salarios nominales INDEC	%	jul-23	11,0%	119,5%	INDEC	26-oct-23
Salarios reales INDEC	%	jul-23	4,4%	3,4%	INDEC	26-oct-23
Fiscal						
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	ago-23	9,9%	-0,9 p.p.	Hacienda	20-oct-23
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	ago-23	11,2%	-0,8 p.p.	Hacienda	20-oct-23
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	ago-23	-1,3%	-0,1 p.p.	Hacienda	20-oct-23
<i>Resultado primario sin retenciones</i>	% PIB, dif. i.a.	ago-23	-1,7%	0,5 p.p.	Hacienda	20-oct-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	ago-23	5.854	73.999	INDEC	20-oct-23
Importaciones (INDEC)	USD M	ago-23	6.865	75.425	INDEC	20-oct-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	ago-23	-1.011	-1.426	INDEC	20-oct-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	28-sep-23	350,0		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	28-sep-23	1,4		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	28-sep-23	732,4		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	28-sep-23	2,9		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	28-sep-23	27.061		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	22-sep-23	9.450		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	22-sep-23	17.811		BCRA	Diaria
BIS	USD M	22-sep-23	3.157		BCRA	Diaria
Resto	USD M	22-sep-23	-3.357		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	27-sep-23	9,8%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	27-sep-23	9,3%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	28-sep-23	5,0	-3,9%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	28-sep-23	7,3	3,9%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	28-sep-23	472,1	-11,8%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	28-sep-23	267,8	-25,1%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	28-sep-23	478,9	-33,1%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	28-sep-23	91,7	6,5%	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.