

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Ventas del Banco Central, futuros ROFEX e IPC de septiembre**
- **Resultado fiscal y reservas: Argentina y la región**
- **Precios: aceleración de la inflación en septiembre**

Editorial: Ventas del Banco Central, futuros ROFEX e IPC de septiembre

El Banco Central vendió USD 540 millones en la segunda semana de octubre, incrementando sus ventas respecto de la semana pasada (USD -180 millones). Este número obedeció principalmente al aumento de las compras de la “economía no agropecuaria” (USD 180 millones promedio diario, más que duplicando los USD 80 millones de la primera semana de octubre), en tanto la liquidación de CIARA-CEC (Cámara de la Industria Aceitera, Oleaginosa y de Exportadores de Cereales de la República Argentina) pasó de USD 45 millones a USD 40 millones, explicando el resto de la baja.

Por su parte, las reservas brutas cayeron USD 490 millones entre lunes y miércoles -sin datos del jueves al cierre de este informe-, pasando de USD 26.260 millones el 06/10 a USD 25.770 millones el 11/10.

Las tensiones cambiarias de la semana se explican por un comportamiento de cobertura típico de los escenarios pre-electorales. El dólar MEP AL30 avanzó 6,5% entre lunes y jueves, cerrando en torno de 870 ARS/USD, mientras que el Contado con Liquidación (CCL) GD30 trepó 9,5%, ubicándose en 965 ARS/USD. De esta forma, estas cotizaciones treparon 58,3% y 61,9% desde las elecciones primarias de agosto, en tanto el A3500 avanzó 21,8% y el CER 18,5%.

La volatilidad también se observó en el mercado de futuros, con incrementos en los precios de los contratos de fin de año, al tiempo que se registró un avance en el interés abierto, que alcanzó los USD 4.300 millones entre ROFEX y MAE.

En otro orden, la AFIP llevó de 5% a 25% la percepción de Bienes Personales a los consumos en moneda extranjera con tarjeta de crédito y débito, superen o no los USD 300 mensuales este martes. Así, este tipo de cambio pasó de 660 ARS/USD a 730 ARS/USD. Por su parte, el Ministerio de Economía lanzó una nueva edición del Programa de Incremento Exportador, en esta oportunidad para el sector minero -oro, plata y litio- y automotriz. Este régimen, vigente hasta el viernes 20 de octubre, permite la libre disponibilidad del 25% de las divisas que se liquiden por las exportaciones de estos bienes. Considerando el CCL mencionado más arriba, esto arrojaría un tipo de cambio de 500 ARS/USD. Por último, la Comisión Nacional de Valores limitó esta semana la venta de títulos en moneda extranjera para clientes radicados en el exterior, sumando esta política a la extensión del *parking* de dos a cinco días hábiles para la operatoria de CCL del viernes pasado.

Por último, en lo que a las cuestiones cambiarias refiere, el miércoles que viene (18/10) se habilitaría el uso del segundo tramo del *swap* entre el Banco Central y el Banco Popular de China por USD 5.700 millones, lo que incrementaría la capacidad de intervención de nuestra autoridad monetaria en el corto plazo. Entre junio y agosto, el BCRA vendió USD 2.800 millones de yuanes en el mercado de cambios, a los que corresponde sumar los USD 1.920 millones netos usados para cancelar deuda con el FMI y acreedores privados, entre otros. Desde la semana próxima, este intercambio de monedas volvería a incrementar la liquidez en divisas del BCRA.

En septiembre, la inflación fue de 12,7%, acelerándose 0,3 p.p. respecto del dato del mes anterior como consecuencia del efecto arrastre de agosto, dado que según la información publicada por el Ministerio de Economía la inflación se ubicó en el 1,3% en la última semana del mes. La inflación de septiembre se explica por el mayor avance de Estacionales, que pasó de +10,4% en agosto a 14,7% el mes pasado, en tanto Regulados permaneció en 8,3% y el IPC Núcleo se desaceleró 0,4 p.p., al caer de 13,8% a 13,4%. De esta forma, la suba de precios acumuló 103,0% en los primeros nueve meses del año (+8,2% mensualizado) y 137,9% en los últimos doce (+7,5% mensualizado).

Resultado fiscal y reservas: Argentina y la región

“La Argentina tiene un déficit fiscal insostenible”. Una de las ideas más difundidas en nuestro país es que el desequilibrio de nuestras cuentas públicas es tan alto como perjudicial para nuestro desarrollo. Ahora bien, comparando con la región (Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay) los resultados se matizan. Por caso, en 2022, Bolivia y Colombia tuvieron peores resultados que la Argentina. Más aún, en 2021, el rojo primario promedio de la región fue 3,1% del PIB, 0,6 p.p. por encima de nuestro país (-2,5%).

Dicho esto, vale destacar que i) nuestro país tuvo la peor *performance* de la región en materia de crecimiento en los últimos diez años -entre 2013 y 2023, nuestro PIB permaneció estancado, contra un promedio de +2% anual de los demás países- y ii) la mayor tasa de inflación. De estos lineamientos, se desprenden dos cosas: la economía argentina sufrió más que otras similares en los últimos años y la cuestión fiscal, al menos en el pasado reciente, no pareciera ser la única causa.

Gráfico I – Déficit fiscal como % del PIB y crecimiento interanual precios constantes. Líneas Argentina, puntos promedio región. Fuente: FMI.



En el gráfico se puede ver cómo nuestro país la tendencia de déficit fiscal primario fue similar a la del resto de la región entre 2013 y 2018 -aunque con un mayor rojo en términos del PIB, producto de un punto de partida más deficitario-, una política más austera en 2019, 2020 y 2021, y algo mayor de flexibilidad en 2022 y 2023, pero con una brecha menor que la de los primeros años.

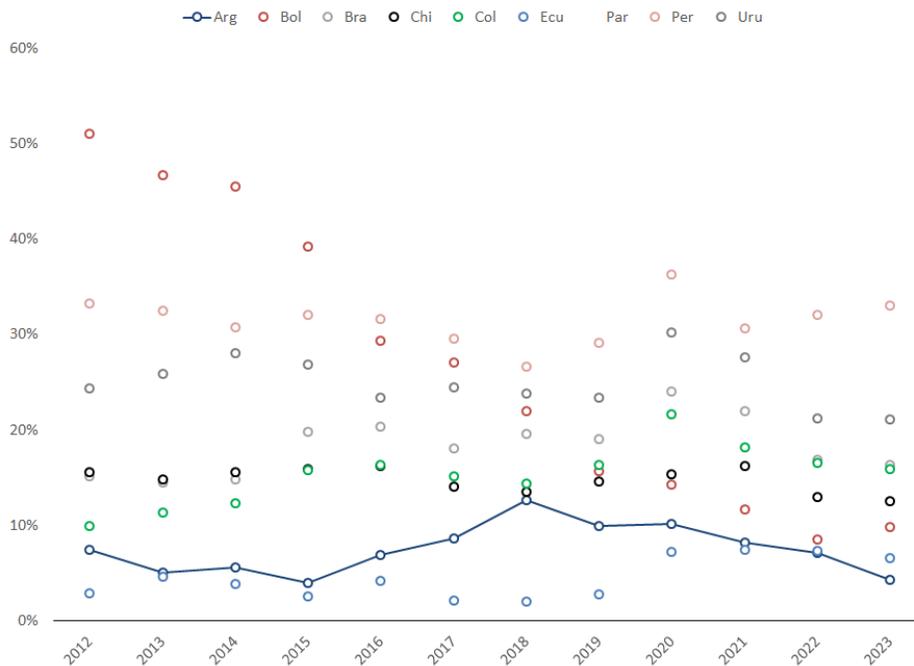
En cambio, de las series de actividad se deduce un desempeño tanto más débil como volátil: el PIB promedio de la región creció 30% en el acumulado de la última década contra el estancamiento de nuestro país. Peor aún, si llevamos el punto de comparación a 2019 se verifica una caída de 3,8% contra un avance de 14,0% entre puntas (-0,5% de promedio anual vs. +1,9%). Por lo tanto, algo tiene que explicar la diferencia entre dinámicas.

Al comparar el *stock* de reservas sí se observa una tendencia y un nivel diferenciados -corregido por el Producto en dólares-, en donde nuestro país muestra peores números. En tanto el promedio de reservas/PIB de la región ronda el 20%, con una evolución levemente decreciente, el pico de la Argentina fue en 2018, cuando llegó a 12,6%, impulsado por los desembolsos del FMI que todavía no exigían repago, y un piso de 4% en 2015 y 2023.

A la vez, la evolución muestra tres períodos: una etapa declinante entre 2012 y 2015, cuando los pagos de deuda en moneda extranjera afectaron esta variable, otra que va de 2016 a 2018, cuando el endeudamiento externo del sector público y privado fortalecieron momentáneamente a este *stock* y un tercero de 2019 a 2023 con una contracción marcada, aun en un escenario de mejora de los términos de intercambio, producto i) del desendeudamiento del sector privado primero y ii) la sequía y su impacto sobre las exportaciones después.

Así, nuestra primera hipótesis es que el principal factor explicativo de la *peor* performance nominal y real de nuestro país con relación a la región es el sector externo, comenzando por sus *stocks*.

Gráfico II – Reservas como % del PIB, cada punto es un país de la región, la línea es Argentina. Fuente: FMI.

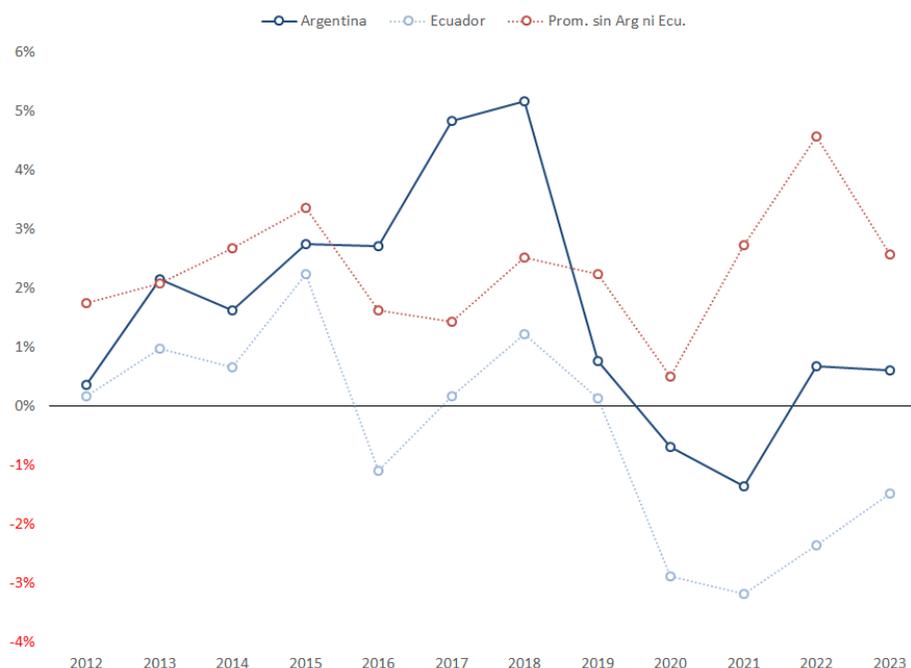


Llegado este punto, vale relativizar las ideas de la primera parte: el margen fiscal se acota con la menor solvencia externa. Con peores indicadores de Reservas, el Banco Central tiene menores capacidades para contrarrestar el eventual desequilibrio monetario que puede provocar un sector público deficitario financiado con expansión de la liquidez. Por lo tanto, aun cuando nuestros indicadores fiscales actuales sean “similares” a los de los demás países, nuestra escasez de divisas complica la situación.

Hasta acá, el análisis comparó dos flujos -déficit fiscal y PIB- con un *stock* -reservas-, dando la idea de que la causalidad va del segundo al primero. Ahora bien, las cuentas externas tienen también un flujo relevante: la cuenta corriente, es decir, los intercambios de bienes, servicios y rentas -pagos de intereses y giros de utilidades y dividendos- entre residentes y no residentes. Veamos qué dice esta variable: un país sin reservas, pero con un resultado de cuenta corriente positivo podría compensar un mal desempeño pasado con otro futuro mejor.

En el siguiente gráfico, se observa que el rojo de la región fue mayor que el de la Argentina, a excepción de 2016-2018. Si bien este análisis debería incluir otras variables como términos de intercambio, niveles de actividad e importaciones, es relevante el interrogante por la causalidad. Las mayores reservas permiten tener un mayor déficit de cuenta corriente y fiscal, dado que estos se perciben como financiables o sostenibles, producto de las mayores opciones para responder a los desequilibrios reservas, o al revés, nuestra mala *performance* de crecimiento reduce nuestra demanda de importaciones, fortaleciendo nuestro saldo externo, pero, producto de las tensiones inflacionarias y los problemas del peso para convertirse en reserva de valor, este mayor saldo externo no se traduce en mayores reservas.

Gráfico III – Déficit de cuenta corriente (superávits del lado negativo) como % del PIB. Fuente: FMI.



Según nuestra lectura, las reservas pueden pensarse como un *buffer* que da mayor flexibilidad a las cuentas públicas y externas, atenuando los riesgos de adoptar políticas expansivas ante escenarios adversos. En contraposición, aun cuando nuestro país tenga un desequilibrio fiscal “similar” al de la región, el menor *buffer* nos provoca mayores tensiones. Por lo tanto, la causalidad sería de ida y vuelta: las menores reservas reducen el margen fiscal, y el déficit fiscal en un contexto de bajas reservas genera tensiones nominales y reales.

En la última década, nuestro país tuvo i) un peor desempeño que la región en materia de actividad e inflación, ii) aun cuando tuvo un resultado fiscal “levemente” peor. Sin embargo, considerando iii) el menor stock de reservas, iv) los desequilibrios monetarios que puede producir este rojo fiscal, además de las menores tensiones actuales y futuras que genera la menor solvencia externa -básicamente, menor flexibilidad para contrarrestar *shocks*- v) tienen mayores impactos.

De cara al mediano plazo, lo ideal entonces sería recomponer las cuentas externas como condición necesaria para estabilizar primero y retomar la senda de crecimiento después. Caso contrario, solo con orden de las cuentas públicas, las tensiones externas permanecerán vigentes. Solo con las reservas no se puede: sin las reservas no alcanza.

Precios: aceleración de la inflación en septiembre

En septiembre, la inflación fue de 12,7%, acelerándose 0,3 p.p. respecto de agosto. Esta dinámica se explica por el mayor avance de Estacionales, que pasó de +10,4% en agosto a 14,7% el mes pasado, en tanto Regulados permaneció en 8,3% y el IPC Núcleo se desaceleró 0,4 p.p., al caer de 13,8% a 13,4%. De esta forma, la suba de precios acumuló 103,0% en los primeros nueve meses del año (+8,2% mensualizado) y 137,9% en los últimos doce (+7,5% mensualizado).

A nivel capítulos, el índice estuvo liderado por Prendas de Vestir y Calzado (+15,7%), seguido por Recreación y Cultura (+15,1%) y Alimentos y Bebidas (+14,3%). En el otro extremo, Educación (+8,1%), Vivienda, agua y electricidad (+8,5%) y Salud (+9,5%) quedaron algo más rezagados. De esta configuración se desprende que los Bienes crecieron por encima de los Servicios durante el mes pasado (+13,5% y +10,5%, respectivamente).

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

	Ponderación	Dato mensual		Incidencia (contribución al agregado)	
		Mensual	Interanual	Mensual	Interanual
Nivel general		12,7%	138,3%	12,7%	138,3%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	26,9%	14,3%	150,1%	3,9%	40,4%
Salud	8,0%	9,5%	139,1%	0,8%	11,2%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	6,4%	12,7%	139,0%	0,8%	8,8%
Restaurantes y hoteles	9,0%	13,2%	161,6%	1,2%	14,5%
Recreación y cultura	7,3%	15,1%	146,3%	1,1%	10,6%
Transporte	11,0%	10,8%	116,8%	1,2%	12,8%
Bienes y servicios varios	3,5%	11,7%	126,9%	0,4%	4,5%
Vivienda, agua y electricidad	9,4%	8,5%	130,6%	0,8%	12,3%
Prendas de vestir y calzado	9,9%	15,7%	118,6%	1,6%	11,7%
Educación	2,3%	8,1%	127,6%	0,2%	2,9%
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,5%	11,5%	127,9%	0,4%	4,5%
Comunicación	2,8%	9,6%	135,5%	0,3%	3,8%
Estacional	11,3%	14,7%	134,9%	1,7%	15,3%
Núcleo	67,9%	13,4%	142,2%	9,1%	96,6%
Regulados	20,8%	8,3%	124,4%	1,7%	25,8%
Bienes	66,1%	13,5%	139,3%	8,9%	92,1%
Servicios	34,0%	10,5%	134,3%	3,6%	45,6%

En este sentido, sobresale que los Bienes acumulan un alza de 139,3% en los últimos doce meses, 3 p.p. por encima de los Servicios (+134,3%). A contramano, esta diferencia era sensiblemente menor en julio -es decir, antes de la extensión del impuesto PAIS y el incremento del dólar-, cuando los primeros acumulaban un alza de 111,8% en los últimos doce meses, 3 p.p. más que los segundos (+108,8%).

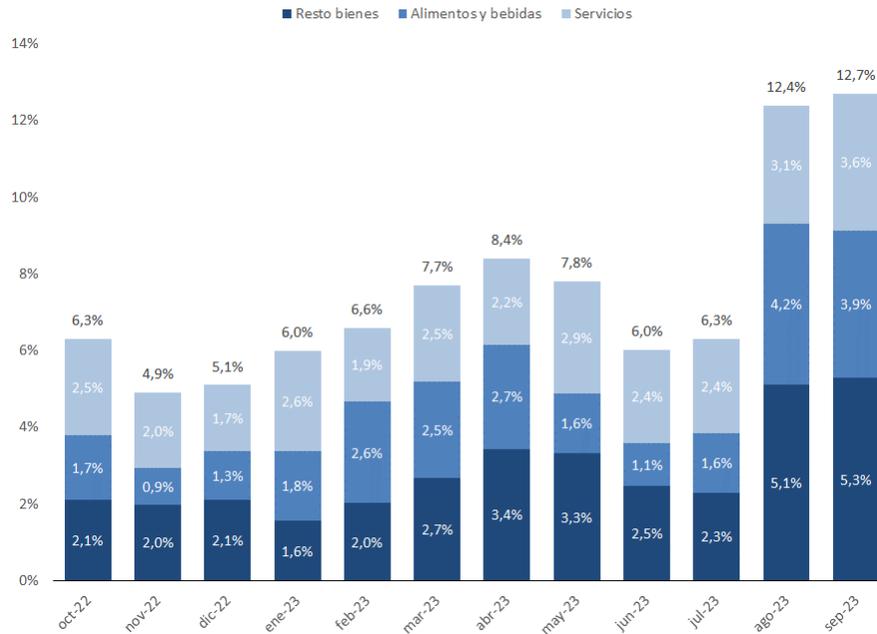
Como se observa en el siguiente gráfico, los bienes en general y alimentos y bebidas en particular motorizaron la aceleración de la inflación de agosto y septiembre. Por caso, en comparación con julio, Alimentos y bebidas no alcohólicas aportó 2,3 p.p. más al agregado (pasó de +5,8% a nivel capítulo al +14,3% mencionado), en tanto los demás bienes aumentaron su contribución en 3,0 p.p. (+5,8% vs. 13,5%). En contraposición, los servicios pasaron de explicar 2,4% de la suba general en julio a 3,6% en septiembre (+1,2 p.p.), dado que esta canasta pasó de subir 7,2% mensual a 10,5%.

De esta dinámica se desprende que la inflación seguirá alta, incluso luego de que se descompriman las tensiones cambiarias: el *set* de precios tenderá a acomodarse -aun cuando no recupere todo el impacto de la depreciación cambiaria- en los próximos meses, retornando, al menos en parte, a los niveles pre-devaluación. Esto se conoce como impacto de segunda ronda.

A modo de ejemplo, a principios de año, la sequía, un shock real que provocaba una escasez relativa de oferta de Alimentos, había impulsado a este capítulo: entre enero y abril, éstos treparon 41,1% contra 28,6% del resto del índice.

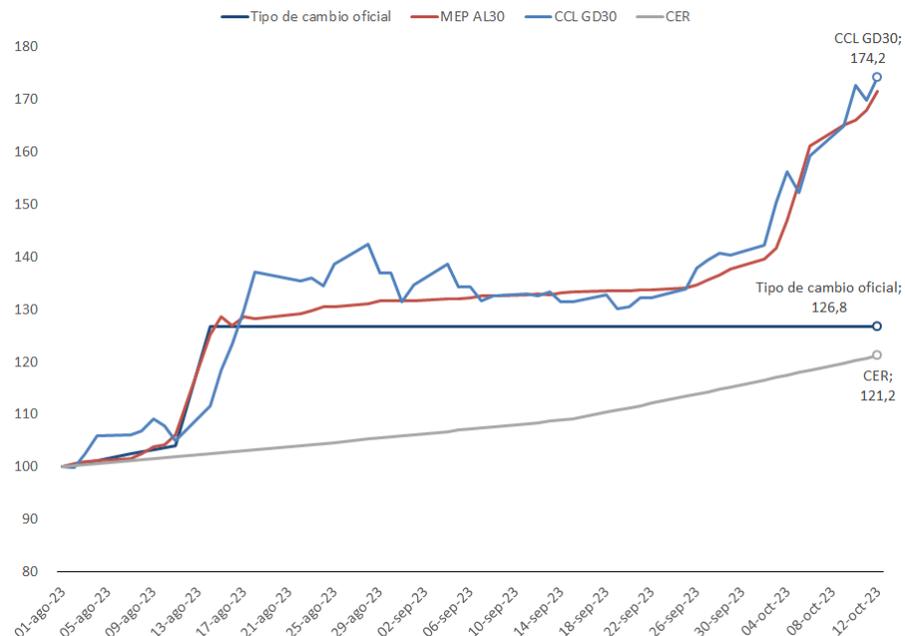
En cambio, entre mayo y julio, sin que mediara algún episodio particular, la dinámica se revirtió: Alimentos y bebidas no alcohólicas avanzó 16,5% contra un incremento de 23,3% del resto de los capítulos. Como resultado, la diferencia en el acumulado anual entre ambos índices se redujo de 12,5 p.p. a 5,9 p.p., otra vez producto de la resistencia de los precios relativos a cambiar de manera sostenida ante un movimiento transitorio.

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



En lo que a precios relativos refiere vale destacar que la inflación quedó por encima de la tasa de interés de política monetaria durante el mes pasado (+9,8% de tasa efectiva mensual) y el tipo de cambio A3500, que se mantuvo en 350 ARS/USD durante el mes pasado, a la vez que aumentó 8,6% en el promedio mensual, dado que la primera mitad de agosto se había ubicado por debajo de los niveles actuales -metodológicamente, esta última comparación es más “correcta”, dado que el IPC es el promedio de los precios del mes y no su variación entre puntas-. El IPC también se movió por encima de los tipos de cambio paralelos en septiembre. No obstante, esta secuencia se revierte al incluir la segunda mita de agosto y la primera de octubre en el análisis: el A3500 avanzó 21,8% entre el 11/08 y el 21/09, el MEP 61,7%, el CCL 66,0% y el índice CER avanzó 19,0%.

Gráfico II – Tipo de cambio oficial, MEP AL30 y CCL GD30, base 100=01/08/23. Fuente: BCRA y Bloomberg.



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	%	sep-23	12,7%	137,9%	INDEC	13-nov-23
IPC Núcleo, nacional	%	sep-23	13,4%	142,3%	INDEC	13-nov-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	ago-23	1.292	15.689	BCRA	27-oct-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	ago-23	-1.664	-16.645	BCRA	27-oct-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	ago-23	4.411	-7.730	BCRA	27-oct-23
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	11-oct-23	350,0		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	11-oct-23	1,3		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	11-oct-23	854,8		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	11-oct-23	3,3		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	11-oct-23	27.061		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	05-oct-23	9.546		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	05-oct-23	17.813		BCRA	Diaria
BIS	USD M	05-oct-23	3.138		BCRA	Diaria
Resto	USD M	05-oct-23	-3.436		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	10-oct-23	9,8%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	10-oct-23	9,3%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	11-oct-23	5,1	-4,0%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	11-oct-23	7,3	1,4%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	11-oct-23	462,2	-8,8%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	11-oct-23	267,8	-29,0%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	11-oct-23	460,9	-31,7%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	11-oct-23	84,0	-1,5%	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.