

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Compras del Banco Central y crecimiento de la actividad en agosto**
- **Actividad: crecimiento desestacionalizado en agosto**
- **Fiscal: menos lluvia, menos retenciones, menos gasto: ¿de dólares a pesos?**

Editorial: Compras del Banco Central y crecimiento de la actividad en agosto

El Banco Central compró USD 400 millones esta semana, revirtiendo la posición vendedora de las primeras tres semanas de octubre (USD -860 millones en total, USD -285 millones promedio semanal). Esta recuperación se explica tanto por una mayor liquidación del sector agropecuario, que pasó de USD +20 millones la semana pasada a USD +25 millones en la actual, como al incremento de la oferta del resto de la economía, que trepó de USD -50 millones promedio diario a USD +47,5 millones. De esta manera, las compras de la autoridad monetaria acumulan USD +1.160 millones desde mediados de agosto.

En otro orden, corresponde destacar que esta semana se lanzó el Programa de Fomento Exportador: un programa que exige de liquidar en el mercado oficial de cambios al 30% de las divisas provenientes de exportaciones de bienes y servicios, vigente hasta el próximo 23 de noviembre. De esta forma, asumiendo que los dólares de “libre disponibilidad” se ofrecen en el mercado financiero, al tipo de cambio del contado con liquidación (875 ARS/USD), el exportador recibiría 510 ARS por cada dólar vendido. En este sentido, sobresale que el CCL cayó más de 15% en la última semana -había cerrado en torno de 1.050 ARS/USD el pasado viernes-, es decir, desde que se puso en marcha la medida. Por su parte, el dólar MEP se contrajo 4,4% esta semana, ubicándose alrededor de 860 ARS/USD. Como resultado, la brecha pasó de la zona de 200% y 160%, respectivamente, a la de 150% en ambos casos.

Por su parte, las reservas brutas cerraron en USD 24.550 millones el jueves 26 de octubre, sin datos del viernes al cierre del informe. Así, sumaron poco más de USD 10 millones con relación al viernes 20 de octubre. De éstos, USD +365 millones se explican por las compras netas en el mercado -el dato de inicio del informe incluye la rueda del viernes, excluida acá- y alrededor de USD -500 millones por las operaciones de efectivo mínimo con los bancos comerciales, necesidades del sector público y pagos a organismos multilaterales de crédito, en tanto el aporte por cambio de cotización del oro y el yuan fue despreciable. Como resultado, el monto pendiente de explicación -en donde se incluyen las intervenciones en los mercados cambiarios paralelos- no pareciera ser significativo esta semana.

Antes de cerrar con la cuestión cambiaria, vale destacar que las operaciones con Yuanes en el segmento comercial no sufrieron grandes variaciones esta semana (USD -20 millones, por debajo de los USD -50 millones promedio semanal vendidos en las primeras tres semanas de octubre). Así, la composición de la oferta de divisas del Banco Central no experimentó grandes cambios desde la activación del segundo tramo del swap con el Banco Popular de China, el pasado miércoles 18 de octubre.

En términos de indicadores, esta semana se conoció el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de agosto, donde la economía creció 1,3% desestacionalizado respecto de julio, acumulando un avance de casi 4% desde junio. Asimismo, la actividad se mantuvo estancada en la comparación interanual (+0,3% i.a.) y marcó un crecimiento de casi 0,5% i.a. al descontar al sector agropecuario, afectado por la sequía (-2,8% i.a.).

Por último, el déficit fiscal primario fue de ARS 380.000 millones en septiembre pasado, más que duplicándose con relación a igual mes del año pasado. Esta evolución se explica íntegramente por los menores ingresos por retenciones (-85% i.a. en términos reales, ya que en septiembre de 2022 la primera edición del “dólar soja” había impulsado esta variable): excluyendo esta partida, se verifica un ahorro de 15% i.a. Sin derechos de exportación, los ingresos reales cayeron 1,4% i.a., en tanto el gasto primario se redujo 3,4% i.a., motivando la recomposición del resultado.

Actividad: crecimiento desestacionalizado en agosto

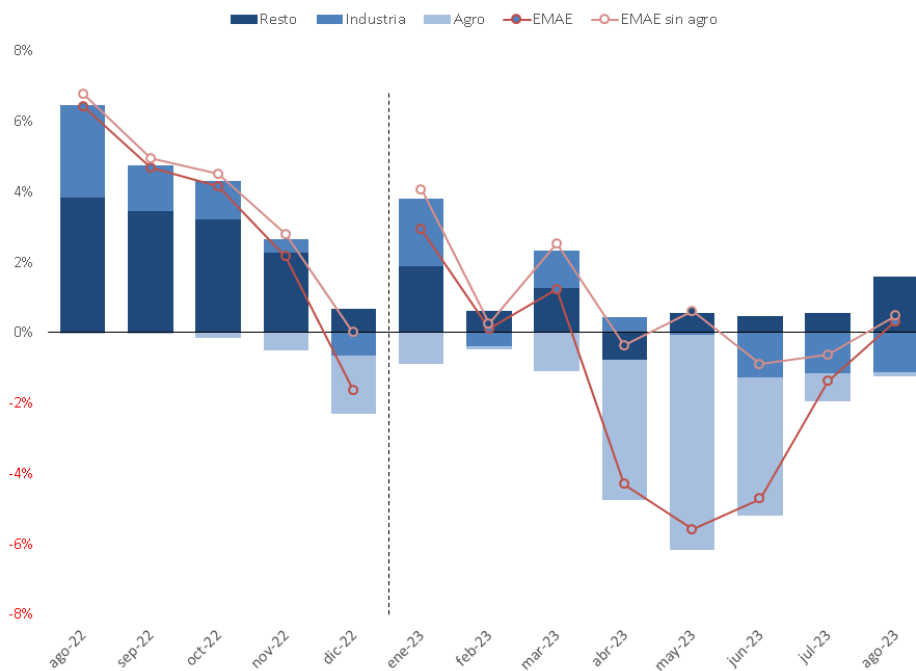
En agosto, la economía se mantuvo virtualmente estancada en la comparación interanual (+0,3% i.a.), cortando una racha de cuatro meses en rojo -entre abril y julio, cuando el impacto de la sequía y la ponderación del sector agropecuario habían dejado el agregado a terreno negativo-. Más aún, se verificó un avance de 1,3% con relación a julio, porcentaje que salta a 3,9% al comparar con junio.

Recordando el mes, la dinámica resulta contraintuitiva. La no anticipada aceleración inflacionaria de agosto (por caso, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central esperaba una inflación de 6,0% para agosto al empezar el mes, la mitad de la que terminó siendo: +12,4%), producto de la doble corrección cambiaria, primero con la extensión del impuesto PAIS a la compra de divisas para importar bienes (+7,5% de tasa) y después con la suba de poco más de 20% del dólar oficial, inducían a esperar un retroceso de la demanda.

En la comparación interanual, sobresale que agosto fue el primer mes desde abril en donde el sector agropecuario (-2,8% i.a.) no lideró las caídas a nivel ramas de actividad. Por el contrario, este lugar quedó para pesca (-19,3% i.a., que pesa menos de 0,5% en el agregado) e industria manufacturera, que se contrajo 3,5% i.a., y explicó 1,3 p.p. de la caída general. De hecho, sin esta rama, el virtual estancamiento se convierte en un avance de 2,2% i.a.

Parte de esta evolución obedece a la elevada base de comparación: luego de las tensiones cambiarias de mediados de 2022, cuando la brecha entre el tipo de cambio oficial y el contado con liquidación había pasado de 75% a 125% entre junio y julio, las expectativas de devaluación habían acelerado la cobertura con bienes. No obstante, los principales puntos se explican conforme a la evolución propia de 2023: i) el deterioro del poder adquisitivo (-1,4% i.a. salarios privados registrados de INDEC) y ii) la mayor administración del comercio exterior -la compra de divisas por parte de la economía no agropecuaria pasó de caer 18,5% i.a. en el primer semestre a 46,2% i.a. en julio y 87,5% i.a. en agosto-.

Gráfico I – EMAE, serie original con estacionalidad. Variación interanual. Fuente: INDEC.



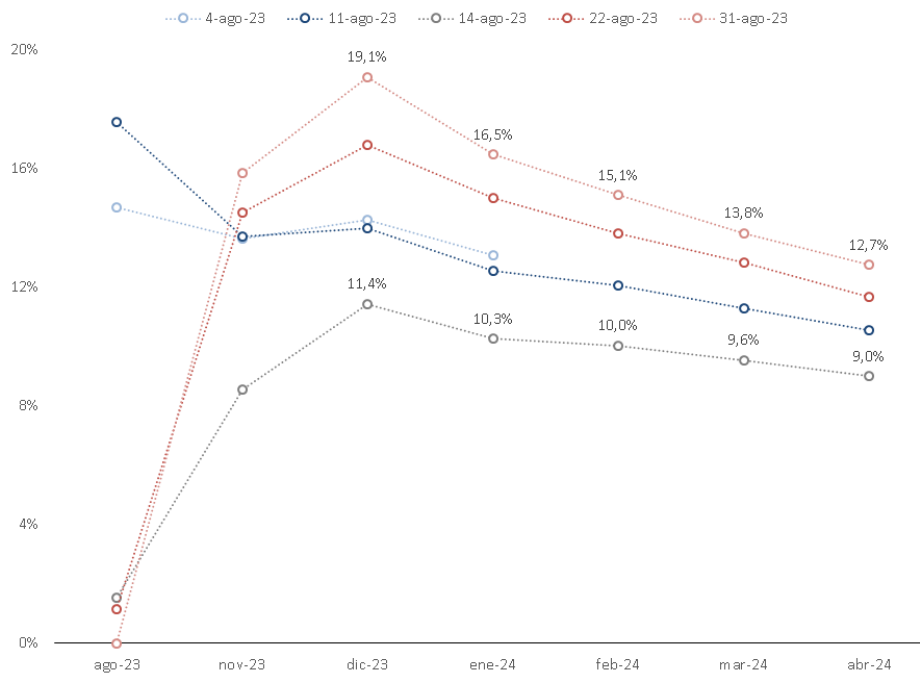
Ahora bien, esta dinámica no solo se observó en la comparación interanual: en relación con julio, la actividad manufacturera creció 0,9% desestacionalizado. Por su parte, Comercio, otro sector que suele moverse en línea con los ingresos también avanzó 0,9% durante el mes bajo análisis. De este modo, el interrogante planteado

Primero, podemos diferenciar consumo corriente de consumo permanente: el primero es el comportamiento de la demanda en un período puntual, el segundo para un período de tiempo. Más allá de lo que podría pensarse a priori, el primero no depende solo del ingreso corriente, sino también del permanente: por caso, en los meses de cobro del aguinaldo, los ingresos reales aumentan, pero el consumo privado lo hace en mucha menor medida, ya que no se espera que ese plus se repita. Más aún, el consumo corriente depende también del ingreso esperado, y acá es donde creemos que está la clave para explicar por qué creció la economía en agosto.

La suba del impuesto PAIS y la devaluación pos PASO no moderaron las expectativas de una nueva corrección. En consecuencia, aun cuando el traslado a precios de ambos movimientos cambiarios hubiera sido pleno e inmediato, dado que el ingreso corriente se percibía mayor que el esperado, la demanda se cubrió en agosto. Esto explica el crecimiento a nivel agregado, además de su configuración sectorial: motorizado por industria manufacturera, comercio y otros rubros vinculados negativamente al tipo de cambio real.

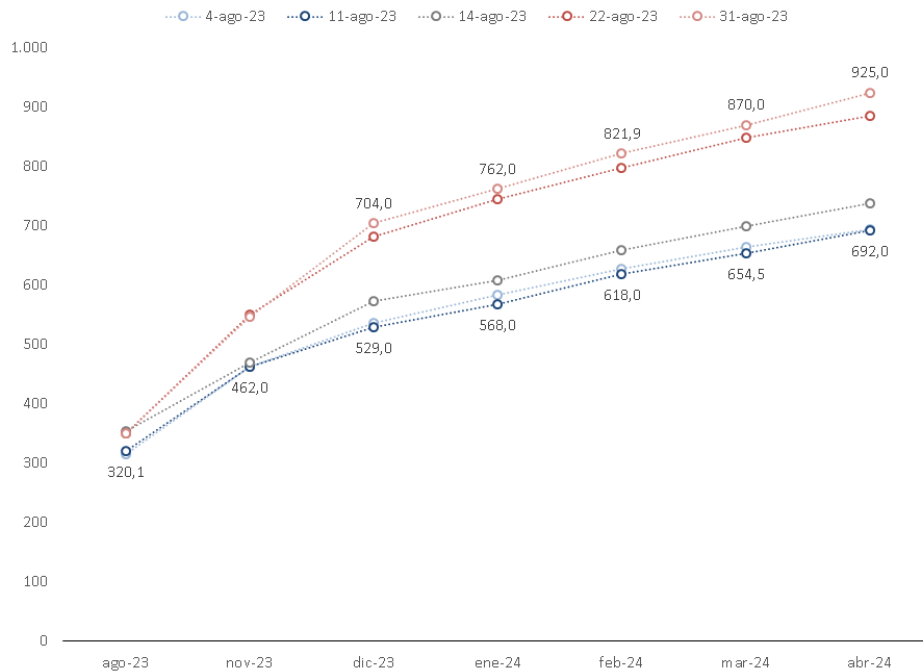
En el gráfico a continuación, las líneas azules representan la tasa de devaluación efectiva mensual (TEM) esperada de la primera mitad del mes y la roja de la segunda, a la vez que la gris es la rueda pos PASO. En él, se verifica que, incluso después de que el dólar se ubicara en 350 ARS/USD, el mercado seguía esperando nuevos movimientos. Concretamente, la TEM para diciembre de 2023 pasó de 14,3% a comienzos de mes, es decir, cuando el tipo de cambio oficial se ubicaba en torno de 290 ARS/USD a poco más de 19% en la segunda parte de este, es decir, cuando el tipo de cambio oficial quedó en 350 ARS/USD.

Gráfico II – Curva de futuros de Rofex, tasa efectiva de devaluación mensual. Fuente: Rofex.



Así, podemos decir que la de agosto fue una devaluación que no corrigió sus expectativas de mediano plazo; por el contrario, las aceleró en términos nominales, profundizando los comportamientos de cobertura. De esta forma, aún cuando el ingreso corriente se contrajo durante el mes bajo análisis, la baja esperada del ingreso permanente aceleró la demanda, especialmente la de aquellos bienes y servicios valuados al tipo de cambio oficial.

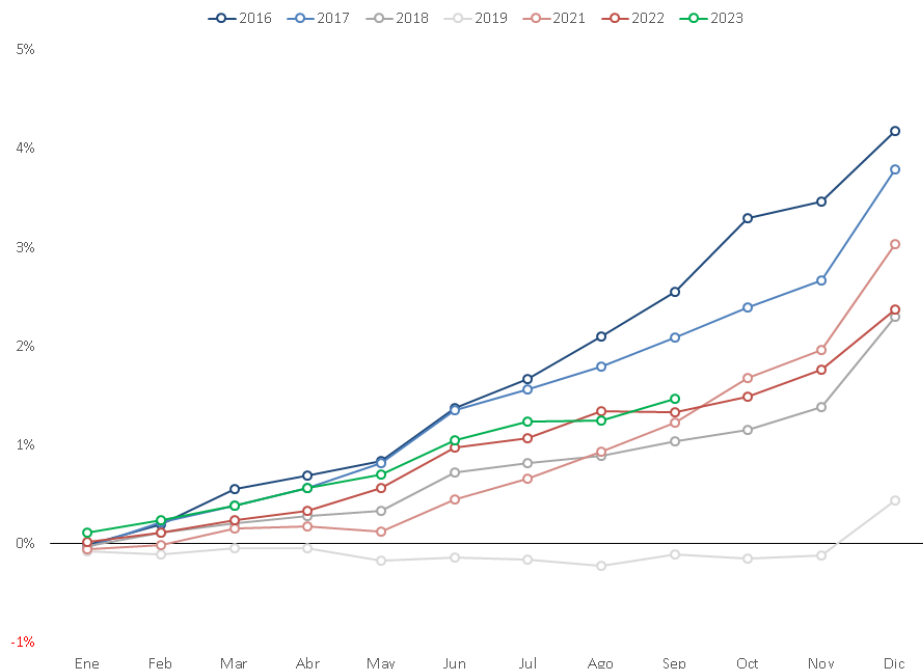
Gráfico III – Curva de futuros de Rofex, tipo de cambio al cierre del mes (ARS/USD). Fuente: Rofex.



Fiscal: menos lluvia, menos retenciones, menos gasto: ¿de dólares a pesos?

Entre enero y septiembre, el déficit primario acumuló 1,5% del PIB, ubicándose 0,2 p.p. por encima de igual período del año pasado: el retroceso de los ingresos (-8,5% i.a. en términos reales) motivó este deterioro, ya que el gasto primario cayó 4,9% i.a. Así, el rojo operativo de los primeros tres trimestres de 2023 se parece al de 2021 y 2022 (1,2% y 1,3% del PIB), a la vez que se ubica por debajo del de 2016 y 2017 (2,5% y 2,1% del PIB), pero supera al de 2018 y 2019 (1,0% y 0,0% del PIB). Por la pandemia y su excepcionalidad, no analizamos 2020.

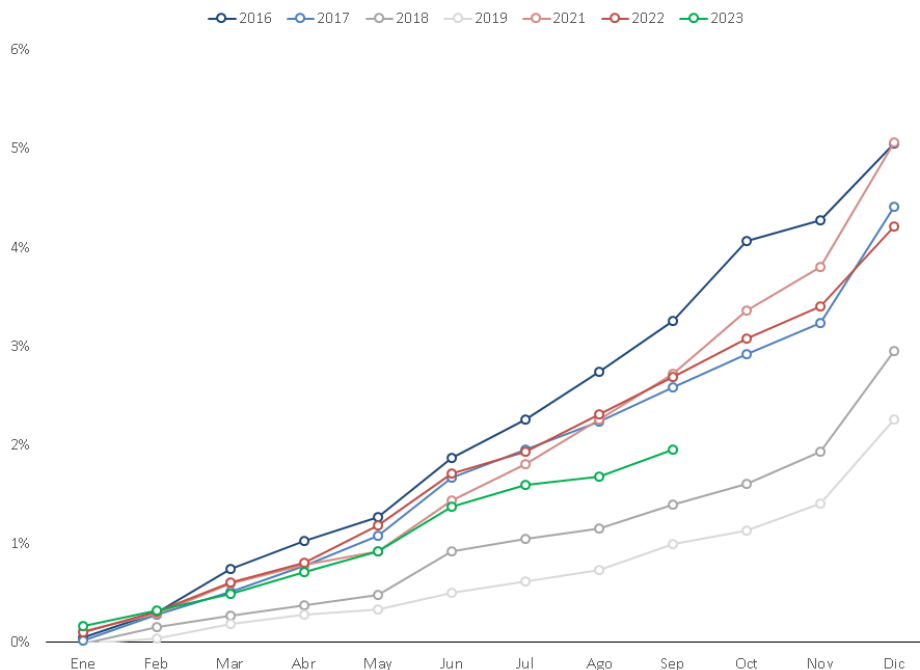
Gráfico I – Déficit fiscal primario como % del PIB, acumulado mes a mes. Fuente: Hacienda e INDEC.



Parte importante de esta dinámica obedece a las menores entradas por retenciones: su desplome mayor al 60% i.a., provocado por la sequía y la contracción de los precios internacionales (-9,0% i.a. en el caso de la tonelada de poroto de soja) explica 6,5 p.p. de la caída agregada. De hecho, al excluir esta partida, los ingresos retroceden “solo” 2,0% i.a., es decir, 3 p.p. menos que el gasto.

En consecuencia, el déficit fiscal primario sin contar los derechos de exportación se contrajo casi 20% i.a. entre el acumulado enero-septiembre de 2022 e igual período de 2023. Asimismo, pasó de 2,7% del PIB en los primeros nueve meses del año pasado (mismo porcentaje para 2021) a 2,0% en 2023. De esta forma, el rojo primario de este año queda por debajo de 2016 y 2017 (-3,3% y -2,6%), a la vez que se ubica algo por encima de 2018 y 2019 (-1,4% y -1,0%, cuando el esquema de impuestos a la exportación era diferente).

Gráfico II – Déficit fiscal primario sin retenciones como % del PIB, acumulado. Fuente: Hacienda e INDEC.



De estos números sacamos dos ideas. En primer lugar, que la dinámica fiscal de este año está marcada por un shock tan exógeno como relevante, al punto que, excluido éste, 2023 es el año de mayor disciplina de las cuentas públicas desde 2019. En segunda instancia, que los menores ingresos por retenciones obligaron a reforzar el ajuste en otras partidas del gasto, que habría sido menor en un año de exportaciones agropecuarias promedio (los envíos externos de Productos Primarios y Manufacturas de Origen Agropecuario retrocedieron 31,2% i.a. entre enero y septiembre, explicando 20,4 p.p. de la caída de 24,1% i.a. de los envíos al exterior).

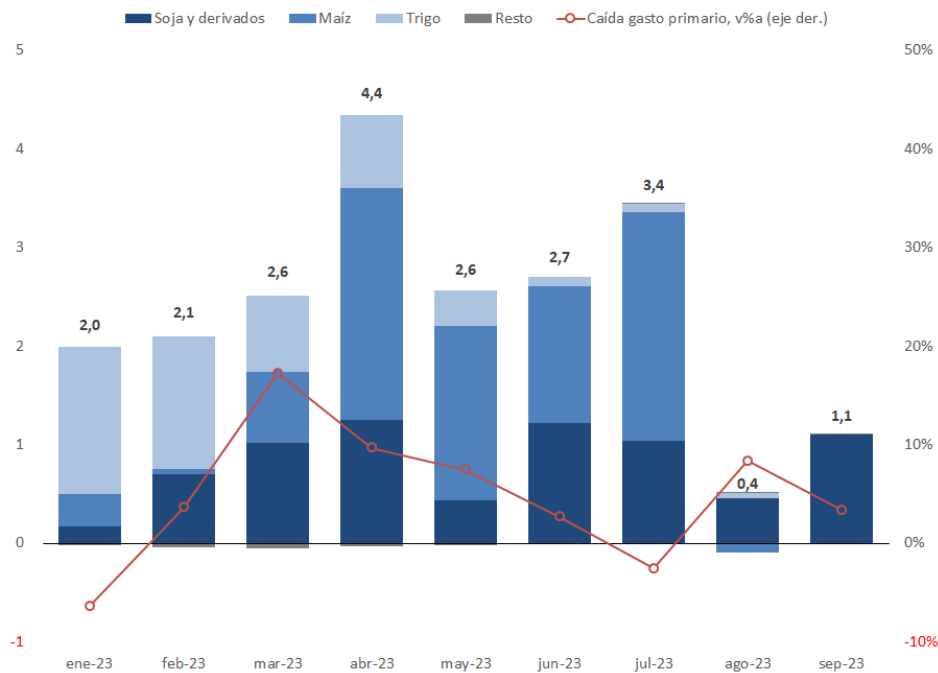
Dicho esto, en nuestros dos últimos informes (ver **Semana Económica 797** y **798**) planteamos que la Argentina tenía un rojo fiscal algo mayor que el promedio de la región (-2,3% del PIB vs. -0,9%), pero un cociente entre Reservas y PIB mucho menor: 7,1% del PIB vs. 18,7%. Así, postulábamos que el margen en pesos podía ser similar a la media regional, a priori, pero dado que el margen externo estaba por debajo, condicionaba al primero. Como resultado, a un desequilibrio fiscal “similar”, mayor desequilibrio monetario y tensiones nominales.

En este sentido, sobresale que la sequía impacta en ambas variables: por un lado, golpea a las exportaciones, afectando de manera directa a las Reservas, a la vez que reduce los cobros por retenciones y deteriora el resultado fiscal.

Alcanzado este punto, podemos preguntarnos por la motivación de esta dinámica en última instancia: ¿las menores exportaciones y la menor acumulación de reservas reduce los márgenes de política fiscal, o todo es una cuestión intra pesos, donde la menor recaudación es la principal motivación del ajuste del gasto? De otra forma, si la caída de los recursos obedeciera a una partida no asociada al comercio exterior -por ejemplo, IVA o Ganancias-, ¿la contracción del gasto, sería la misma?

En el siguiente gráfico combinamos nuestra estimación de la pérdida de valor exportado por la sequía y la caída del gasto primario, mostrando que en los meses de mayor impacto sobre la oferta de divisas la contracción del gasto público fue mayor -marzo a junio-. En consecuencia, pareciera haber cierta correlación. Más aún, cuando los pronósticos de cosecha eran algo menos pesimistas -enero y febrero-, el ahorro fiscal también fue menor. Por último, vale destacar que a partir de julio se observa una mayor flexibilidad del gasto, en línea con el menor impacto de la sequía sobre las exportaciones y, para qué negarlo, el comienzo del proceso electoral.

Gráfico III – Pérdidas estimadas por la sequía, en USD miles de millones y **caída** real del gasto primario (meses con crecimiento del lado negativo). Fuente: Hacienda e INDEC.



En 2023, la sequía impactó sobre las cuentas externas y públicas, condicionando la acumulación de Reservas y el gasto primario. Retomando nuestro análisis de los últimos dos **Semana Económica**, nos preguntamos si la caída del gasto se explica en última instancia por la menor oferta neta de divisas para responder ante eventuales episodios de tensión en el mercado cambiario -enfoque monetario del tipo de cambio- generados por un desequilibrio del mercado de pesos o si es una dinámica íntegramente fiscal. Si bien entendemos que ambos mercados se refuerzan mutuamente, a la vez que no existe tal cosa como una causa última en la “realidad”, nos parecía interesante marcar el vínculo.

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	%	ago-23	1,3%	0,3%	INDEC	22-nov-23
Salarios						
Salarios nominales INDEC	%	ago-23	7,6%	121,7%	INDEC	10-nov-23
Salarios reales INDEC	%	ago-23	-4,3%	-1,4%	INDEC	10-nov-23
Fiscal						
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	sep-23	11,5%	-1,3 p.p.	Hacienda	21-nov-23
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	sep-23	13,0%	-0,9 p.p.	Hacienda	21-nov-23
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	sep-23	-1,5%	-0,4 p.p.	Hacienda	21-nov-23
<i>Resultado primario sin retenciones</i>	% PIB, dif. i.a.	sep-23	-1,9%	0,5 p.p.	Hacienda	21-nov-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	sep-23	5.751	72.232	INDEC	17-nov-23
Importaciones (INDEC)	USD M	sep-23	6.544	74.832	INDEC	17-nov-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	sep-23	-793	-2.600	INDEC	17-nov-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	26-oct-23	350,0		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	26-oct-23	1,2		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	26-oct-23	859,5		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	26-oct-23	3,1		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	26-oct-23	24.794		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	20-oct-23	9.785		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	20-oct-23	17.771		BCRA	Diaria
BIS	USD M	20-oct-23	3.150		BCRA	Diaria
Resto	USD M	20-oct-23	-5.913		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	25-oct-23	11,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	25-oct-23	10,5%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	26-oct-23	5,0	-5,2%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	26-oct-23	7,3	1,7%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	26-oct-23	477,6	-7,6%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	26-oct-23	267,8	-29,0%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	26-oct-23	470,4	-31,2%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	26-oct-23	83,2	-0,9%	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.