

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Compras del Banco Central, pago al FMI y suba del precio de la soja**
- **Actividad, salarios e industria: dinámica heterogénea**
- **Estados Unidos, Brasil y Argentina: ¿un hilo que une a tres monedas?**

Editorial: Compras del Banco Central, pago al FMI y suba del precio de la soja

El Banco Central compró USD 80 millones esta semana, encadenando su tercera semana en terreno positivo -es decir, desde el 23 de octubre- y acumula USD 770 millones desde entonces. La mejora con relación a la primera mitad de octubre, cuando había vendido USD 860 millones, se explica principalmente por la “economía no agro”, que pasó de demandar USD 100 millones promedio diario en la primera mitad del mes pasado a un saldo neutro en las últimas tres semanas. Por su parte, conforme a los datos de la Cámara de la Industria Aceitera y de Exportadores de Cereales de la República Argentina (CIARA-CEC), la liquidación de este sector pasó de USD 35 millones a poco más de USD 50 millones en igual período.

En este sentido, habría sido relevante el aporte del Programa de Incremento Exportador, vigente hasta el 17 de noviembre, que reduce de 100 a 70% la exigencia de liquidación de divisas en el mercado oficial de cambios (A3500) provenientes de exportaciones de bienes y servicios. Asumiendo que el saldo de libre disponibilidad se ofreciera en el Contado con liquidación (CCL), el tipo de cambio resultante es algo mayor que 500 ARS/USD para las ventas externas.

Asimismo, este Programa habría incrementado la oferta privada en el CCL, que arrastra una baja de casi 17% entre el pasado 20 de octubre y el 10 de noviembre (de poco más de 1000 ARS/USD a 865 ARS/USD). Por su parte, el dólar MEP cayó 3,5% en igual período, ubicándose en niveles similares al CCL en la actualidad. De esta forma, se anularon las diferencias de precio entre mercados que se habían registrado en la primera mitad de octubre: entre el 1 y el 20 de ese mes, el CCL se ubicó 10,6% por encima del MEP, en tanto que entre el 23 de octubre y el 10 de noviembre la diferencia fue despreciable (menor que 0,5%).

Entre el viernes 3 de noviembre y el jueves 9 -sin datos del viernes 10 al cierre de este informe-, las reservas brutas cayeron USD 930 millones: la compra de USD 70 millones registrada en los primeros cuatro días hábiles de esta semana fue más que compensada con el pago de intereses al FMI (USD -800 millones; así, queda un solo vencimiento por USD 900 millones el 21/12 en lo que resta del año) y la depreciación del oro (-1,7%, provocando la pérdida de USD 90 millones por cambios de cotización). Como resultado, quedan poco más de USD 100 millones por explicar, entre los que se encuentran i) las necesidades de dólares billete de los bancos comerciales -con datos al 3/11 al cierre de este informe- y ii) las intervenciones de la autoridad monetaria en el mercado cambiario alternativo.

En el plano internacional, resalta que la tonelada de soja quedó nuevamente por encima de los USD 500, acumulando una suba de 5,2% en las últimas dos semanas. La decisión de la Reserva Federal de mantener en el rango de 5,25/5,50% sus tasas de interés de la semana pasada -cuando el mercado esperaba cierto endurecimiento de la política monetaria producto de una inflación que permanece por encima del objetivo y una actividad que avanza a buen ritmo: en el tercer trimestre, su PIB creció 4,9% anualizado- explicó parte de este movimiento. Asimismo, el deterioro de las perspectivas de cosecha para Brasil, producto de las menores lluvias en el norte y la sobresaturación de agua en el sur, también contribuyó a esta dinámica.

Por su parte, el maíz cayó 2,2% desde el 27/10, en tanto el trigo avanzó 1,8% reflejando que los factores propios de cada bien estarían siendo más relevantes que el ciclo financiero global para explicar sus movimientos.

Actividad, salarios e industria: dinámica heterogénea

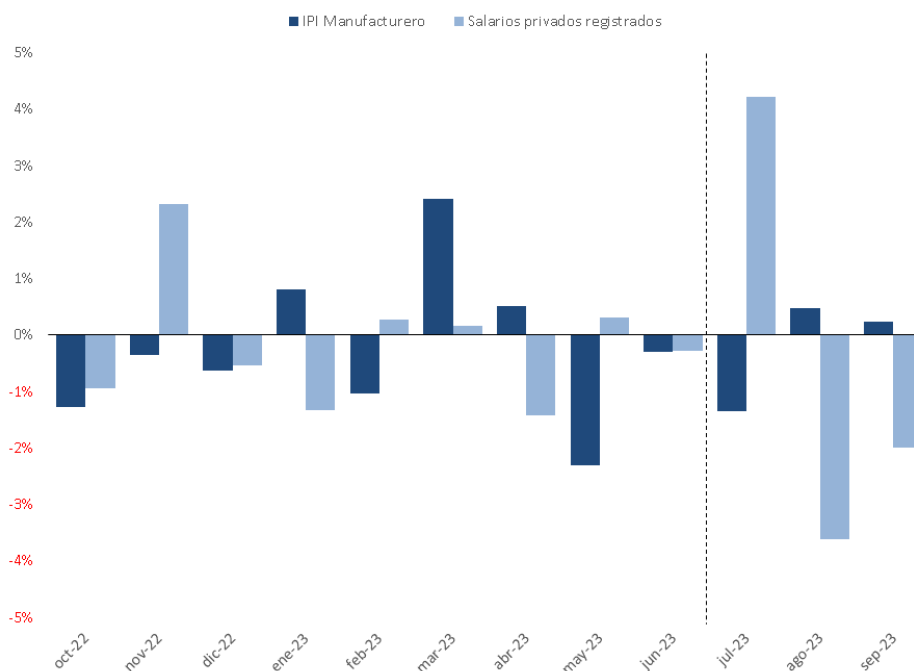
En agosto, la actividad creció 1,3% respecto de julio, según el último Estimador Mensual de Actividad Económica publicado -septiembre sale el próximo 22 de noviembre-. En un mes donde la inflación se aceleró 6 p.p., llegando a 12,4%, y el salario real cayó 4,3% (y -3,6% en el caso de los trabajadores registrados, un dato que suele ser más robusto) esta dinámica es contraintuitiva: ¿cómo se explica que, en un mes de devaluación, mayor nominalidad y retroceso del poder adquisitivo la producción haya mejorado?

En el **Semana Económica 799**, intentamos mostrar que una parte importante de esta dinámica respondía a una corrección cambiaria que agravó las expectativas de devaluación en lugar de moderarlas. Por caso, en la segunda mitad de agosto, los contratos de dólar futuro para diciembre 2023 pasaron de la zona de 510 ARS/USD a fines de julio a la de 700 ARS un mes más tarde (+37,2%). Así, se profundizaron algunos comportamientos que maximizan los beneficios a nivel individual, pero son perjudiciales en términos generales, sobre todo si se mantienen en el tiempo.

En este sentido, destacamos i) la cobertura con bienes dolarizados, tanto del lado de la demanda -consumo- como de la oferta -producción y stockeo-, ii) el anticipo de compras al exterior, en pos de evitar potenciales devaluaciones y iii) la posposición de exportaciones. Este conjunto de decisiones reduce la oferta neta de divisas en el mercado oficial, agravando las condiciones de escasez iniciales.

En esta clave se entiende que la venta de divisas por envíos al exterior de bienes haya caído 28,6% i.a. en agosto, más de 5 p.p. por encima del retroceso del primer semestre (-23,3% i.a.) y de julio (-23,1% i.a.). No obstante, el refuerzo de la administración del comercio exterior permitió que el saldo cambiario por bienes se mantuviera virtualmente inalterado respecto de igual mes del año pasado (USD +1.350 millones y USD 1.400 millones, respectivamente), producto de una mayor caída de la compra de divisas para importar bienes (-11,2% i.a. entre enero y junio, -30,1% i.a. en julio y -33,9% i.a. en agosto).

Gráfico I – Variación mensual sin estacionalidad, IPI y salarios privados. Fuente: INDEC.



En septiembre, la dinámica no habría cambiado de manera sustancial. En tanto la inflación permaneció en niveles elevados (+12,7%), y el salario real volvió a caer (-0,9%), la actividad industrial -IPI Manufacturero de

INDEC- creció 0,2% respecto de agosto, acumulando un avance de 0,7% con relación a julio. De esta forma, se refleja nuevamente una dinámica contradictoria entre la oferta y la demanda: sin un crecimiento del empleo que atenúe el rojo del poder adquisitivo sobre la masa salarial -menores salarios pero con más personas cobrándolos-, este esquema no podría durar de manera indefinida. En este punto, vale destacar que la reciente expansión del gasto público también ayuda a mitigar la caída de la demanda privada en un contexto de menores ingresos laborales.

Llegado este punto, tiene sentido analizar la dinámica por sector: hasta acá, pensamos la dinámica de la industria manufacturera a nivel agregado, sin embargo, el impacto de la devaluación -es decir, la posibilidad de importar o exportar la producción- y las posibilidades de stockear varían de manera significativa entre las distintas ramas de actividad. Así, desestacionalizar el IPI puede aportar ideas relevantes.

Gráfico II – IPI Desestacionalizado por sector. Fuente: elaboración propia en base a INDEC.



En los primeros nueve meses del 2023, textil fue la rama de actividad que más creció: una industria liviana, que produce bienes transables -es decir, que su precio se acelera con una devaluación- y con un alto nivel de empleo por producto final. En consecuencia, un buen desempeño de esta rama, podría impulsar al consumo más por el lado de la cantidad de trabajadores que por sus ingresos reales.

En segundo lugar, sobresale el movimiento de la industria automotriz: una de las ramas más transables de la economía (por caso, los autos tienen precios internacionales), pero stockeable en cierta medida: los modelos cambian año a año, amortizándose en el mediano plazo, pero no de forma inmediata. Considerando el aumento de la deuda comercial en moneda extranjera de los últimos meses (analizado en el **Semana Económica 800**), financiado en buena medida con aportes provenientes de casas matrices, el alto grado de internacionalización de las firmas que operan en este sector puede explicar parte de su buen desempeño relativo en un contexto de mayor administración de la compra de divisas para importar bienes: la falta de autorización para acceder a la compra de divisas en el mercado oficial se contrarrestó con financiamiento intra-firma. Más aún, la eliminación de derechos de exportación para el incremento de ventas al exterior del sector, establecido desde enero de este año, también puede haber explicado parte del crecimiento acumulado entre enero y septiembre (+3,8%).

Por último, en lo que a ramas de actividad en expansión refiere, destaca el avance de químicos, caucho y plástico y madera y papel. Estas industrias suelen vender al mercado interno, de modo que su incremento en un contexto de devaluación y caída del poder adquisitivo resulta *a priori* contraintuitivo. No obstante, su capacidad de almacenamiento -y de almacenamiento de mediano plazo, en tanto las innovaciones en este rubro suelen ser menores- podría explicar esta dinámica.

En contraposición, las industrias livianas de bienes no durables -alimentos y bebidas y tabaco- fueron las que peor desempeño mostraron en el segundo semestre. Si bien se verifica una evolución similar en el acumulado anual, la sequía sesga cualquier conclusión posible. En este punto, vale destacar que, dada su relevancia en la canasta de consumo de los sectores populares, la política de Precios Justos, llevada adelante desde el Ministerio de Economía, tuvo a este sector como principal objetivo. En este marco, si bien es una industria de alto grado de transabilidad, su capacidad de trasladar a los precios internos los movimientos cambiarios fue acotada, lo que puede haber tenido cierto impacto en la producción, especialmente en el nivel de *stockeo*.

Antes de cerrar, corresponde mencionar la dinámica de Metales: agregando de manera ponderada a las distintas ramas que componen a este sector, se verifica una caída de 2,9% entre junio y septiembre. No obstante, este retroceso se revierte (+2,7%) al comparar entre julio y septiembre, es decir, luego del movimiento del tipo de cambio oficial. Ante este escenario, entendemos que la mayor administración de la compra de divisas para importar puede haber rezagado los planes de producción del sector -y en consecuencia, sus posibilidades de cobertura real ante un nuevo escenario de *stress* cambiario-, dando lugar al desempeño descripto.

Estados Unidos, Brasil y Argentina: ¿un hilo que une a tres monedas?

La semana pasada, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo su tasa de interés de política monetaria en el rango de 5,25-5,50%. A pesar de que la economía norteamericana muestra señales de recuperación -entre julio y septiembre, la actividad creció 4,9% anualizado-, y que la inflación se mantiene por encima de sus objetivos (+3,7% i.a. en septiembre, el dato de octubre se publica el próximo martes 14 de noviembre, contra una meta en torno del 2%), no se endurecieron las condiciones de crédito.

Las decisiones de la Fed impactan en diversas variables y latitudes. Por caso, los *commodities* suelen verse como sustitutos de los títulos del Tesoro. En este marco, la tonelada de soja subió 1,7% inmediatamente luego del anuncio, quedando en la zona de USD 480. Más aún, un deterioro en las condiciones climáticas de Brasil (menores lluvias en el Norte y una sobresaturación de agua en el Sur que está retrasando la siembra), impulsaron al precio de la oleaginosa en los últimos días. Actualmente, ésta se ubica en la zona de USD 500, acumulando un avance de 6,3% en las últimas dos semanas.

Vale destacar que esta dinámica no se repitió en el resto de los *commodities*. Por ejemplo, el trigo cayó 5,4% en el mismo período, en tanto el maíz se redujo 6,6%. Por su parte, el petróleo WTI perforó los USD 80 por barril por primera vez en octubre, es decir, desde que comenzó el conflicto armado en Medio Oriente.

De estas evoluciones contrapuestas se desprenden dos ideas. En primer lugar, que los factores reales y particulares de cada mercado vienen siendo más relevantes que el ciclo general para determinar los movimientos de corto plazo. En segunda instancia, que no se espera que la política de la Fed se flexibilice en el corto plazo: caso contrario, los activos reales habrían reaccionado de mejor manera.

En otro orden, el rendimiento de los activos en dólares es una variable a considerar para las tasas de interés de referencia de los países emergentes. En este sentido, el Banco Central de Brasil redujo 0,5 p.p. la SELIC el pasado 01 de noviembre, llevándola de 12,75% a 12,25% anual. De esta manera, el costo de financiamiento en Reales arrastra una baja de 1,5 p.p. en los últimos tres meses, ya que había cerrado julio en 13,75%. Asimismo, el nuevo nivel representa el valor más bajo desde mayo de 2022 (+11,75%).

Más allá de esta relajación, vale destacar que el Real brasileño se apreció 2,5% en la última semana, pasando de 5,05 BRL/USD a 4,90 BRL/USD. Como resultado, se fortaleció más de 7% en lo que va del año, ya que había cerrado 2022 apenas por debajo de los 5,30 BRL/USD. Dicho esto, vale destacar que la tasa de interés real permanece muy por encima de la inflación esperada (+4,7% para el acumulado 2023, lo que implicaría una inflación mensual promedio de 0,4% para el último trimestre, equivalente a poco menos de 5% anualizado).

Gráfico 1 – SELIC, inflación Brasil, Real deflactado y Fed Funds rate. Fuente: Bloomberg.



Tal como se observa en el presente gráfico, podemos ver que i) el Banco Central de Brasil comenzó su proceso de suba de tasas antes que la Reserva Federal de Estados Unidos (y que otros Bancos Centrales de emergentes), marcando la relevancia de la política de apreciación en base al flujo de capitales de esta economía, ii) su tasa de Interés se ubica claramente por encima de la inflación desde hace más de dos años y iii) cómo la moneda brasileña viene fortaleciéndose desde que se aplica esta política de tasas y alto rendimiento de las colocaciones en Reales. En este marco, se verifica la asimetría en las velocidades de respuesta a la aceleración y desaceleración de la inflación de la política monetaria, redundando en la apreciación del Real, pilar de su estrategia de crecimiento.

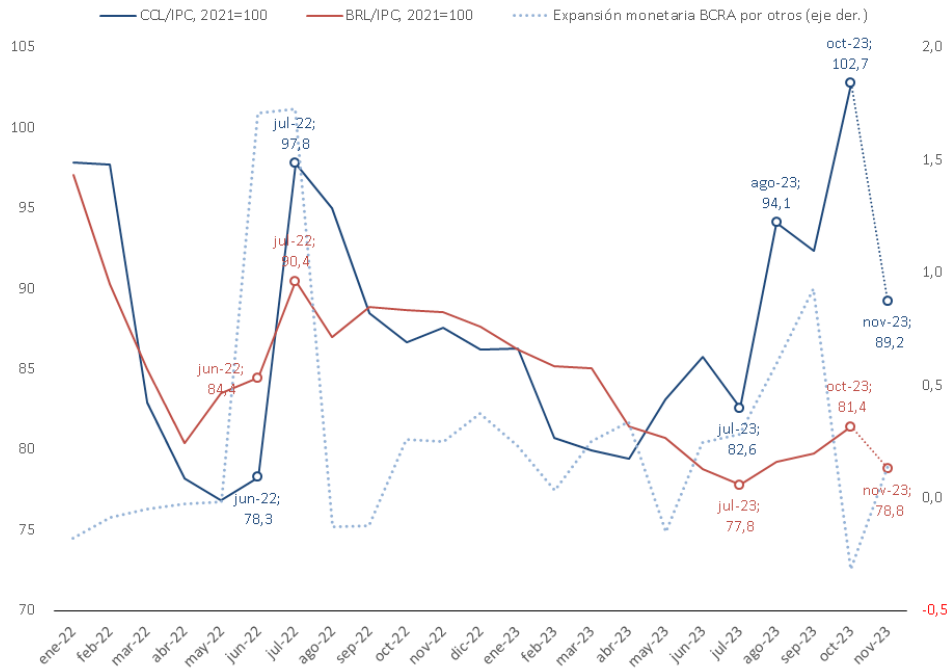
En relación con nuestro país, se verifica una correlación entre el Contado con liquidación y el Real cuando deflactamos ambas monedas por los respectivos índices de precios. En los últimos dos años, hubo solo dos momentos de discrepancia sostenida: junio-julio de 2022 -que se corrigió en los meses venideros- y agosto-octubre de 2023.

El año pasado, el exceso de oferta de títulos públicos en pesos y la consecuente decisión del BCRA de convertirse en comprador de última instancia explicaron la dinámica. Este año, más interesante por lo reciente y abierto, y que por tanto analizaremos a continuación, no hay una correlación monetaria directa. En esta oportunidad, entendemos que la incertidumbre general asociada al proceso electoral -por caso, el Contado con liquidación subió 35% en las primeras tres semanas de octubre para bajar casi 18% desde el domingo 22 de octubre- fue determinante para explicar la suba primero y la baja después.

No obstante, no fue el único factor: desde el 23 de octubre, rige el Programa de Incremento Exportador, que permite que las empresas dispongan libremente del 30% de las divisas surgidas por sus ventas al exterior. Esta

medida, entendemos, habría impulsado la oferta privada en el CCL, provocando la baja. En este sentido, sobresale que la diferencia entre el MEP y el CCL, que promedió más de 10% entre el 01 y el 20 de octubre, se redujo a 0,6% desde que se puso en marcha la nueva política.

Gráfico II – Contado con liquidación y Real deflactados por IPC correspondiente más expansión monetaria por otros BCRA deflactada por IPC. Fuente: Bloomberg, INDEC y BCRA.



Asimismo, en perspectiva histórica, un tipo de cambio por encima de los 1000 ARS/USD implicaba un tipo de cambio más de 8% por encima del pico 2002-2022 (octubre de 2020, plena salida de pandemia y momento de política monetaria y fiscal, actual y esperada, inusualmente expansivas, cuando el CCL promedió los 920 ARS/USD, resultado de un exceso de oferta de pesos motivado por la situación sanitaria), en tanto el nivel actual se ubica algo por debajo (-7,0%).

En su último Comité Abierto de Mercado, la Reserva Federal no endureció su política monetaria. Esta decisión motivó a algunos Bancos Centrales de países emergentes, entre ellos Brasil, a relajar sus políticas. Empero, resultado que el costo de financiamiento se ubica sistemática y consecuentemente por encima de la tasa de inflación y devaluación esperada de ese país, su moneda continuó apreciándose (y está más de 20% por debajo de enero 2021). Por su parte, el peso argentino -medido al CCL-, que se había depreciado de manera significativa en términos reales entre agosto y la primera mitad de octubre, comenzó a revertir esta tendencia en las últimas semanas. Sin embargo, todavía debe recuperar terreno para “igualar” al Real, moneda con la que solía converger en 2022 y la primera mitad de 2023.

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	%	sep-23	11,7%	132,0%	INDEC	22-dic-23
Salarios reales INDEC	%	sep-23	-0,9%	-0,6%	INDEC	22-dic-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
Balanza cambiario						
Bienes (BCRA)	USD M	sep-23	1.406	10.148	BCRA	24-nov-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	sep-23	-895	-16.070	BCRA	24-nov-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	sep-23	-1.124	-5.059	BCRA	24-nov-23
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	09-nov-23	350,0		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	09-nov-23	1,2		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	09-nov-23	868,3		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	09-nov-23	3,0		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	09-nov-23	20.949		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	03-nov-23	8.861		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	03-nov-23	17.868		BCRA	Diaria
BIS	USD M	03-nov-23	3.150		BCRA	Diaria
Resto	USD M	03-nov-23	-8.931		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	08-nov-23	11,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	08-nov-23	10,5%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	09-nov-23	4,9	-6,4%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	09-nov-23	7,3	1,6%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	09-nov-23	506,1	-7,6%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	09-nov-23	253,1	-32,0%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	09-nov-23	488,4	-32,8%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	09-nov-23	75,7	-6,8%	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.