

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Compras del Banco Central y apreciación de monedas emergentes**
- **Precios: desaceleración inflacionaria en octubre**
- **Estados Unidos, tasas y monedas emergentes**

Editorial: Compras del Banco Central y apreciación de monedas emergentes

El Banco Central compró USD 280 millones esta semana, sumando más de USD 1.000 millones en el último mes. De esta forma, revirtió la dinámica de la primera mitad de octubre, en donde había vendido USD 285 millones promedio semanal. La mejora se explicó tanto por la economía no agropecuaria -que pasó de comprar USD 100 millones diarios a un saldo neutro-, como por las liquidaciones de las empresas asociadas a la Cámara de la Industria Aceitera y de Exportadores de Cereales de la República Argentina (CIARA-CEC), que pasaron de ofrecer USD 35 millones promedio diario entre el 01 y el 20 de octubre a USD 50 millones entre el 23 de octubre y el 17 de noviembre.

En otro orden, sobresale que el tipo de cambio A3500 pasó de 350 ARS/USD al cierre de la semana pasada a 353,5 ARS/USD este viernes, moviéndose 1%. Por su parte, el dólar MEP operado con AL30 cayó 2% en los últimos cinco días, ubicándose en 857,5 ARS/USD, a la vez que el Contado con liquidación GD30 se contrajo casi 3%, cerrando en 867,5 ARS/USD. Como resultado, acumularon una baja de 4,7% y 16,7%, respectivamente, respecto del pasado 20 de octubre.

Por último, en lo que al mercado cambiario refiere, las reservas brutas cerraron el pasado jueves en USD 21.400 millones -sin datos del 17/11 al cierre de este informe-, sumando USD 500 millones en los primeros días hábiles de la semana. Además de los USD 275 millones comprados por el BCRA entre lunes y jueves, alrededor de USD 100 millones los aportó la diferencia de cotización del Yuan chino (que pasó de 7,29 CNH/USD al cierre de la semana pasada a 7,24 el jueves) y USD 80 millones se explican por la mejora del oro, ya que su cotización avanzó más de 2%.

Esta mejora de los activos internacionales fue generalizada. El pasado martes, se conoció el dato de inflación de Estados Unidos de octubre: +0,0% en el mes, desacelerándose 0,3 p.p. respecto de septiembre. Más aún, ésta fue la menor suba para un mes desde julio de 2022 y la segunda menor desde mediados de 2020, es decir desde la salida de la pandemia. En este marco de una nominalidad menor que la esperada en la primera economía del mundo, los activos del resto del mundo se fortalecieron -sustitutos de la divisa norteamericana-, aun cuando la inflación acumulada en los últimos doce meses (+3,7%) y el dato del último trimestre anualizado (+2,4%) permanecen por encima del objetivo de la Fed (+2,0%).

Por caso, el Real brasileño cayó 0,8% en la última semana, ubicándose apenas por debajo de 4,9 BRL/USD -de modo que lleva una apreciación de 3,4% en noviembre-, en tanto el peso chileno se fortaleció 3,5% y el uruguayo hizo lo propio en 1,0%. Como resultado, el Dollar Index, índice que sintetiza a la paridad de las distintas monedas con el dólar conforme a su peso en el comercio de bienes norteamericano se contrajo 1,4% en la última semana, marcando la expectativa de una política monetaria más flexible a nivel global -en relación con la esperada- y un mayor apetito por el riesgo en consecuencia.

Por su parte, los commodities agropecuarios también se recuperaron: la soja avanzó 2,4%, rondando los USD 505 por tonelada -y acumulando una suba de 8,5% en lo que va de noviembre, ya que la semana pasada había repuntado por malos datos climáticos de Brasil-, en tanto el maíz trepó 1,8% en la semana, orillando USD 173,6 por tonelada. Este optimismo no se trasladó a los bienes energéticos, y el petróleo WTI cayó 5,4% en la última semana, perforando los USD 73 por barril y ubicándose casi 18% por debajo de los picos de mediados de octubre pasado (USD 90 por barril).

Precios: desaceleración inflacionaria en octubre

En octubre, la inflación fue de 8,3%, desacelerándose 4,4 p.p. respecto de septiembre (+12,7%). De esta forma, acumuló 120% en los primeros diez meses del año, equivalente 8,2% mensualizado y 142,7% en los últimos doce meses, lo que arroja un promedio mensual de 7,7%.

La baja de la inflación obedeció a una desaceleración de sus tres canastas: en tanto el IPC Núcleo pasó de subir 13,4% en septiembre a 8,8% en octubre (-4,6 p.p.), el índice de Estacionales se desaceleró 7,1 p.p., pasando de 14,7% a 7,6% entre ambos meses y el de Regulados 1,7 p.p., pasando de 8,3% a 6,6%. Producto de su mayor ponderación en el agregado, la baja del IPC Núcleo fue la más relevante para explicar la dinámica del Nivel General (-3,1 p.p. vs. septiembre), a la vez que Estacionales restó 0,8 p.p. al agregado y Regulados 0,3 p.p.

Cuadro I – Inflación mensual y contribución al agregado. Fuente: INDEC.

	Ponderación	Dato mensual		Incidencia (contribución al agregado)	
		Mensual	Interanual	Mensual	Interanual
Nivel general		8,3%	142,7%	8,3%	142,7%
Comunicación	2,8%	12,6%	136,6%	0,4%	3,9%
Prendas de vestir y calzado	9,9%	11,0%	127,1%	1,1%	12,6%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	6,4%	10,7%	152,1%	0,7%	9,7%
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,5%	9,8%	137,4%	0,3%	4,8%
Recreación y cultura	7,3%	9,3%	154,8%	0,7%	11,3%
Restaurantes y hoteles	9,0%	8,8%	164,9%	0,8%	14,8%
Vivienda, agua y electricidad	9,4%	7,8%	131,3%	0,7%	12,3%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	26,9%	7,7%	153,8%	2,1%	41,4%
Bienes y servicios varios	3,5%	7,7%	130,2%	0,3%	4,6%
Transporte	11,0%	7,1%	122,2%	0,8%	13,4%
Educación	2,3%	6,6%	126,5%	0,2%	2,9%
Salud	8,0%	5,1%	134,7%	0,4%	10,8%
Estacional	11,3%	7,6%	131,8%	0,9%	14,9%
Núcleo	67,9%	8,8%	149,7%	6,0%	101,7%
Regulados	20,8%	6,6%	122,7%	1,4%	25,5%
Bienes	66,1%	8,5%	145,3%	5,6%	96,1%
Servicios	34,0%	7,8%	135,0%	2,6%	45,9%

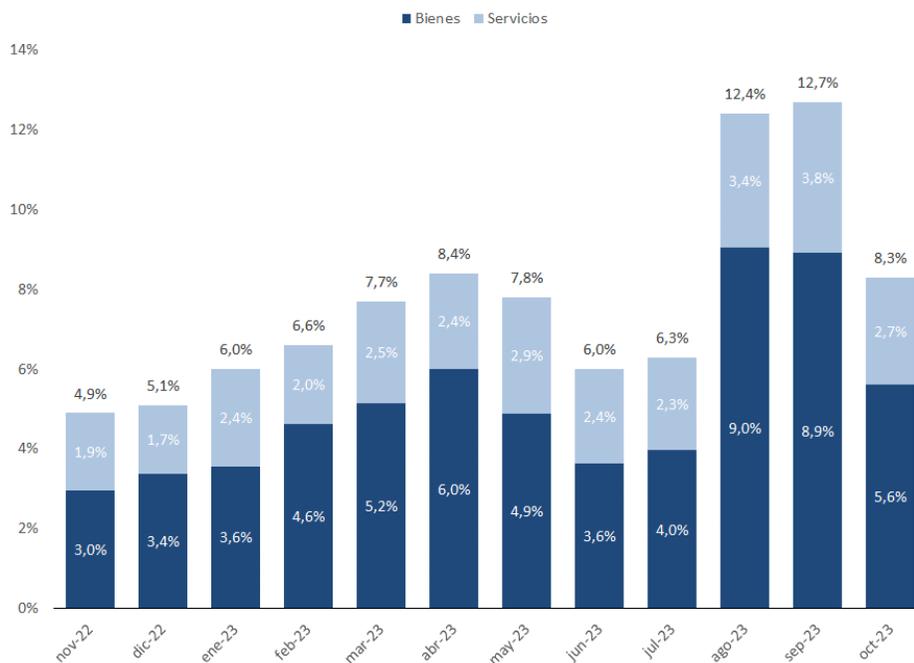
A nivel capítulos, el índice estuvo liderado por Comunicación, motivado por las subas de telefonía e internet, seguido de Prendas de vestir y calzado, rubro que suele mostrar cierto dinamismo en los meses de cambio de temporada. Por su parte, Alimentos y bebidas no alcohólicas, principal capítulo del IPC, avanzó 7,7% durante el mes pasado, quedando por debajo del Nivel General por primera vez desde julio. En este caso, la importante desaceleración de Carnes -que pasó de un promedio mensual de +20,6% en agosto y septiembre en GBA a +7,7% en octubre-, Frutas -que pasó de +18,1% promedio mensual en agosto-septiembre a +5,8% en octubre- y Verduras (+12,8% promedio mensual agosto-septiembre y +7,5% en octubre) motivaron la desaceleración.

Al cierre del primer semestre, se sobreliquidaron cabezas de ganado, en pos de atenuar los problemas financieros que había generado la sequía, provocando así una sobreoferta relativa de este bien y conteniendo su precio: en junio y julio, Carnes acumuló un alza de 4,0%, casi 5 p.p. menos que Alimentos y bebidas y 8 p.p. menos que el Nivel General. En contraposición, en agosto y septiembre este subcapítulo se aceleró (+50,1% en el bimestre, 12 p.p. por encima de Alimentos y 16 p.p. por encima del Nivel General), diferencia que se compensó parcialmente en octubre. Como resultado, este rubro promedió una suba de 12,8% mensual entre julio y octubre, ubicándose por encima tanto de Alimentos (+10,7%) como del Nivel General (+9,8%). Así, en ausencia de otros impactos y movimientos, la dinámica de octubre podría repetirse en los próximos meses, atenuando la diferencia.

Por su parte, Educación y Salud se ubicaron por debajo del Nivel General (+6,6% y +5,1%, respectivamente), quedando como los capítulos más rezagados. Mientras que en el primer caso la fuerte estacionalidad del rubro explica la moderación -en marzo se concentró más de un cuarto de la suba acumulada en 2023, descomprimiendo los demás meses-, la aceleración de julio explica el bajo movimiento de Salud. Mientras que el Nivel General avanzó 46,0% en lo que va del segundo semestre, el capítulo en cuestión trepó 44,7% (-1,3 p.p.), reflejando cómo los índices convergen al comparar un período algo más largo.

Con esta dinámica, los bienes volvieron a crecer por encima de los servicios en octubre (+8,5% y +7,8%, respectivamente) repitiendo la dinámica de julio, agosto y septiembre. Producto de una primera mitad de año donde la sequía había impulsado a los Alimentos, principal capítulo de bienes, producto de su escasez relativa de oferta, en el acumulado a los primeros diez meses se verifica una diferencia relevante entre ambas canastas.

Gráfico 1 – Inflación mensual y contribución al agregado. Fuente: INDEC.

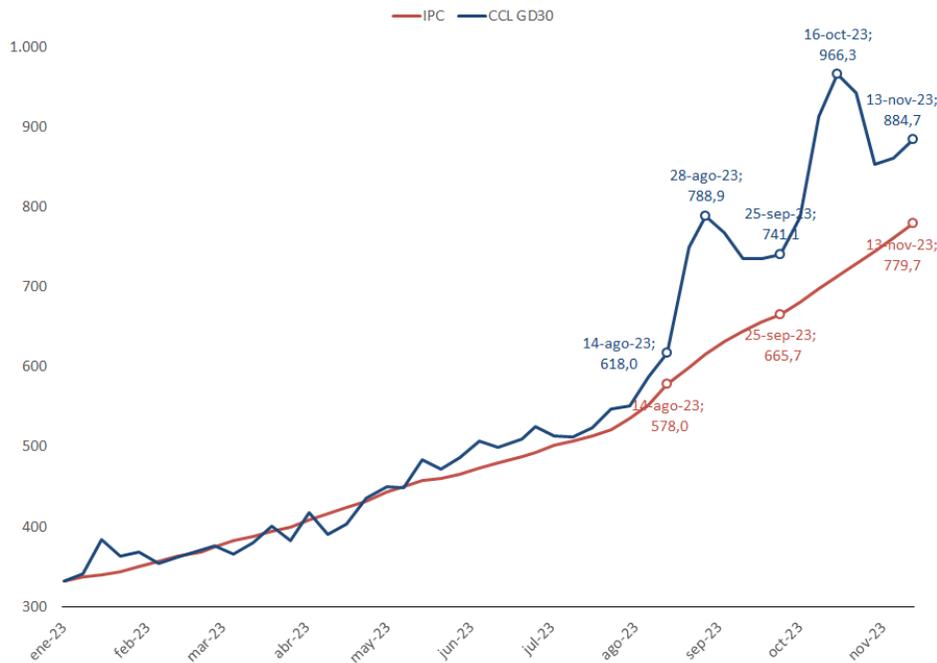


De esta forma, la inflación de octubre quedó 1,2 p.p. por debajo de la inflación esperada por el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que publica el Banco Central para el mes (+9,5%, informe enviado el 30/09), a la vez que se ubicó 2,8 p.p. por debajo de la tasa de interés de política monetaria (LELIQs a siete días, 133% de TNA, equivalente a una TEM de 11,1%).

En tanto, los tipos de cambio financieros subieron por encima del Nivel General de precios en el mes (+22,5% en el caso del dólar MEP y +10,4% en el del Contado con liquidación, arrojando un avance real de 13,2% y 2,0%, respectivamente), profundizando la diferencia que se viene observando desde agosto (+54,7% el CCL GD 30 y +39,0% el IPC Semanal que elabora el Ministerio de Economía). No obstante, vale destacar que al comparar con la segunda semana de noviembre -último dato- esta diferencia se modera: +55% y +45%, respectivamente.

La oferta privada de moneda extranjera que sumó el nuevo Programa de Incremento Exportador (ver **Semana Económica 801**), que permite la libre disponibilidad al 25% de las divisas surgidas por exportaciones de bienes y servicios, en un marco de menor incertidumbre general -es decir, no solo económica-, explican este principio de convergencia. Empero, corresponderá esperar más datos antes de sacar conclusiones: el tipo de cambio paralelo sigue ganándole al peso en la segunda mitad del año, pero su baja primero y su moderación después achicaron la diferencia.

Gráfico II – Inflación semanal (MECON) y tipo de cambio paralelo. Fuente: Ministerio de Economía y Bloomberg.



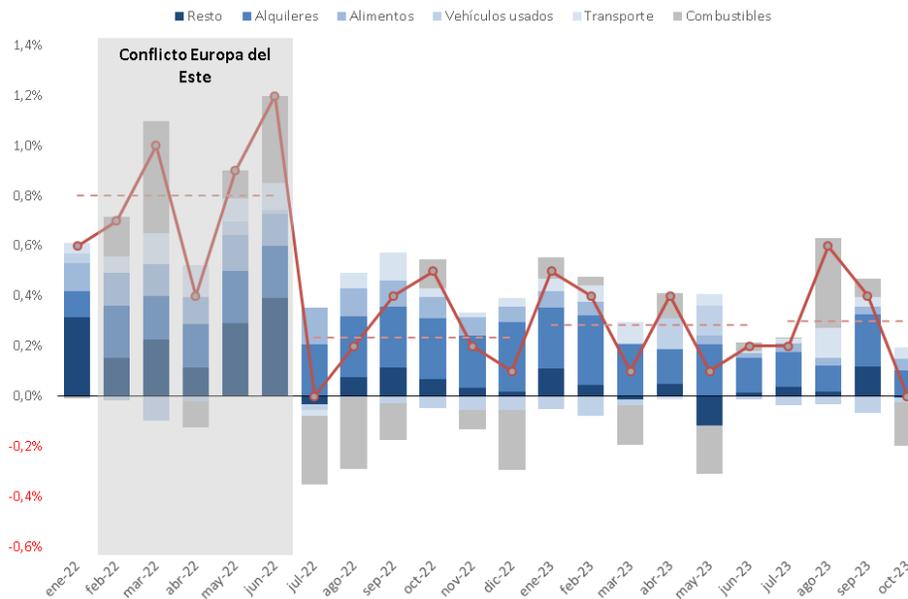
Estados Unidos, tasas y monedas emergentes

En octubre, el índice de precios al consumidor se mantuvo estable (+0,0%), arrojando la menor inflación para un mes desde julio del año pasado y la segunda menor desde mediados de 2020, es decir desde la salida de la pandemia. Por su parte, el IPC Núcleo, algo más representativo de la tendencia, dado que en países de baja inflación esta serie suele mostrar cierta volatilidad mensual, avanzó 0,2%. De esta forma, se redujo 0,1 p.p. en relación con septiembre (+0,3%).

En tanto, en el acumulado doce meses, la inflación alcanzó 3,2%, lo que implica una baja de 0,5 p.p. en relación con el dato de septiembre (+3,7% i.a.). Más aún, se observa una caída de casi 6 p.p. desde el pico de junio del año pasado (+9,1%) i.a. y de 3,2 p.p. respecto del total 2022 (6,5% i.a.). Más aún, la inflación interanual es la menor desde septiembre de 2021, es decir, desde antes que el alza de los precios de los *commodities* energéticos impactara en la economía norteamericana.

En otro orden, sobresale que combustibles volvió a terreno negativo por primera vez desde mayo de 2023. Más allá de los factores estacionales que pueden haber motivado esta dinámica, vale notar que la relativa estabilidad de la inflación mensual no se sostiene al analizar sus componentes. Si bien Alquileres continúa liderando el aporte a nivel general, Transporte triplicó su contribución entre la primera y la segunda mitad del año, a la vez que Combustibles pasó de ser virtualmente despreciable -o compensado entre meses (-0,1% en el acumulado enero-junio)- a explicar casi 0,1 p.p. de un promedio mensual de 0,3% entre julio y octubre. De esta manera, se verifica que otros capítulos -Medicina, de comportamiento más estables-, moderaron sus tensiones. Considerando que los capítulos de mayor resiliencia vienen cediendo, y que los de alta volatilidad que sostenían al nivel general lo hicieron, explicando la baja a nivel agregado, *ceteris paribus* la desaceleración de la inflación podría repetirse en los próximos meses.

Gráfico 1 – Inflación mensual Estados Unidos y contribución al crecimiento. Fuente: US Bureau of Labor Statistics.



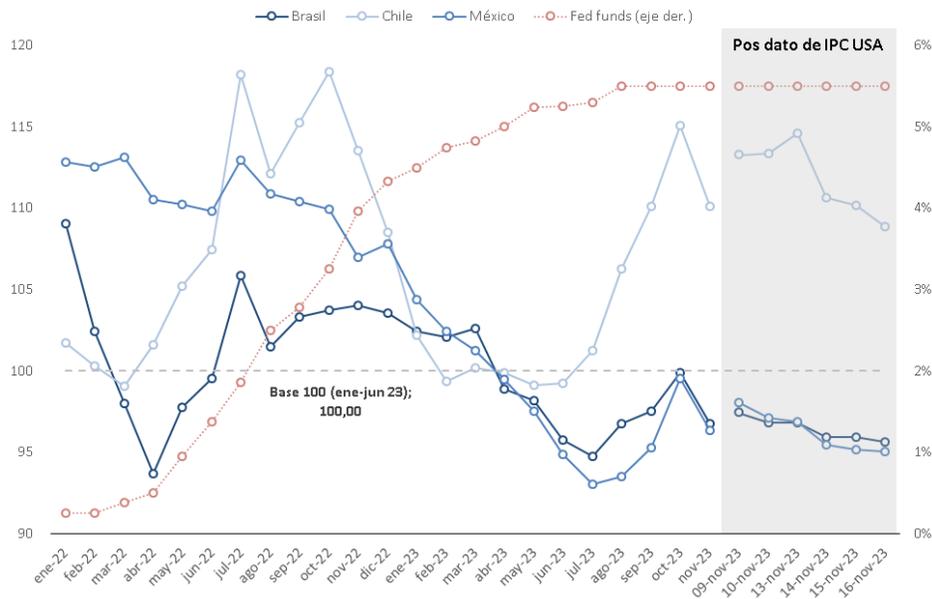
Sin perjuicio de esto, el IPC núcleo sigue por encima del objetivo de la FED (+2,4% anualizado vs. +2,0%). Asimismo, vale recordar que este órgano tiene un mandato dual: preservar la estabilidad de precios y garantizar la creación de empleo, sinónimo de una mejora de la actividad en economías con productividad estable o al alza. En este sentido, recordando que la producción creció casi 5% anualizado en el tercer trimestre, más que duplicando el 2,2% y 2,1% del primer y segundo trimestre de 2023, no esperamos una relajación de la política monetaria en el corto plazo, aun cuando la suba del nivel general de precios se descomprima.

Como resultado, el escenario de baja de la inflación sin recesión -*soft landing*- gana probabilidad de ocurrencia. Más aún, si la suba de precios se acercara al rango objetivo de la Fed sin un nuevo endurecimiento de la política monetaria nominal -en tanto la real depende de la inflación esperada, y ante una caída de ésta y tasas quietas podría tornarse algo más contractiva- podemos esperar dos consecuencias positivas. En primer lugar, el crecimiento de la economía norteamericana ayudaría sostener la demanda global, *vis a vis* los precios de sus activos de importación, es decir, las principales exportaciones de la región. Además, una política monetaria más laxa podría debilitar al dólar, contracara de una apreciación de las monedas emergentes, entre ellas, las de los países de la región abiertos a los flujos de capital.

En este sentido, en la última semana se verificó una apreciación generalizada de las monedas de los países emergentes: el Real brasileño cayó 1,8%, el peso chileno 3,8%, el uruguayo 0,8% y el mexicano 3,1%. Por su parte, el Dollar Index, que sintetiza a diversas monedas de países desarrollados y en desarrollo, se contrajo 1,6% en la última semana.

En el siguiente gráfico, se observan dos monedas con comportamientos relativamente similares en 2023 (Brasil y México, que acumulan un fortalecimiento de 7,6% y 11,8% desde el cierre del año pasado) y el peso chileno, que marca una relativa estabilidad (+0,4%; no obstante, vale destacar que a octubre de 2023 había trepado 6,0%). De estos números y dinámicas desprendemos dos cosas. Por un lado, que después de un 2022 en donde la tasa de la Fed subió más de 4 p.p. y un primer semestre de 2023 donde avanzó 1,0 p.p. más, las monedas emergentes empezaron a fortalecerse en los últimos meses de estabilidad de precios en Estados Unidos. Por el otro, que esta mejora se habría acelerado en los últimos días, es decir, luego de conocerse el IPC analizado más arriba.

Gráfico II – Real brasileño y pesos mexicano y chileno, primer semestre de 2023=100. Fuente: Bloomberg.



En este escenario, se verifica la relevancia del **ciclo financiero global**: en un mundo con flujos de capital transnacionales y alta integración entre los mercados financieros de los distintos países, los márgenes para hacer política cambiaria y monetaria de manera independiente a las decisiones del centro están restringidos. Concretamente, las variaciones del peso chileno, mexicano, uruguayo y del Real brasileño se explican más por las decisiones de la Fed que por sus necesidades propias del ciclo económico interno.

Asumiendo una cuenta de capital abierta -algo que parece realista, ya que no solo los flujos de capitales son crecientes en relación con el PIB global, sino que además cada vez se extienden a una mayor cantidad de países- las políticas monetarias del centro, basadas en las necesidades de su propio ciclo económico, se exportan hacia los países emergentes. En este marco, los bancos centrales periféricos pierden grados de libertad para ejecutar sus decisiones de política: ante este movimiento, pueden i) relajar sus condiciones crediticias -bajar la tasa de interés- y evitar la apreciación de su moneda o ii) mantener las condiciones de crédito y convalidar un encarecimiento de sus exportaciones, aun cuando no sea la decisión óptima para su propio ciclo económico.

Ante este escenario, los dilemas de la política monetaria se acercan a los de la política cambiaria y la flexibilización de la cuenta capital: ¿tiene sentido abrirse a los flujos financieros? Si sí, entonces, ¿cómo compensar la pérdida que genera la menor autonomía en la toma de decisiones?, ¿cómo lograr que el ciclo local converja con el internacional, o al menos se beneficie de este?

En este punto, vale destacar que no solo las monedas son activos financieros: también lo son los *commodities*, bienes que, casualmente, suelen correlacionar con las monedas de sus países exportadores. En parte porque los movimientos de la Fed les impactan de la misma forma -ambos son sustitutos de la divisa-, y en parte porque cuando éstos suben, quienes logran una mejora de los términos del intercambio pueden apreciar su moneda, ya que exportando las mismas cantidades generarán un mayor valor. Ahora bien, las subas de la tasa de la Fed impactan negativamente en sus sustitutos. Así, en ausencia de controles, la dinámica global diverge de las necesidades internas.

Es fundamental diseñar un marco de políticas que permita abrirse a los mercados de crédito y beneficiarse del ahorro externo sin reforzar la amplitud y la volatilidad del ciclo interno.

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
Resultado primario sin retenciones	% PIB, dif. i.a.	sep-23	-1,9%	0,5 p.p.	Hacienda	21-nov-23
Precios						
IPC Nacional	%	oct-23	8,3%	142,4%	INDEC	13-dic-23
IPC Núcleo, nacional	%	oct-23	8,8%	149,9%	INDEC	13-dic-23
Comercio exterior						
Exportaciones (INDEC)	USD M	oct-23	5.385	69.655	INDEC	20-dic-23
Importaciones (INDEC)	USD M	oct-23	5.839	74.592	INDEC	20-dic-23
Balanza comercial (INDEC)	USD M	oct-23	-454	-4.937	INDEC	20-dic-23
Balance 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	16-nov-23	353,5		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	16-nov-23	1,2		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	16-nov-23	857,5		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	16-nov-23	3,0		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	16-nov-23	21.403		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	10-nov-23	8.807		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	10-nov-23	17.844		BCRA	Diaria
BIS	USD M	10-nov-23	3.099		BCRA	Diaria
Resto	USD M	10-nov-23	-8.347		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	13-nov-23	11,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	13-nov-23	10,5%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	16-nov-23	4,9	-7,7%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	16-nov-23	7,2	1,0%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	16-nov-23	505,8	-7,0%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	16-nov-23	247,6	-32,3%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	16-nov-23	500,3	-33,4%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	16-nov-23	73,0	-7,8%	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.