

# Semana Económica

## Informe General

- **Editorial: Compras del Banco Central, actividad de septiembre y resultado fiscal de octubre**
- **Fiscal: Resultado primario en la región y el mundo**
- **Actividad, sequía y divisas: cuando los efectos inmediatos se extienden**

### Editorial: Compras del Banco Central, actividad de septiembre y resultado fiscal de octubre

El Banco Central compró USD 5 millones esta semana, llevando a USD +425 millones el acumulado de noviembre, de modo que estaría más que revirtiendo las ventas de octubre (USD -225 millones). La mejora se explica tanto por la mayor liquidación del agro (faltando una semana para que cierre el mes, este monto ya lleva un crecimiento de 5%, pasando de USD 740 millones en octubre a USD 780 millones en noviembre; asimismo, en el promedio diario, el avance es del 40%), como por la menor demanda del resto de la economía (USD -48,5 millones promedio diario en octubre y USD -22 millones en noviembre).

Por su parte, el tipo de cambio A3500 cerró la semana en 357,5 ARS/USD, acumulando una suba de 1% respecto del viernes pasado, equivalente a 0,15% promedio diario. En tanto, los dólares financieros volvieron a superar la barrera de los 1.000 ARS/USD esta semana, marcando una suba algo menor al 20% en relación con el viernes pasado, cuando habían cerrado en torno de 850 ARS/USD. Como resultado, la brecha pasó de la zona del 140% a la del 180%.

En esta línea, vale destacar que esta semana se extendió el Programa de Incremento Exportador, vigente hasta el próximo 9 de diciembre: desde el martes 21/11 -primer día hábil luego del cierre de la anterior edición el viernes 17-, las empresas que exporten bienes y servicios tendrán libre disponibilidad para el 50% de sus divisas, en tanto que el resto deberá ser liquidado en el mercado oficial. En el régimen anterior, este margen era de 30%. De esta forma, el tipo de cambio exportador pasó de 510 ARS/USD -calculado como la suma ponderada entre el monto ofrecido al A3500 y el restante al Contado con liquidación- a 680 ARS/USD, lo que implica un avance mayor al 30%.

En otro orden, vale destacar que la inflación de la tercera semana de noviembre fue del 2,3%, según los datos de la Secretaría de Política Económica del Ministerio de Economía, equivalente a 9,5% mensualizado. Así, la suba de precios lleva diez semanas por debajo del 3% semanal, equivalente a 12,5% mensual (promedio de las variaciones del IPC entre agosto y septiembre).

En octubre, el déficit fiscal primario fue de ARS 0,3 billones, es decir, 0,2% del PIB. De esta forma, creció 5,6% i.a. en términos reales en relación con igual mes del año pasado, producto de la caída de los ingresos (-3,9% i.a. en términos reales), muy golpeados por los menores recursos asociados a Derechos de Exportación: -61,7% i.a., que más que explican el rojo agregado (restaron 7 p.p. al agregado). En contraposición, el gasto primario también se contrajo durante el mes pasado (-1,6% i.a.), atenuando la profundización del rojo.

Entre enero y octubre, el déficit primario acumuló ARS 3 billones, creciendo 10,7% i.a. en términos reales respecto de igual período de 2022 (+0,1 p.p. del PIB). Al igual que en el dato mensual, el deterioro se explica en buena medida por los menores Derechos de Exportación (-62,4% i.a., reduciendo en 6 p.p. el retroceso agregado: -8,3% i.a.), mientras que el gasto primario se redujo 4,7% i.a. en el acumulado a los primeros diez meses del año, otra vez, moderando el efecto adverso de la sequía.

Antes de cerrar, puede notarse que la actividad económica cayó 0,7% i.a. en septiembre, mientras que se mantuvo virtualmente inalterada respecto de agosto (-0,1%). Como resultado, promedió un retroceso de 1,5% i.a. en los primeros nueve meses del año, pero acumuló un avance de 1,8% respecto de diciembre de 2022 (y de +3,7% respecto de junio de este año).

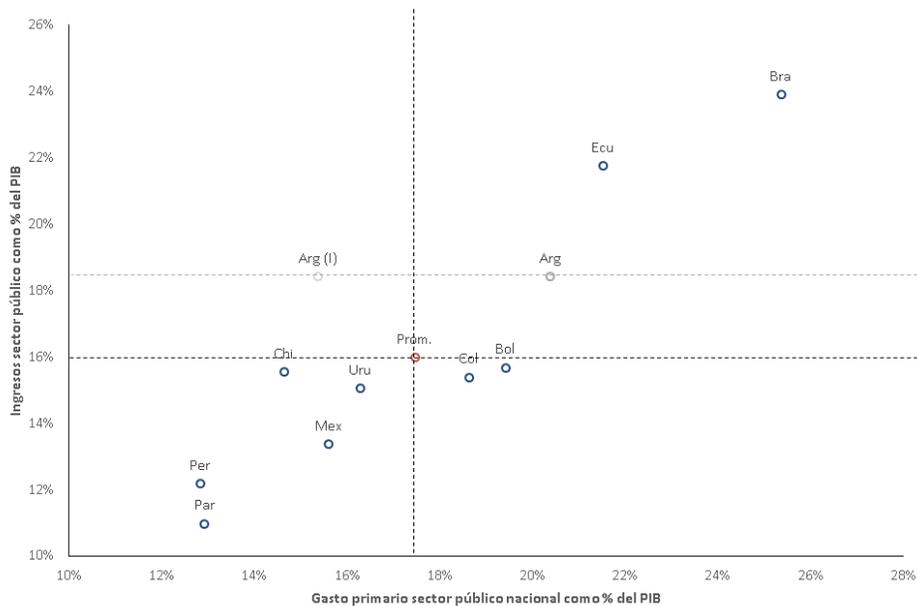
## Fiscal: Resultado primario en la región y el mundo

En el **Semana Económica 797**, planteamos que el déficit primario de Argentina en 2022 había estado en línea con el promedio de la región (-2,0% y -1,5%, respectivamente). Asimismo, ordenando de mayor a menor, resaltaba que Bolivia había tenido el mayor rojo (-3,8%), seguido de Colombia (-3,3%). En el otro extremo se encontraban Chile, con un superávit primario de 0,9% del PIB seguido de Ecuador, en virtual equilibrio fiscal (+0,2%), en tanto el resto estuvo en terreno negativo: el año pasado, 8 de 10 países de América del Sur más México menos Venezuela cerraron sus cuentas públicas en rojo, incluso antes del pago de intereses.

Al desagregar entre ingresos y gastos podemos dividir en dos grandes grupos: un primer pelotón, con un gasto primario mayor al 15% del PIB, en donde se encuentran en orden descendente Brasil, Ecuador, Argentina, Bolivia, Colombia, Uruguay y México y un segundo en donde están Chile (14,6% de gasto primario como porcentaje del PIB), Paraguay (+12,9%) y Perú (+12,8%). La elección del 15% surge de manera arbitraria al restar 5 p.p. al gasto argentino (+20,4%).

Ahora bien, al mirar los ingresos, se verifica que éstos son acordes al nivel de gasto: los países con Estados nacionales mayores al 15% del PIB también tienen ingresos en sintonía con este porcentaje, mientras que los países con menores gastos también tienen una presión tributaria menor. Por caso, en Brasil, los ingresos rozaron 25,5% del PIB en 2022 según los datos del FMI, en tanto que en Chile fueron del 15,5%.

Gráfico I – Ingresos y gastos del sector público nacional como % del PIB en 2022. Fuente: FMI.



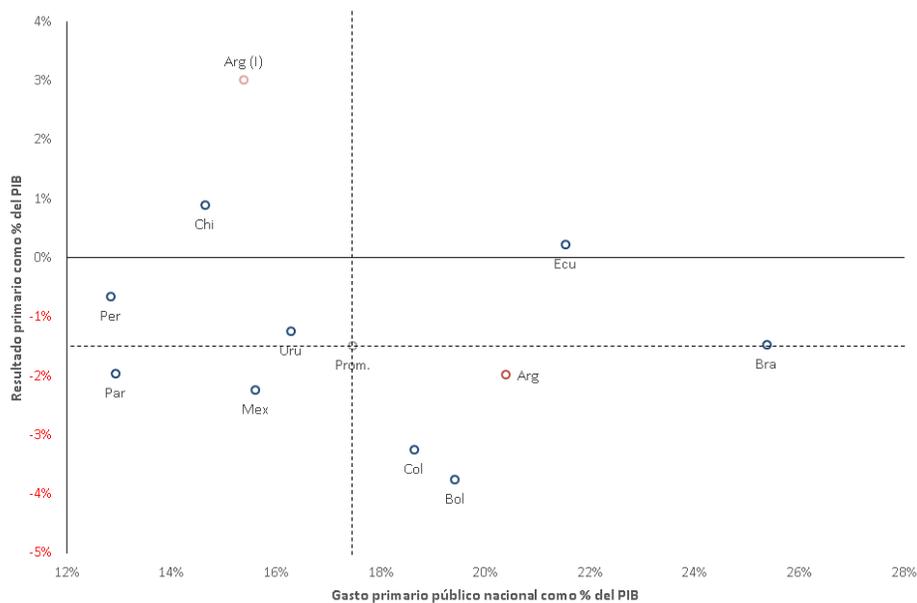
De esta forma, la diferencia entre los resultados fiscales primarios es significativamente menor que la diferencia entre las dos variables que lo explican: en tanto que Brasil, el que más gasta, se ubica 12,5 p.p. por encima de Perú, el que menos -, visto en otra perspectiva, casi el doble: +25,4% y +12,8%-, y que Brasil, también el que más recauda, supera en 11,0 p.p. a Paraguay (+23,9% y +11,0%, respectivamente), el saldo primario de Chile (+0,9%) es 4,6 p.p. mayor que el de Bolivia (-3,8%).

Esta lógica de ingresos y gastos calzados se explica por diversos motivos. En primer lugar, porque es relevante de cara al resultado primario, determinante en última instancia de las necesidades de emisión y endeudamiento operativas del Sector Público. En segunda instancia, porque ayuda a pensar la interacción entre el Estado y el sector privado: países con Estados que gastan “poco”, pero cobran pocos impuestos, y países con Estados más grandes, pero que exigen una mayor carga tributaria.

Sin perjuicio de cómo se distribuyen los impuestos y otras formas de recaudación del Estado, el tercer factor obedece, entre otras cosas, a que los ingresos y el gasto son determinantes relevantes para analizar la competitividad externa de un país: mientras que los primeros reflejan las transferencias que el sector privado le realiza al sector público, teniendo un impacto en los costos, el segundo contempla las transferencias del Estado a los privados, es decir, la reducción de costos que éste genera. Dicho esto, vale notar que puede haber redistribuciones de ingresos hacia el interior de cada estructura tributaria que no estamos analizando.

En esta clave, vale destacar que la competitividad externa corresponde medirla más en términos relativos que absolutos: en materia de comercio internacional, importa más cuán caro es un bien o servicio respecto del costo de producción de nuestros competidores, que si este es caro o barato en sí mismo. En consecuencia, recortar gastos sin hacer lo mismo con los ingresos afecta nuestra competitividad: se están reduciendo las transferencias sin hacer lo mismo las cargas, dejándonos en una peor posición relativa respecto de otros productores. Por lo tanto, de esta forma, se estarían corrigiendo las cuentas públicas a costa del sector privado, no solo en términos locales y absolutos, sino también externos y relativos.

Gráfico II – Gasto primario y resultado fiscal del sector público nacional como % del PIB en 2022. Fuente: FMI.



En un escenario en donde el gasto primario del Estado Nacional cae 5 p.p. del PIB, y los ingresos se mantienen constantes, la Argentina quedaría con el mayor resultado fiscal primario de la región (+3,0%), en tanto sería el tercero que más recauda y el cuarto que menos gasta. De esta forma, nuestra competitividad en términos de Sector Público pasaría a ser la menor de la región, ya que tendríamos un Estado similar al de Perú y Paraguay, pero con ingresos parecidos a los de Ecuador y Brasil.

En este punto, vale destacar que los datos bajo análisis son de 2022, de modo que no incluyen i) las subas y extensión del impuesto PAIS realizadas en 2023 -una tasa de 7,5% para la compra de divisas para importar bienes y servicios y un incremento en la alícuota para los gastos en moneda extranjera-, que deteriora nuestra competitividad externa ni ii) el aumento del Mínimo No Imponible en el Impuesto a las Ganancias, que relaja los gravámenes sobre las familias.

Antes de cerrar, podemos extender la comparación al resto del mundo. Con la misma base de datos del FMI del 2022, si la Argentina recortara su gasto primario en 5 p.p. y llevara su resultado fiscal primario a +3,0% del PIB quedaría en el puesto 14 de 193 países en esta variable, por detrás de Nauru, Noruega, Libia, Kuwait, Guinea

Ecuatorial, Qatar, Emiratos Árabes Unidos, Congo, Tuvalu, Micronesia, Iraq, Omán y Azerbaiyán. Por el contrario, en la actualidad, nuestro país se encuentra en el puesto 106 sobre los mismos 193 países, es decir, que tiene 87 países con resultados fiscales primarios más laxos.

Asimismo, en materia de gastos estamos en el puesto 57 de los que más gastan a la vez que pasaríamos al 108, en tanto en los ingresos permaneceríamos en el 62. De esta forma, no solo tendríamos un Estado que recauda “mucho” y gasta “poco”, sino que también perderíamos la posición de equilibrio relativo en la “tabla” global que hoy ostentamos: dicho de otro modo, quedaríamos “arriba” en la tabla de ingresos, pero abajo en la de gastos.

En consecuencia, nuestra competitividad externa se vería lesionada y reducida, no solo en comparación con la región sino, y más importante, con todo el mundo. En un contexto de reservas internacionales acotadas -tal como mostramos en el mismo **Semana Económica 797**-, afectar la competitividad del sector privado puede traer algunas tensiones en materia cambiaria. Más aún, entre 2025 y 2030, los vencimientos de deuda pública en moneda extranjera promediarán USD 15.000 millones anuales -USD 7.000 millones con el Fondo durante seis años y USD 8.000 millones con el mercado-, por lo que será fundamental no deteriorar nuestro resultado externo, en pos de mantener un perfil de deuda sostenible.

### **Actividad, sequía y divisas: cuando los efectos inmediatos se extienden**

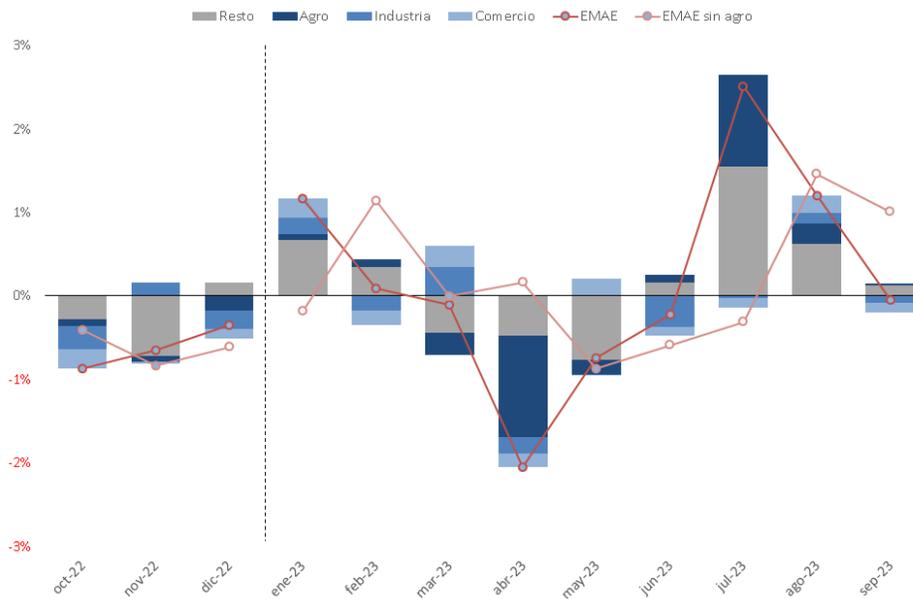
En septiembre, la actividad económica cayó 0,7% en relación con igual mes del año pasado, en tanto se mantuvo virtualmente inalterada respecto de agosto (-0,1%). De esta forma, promedió un retroceso de 1,5% i.a. entre enero y septiembre, a la vez que acumula un avance de 1,8% respecto de diciembre de 2022, porcentaje que salta a 3,7% al comparar con junio de este año (+0,9% mensualizado).

En el análisis interanual, el rojo estuvo liderado por Industria manufacturera (-3,9% i.a.), seguido por el sector agropecuario (-2,2% i.a.), Intermediación financiera (-1,7% i.a.) y Comercio (-1,1% i.a.). En el otro extremo, Electricidad, gas y agua trepó 7,2% i.a., mientras que Minas y canteras hizo lo propio en 6,1% i.a. Se observan así dos dinámicas contrapuestas: la producción tradicional de bienes golpeada, producto del movimiento cambiario de agosto -extensión del impuesto PAIS a la compra de divisas para importar bienes y servicios, suba del dólar oficial a 350 ARS/USD, del paralelo a la zona de 700 ARS/USD en ese entonces-, pero compensada parcialmente en el agregado por los rubros más asociados de recursos naturales no tradicionales -Vaca Muerta, litio-.

En términos desestacionalizados, la dinámica fue similar. La evolución estuvo liderada por Electricidad (+2,8% en septiembre, conforme a las estimaciones que elaboramos desde la **Gerencia de Estudios Económicos**, ya que INDEC no publica los sectores de actividad desestacionalizados) y Minas y canteras (+2,1%), nuevamente, impulsados por algunos rubros puntuales, más explicados por razones particulares que por factores comunes a otras ramas. En contraposición, Comercio cayó 0,7% en septiembre, en tanto que Industria manufacturera se contrajo 0,6%.

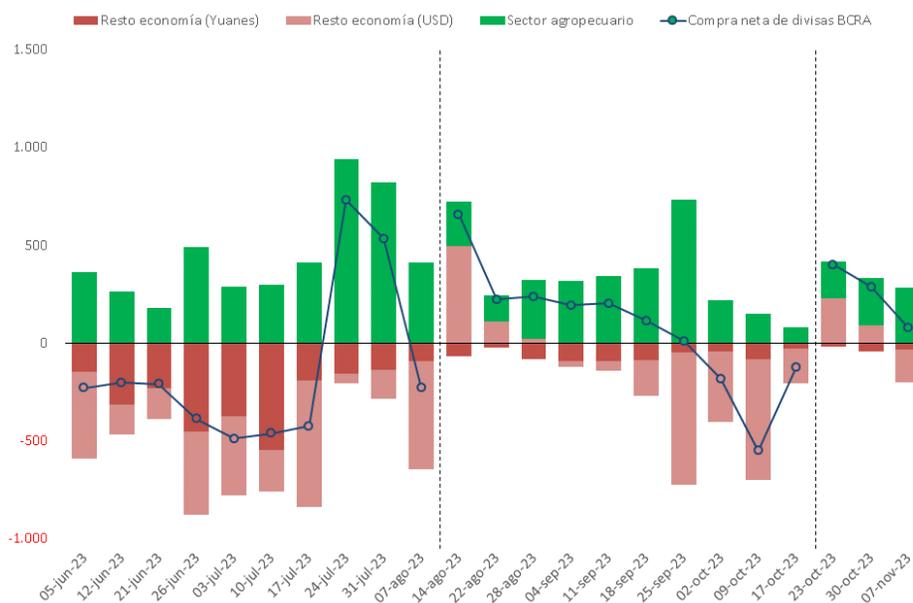
De estos números se desprenden tres grandes ideas: i) la sequía y su efecto sobre la actividad dejaron de ser relevantes en la comparación intermensual -no así interanual, donde el agro cayó más del doble que el EMAE-, ii) el impulso que había dado “una devaluación que no corrigió expectativas de mediano plazo” se diluyó en septiembre -mientras que los futuros de Rofex se aceleraron durante este mes, pasando de +19,1% de tasa efectiva mensual en los contratos para diciembre firmados el 31/08 a +24,6% en las operaciones del 29/09, la cobertura real se moderó- y iii) la demanda de servicios no cayó, a pesar de la contracción del poder adquisitivo (-0,9% mensual el índice de salarios de INDEC) e incertidumbre cambiaria: a la vez que Comercio se mantuvo virtualmente inalterado (-0,1 p.p. de contribución al agregado), el avance de Hoteles y Restaurantes y de Servicios sociales y de salud atenuó el rojo agregado.

Gráfico I – EMAE, serie desestacionalizada. Contribución al crecimiento por sector. Fuente: elaboración propia en base a INDEC.



En síntesis, tuvimos dos tendencias en la primera parte del año que servirán como punto de partida para pensar hacia adelante: una primera parte afectada por un shock exógeno y transitorio, que a simple vista no habría tenido secuelas permanentes -la sequía-, donde los bienes en general y la industria en particular permitieron compensar la caída de la producción, y una segunda etapa, marcada por las expectativas de devaluación y los consiguientes comportamientos de cobertura, seguida de una caída de la demanda producto del retroceso del poder adquisitivo, en el contexto de una política fiscal menos contractiva -pero no expansiva: en octubre, el gasto primario cayó 1,6% i.a., por caso-, una política monetaria más dura, ex ante y ex post.

Gráfico II – Compra neta de divisas BCRA, acumulado semanal en USD millones. Fuente: BCRA, CIARA-CEC y SIOPEL.

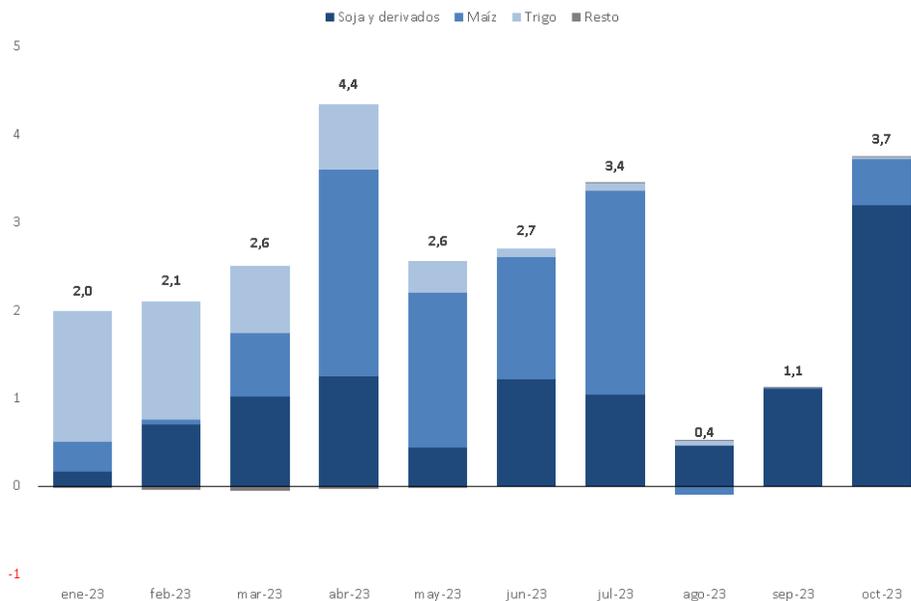


Ahora bien, ¿qué pasó con la política cambiaria? Por un lado, la comentada suba del tipo de cambio oficial y paralelo, que, de todos modos, no profundizó la caída del nivel de actividad -al menos no de manera significativa en los números hasta septiembre-. Por el otro, y no menor, la venta de divisas a la economía no agropecuaria se redujo de manera sustancial entre julio y agosto y también entre octubre y noviembre -todavía sin datos-.

Considerando que la liquidación del sector agropecuario fue inusualmente baja en la primera mitad del año (-42,4% respecto del año pasado y -17,7% i.a. contra el promedio 2018-2022), resultado en gran medida de la mala cosecha y en segunda instancia de la caída de los precios internacionales, parte del comentado refuerzo de la administración cambiaria no habría sido necesario -y así de las expectativas de devaluación- en un año normal.

En consecuencia, no podemos decir que los efectos de la sequía fueron solo los comentados en la parte del EMAE, tanto los directos como los indirectos -es decir, sobre el agro y sus ramas conexas, como por ejemplo transporte- y transitorios y acotados al período de bajas lluvias y menor cosecha. Por el contrario, su impacto fue relevante y persistente en materia de sector externo y cambiario, tal como muestra el gráfico de arriba: cuando el financiamiento del *swap* se moderó, producto del límite que imponía el primer tramo -y que una parte de éste se usó para cancelar vencimientos de deuda con acreedores privados y el FMI-, la menor disponibilidad de divisas golpeó al nivel de actividad, vía menores ventas para importar.

Gráfico III – Pérdidas estimadas por la sequía a precios de exportación promedio 2021-2022, en USD miles de millones. Fuente: INDEC.



Conforme a nuestras estimaciones, la contracción de las exportaciones por la sequía -cálculo realizado manteniendo fijo los precios promedio de 2021-2022- superaron los USD 20.000 millones entre enero y octubre: sin esa pérdida, los números de actividad, comercio exterior y principalmente los cambiarios habrían sido muy distintos, aportando mayor flexibilidad al mercado *vis a vis* menores urgencias para administrar la compra de divisas, afectando no solo a las operaciones de la cuenta capital, sino también a las de la cuenta corriente.

## Principales variables

Variable	Unidad de medida	Último dato	Mensual o Trimestral	Interanual o acumulado doce meses	Fuente	Fecha próxima publicación
<b>Actividad</b>						
PIB	%	II-23	-2,8%	-4,9%	INDEC	15-dic-23
EMAE	%	sep-23	-0,0%	-0,7%	INDEC	21-dic-23
<b>Salarios</b>						
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
<b>Fiscal</b>						
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	oct-23	1,9%	-1,5 p.p.	Hacienda	20-dic-23
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	oct-23	2,1%	-1,4 p.p.	Hacienda	20-dic-23
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	oct-23	-0,2%	-0,1 p.p.	Hacienda	20-dic-23
<i>Resultado primario sin retenciones</i>	% PIB, dif. i.a.	oct-23	-0,3%	1,0 p.p.	Hacienda	20-dic-23
<b>Precios</b>						
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
<b>Comercio exterior</b>						
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
<b>Balance cambiario</b>						
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
<b>Tipo de cambio</b>						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	23-nov-23	357,0		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	23-nov-23	1,2		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	23-nov-23	1.006,1		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	23-nov-23	3,5		BCRA	Diaria
<b>Reservas</b>						
Reservas brutas	USD M	23-nov-23	21.554		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	17-nov-23	8.613		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	17-nov-23	18.020		BCRA	Diaria
BIS	USD M	17-nov-23	3.107		BCRA	Diaria
Resto	USD M	17-nov-23	-8.186		BCRA	Diaria
<b>Monetario y financiero</b>						
LELIQ 28 días	% TEM	22-nov-23	11,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	22-nov-23	10,5%		BCRA	Diaria
<b>Internacional</b>						
Real Brasil	BRL/USD	23-nov-23	4,9	-7,0%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	23-nov-23	7,1	-0,3%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	23-nov-23	499,0	-7,0%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	23-nov-23	238,4	-33,1%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	23-nov-23	499,0	-33,0%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	23-nov-23	76,8	-8,2%	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.