

# Semana Económica

## Informe General

- **Editorial: Ventas del Banco Central y un mercado global calmo a la espera de la inflación de USA**
- **Fiscal: Evolución del resultado primario y las reservas entre 2016 y 2023**
- **Internacional: inflación de Estados Unidos y ¿relajación de su política monetaria?**

### Editorial: Ventas del Banco Central y un mercado global calmo a la espera de la inflación de USA

El Banco Central vendió USD 380 millones en la primera semana de diciembre, compensando parcialmente las compras de noviembre (USD +385 millones). Asimismo, si sumamos las ventas por USD 100 millones del pasado viernes 01 de diciembre, el rojo del último mes suma USD 95 millones. La reversión del saldo se explica por las menores ventas del sector agropecuario, que pasaron de USD 50 millones promedio diario en noviembre a USD 15 millones esta semana en un contexto de mayores ventas al resto de la economía (treparon de USD -35 millones a USD 110 millones).

En otro orden, sobresale que el tipo de cambio A3500 cerró la semana en 364,1 ARS/USD, lo que implica una suba de 0,8% respecto del viernes pasado. Por su parte, el dólar MEP se ubicó en 980 ARS/USD, marcando un avance de 4,5% en relación con una semana atrás, en tanto el contado con liquidación (CCL) cerró algo por debajo de los 1000 ARS/USD. De esta forma, la brecha cambiaria quedó en la zona del 175%. Dicho esto, vale destacar que la diferencia es algo menor con el tipo de cambio usado para importar bienes y servicios (390 ARS/USD, que surge de sumar 7,5% del impuesto PAIS al A3500), mientras que el tipo de cambio exportador -desde fines de noviembre, las empresas que venden al exterior tienen libre disponibilidad para el 50% de las divisas percibidas- roza los 685 ARS/USD (surge de vender 50% al A3500 y 50% al CCL).

Por último, en lo que al mercado cambiario refiere, las reservas brutas cerraron el miércoles en USD 21.170 millones -sin datos del jueves todavía-, marcando una baja de USD 260 millones respecto del último viernes. El próximo 21 de diciembre corresponderá cancelar poco más de USD 900 millones de capital con el Fondo Monetario Internacional, a la vez que hay vencimientos por USD 240 millones con otros organismos multilaterales de crédito en lo que resta del mes. En contraposición, desde noviembre está pendiente la séptima revisión del Acuerdo firmado en marzo del año pasado con el FMI, que habilitaría un desembolso cercano a USD 3.300 millones. Como resultado, quedan USD 2.150 millones netos para sumar a esta variable.

Para enero, las obligaciones con el FMI rozan los USD 1.950 millones a la vez que está el corte de cupón de los títulos públicos (AL30 y GD30) que implicaría pagos de interés por USD 1.550 millones, sumando USD 3.500 millones entre ambos.

En el plano internacional, vale destacar que las monedas de los principales países emergentes se mantuvieron estables en la última semana -por caso, el Real brasileño se apreció 0,3% y el uruguayo 0,1%-, preservando así las ganancias obtenidas en noviembre: la moneda de nuestro principal socio comercial ganó 2,7% desde el cierre de octubre -la cotización pasó de 5,05 BRL/USD a 4,90 BRL/USD-, a la vez que la uruguaya hizo lo propio en 2,3%. El martes próximo se conocerá el dato de inflación de Estados Unidos de noviembre y el miércoles tendrá lugar la última decisión de tasas de la Reserva Federal del año.

En octubre, los precios se mantuvieron estables en Estados Unidos (+0,0%), lo que alentó expectativas de una moderación de la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo en el corto plazo, dando lugar a la apreciación de las monedas emergentes antes mencionada. Para noviembre, el mercado espera otro buen dato de inflación y que la Fed no relaje el costo de financiamiento -dado que la suba de precios ronda el 3% anualizado, 1 p.p. por encima del objetivo en un contexto de desempleo bajo y crecimiento robusto-, por lo que si no hubiera cambios respecto de este escenario base no correspondería esperar movimientos significativos en las monedas de la región.

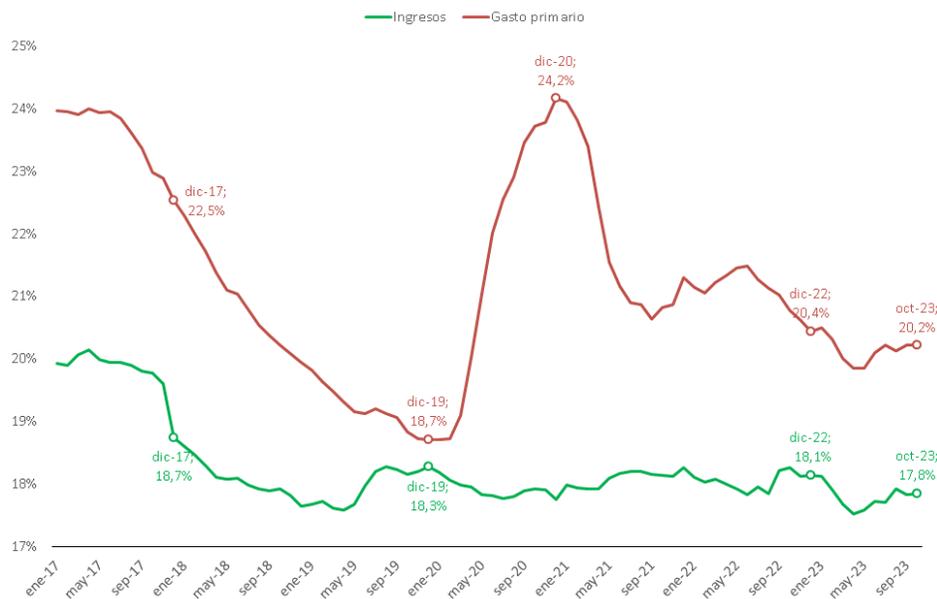
## Fiscal: Evolución del resultado primario y las reservas entre 2016 y 2023

Entre 2016 y 2023, el déficit fiscal primario promedió 3,2% del PIB, en línea con nuestras estimaciones para este año. Sin embargo, el período no fue homogéneo: hubo algunos vaivenes en el camino. En tanto se ubicó en torno de 4% del PIB en 2016 y 2017, en 2019 se acercó al equilibrio (-0,4%). En contraste, en 2020 saltó a 6,5% del Producto, motivado por el excepcional gasto al que había llevado la pandemia, para estacionarse luego alrededor del 3% actual (-3,0% en 2021 y -2,3% en 2022).

Ahora bien, más allá del saldo, vale destacar que la dinámica entre ingresos y gastos tampoco fue lineal en esta etapa. En la primera mitad de la gestión Cambiemos, se verificó una baja de los ingresos (-1,2 p.p. entre 2016 y 2017) en línea con una caída más acelerada del gasto (-1,5 p.p. entre ambos años). Se observa así que el objetivo era reducir la relevancia del Estado en la economía, tanto para los cobros como para las transferencias. Por caso, con la baja de retenciones al comercio exterior, esta partida pasó de representar 0,9% del PIB en 2016 a 0,6% en 2017, al revés, los subsidios a la energía y el transporte se redujeron de 3,5% a 1,6% en igual lapso.

En 2018 y 2019, la falta de financiamiento -principalmente externo y de mercado, en tanto el interno siguió abierto, a la vez que apareció el Fondo Monetario Internacional para las obligaciones en dólares- obligó a acelerar su corrección. Como resultado, el déficit primario cayó 3,4 p.p. entre 2017 y 2019, pasando de 3,8% del PIB al mencionado 0,4%. En este punto, vale destacar que el esfuerzo recayó íntegramente sobre el gasto (-1,2 p.p.), ya que los ingresos se redujeron 0,4 p.p. en igual período. En consecuencia, el Estado moderó su asistencia al sector privado al tiempo que redujo sus impuestos.

Gráfico I – Resultado fiscal primario acumulado doce meses como % del PIB. Fuente: Hacienda e INDEC.



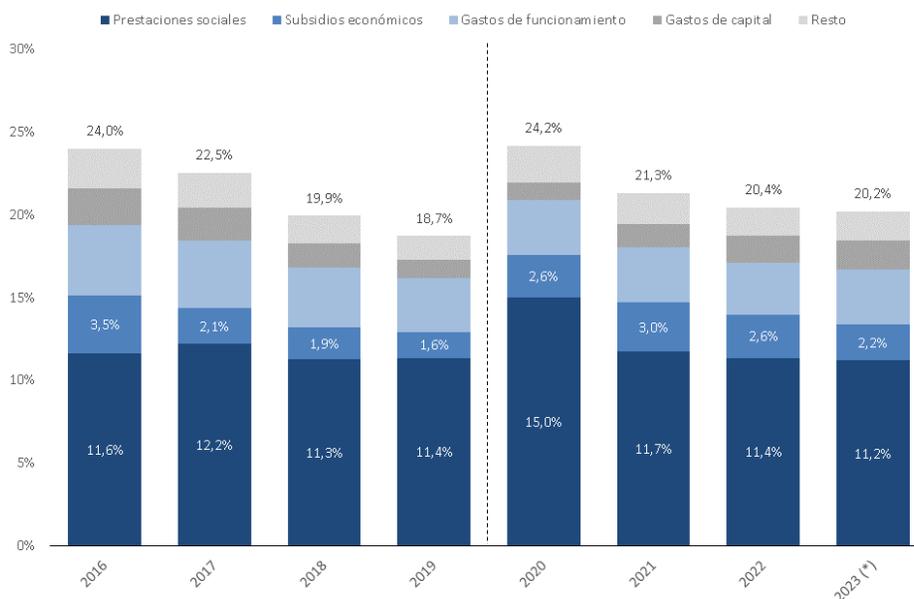
La dinámica de 2020 fue tan excepcional como esporádica y no se repetiría en el corto plazo, de modo que no tiene sentido analizarla. Entre 2021 y 2023, el déficit fiscal primario se ubicó en torno de 3% del PIB, pero con un cambio en relación al período anterior: aumentó el gasto público -que, de todos modos, permanece más de 2 p.p. por debajo del cierre de 2017-, mientras que los ingresos se mantuvieron en niveles similares. Como resultado, el Estado incrementó su participación en la economía en simultáneo con su déficit.

Al desagregar las partidas, sobresale que la que más aumentó fue gastos de capital: +0,7 p.p., pasando de 1,1% del PIB en 2019 a 1,8% en el acumulado noviembre 2022-octubre 2023, valor que usaremos como proxy de este

año. Así, el impulso a la obra pública fue el principal factor explicativo del incremento del gasto. En segunda instancia, subsidios económicos avanzó 0,6 p.p. del PIB, acumulando 2,2% de este en los últimos doce meses. La utilización de las tarifas de servicios públicos como ancla nominal en un contexto de suba de los precios de la energía (+37,3% en el caso del Gas Natural Licuado, principal combustible de importación y +37,7% en el del petróleo WTI) provocaron esta dinámica.

En contraposición, prestaciones sociales se mantuvo virtualmente estable (-0,1 p.p.), a la vez que gastos de funcionamiento -compras de bienes y remuneraciones al personal- hizo lo propio (+0,1 p.p.). La contracción de los ingresos reales (-4,4% entre 2019 y 2023 promedio anual para los empleados públicos según el índice de salarios de INDEC) en simultáneo con un aumento de 269.000 puestos de trabajo (+8,4%) entre puntas, explica esta dinámica: el crecimiento de la cantidad más que compensa a la caída de los precios -relativos-.

Gráfico II – Gasto primario como % del PIB. (\*) Acumulado noviembre-octubre. Fuente: Hacienda.

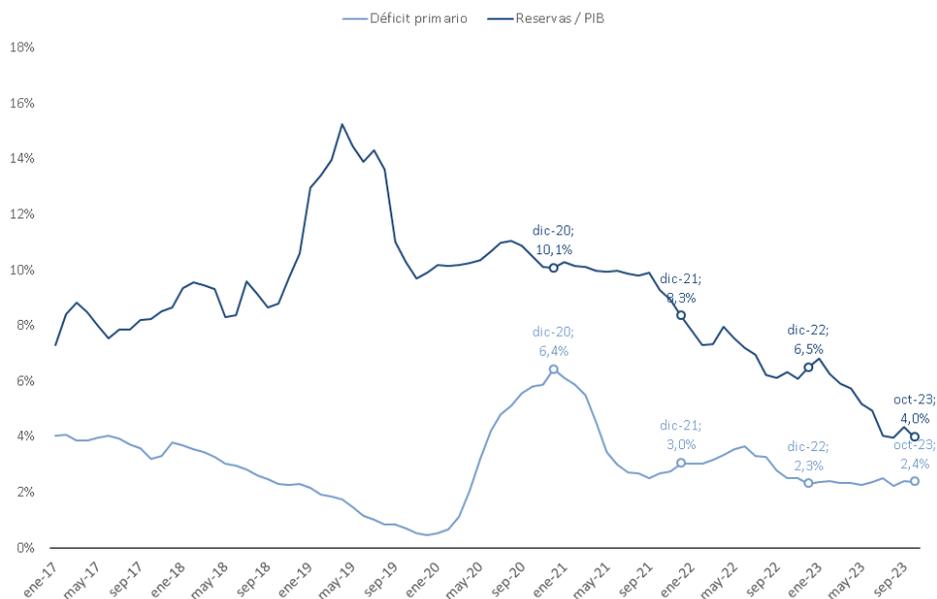


En este punto, podemos recordar que en el **Semana Económica 797** mostramos que el rojo primario de la Argentina estaba en línea con la media de la región (-2,3% para nuestro país y -1,5% promedio regional en 2022), a la vez que era el cuarto mayor por detrás de Bolivia, Colombia y México. Asimismo, en materia de gastos, Brasil lideraba la tabla (+25,4%), seguido de Ecuador (+21,5%) y luego nuestro país. Hasta acá, no pareciera haber un gran desalineamiento respecto del resto de América del Sur, de modo que una corrección urgente no sería necesaria *a priori*.

Sin embargo, cuando analizamos el stock de reservas sí se observa una particularidad: en nuestro país el cociente entre Reservas y PIB es menor al 5%, en tanto que promedia 16,8% en la región. Más aún, dejando de lado a Ecuador -una economía dolarizada que, por definición, no puede devaluar ni apreciarse: no enfrenta shocks cambiarios nominales-, solo Bolivia tiene un ratio de Reservas/PIB en torno del 10%.

Por lo tanto, si bien los desequilibrios de nuestro Sector Público no se ubican en niveles inéditos -máxime si sumamos los indicadores sociales y pensamos que una reversión a la media tendría un costo en este frente-, tanto a nivel histórico como regional, cuando complementamos el análisis con la posición de reservas, es decir, con la oferta de divisas y de herramientas para responder ante un exceso de oferta de pesos, el desalineamiento es más relevante.

Gráfico III – Déficit primario y reservas brutas como % del PIB, promedio doce meses. Fuente: Hacienda y BCRA.



En síntesis, sobresale que el resultado fiscal de nuestro país no se deterioró de manera sustancial en los últimos años, especialmente cuando consideramos la dinámica de la región. Sin embargo, cuando complementamos el análisis de las cuentas en pesos con las cuentas en dólares, los resultados se matizan.

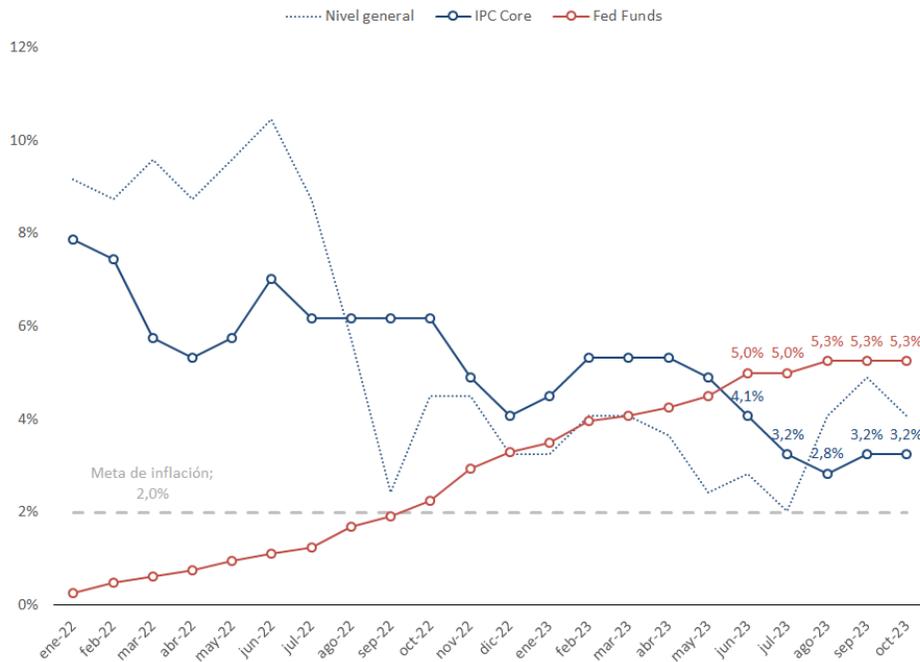
## Internacional: inflación de Estados Unidos y ¿relajación de su política monetaria?

En el **Semana Económica 804** planteamos que el escenario financiero internacional actual es más complejo que el de 2016-2019, último período de endeudamiento externo: la política monetaria de Estados Unidos es más contractiva que entonces, lo que reduce y encarece el financiamiento a otros países. Además, en la **primera sección** de este informe planteamos que el margen fiscal es menor que en otros tiempos, dado lo acotado del margen externo. En este escenario, tiene sentido analizar el i) el cambio reciente de las decisiones esperadas de la Fed, ii) su impacto de corto plazo en emergentes y iii) cómo podría esto trasladarse a nuestro país: más acelerada la recomposición de la oferta de dólares, menores las urgencias de corrección del “mundo pesos”.

En octubre, la inflación mensual de Estados Unidos fue 0,0%, marcando un mínimo desde 2020. Si bien el dato de noviembre se conocerá el próximo martes -un día antes de que la Reserva Federal tome su última decisión de tasas del año-, los valores de alta frecuencia reforzaron el panorama de octubre. Por caso, el PCE Price Index, índice de precios del consumo, tampoco registró subas en octubre. En la misma línea, el IPC Preliminar de la Zona Euro arrojó una baja de 0,5% durante el mes pasado, aumentando las chances de una relajación de la política monetaria en los países centrales en el corto plazo.

Como se observa en el siguiente gráfico, la tasa de interés de referencia de la Fed se mantiene estable desde agosto, algo que se repetiría el próximo miércoles según los principales sondeos de mercado. Por su parte, la suba de precios siguió desacelerándose en el último tiempo, pasando de la zona de 5% mensual anualizado al cierre del primer semestre de este año a la de 3% en la actualidad. Así, si bien la inflación permanece por encima de la zona objetivo del 2%, lo que motiva a su Banco Central a sostener las tasas por encima de la suba de precios, es decir, en terreno positivo en términos reales, la baja con relación al pasado reciente permite entrever cierta flexibilización -de las condiciones de financiamiento-, de cara al futuro.

Gráfico I – IPC Estados Unidos, promedio tres meses móvil anualizado y tasa de interés. Fuente: Bloomberg.

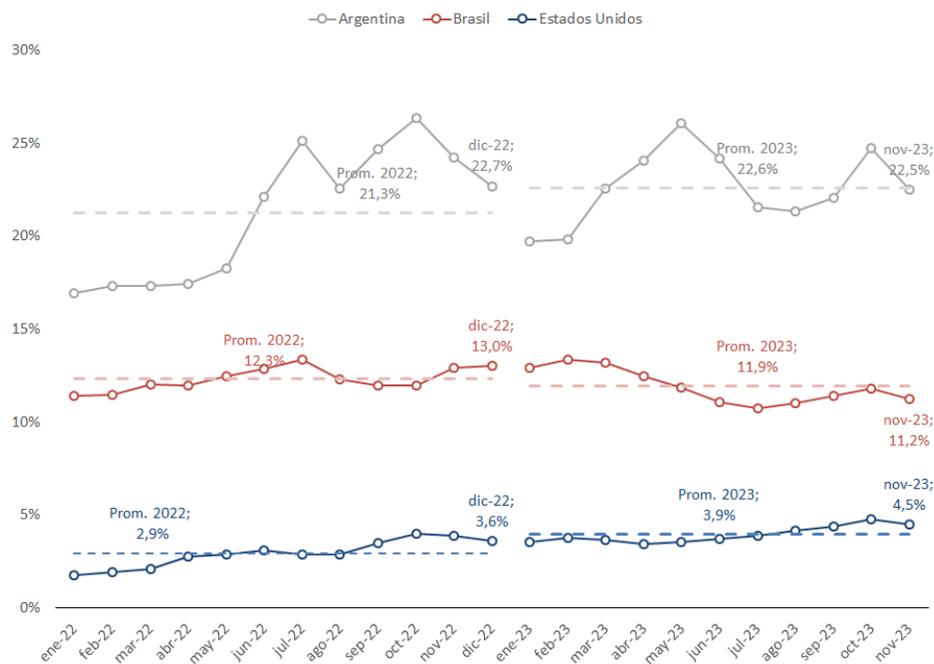


En este sentido, vale recordar que la Fed tiene un mandato dual: además de la mencionada estabilidad de precios, persigue una tasa de desempleo baja. Así, la mejora en la estimación de crecimiento del tercer trimestre (+0,3 p.p. con relación a la publicación original, quedando en +5,2% anualizado) le otorga margen al principal hacedor de política monetaria del mundo para sostener su política monetaria. En contraposición, la desocupación creció 0,1 p.p. en octubre respecto de septiembre, llegando a 3,9%, pero se mantuvo en un rango compatible con el pleno empleo -noviembre se publicará el próximo 08 de diciembre, luego del cierre de este informe-. En consecuencia, los datos de la actividad no invitan a acelerar el proceso de desarme de tasas: por el contrario, el *soft landing*, una caída de la inflación en un marco de demanda interna sólida dominaría el corto plazo.

En este contexto, los rendimientos de los bonos del Tesoro a diez años de Estados Unidos llegaron a la zona del 5% en los últimos días, ubicándose en máximos desde la crisis de 2008 (+1,4 p.p. en relación con el cierre del año pasado). Como resultado, se comprimió la diferencia con emergentes, que cayeron alrededor de 2 p.p. en igual período. Por caso, los títulos de Brasil rinden 11,2% en la actualidad vs. 13,0% al cierre de 2022 (2,7 p.p. el *spread*).

De esta dinámica se desprenden dos aspectos: i) la correlación negativa entre los activos de los países centrales y los emergentes, es decir, que ambos siguen siendo sustitutos y ii) que el efecto no es proporcional: la suba del rendimiento de los títulos de Estados Unidos es mayor que la caída del costo de financiamiento de Brasil. El deterioro en las perspectivas de cosecha del gigante sudamericano, producto del *stress* hídrico en el norte y las inundaciones en el sur, explica que parte de la liquidez que salió de los títulos de Estados Unidos se filtrara a otros activos (las menores exportaciones agropecuarias reducirían el saldo de cuenta corriente en 2024, moderando las expectativas de apreciación del Real).

Gráfico II – Tasa de interés bonos soberanos a diez años, promedio mensual. Fuente: Bloomberg.



Por su parte, los activos argentinos se mantuvieron relativamente estables entre puntas (+22,7% al cierre de 2022, +22,5% en la actualidad), pero con algunos movimientos significativos en el camino: en mayo la tasa superó el 26%, a la vez que rozó el 25% en octubre. Así, nuestro país continúa siendo más caro que el resto de la región en materia de endeudamiento externo, además que su volatilidad también es mayor. En la misma línea y no menor, los factores locales continúan siendo más relevantes que los internacionales para explicar su precio, contracara de la tasa de interés -si ésta sube el precio baja y viceversa-.

En consecuencia, podemos pensar que los precios de los títulos locales en moneda extranjera tienen tres grandes factores explicativos: i) las condiciones internacionales, ii) las condiciones locales y iii) la incertidumbre local, es decir, el “pesimismo de cobertura”.

Con relación a estos últimos dos factores, vale destacar que el perfil de vencimientos de nuestro país, con obligaciones del sector público promedio por USD 15.000 millones (casi el 75% de las reservas brutas actuales) a partir de 2026 suma problemas de corto y mediano plazo: al comprar un bono a menos de la mitad de la par, los tenedores no necesariamente esperan cobrar la totalidad del capital. En consecuencia, la tasa de interés no solo está reflejando los desafíos domésticos y de la economía real, sino también las complicaciones en el frente financiero; complicaciones que, a valores de hoy, cierran el crédito externo a nuestro país -emitir nuevas obligaciones con un perfil de vencimientos tenso como el actual es complejo-.

La política monetaria de los países centrales, especialmente de Estados Unidos y en menor medida de la Unión Europea, se exporta: las decisiones de tasa de la Fed repercuten en la dinámica monetaria y financiera de los demás países, con mayor incidencia cuanto más abiertos y dependientes de los flujos de capital se hallan las economías. Este “vuelo a emergentes” se da por distintas vías: mayor crédito a menor costo o, como vimos otras veces, en una mayor demanda por sus productos exportables, mejora de los términos de intercambio.

Incorporando el perfil de vencimientos al análisis (ver **Semana Económica 804**) este canal real/comercial podría ser el más beneficioso en lo inmediato para nuestro país. De que se despejen las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda externa reestructurada en 2020 dependerá que el canal financiero pueda complementarse con el primero y acelerar la recomposición de reservas.

## Principales variables

Variable	Unidad de medida	Último dato	Mensual o Trimestral	Interanual o acumulado doce meses	Fuente	Fecha próxima publicación
<b>Actividad</b>						
PIB	%	11-23	-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%	142,7%	INDEC	13-dic-23
IPC Núcleo, nacional	%	oct-23	8,8%	149,7%	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	oct-23	854	10.639	BCRA	29-dic-23
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	oct-23	-1.167	-16.210	BCRA	29-dic-23
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	oct-23	-4.260	-11.564	BCRA	29-dic-23
<b>Tipo de cambio</b>						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	06-dic-23	363,6		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	06-dic-23	1,2		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	06-dic-23	945,9		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	06-dic-23	3,1		BCRA	Diaria
<b>Reservas</b>						
Reservas brutas	USD M	06-dic-23	21.168		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	30-nov-23	8.829		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	30-nov-23	18.220		BCRA	Diaria
BIS	USD M	30-nov-23	3.011		BCRA	Diaria
Resto	USD M	30-nov-23	-8.892		BCRA	Diaria
<b>Monetario y financiero</b>						
LELIQ 28 días	% TEM	05-dic-23	11,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	05-dic-23	10,5%		BCRA	Diaria
<b>Internacional</b>						
Real Brasil	BRL/USD	06-dic-23	4,9	-6,6%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	06-dic-23	7,2	2,6%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	06-dic-23	478,4	-12,3%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	06-dic-23	254,2	-24,7%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	06-dic-23	476,6	-29,9%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	06-dic-23	69,4	-6,5%	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.