

Semana Económica

Informe General

- **Editorial: Nuevo esquema económico, compras del Banco Central y decisión de la Fed**
- **Nuevas medidas de política económica: análisis y perspectivas**
- **Precios: La inflación se aceleró en noviembre**

Editorial: Nuevo esquema económico, compras del Banco Central y decisión de la Fed

El equipo económico anunció esta semana los dos principales ejes de su política económica. En primera instancia, llevó el tipo de cambio oficial de la zona de 365 ARS/USD a 800 ARS/USD, lo que implica un salto de casi 120%. Además, subió 10 p.p. el impuesto PAIS, dejándolo en 17,5%, de modo que la compra de divisas para importar bienes trepó de 395 ARS/USD a 940 ARS/USD (+140%). Asimismo, se llevó de 50% a 80% la obligatoriedad de liquidación para los exportadores de bienes y servicios, de modo que el tipo de cambio pasó de la zona de 670 ARS/USD a la de 840 ARS/USD (+25%) en la última semana.

En segundo lugar, se comunicó un nuevo programa fiscal que apunta a un ahorro de 5 p.p. del PIB, lo que implicaría llevar al resultado primario a terreno positivo y al financiero (primario más pago de intereses) al equilibrio. En este caso, 2 p.p. del esfuerzo se explicarían por el lado de los impuestos, ya que a la mencionada suba del impuesto PAIS se fijó un 15% de retenciones a las exportaciones no agropecuarias y se intentará revertir la flexibilización del Mínimo No Imponible del impuesto a las Ganancias, en vigencia desde noviembre. Por el lado del gasto, no se licitará nueva obra pública (+1,7% del PIB en 2023), a la vez que se reducirían “al mínimo” las transferencias a las provincias (+0,8% del PIB) y los subsidios económicos, principalmente al transporte y a la energía (+2,0% del PIB). Por último, no se renovarían los contratos de empleados públicos de menos de un año de vigencia (gastos de funcionamiento totales implicó 3,3% del PIB este año), entre las principales medidas con impacto sobre las cuentas públicas.

En materia de política monetaria, se mantuvo la tasa de interés de las LELIQs a 28 días como referencia en 133% nominal anual, equivalente a 11,1% mensual efectivo, en tanto se redujo la de pases a 1 día de 126% a 100% (+11,1% de TEM a +8,7%). De cara al futuro, se anunció que el tipo de cambio oficial se movería al 2% mensual.

Una tasa de interés estable en un contexto de aceleración inflacionaria implicará una tasa real negativa en lo inmediato. La mayor diferencia entre el rendimiento de las LELIQs y los pases intentará ampliar la duración de las posiciones en pesos, algo que se había reducido en las últimas semanas, a la vez que el anuncio de una devaluación mensual por debajo de la inflación esperada y de la tasa de interés en pesos buscará acelerar la liquidación de exportaciones en el arranque del año próximo.

En este marco, el Banco Central compró USD 750 millones en la última semana (vs. USD -700 millones en la primera semana de diciembre), impulsado tanto por la mayor liquidación del sector agropecuario (USD +18,5 millones promedio diario vs. USD +45 millones) como por la reversión de la posición del resto de la economía (USD -200 millones promedio diario vs. USD +65 millones). De esta forma, las reservas cerraron la semana en torno de USD 21.500 millones, lo que implica un avance de USD 300 millones con relación al jueves pasado.

Antes de cerrar, vale destacar que esta semana se conoció la inflación de noviembre de Estados Unidos: +0,1% el nivel general y +0,3% el IPC Núcleo, marcando una desaceleración relevante respecto del arranque del año (+0,3% el nivel general), lo que permitió que la Reserva Federal mantuviera en el rango de 5,25-5,50% sus tasas de interés de referencia, pero que anunciara una expectativa de baja de 0,75 p.p. para 2024.

En este marco, el Dollar Index cayó 1,5% en la última semana, ubicándose en mínimos desde enero pasado. En materia de *commodities* agropecuarios, la soja avanzó 1,5% desde el anuncio, 0,6 p.p. más que el trigo (+0,9%). No obstante, más allá de esta suba, la tonelada de la oleaginosa permanece por debajo de los USD 490 promedio de noviembre.

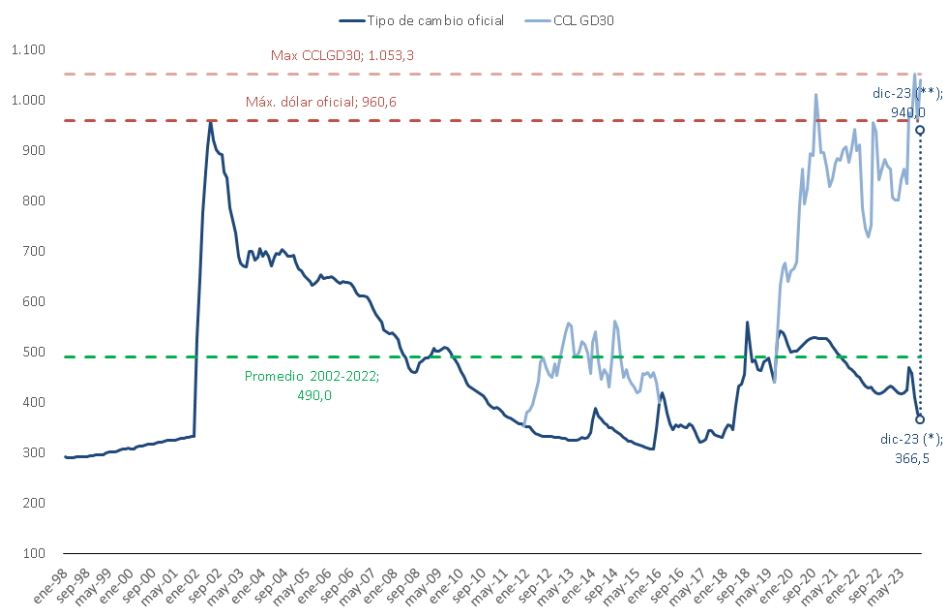
Nuevas medidas de política económica: análisis y perspectivas

Esta semana se anunciaron los principales lineamientos del nuevo programa económico: una suba del tipo de cambio oficial de 366,5 ARS/USD a 800 ARS/USD, además de un ajuste de 10 p.p. del impuesto PAIS, que pasó de 7,5 a 17,5%. Como resultado, la compra de divisas para importar bienes y servicios trepó de la zona de 395 ARS/USD a la de 940 ARS/USD, saltando casi 140% en dos días.

En simultáneo, se implementará un programa de austeridad fiscal, donde sobresalen, además del mencionado aumento del impuesto PAIS, el establecimiento de una retención del 15% a las exportaciones no agropecuarias, la no licitación de nueva obra pública -aunque sí el respeto de los contratos vigentes-, la reversión del aumento del Mínimo No Imponible del Impuesto a las Ganancias, la reducción de las transferencias discrecionales a provincias y la no renovación de los contratos de los trabajadores públicos firmados en el último año, entre otros.

De esta forma, se busca lograr un ahorro fiscal de 5 p.p. del PIB en un año, explicado en 2 p.p. por mayores ingresos y 3 p.p. por menores gastos. Si se lograra, las cuentas públicas pasarían de un déficit financiero de 5% del PIB en 2023 (-3% de resultado primario y 2% de pago de intereses) a un virtual equilibrio. Por su parte, en materia cambiaria, el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos se ubica en niveles similares a los de junio de 2002 (equivalentes a 960 ARS actuales), lo que implica un máximo desde la salida de la convertibilidad.

Gráfico I – Tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos, base 940=dic-23. Fuente: BCRA y Bloomberg. () Pre-devaluación, (**) Pos-devaluación.*



En este marco, tiene sentido preguntarnos por el diagnóstico de las medidas -por qué se tomaron-, sus objetivos y chances de éxito. Así, podremos pensar qué busca el nuevo programa, además de pensar qué puntos flacos presenta. Veamos.

En primer lugar, y tal como mencionamos en informes anteriores, el frente externo argentino presenta un escenario muy desafiante. i) Los pasivos en dólares del Banco Central superan a sus activos (reservas netas negativas), ii) en un contexto de déficit de cuenta corriente cambiaria (USD -5.600 millones entre noviembre de 2022 y octubre de 2023) iii) y acumulación de deuda por importaciones de bienes en torno de USD 17.600 millones en los últimos doce meses (diferencia entre los USD 74.600 millones de Aduana-INDEC y los USD

57.000 millones del Banco Central). Además, iv) el Sector Público Nacional no tiene acceso a los mercados de crédito internacionales, tanto privados como de Organismos Multilaterales, de modo que a los problemas de la cuenta corriente cambiaria corresponde sumarles los de la cuenta capital: en lo inmediato el flujo es negativo, a la vez que el stock está en niveles particularmente bajos, y patrimonialmente negativos, aunque líquidos hoy.

Si bien la sequía explica parte de esta situación anómala -conforme a nuestras estimaciones, se perdieron más de USD 20.000 millones de envíos al exterior este año-, los problemas de sostenibilidad son relevantes. En esta clave se entiende la devaluación: busca mejorar las cuentas externas, principalmente a través de menores importaciones, motivadas tanto por un efecto sustitución -encarecimiento relativo de los bienes importados por sobre los domésticos-, como riqueza -menor consumo interno, producto de la caída de los ingresos, redundando en menores compras externas-.

En segunda instancia aparece la política fiscal contractiva: el ajuste de 5 p.p. entre ingresos y gastos dejaría a la Argentina en el puesto 14 de 193 países con mejor resultado primario en el mundo. En este sentido, vale destacar que, a diferencia de lo que podía intuirse *a priori*, casi la mitad del esfuerzo recaerá sobre los impuestos, en tanto “solo” 3 p.p. lo harán sobre el gasto.

Considerando el esquema actual, la aceleración inflacionaria -motivada por la devaluación y la suba del impuesto PAIS- permitiría actualizar a los ingresos del Sector Público por encima de sus gastos en el corto plazo, consolidando al resultado fiscal. En igual sentido, la caída del gasto y del poder adquisitivo, es decir, de la demanda interna, harán lo propio en el plano de las necesidades de importaciones y del excedente exportable, sumando así un superávit externo al ya explicado fiscal. Así, parte del “éxito” fiscal del programa dependerá de la aceleración inflacionaria y de que ésta no sea compensada con bonos o aumentos compensatorios del gasto, a la vez que el éxito externo depende de manera directa de la caída del salario real.

Cuadro I – Resultado fiscal, proyectado 2023 y estimaciones 2024 en base a anuncios. Fuente: elaboración propia en base a Economía e IMIG.

	Como % del PIB				Diferencia (en p.p.)	
	2019	2023	2024 BPBA	2024 MECON	MECON - 2023	MECON - BPBA
Ingresos	18,3%	16,8%	19,0%	19,0%	2,2 p.p.	0,0 p.p.
Tributarios (sin retenciones ni PAIS)	14,1%	13,2%	12,4%	13,1%	-0,1 p.p.	0,6 p.p.
Impuesto PAIS	0,0%	0,8%	2,6%	1,6%	0,8 p.p.	-1,0 p.p.
Retenciones	1,8%	1,3%	3,0%	2,3%	1,0 p.p.	-0,8 p.p.
Existentes a 2023	1,8%	1,3%	1,8%	2,0%	0,7 p.p.	0,2 p.p.
Nuevas 2024	0,0%	0,0%	1,2%	0,3%	0,3 p.p.	-0,9 p.p.
Rentas de la propiedad	0,5%	0,8%	0,5%	0,8%	0,0 p.p.	0,3 p.p.
Resto (incluye blanqueo y moratoria)	1,8%	0,8%	0,4%	1,3%	0,5 p.p.	0,8 p.p.
Gasto primario	18,7%	19,5%	16,4%	16,3%	-3,2 p.p.	-0,2 p.p.
Prestaciones sociales	11,4%	10,7%	9,9%	10,3%	-0,4 p.p.	0,4 p.p.
Jubilaciones y pensiones	7,8%	6,6%	6,3%	6,2%	-0,4 p.p.	-0,2 p.p.
AUH	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	0,0 p.p.	0,0 p.p.
Resto	2,3%	3,0%	2,4%	3,0%	-0,0 p.p.	0,6 p.p.
Gastos de funcionamiento	3,3%	3,3%	2,6%	3,3%	0,0 p.p.	0,7 p.p.
Transferencias a provincias	0,6%	0,8%	0,4%	0,3%	-0,5 p.p.	-0,1 p.p.
Subsidios económicos	1,6%	2,0%	1,6%	1,3%	-0,7 p.p.	-0,3 p.p.
Energía	1,0%	1,5%	1,3%			
Transporte	0,6%	0,5%	0,3%			
Resto	0,0%	0,0%	0,0%			
Otros gastos	1,9%	2,6%	1,9%	1,0%	-1,6 p.p.	-0,9 p.p.
Resultado primario	-0,4%	-2,7%	2,6%	2,7%	5,4 p.p.	0,2 p.p.
Pago de intereses	3,4%	1,7%	1,9%	2,2%	0,5 p.p.	0,3 p.p.
Resultado financiero	-3,8%	-4,3%	0,6%	0,5%	4,9 p.p.	-0,1 p.p.

Por estos motivos, podemos pensar que una de las principales anclas del programa será la recesión: que la caída de la demanda privada no convalide nuevas rondas de subas de precios, desacelerando la inflación. Por el lado de la oferta, un dólar oficial “clavado” -ahora veremos algo de esto- en lo inmediato e ingresos moviéndose por debajo del nivel general de precios en el corto plazo también cumplirán un rol. En contraste, la recomposición de las tarifas de servicios públicos -virtualmente quietas en el segundo semestre de 2023, cuando la inflación promedió casi 11% mensual, ver sección **Precios**- acelerarán la inflación.

Antes de cerrar con el análisis, falta analizar la nueva política monetaria. En primer lugar, corresponde notar que el Banco Central seguirá usando la tasa de interés de las LELIQs como tasa de referencia, de modo que los agregados serán endógenos. En este sentido, sobresale que el rendimiento de estas letras quedó en 133% nominal anual, equivalente a 11,1% mensual efectivo. Por su parte, la tasa de pasos bajó de 126% a 100% nominal anual, es decir de 11,1% a 8,7% mensual efectivo, reflejando la preferencia del BCRA por la primera forma de pasivos remunerados: ampliar la brecha entre LELIQs y pasos debería motivar a los agentes a buscar los primeros, de mayor plazo -28 días vs. 1- que los segundos.

En un contexto de expectativas de devaluación bajas, al menos en lo inmediato, el rendimiento negativo real de las colocaciones en pesos no se convertiría -necesariamente- en una mayor demanda de dólares. En este sentido, el anuncio de que desde enero se ajustará al tipo de cambio oficial al 2% mensual busca i) garantizar una tasa de interés positiva en dólares -oficiales-, ii) incentivando así la liquidación de exportaciones en lo inmediato. Asimismo, con pasivos creciendo por debajo de la tasa de inflación, el BCRA debería poder mejorar su balance.

Para terminar, resta analizar los puntos altos y bajos del programa. Como dijimos anteriormente, la aceleración inflacionaria y la caída de ingresos reales que podría provocar, es decir, la recesión que generaría, serán “socias” del éxito del programa, al menos en materia de estabilización nominal, fiscal y externa. A mayor inflación, mayor crecimiento de los ingresos públicos por sobre sus gastos, a la vez que, a menor nivel de actividad interno, mayor solidez del sector externo.

Es cierto que en un escenario sin financiamiento externo y necesidad de sobre-reacción fiscal por la falta de reservas las políticas pueden ser antipáticas: caso contrario, no hubiéramos llegado a este panorama. Sin embargo, también es cierto que la salida regresiva y tan acelerada de ningún modo era la única posible: siempre hay alternativa, por definición.

Recortar las partidas más progresivas de nuestro gasto público -AUH-, no corregir el carácter esencialmente regresivo de nuestra estructura tributaria o dejar de lado el mayor peso de los consumos dolarizados en las canastas de nuestros sectores de mayores ingresos son decisiones.

Precios: La inflación se aceleró en noviembre

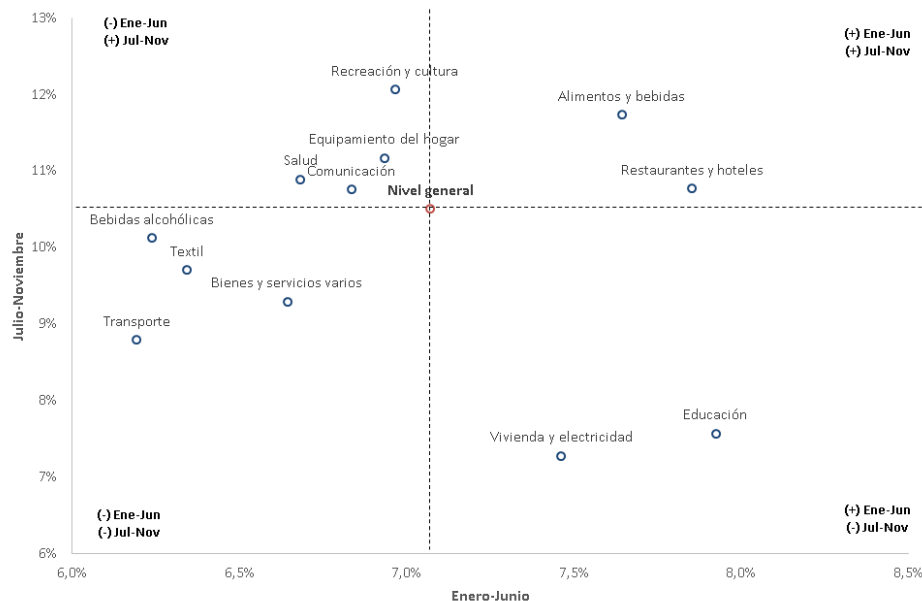
La inflación fue de 12,8% en noviembre, acelerándose 4,5 p.p. respecto de octubre (+8,3%) y alcanzando un máximo del 2023. Así, acumula 148,2% en los primeros once meses del año (+7,9% mensualizado), a la vez que suma 160,9% en los últimos doce meses (promedio mensual de 8,3%).

En este marco, sobresale el cambio de tasas entre el primer y segundo semestre de este año: mientras que en la primera mitad del 2023 la suba de precios promedió 7,1% mensual, con un techo de 8,4% en abril, entre julio y noviembre la media es de 10,5%, con el mencionado pico del mes pasado.

La diferencia se explica por el cambio en los factores explicativos de la suba de precios. Entre enero y junio, la sequía fue el principal *driver*, provocando la escasez relativa de la oferta de alimentos: de esta forma, la dispersión entre capítulos fue significativa y “solo” cuatro de doce rubros quedaron por encima del promedio;

en cambio, ocho quedaron por debajo. En contraste, durante la segunda parte del año las tensiones cambiarias tuvieron mayor incidencia, dándole una mayor transversalidad a la suba de precios, y 6 de 12 capítulos quedaron por encima del Nivel General. Como resultado, la inflación no solo se aceleró en el segundo semestre, sino que además se difundió más entre ramas, tornándose así más resiliente.

Gráfico 1 – Inflación por capítulos, promedio mensual. Fuente: INDEC.



Volviendo al dato de mes, la aceleración respecto de octubre se verificó en las tres principales canastas: en tanto el IPC Núcleo subió 4,6 p.p. más que en el mes anterior, pasando de 8,8% a 13,4%, los Estacionales treparon de 7,6% a 12,8% (+5,6 p.p.) y los Regulados de 6,6% a 10,1% (+3,4 p.p.). En términos de incidencia -variación mensual multiplicada por ponderación-, el IPC Núcleo explicó 9,1 p.p. del Nivel General, los Regulados 2,1 p.p. y los Estacionales 1,4 p.p.

Más allá de estos números, vale destacar que Regulados registró su mayor suba del año (+1,1 p.p. por encima del anterior pico de mayo), mientras que el IPC Núcleo quedó 0,4 p.p. por debajo del pico de agosto (+13,8%) y Estacionales también quedó 1,9 p.p. por debajo de su pico (septiembre, +14,7%). No obstante, producto del mencionado avance de Regulados, la inflación de noviembre fue la mayor del año.

Desagregando a nivel capítulos, Salud lideró las subas (+15,9%), seguido de Alimentos y bebidas no alcohólicas (+15,7%) y Comunicación (+15,2%). En contraposición, Vivienda, agua y electricidad, Educación y Prendas de vestir y calzado quedaron más rezagados (+7,1%, +8,3% y 10,0%, respectivamente). A nivel de contribución al agregado, Alimentos y bebidas no alcohólicas explicó 4,2 p.p. del total, seguido por Salud que sumó 1,3 p.p. y Restaurantes y hoteles (+1,1 p.p.).

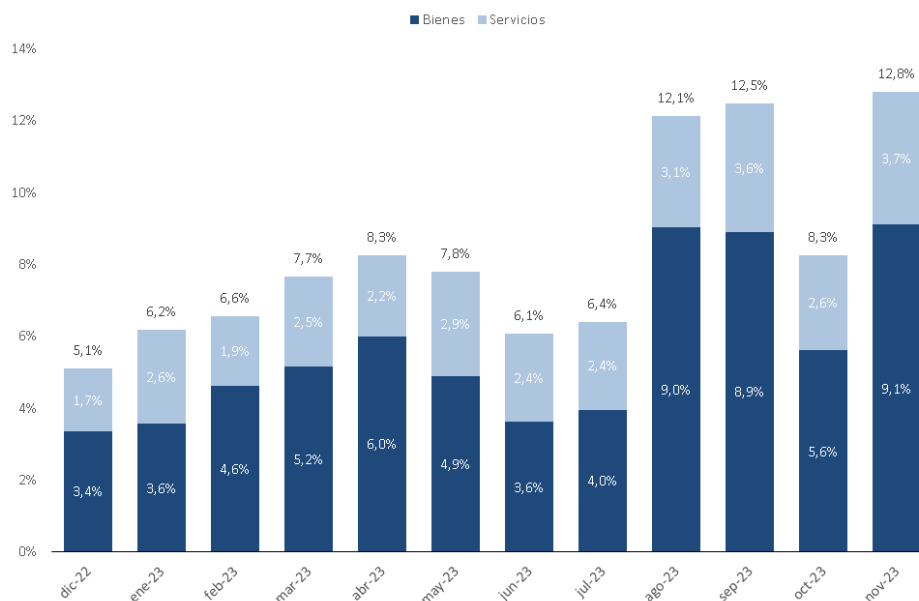
Con esta configuración, bienes avanzó nuevamente por encima de servicios (+13,8% y +10,2%, respectivamente), estirando la tendencia que se verifica desde agosto: en lo que va del segundo semestre, los primeros acumulan una suba de 69,0%, casi 16 p.p. por encima de los servicios (+53,4%). En términos de promedio mensual, la diferencia es de 2,1 p.p.: +11,1% y +8,9%, respectivamente. En línea con lo explicado anteriormente, esta configuración es consistente con una inflación cambiaria, en donde los transables, es decir, aquellos “productos” que se pueden importar o exportar, suben más rápidamente que los no transables, es decir, aquellos que no se pueden comercializar internacionalmente.

Cuadro I – Índice de Precios al Consumidor, desagregación por capítulos. Fuente: INDEC.

	Ponderación	Dato mensual		Incidencia (contribución al agregado)	
		Mensual	Interanual	Mensual	Interanual
Nivel general		12,8%	160,9%	12,8%	160,9%
Salud	8,0%	15,9%	161,2%	1,3%	12,9%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	26,9%	15,7%	183,6%	4,2%	49,5%
Comunicación	2,8%	15,2%	156,2%	0,4%	4,4%
Recreación y cultura	7,3%	13,2%	176,9%	1,0%	12,9%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	6,4%	12,4%	168,9%	0,8%	10,7%
Restaurantes y hoteles	9,0%	12,0%	181,3%	1,1%	16,2%
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,5%	11,8%	149,5%	0,4%	5,2%
Bienes y servicios varios	3,5%	11,5%	142,5%	0,4%	5,1%
Transporte	11,0%	10,4%	131,2%	1,1%	14,4%
Prendas de vestir y calzado	9,9%	10,0%	139,1%	1,0%	13,8%
Educación	2,3%	8,3%	136,4%	0,2%	3,1%
Vivienda, agua y electricidad	9,4%	7,1%	128,0%	0,7%	12,0%
Estacional	11,3%	12,8%	151,2%	1,4%	17,1%
Núcleo	67,9%	13,4%	170,3%	9,1%	115,7%
Regulados	20,8%	10,1%	130,8%	2,1%	27,1%
Bienes	66,1%	13,8%	167,0%	9,1%	110,4%
Servicios	34,0%	10,2%	144,7%	3,5%	49,1%

Por último, sobresale que la tasa de interés de política monetaria efectiva mensual fue de 11,1% efectivo mensual en noviembre, arrojando una tasa real negativa de 1,5%. Por su parte, considerando que el dólar MEP había avanzado 5,2% en el promedio del mes, se verificó una apreciación de 6,7% deflactada, a la vez que el Contado con liquidación había caído 0,9% nominal -impulsado por la oferta privada que genera el dólar exportador, el cual permite la libre disponibilidad de la mitad de las divisas provenientes por ventas al exterior de bienes y servicios-, marcando un retroceso de 12,1% en términos reales.

Gráfico II – Inflación mensual y desagregación entre bienes y servicios. Contribución al agregado por capítulo. Fuente: INDEC.



De esta forma, se observa cómo i) los bienes les ganaron la carrera a los servicios, a la vez que ii) el Nivel General de precios le ganó la carrera nominal al resto de las variables -excluidos salarios, dado que todavía no tenemos datos del mes pasado; no obstante, producto de que la inflación realizada fue 1,3 p.p. mayor que la esperada por el Relevamiento de Expectativas de Mercado del Banco Central al comenzar el mes, no corresponde esperar una gran recomposición en este frente.

Principales variables

Variable	Unidad de medida	Último dato	Mensual o Trimestral	Interanual o acumulado doce meses	Fuente	Fecha próxima publicación
Actividad						
PIB	%	III-23	2,7%	2,6%	INDEC	20-mar-24
EMAE	%	sep-23	-0,0%	-0,7%	INDEC	21-dic-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.	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
Precios						
IPC Nacional	%	nov-23	12,8%	160,9%	INDEC	11-ene-24
IPC Núcleo, nacional	%	nov-23	13,4%	170,3%	INDEC	11-ene-24
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	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
Tipo de cambio						
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	14-dic-23	800,5		BCRA	Diaria
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	14-dic-23	2,4		BCRA	Diaria
MEP AL30	ARS/USD	14-dic-23	1.011,9		BCRA	Diaria
MEP AL30 real multilateral	Dic 01=1	14-dic-23	3,1		BCRA	Diaria
Reservas						
Reservas brutas	USD M	14-dic-23	21.499		BCRA	Diaria
Encajes privados	USD M	11-dic-23	9.438		BCRA	Diaria
Swap con China	USD M	11-dic-23	18.121		BCRA	Diaria
BIS	USD M	11-dic-23	2.919		BCRA	Diaria
Resto	USD M	11-dic-23	-8.979		BCRA	Diaria
Monetario y financiero						
LELIQ 28 días	% TEM	13-dic-23	11,1%		BCRA	Diaria
Pases	% TEM	13-dic-23	8,7%		BCRA	Diaria
Internacional						
Real Brasil	BRL/USD	14-dic-23	4,9	-6,4%	Bloomberg	Diaria
Yuan China	CNY/USD	14-dic-23	7,1	1,9%	Bloomberg	Diaria
Soja (tn.)	USD	14-dic-23	485,4	-11,5%	Bloomberg	Diaria
Trigo (tn.)	USD	14-dic-23	245,4	-25,4%	Bloomberg	Diaria
Maíz (tn.)	USD	14-dic-23	484,3	-30,5%	Bloomberg	Diaria
WTI	USD	14-dic-23	72,2	-7,9%	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.