



**IERAL**

Fundación  
Mediterránea

# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición N° 1454 - 27 de Octubre de 2022

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

## **Editorial – Juan Manuel Garzón**

El clima daña en forma irreversible los cereales de invierno y enciende alerta naranja sobre la cosecha de granos gruesos

## **En Foco 1 – Jorge Vasconcelos**

Ofertas de ajustes salariales de 80% vs demandas de 130%; ¿quién tiene razón?

## **En Foco 2 – Vanessa Toselli**

El dato regional de la semana:

Caen 3% las ventas de autos usados en los primeros 9 meses del año

### **Edición y compaginación**

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



### **IERAL Córdoba**

(0351) 473-6326

[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

### **IERAL Buenos Aires**

(011) 4393-0375

[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

### **Fundación Mediterránea**

(0351) 463-0000

[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

**Editorial:**

4

***El clima daña en forma irreversible los cereales de invierno y enciende alerta naranja sobre la cosecha de granos gruesos***

- En el último mes se deterioraron las condiciones climáticas para los cultivos de invierno, con la profundización de una seca que ya lleva muchos meses más una serie de heladas tardías en zonas productivas muy importantes. La producción esperada de los cereales de invierno (trigo, cebada) será definitivamente bastante menor a la del año pasado, reduciendo la disponibilidad de materia prima para abastecer la exportación y el consumo interno, lo que genera especulaciones respecto del margen de libertad que tendrá el mercado para distribuir el volumen entre uno y otro destino, en un contexto en el que debe recordarse el mercado ya opera con intervención del gobierno (restricciones sobre las operaciones de exportación)
- Los cultivos de invierno son relevantes dado que generan un puente de divisas entre las cosechas de los cultivos de verano (maíz, soja, etc.), son los principales proveedores de dólares al país entre los meses de diciembre y febrero / marzo. Por la caída esperada en la producción, el puente de divisas de la campaña 22/23 será más angosto y más corto en relación al de la campaña previa. Como ejercicio de simulación, un escenario de 8 millones de toneladas exportadas de trigo (razonable y hasta optimista por contexto y decisión política), a un precio medio de USD 395 / ton, dejaría divisas por USD 3.160 millones, un ajuste del 34% comparando contra los USD 4.780 millones con los que estaría cerrando el ciclo 21/22
- Si bien falta bastante para completar la siembra y más aún para iniciar la cosecha de los granos gruesos del ciclo 22/23 (recién sucederá allá por abril / mayo del año que viene), analizando aquellos factores que influirán sobre el aporte de divisas del sector en el 2023 (envíos de granos y sus principales derivados industriales) se pueden hacer algunas primeras simulaciones al respecto. Con lo que se sabe hasta el momento en materia de precios externos, considerando lo sucedido con los cultivos de invierno y suponiendo volúmenes de exportación relativamente constantes entre campañas (que nótese no es un supuesto fácil, implica regularización del clima en el primer semestre del año que viene), el aporte de agro divisas podría rondar los USD 40 mil millones en el 2023, una cifra que se ubicaría 7% por debajo de lo que se prevé finalmente para este año (USD 43 mil millones)

**En Foco 1:**

11

***Ofertas de ajustes salariales de 80% vs demandas de 130% ; ¿quién tiene razón?***

- Quizá exista un escenario en el que el gobierno procure evitar desbordes mayores para las variables fiscales y monetarias, como principal objetivo. Políticamente, sería consistente con un ejecutivo resignado a una "derrota digna" en lugar de la reelección, apuntando a seguir reprimiendo la inflación para que no se diferencie demasiado de la de 2022, sacrificando intentos espurios de hacer rebotar la actividad
- Pero, al mismo tiempo, existen factores objetivos por los que no sería sorprendente una inflación de 2023 que supere a la de 2022. La única forma de evitar la parálisis de ramas enteras de actividad por falta de acuerdo de las partes es pasar a negociar por plazos más cortos, en los cuales el margen de error es menor. Es lo que hacen las economías con alta inflación. Por caso, en Israel, antes del exitoso plan de estabilización de 1985, los acuerdos salariales tenían vigencia semestral hasta 1980, cuando la inflación promediaba el 50 % anual, pero pasaron a ser trimestrales cuando se aproximó y superó el 100%, e incluso llegaron a actualizarse en forma mensual cuando los índices fueron por encima del 150 % anual
- En un listado no exhaustivo, los factores que pueden determinar una aceleración adicional de la inflación en 2023 tienen que ver con la presión que imponen el retraso de salarios, tipo de

cambio y tarifas. También el riesgo de nuevas intervenciones del BCRA, comprando deuda del Tesoro con emisión, ante eventuales fracasos del Tesoro en colocar deuda en el mercado para refinanciar vencimientos y cubrir el déficit fiscal

- En similar dirección opera el hecho que los Pasivos Remunerados del Banco Central pasaron del equivalente a 10,9 % del PIB en 2021 a 11,9 % en 2022, con un costo financiero por intereses que se incrementó de 3,3 % del PBI el año pasado a 4,2 % este año. Se trata de una verdadera escalada, ya que para octubre de 2022 puede estimarse que el costo financiero de las Leliq y los otros instrumentos insumirá unos 450 mil millones de pesos/mes. Un ajuste de 1 punto del PIB del gasto público es equivalente a dos meses de intereses de los Pasivos Remunerados del Central
- Las expectativas de devaluación resultan ser también un factor alcista para la inflación, dado lo crítico del sector externo. En 2022, con un superávit comercial del orden de los 5,5 mil millones de dólares, las reservas líquidas del BCRA (excluyendo DEG y oro) apuntan a terminar el año con un deterioro de 2,5 mil millones de dólares respecto de fin de 2021. El cuadro no fue más negativo sólo porque este año se estarían posponiendo pagos de importaciones por un estimado de 8,0 mil millones de dólares. De cara a 2023, parece difícil que esa deuda comercial externa pueda seguir ampliándose, pero el superávit comercial no podría suplir ese faltante, porque apunta a ser similar al de este año. Es una incógnita cómo podrá cubrirse la demanda de dólares por viajes, ahorro y pago de deudas financieras
- Las expectativas de inflación no se alimentan sólo de la emisión monetaria y del eventual impacto de las correcciones tarifarias y cambiarias. Importa también la velocidad a la que circulan los pesos

## En Foco 2:

19

### ***El dato regional de la semana: Caen 3% las ventas de autos usados en los primeros 9 meses del año***

- En los primeros nueve meses de 2022, las transferencias de autos usados alcanzaron las 1.209.831 unidades, 3% por debajo de lo registrado en igual período de 2021, siendo el Noreste la única región que escapó al signo negativo, con un incremento de 2,6 % interanual. En septiembre se profundiza la caída a nivel nacional, con una merma del 15,1% en las operaciones
- A nivel provincial, se observan caídas en la mayoría de las jurisdicciones bajo análisis, siendo Chubut la que presentó la diferencia más significativa, con una disminución de las ventas de autos usados del -12,4% en el período. En el otro extremo, dentro de las provincias en las cuales se vendieron más vehículos usados, se destaca el caso de Formosa, con un incremento de 31,5% interanual
- A nivel regional fue en la Patagonia donde se evidenció el mayor descenso interanual (-4,1%). La zona Pampeana –que representa un 75% del total de unidades del país-, mostró una merma similar a la del nivel nacional, mientras Cuyo registró una reducción del 2,5 % en la cantidad de autos usados vendidos en lo que va del 2022, con una profundización de la caída en setiembre (-15,7 %). En el Noroeste, las transferencias de autos usados se redujeron 1,6 % interanual

## Editorial

### **El clima daña en forma irreversible los cereales de invierno y enciende alerta naranja sobre la cosecha de granos gruesos**

**Juan Manuel Garzón**

- En el último mes se deterioraron las condiciones climáticas para los cultivos de invierno, con la profundización de una seca que ya lleva muchos meses más una serie de heladas tardías en zonas productivas muy importantes. La producción esperada de los cereales de invierno (trigo, cebada) será definitivamente bastante menor a la del año pasado, reduciendo la disponibilidad de materia prima para abastecer la exportación y el consumo interno, lo que genera especulaciones respecto del margen de libertad que tendrá el mercado para distribuir el volumen entre uno y otro destino, en un contexto en el que debe recordarse el mercado ya opera con intervención del gobierno (restricciones sobre las operaciones de exportación)
- Los cultivos de invierno son relevantes dado que generan un puente de divisas entre las cosechas de los cultivos de verano (maíz, soja, etc.), son los principales proveedores de dólares al país entre los meses de diciembre y febrero / marzo. Por la caída esperada en la producción, el puente de divisas de la campaña 22/23 será más angosto y más corto en relación al de la campaña previa. Como ejercicio de simulación, un escenario de 8 millones de toneladas exportadas de trigo (razonable y hasta optimista por contexto y decisión política), a un precio medio de USD 395 / ton, dejaría divisas por USD 3.160 millones, un ajuste del 34% comparando contra los USD 4.780 millones con los que estaría cerrando el ciclo 21/22
- Si bien falta bastante para completar la siembra y más aún para iniciar la cosecha de los granos gruesos del ciclo 22/23 (recién sucederá allá por abril / mayo del año que viene), analizando aquellos factores que influirán sobre el aporte de divisas del sector en el 2023 (envíos de granos y sus principales derivados industriales) se pueden hacer algunas primeras simulaciones al respecto. Con lo que se sabe hasta el momento en materia de precios externos, considerando lo sucedido con los cultivos de invierno y suponiendo volúmenes de exportación relativamente constantes entre campañas (que nótese no es un supuesto fácil, implica regularización del clima en el primer semestre del año que viene), el aporte de agro divisas podría rondar los USD 40 mil millones en el 2023, una cifra que se ubicaría 7% por debajo de lo que se prevé finalmente para este año (USD 43 mil millones)

En el último mes se deterioraron las condiciones climáticas para los cultivos de invierno, con la profundización de una seca que ya lleva muchos meses más una serie de heladas tardías en zonas productivas muy importantes. La producción esperada de los cereales de invierno (trigo, cebada) será definitivamente bastante menor a la del año pasado,

reduciendo la disponibilidad de materia prima para abastecer la exportación y el consumo interno, lo que genera especulaciones respecto del margen de libertad que tendrá el mercado para distribuir el volumen entre uno y otro destino, en un contexto en el que debe recordarse el mercado ya opera con intervención del gobierno (restricciones sobre las operaciones de exportación).

Los pronósticos climáticos siguen siendo relativamente poco alentadores, al preverse lluvias por debajo de las habituales en al menos los próximos tres meses para gran parte de la región central del país. Esto pone en alerta naranja a la campaña de verano, que ya debería estar avanzada en lo que hace a área implantada, pero que se encuentra demorada a la espera de lluvias y de algunas señales más alentadoras respecto de lo que puede suceder con el clima en los meses que siguen.

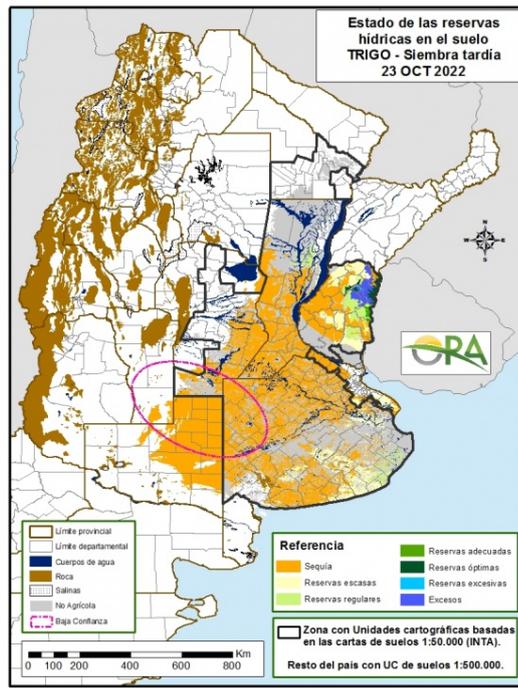
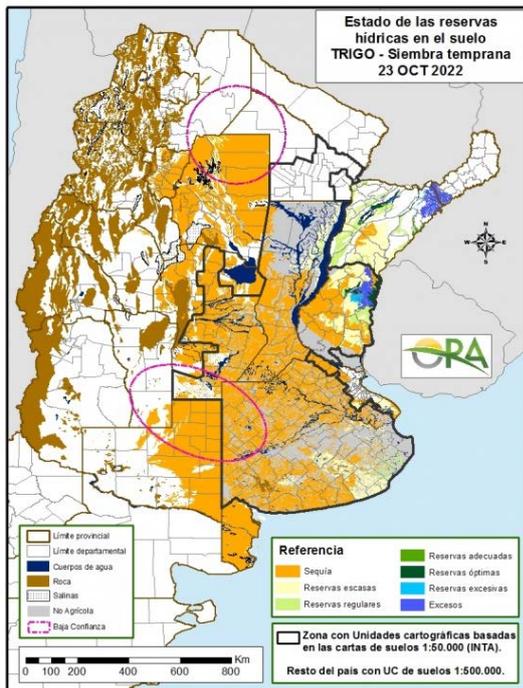
**Toda el área triguera bajo estrés hídrico**

Al 23 de octubre las reservas hídricas en el suelo eran extremadamente reducidas en prácticamente toda el área triguera, con algunas zonas de excepción, caso del noreste de Entre Ríos y algunas micro-zonas del interior de Buenos Aires.

**Estado de las reservas hídricas en el suelo (23 de octubre)**

Trigo siembra temprana

Trigo siembra tardía

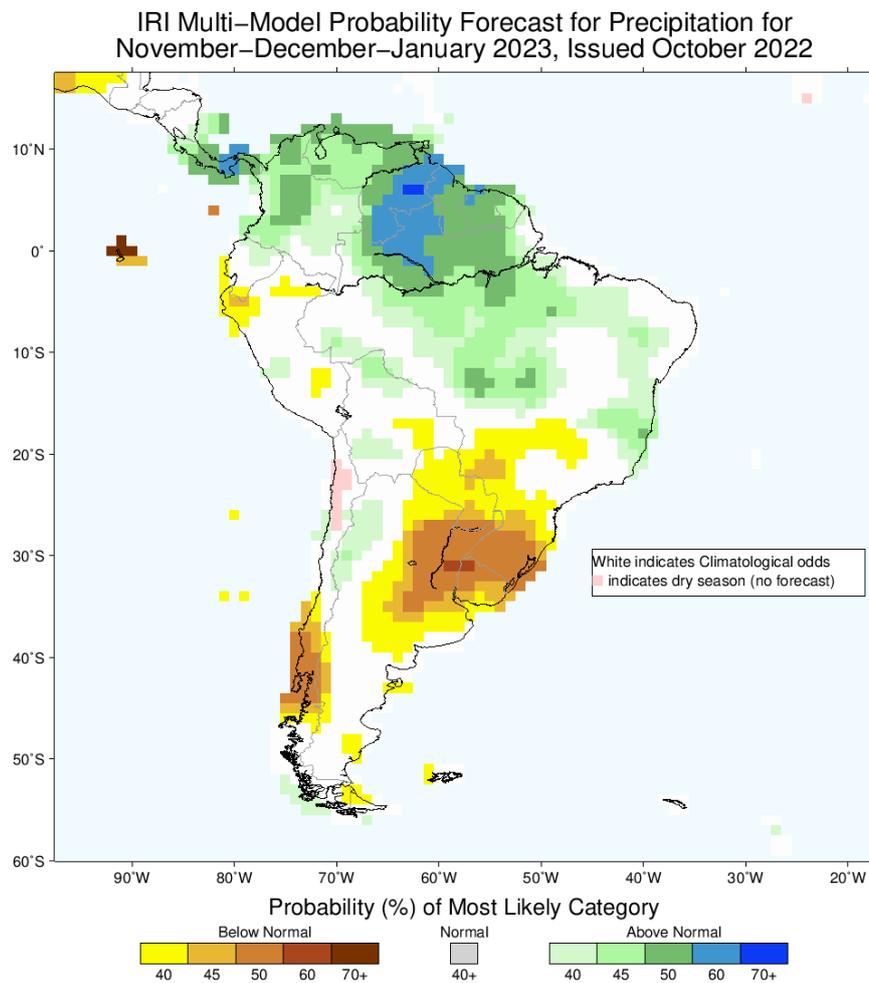


Fuente: Servicio Meteorológico Nacional e INTA.

La falta de lluvias y las elevadas temperaturas sigue siendo el común denominador de una campaña agrícola adversa desde lo climático, que tendrá rindes medios muy inferiores a los normales y dejará quebrantos en muchas explotaciones agropecuarias, quedando la expectativa de una cosecha de verano que permita pagar las deudas ya contraídas (por caso, los elevados alquileres pagados por algunos productores en algunas zonas).

El tema es que, como ya se mencionase, las proyecciones para el futuro inmediato en cuanto a lluvias no son alentadoras, considerando que el escenario más probable sigue siendo el de un flujo de precipitaciones por debajo de las habituales para la fecha, lo que implica un agravamiento del cuadro de situación actual de acá a fines de año y un alargamiento del plazo que demandará la recomposición de las reservas hídricas. Debe advertirse que, si bien en estos meses lo habitual es que la frecuencia e intensidad de lluvias se incremente, también lo hace la temperatura media, determinando una mayor evapotranspiración (pérdida de humedad de una superficie por evaporación directa) y por tanto un balance que es menos positivo del que podría inducirse a partir de la aceleración de las precipitaciones.

**Probabilidad de Lluvias Sudamérica noviembre 2022 -enero 2023**



Fuente: International Research Institute for Climate and Society.

Las estimaciones de producción para los cultivos de invierno vienen siendo corregidas a la baja en forma sistemática desde hace varias semanas. En el caso de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires, su última estimación es de una producción de trigo de 15,2 millones de toneladas, un ajuste del 32% respecto a la producción del ciclo previo. La Bolsa de Comercio de Rosario, por su parte, trabaja con un flujo de 15,0 millones de toneladas (-35% ia.).

El Ministerio de Agricultura y Ganadería de la Nación no ha dado a conocer aún su cifra, aunque ella no debería estar muy distante de la de las bolsas. Nótese que estos números siguen estando sujetos a revisión hasta que se complete el ciclo de desarrollo del cultivo y las máquinas de cosecha entren finalmente a los campos, por lo que podrían seguir bajando de continuar la adversidad del clima o de haberse generado ya un daño mayor al que se está considerando.

Debe advertirse también que en algunas regiones del país el ajuste en la producción del trigo será aún mayor, caso de Córdoba, donde la Bolsa de Cereales de la provincia está estimando una caída del 75% respecto del año pasado y el menor volumen de los últimos 12 años, en una combinación de superficie de cultivo directamente pérdida (no se va a cosechar) y de superficie con rindes muy por debajo de los normales.

La cebada, el otro cereal de invierno de relevancia, también está siendo afectada por el clima, aunque menos que el trigo. La Bolsa de Cereales de Buenos Aires estima una producción de 4,7 millones de toneladas, una caída del 10% respecto al año pasado.

### **Alerta naranja sobre los cultivos de verano**

Hasta tanto no se recupere la humedad en suelo, la siembra de los maíces tempranos, habituales en zona núcleo, se está postergando en algunos casos y en otros directamente suspendiendo y sustituyendo por planteos de soja. Según relevamiento de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires, se llevaba implantada el 10% de la superficie maicera estimada al 19 de octubre (7,3 millones de hectáreas), una cifra que es baja considerando que el avance normal debiera estar por el 25%-30%.

El corrimiento de la fecha de siembra no es gratis en términos de rindes, considerando que los maíces de siembras tempranas suelen tener mayor productividad que los maíces tardíos, por el momento en que se produce la floración y el llenado de los granos (en las siembras tempranas, se aprovechan la elevada temperatura y la gran radiación solar del mes de enero).

### **La cosecha de invierno y un puente de divisas más angosto y corto**

La cosecha de los cultivos de invierno hace de puente de divisas entre las cosechas de verano, que son las más importantes en términos cuantitativos. Todo indica que este puente en esta campaña 22/23 será más angosto y más corto.

Si bien los precios internacionales están en buen nivel y muy probablemente quedarán por encima de los del ciclo previo, el menor saldo exportable de los cultivos de invierno implicará una menor afluencia de divisas para el verano del 2022-2023.

Considerando que el consumo interno puede ubicarse en un rango de entre 6,0 y 6,5 millones de toneladas, según nivel de precios y contexto económico general, el saldo exportable de la campaña quedará definido cuando se confirme el número final de producción. Por caso, una producción de 15 millones de toneladas permitiría, en principio,

que la exportación disponga de unos 8,5-9,0 millones de toneladas, a lo que se puede sumar algún saldo remanente del ciclo anterior que quede disponible. Ahora bien, como puede deducirse, de ser menor la producción, también lo será el saldo exportable.

El puente de divisas dependerá también de la política del gobierno. Hasta el momento el gobierno viene administrando los volúmenes exportados de los cereales (trigo, maíz), restringiendo los envíos de forma tal de garantizar que el mercado interno disponga de la cantidad de materia prima que habitualmente requiere para abastecerse. Cuando la producción es importante y la restricción de exportaciones no es tan exigente, el mercado sigue haciendo su trabajo de asignación relativamente bien. Cuando la producción es escasa, la situación se complica sensiblemente, la restricción de exportaciones tiene que ser considerablemente mayor si se quiere evitar una fuerte puja entre actores del mercado por hacerse de la mercadería. El problema de una restricción fuerte sobre los envíos al exterior es que los precios internos quedarán muy por debajo de sus verdaderos valores de mercado, generándose una transferencia importante de recursos desde los productores de trigo hacia otros actores de la cadena productiva y comercial.

Hasta el momento el gobierno permitió a los exportadores declarar exportaciones de trigo del ciclo 22/23 por 8,85 millones de toneladas (y pagar de manera anticipada Derechos de Exportación), una cifra que está “al límite” para una producción de 15 millones, un volumen de exportaciones de esa magnitud dejaría al mercado muy tensionado en materia de precios internos hasta el ingreso de la nueva cosecha a fines del 2023, una situación que el gobierno, dados sus antecedentes, tratará seguramente de evitar (aunque no está claro el cómo podrá hacerlo sin violentar compromisos asumidos y reglas comerciales).

#### Generación de divisas en exportaciones de trigo, ciclos 21/22 y 22/23\*



\* Para un volumen exportado de 8 millones de toneladas y un precio medio promedio de USD 395 / ton (constante todo el periodo). Supone distribución “normal” de ventas.

Como ejercicio de simulación, un escenario de 8 millones de toneladas exportadas en el ciclo comercial 22/23 (diciembre 22 a noviembre 23), a un precio medio de USD 395 / ton, dejaría divisas por USD 3.160 millones, un ajuste del 34% comparando contra los USD 4.780 millones con los que estaría cerrando el ciclo 21/22. Nótese que el precio medio que

se está usando para valuar sería muy superior al del ciclo previo (más cercano a los USD 310 / ton), pero la caída de volúmenes es tan fuerte que, a pesar de la suba en la cotización, se resiente el ingreso de divisas. En el caso de la cebada, el ajuste de volúmenes sería menor al del trigo, al encontrarse menos afectado por la sequía de acuerdo a los relevamientos de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires; considerando que los precios medios de exportación podrían ubicarse por encima de los del ciclo previo, la cebada estaría compensando menores volúmenes por mayores precios, sin tanto cambio en generación de divisas (USD 1.100 millones en ciclo 21/22).

### **¿Y el ingreso de agro dólares durante todo el 2023?**

Si bien falta bastante para completar la siembra y más aún para iniciar la cosecha de los granos gruesos del ciclo 22/23 (recién sucederá allá por abril / mayo del año que viene), se pueden empezar a analizar aquellos factores que influirán sobre el aporte de divisas del sector el año que viene (granos, aceites, harinas) y hacer algunas primeras simulaciones al respecto.

Un primer dato a tener en cuenta es que los precios futuros de la soja y sus derivados en los mercados relevantes (Chicago, MATBA) están marcando para el año 2023 valores por debajo de los de este año, aunque todavía superiores a los del 2021. Es decir, el escenario hoy más probable o si se quiere, el escenario de trabajo en materia de precios de productos del complejo sojero, sería aquel en el que los valores se ubican a mitad de camino entre los precios 2021 (elevados) y 2022 (muy elevados), a consecuencia de cierta normalización que se esperaría en el mercado, con una producción creciendo por encima del consumo. Esto último se basa, simplificando, en una muy buena campaña brasilera en conjunción de importaciones chinas (principal destino de toda la soja que se comercializa a nivel global) que si bien se recuperarían respecto de las del actual ciclo quedarían todavía por debajo de las de los dos períodos anteriores (19/20 y 20/21).

Para tener orden de magnitud, la Argentina comercializó soja en el 2021 a un valor promedio de USD 520 (FOB INDEC, promedio ponderado), en el 2022 esta cifra subió a USD 598 y en el 2023 se estima que podría ubicarse más cerca de los USD 540-550 ton. En todos los productos del complejo sojero los precios se estarían ubicando un escalón por debajo, aunque este escalón sería más profundo en el aceite de soja que en harina o poroto de soja (entre -15% y -20% versus entre -8% y -10%).

En el caso del maíz, por citar el tercer grano más relevante del país, junto con soja y trigo, la perspectiva de precios internacionales 2023 es diferente a la de la soja, con valores que no sólo se mantendrían respecto a los de este año, sino que podrían estar ubicándose por encima. Por detrás de este fenómeno aparece una combinación de circunstancias entre los que destacan una campaña USA 22/23 con menos volumen al esperado, la continuidad de los problemas en Ucrania (un exportador importante de este cereal), las dificultades de Argentina con sus maíces tempranos, etc. En el caso del maíz, el precio medio 2023 que se está manejando como escenario base es de USD 280, que compara contra USD 262 del

2022 y USD 227 del 2021 (precios medios ponderados según exportaciones registradas por INDEC).

Además de los precios internacionales, puede inferirse que los volúmenes exportados serán determinantes y acá pasa a jugar un papel protagonista el clima. Por ahora, y como ya se mencionase, el mal clima sólo está demorando la siembra de los cultivos de verano, pero no debe descartarse un clima que continúe adverso y pase a castigar no solo ya la campaña de invierno sino también la de verano. Dado esto último, el criterio de prudencia indicaría un escenario base con volúmenes exportados en 2023 en niveles similares a los de este año, es decir, el supuesto de una cosecha muy parecida a la del 2022, quizás con algún cambio de composición, más soja que maíz, pero que no se diferencia mucho de una campaña como la que tuvimos este año.

Bajo estas consideraciones, donde el supuesto más relevante pasa por los volúmenes de exportación constantes (que implican regularización del clima), la primera estimación sería de un aporte de agro divisas cercano a los USD 40 mil millones en el 2023, una cifra que se ubica 7% por debajo de lo que se prevé finalmente para este año (USD 43 mil millones). En este cálculo se tienen en consideraciones exportaciones de principales granos (soja, trigo, maíz, sorgo, maní, cebada y girasol) y derivados industriales de esos granos (harinas, aceites, biodiesel). El aporte de agro dólares 2023 será menor a la cifra antes presentada en el caso en que la cosecha de granos gruesos se vea más afectada por el clima que lo que se está previendo en la simulación, y de no haber en paralelo una respuesta alcista de similar magnitud en los precios internacionales frente al eventual mayor traspie de la producción agrícola local.

## En Foco 1

### Ofertas de ajustes salariales de 80% vs demandas de 130%; ¿quién tiene razón?

Jorge Vasconcelos

- Quizá exista un escenario en el que el gobierno procure evitar desbordes mayores para las variables fiscales y monetarias, como principal objetivo. Políticamente, sería consistente con un ejecutivo resignado a una “derrota digna” en lugar de la reelección, apuntando a seguir reprimiendo la inflación para que no se diferencie demasiado de la de 2022, sacrificando intentos espurios de hacer rebotar la actividad
- Pero, al mismo tiempo, existen factores objetivos por los que no sería sorprendente una inflación de 2023 que supere a la de 2022. La única forma de evitar la parálisis de ramas enteras de actividad por falta de acuerdo de las partes es pasar a negociar por plazos más cortos, en los cuales el margen de error es menor. Es lo que hacen las economías con alta inflación. Por caso, en Israel, antes del exitoso plan de estabilización de 1985, los acuerdos salariales tenían vigencia semestral hasta 1980, cuando la inflación promediaba el 50 % anual, pero pasaron a ser trimestrales cuando se aproximó y superó el 100%, e incluso llegaron a actualizarse en forma mensual cuando los índices fueron por encima del 150 % anual
- En un listado no exhaustivo, los factores que pueden determinar una aceleración adicional de la inflación en 2023 tienen que ver con la presión que imponen el retraso de salarios, tipo de cambio y tarifas. También el riesgo de nuevas intervenciones del BCRA, comprando deuda del Tesoro con emisión, ante eventuales fracasos del Tesoro en colocar deuda en el mercado para refinanciar vencimientos y cubrir el déficit fiscal
- En similar dirección opera el hecho que los Pasivos Remunerados del Banco Central pasaron del equivalente a 10,9 % del PIB en 2021 a 11,9 % en 2022, con un costo financiero por intereses que se incrementó de 3,3 % del PBI el año pasado a 4,2 % este año. Se trata de una verdadera escalada, ya que para octubre de 2022 puede estimarse que el costo financiero de las Leliq y los otros instrumentos insumirá unos 450 mil millones de pesos/mes. Un ajuste de 1 punto del PIB del gasto público es equivalente a dos meses de intereses de los Pasivos Remunerados del Central
- Las expectativas de devaluación resultan ser también un factor alcista para la inflación, dado lo crítico del sector externo. En 2022, con un superávit comercial del orden de los 5,5 mil millones de dólares, las reservas líquidas del BCRA (excluyendo DEG y oro) apuntan a terminar el año con un deterioro de 2,5 mil millones de dólares respecto de fin de 2021. El cuadro no fue más negativo sólo porque este año se estarían posponiendo pagos de importaciones por un estimado de 8,0 mil millones de dólares. De cara a 2023, parece difícil que esa deuda comercial externa pueda seguir

ampliándose, pero el superávit comercial no podría suplir ese faltante, porque apunta a ser similar al de este año. Es una incógnita cómo podrá cubrirse la demanda de dólares por viajes, ahorro y pago de deudas financieras

- Las expectativas de inflación no se alimentan sólo de la emisión monetaria y del eventual impacto de las correcciones tarifarias y cambiarias. Importa también la velocidad a la que circulan los pesos

Las negociaciones para la actualización salarial de camioneros no pasan inadvertidas, tanto por las implicancias para la logística del país, como por las lecturas políticas que admiten. De acuerdo a información periodística, hay una demanda sindical por un 131 % de actualización y, sin entrar en el detalle del eventual grado de atraso que exista en esta paritaria para justificar tamaño guarismo, lo cierto es que se trata de un escalón llamativo: arrancamos el año con una inflación interanual del 50 %, nos acercamos a fin de 2022 con un IPC que bordea el 100 % y ahora las paritarias pretenden instalarse en actualizaciones de tres dígitos.

Nadie sabe el número que marcará la variación del IPC a fin de 2023, pero quizá exista un escenario en el que el gobierno procure evitar desbordes mayores para las variables fiscales y monetarias, como principal objetivo. Políticamente, sería consistente con un ejecutivo resignado a una "derrota digna" en lugar de la reelección, apuntando a seguir reprimiendo la inflación para que no se diferencie demasiado de la de 2022, sacrificando intentos espurios de hacer rebotar la actividad. En este escenario, la variación del PIB sería negativa y la actividad logística podría caer proporcionalmente más si la sequía no se revierte a tiempo. Sin discutir la probabilidad de este escenario lo cierto es que, si se cumpliera, sería ruinoso para un empleador de conductores de camión que hubiera avalado ajustes del 130 % para los salarios. "Tendríamos que haber cerrado en 80%", sería su conclusión. Lo paradójico es que, considerar esta posibilidad no obliga a excluir escenarios en los que el 2023 termine marcando una aceleración de la inflación registrada en 2022.

Dado que, tanto empleadores como conductores de camión pudieran tener razón, la única forma de evitar la parálisis de ramas enteras de actividad por falta de acuerdo de las partes es pasar a negociar por plazos más cortos, en los cuales el margen de error es menor. No hay que inventar nada!! Es lo que hacen las economías con alta inflación. Por caso, en Israel, antes del exitoso plan de estabilización de 1985, los acuerdos salariales tenían vigencia semestral hasta 1980, cuando la inflación promediaba el 50 % anual, pero pasaron a ser trimestrales cuando se aproximó y superó el 100%, e incluso llegaron a actualizarse en forma mensual cuando los índices fueron por encima del 150 % anual.

Acortar el plazo de los contratos laborales es una forma de generalizar la indexación pero, del otro lado, puede ayudar a moderar la conflictividad. A su vez, si el gobierno está realmente convencido que puede lograr llevar la inflación al 60 % anual en 2023, haciendo innecesario que las negociaciones salariales sean cada vez más frecuentes, en ese caso

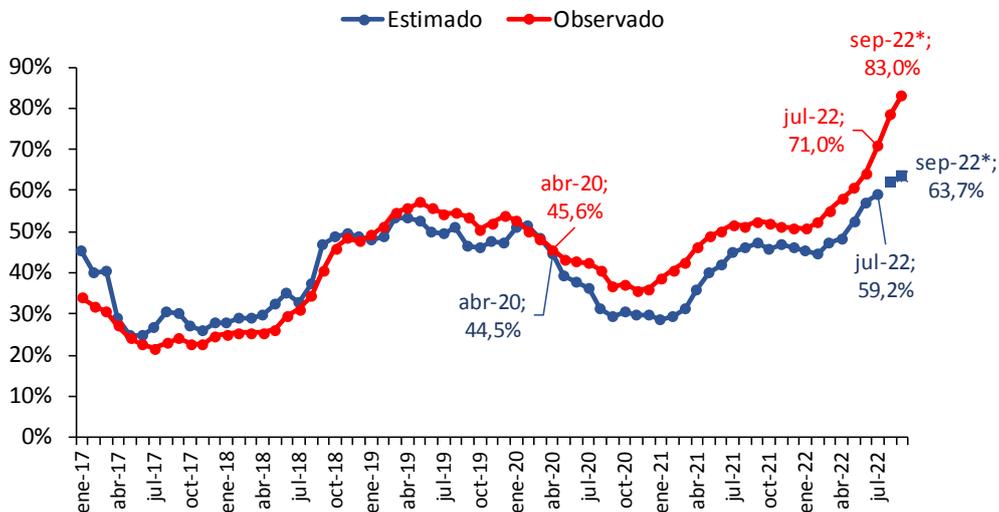
debería convocar a empresarios y trabajadores y demostrarles porqué ese es el sendero para tomar las decisiones.

Por supuesto que la credibilidad del gobierno está castigada, entre otras razones por la violenta aceleración que experimentó la inflación en lo que va de 2022. Y existen factores objetivos por los que no sería sorprendente una inflación de 2023 superando a la de 2022. El tema es de cuantos puntos de diferencia estamos hablando, pero en principio es un argumento fuerte a favor del acortamiento de la duración de las actualizaciones salariales.

En un listado no exhaustivo, los factores que pueden determinar una aceleración adicional de la inflación en 2023 son los siguientes:

1.- **La persistencia de “inflación reprimida”**; por el atraso de variables clave cuya recomposición inevitablemente habrá de impactar en los índices que miden la variación del costo de vida. Es el caso de la canasta que mide la evolución ponderada del tipo de cambio oficial, los salarios y las tarifas de servicios públicos. Obsérvese que, desde fin de 2018, el IPC acumuló un incremento de 425 %, sacándole 100 puntos porcentuales de ventaja al combo de salarios, tarifas y tipo de cambio. Para recuperar el terreno perdido, la canasta de esas tres variables debería ajustarse un 24 %, lo que inevitablemente acarreará nuevas rondas de actualización de precios.

Inflación estimada con salarios, tipo de cambio y tarifas  
Ponderaciones: salarios 59%, tipo de cambio 15% y tarifas 26%



\* ago-22 y sep-22 proyectado.

Fuente: IERAL, con base en INDEC, Est. CABA, BCRA y Ministerio de Trabajo.

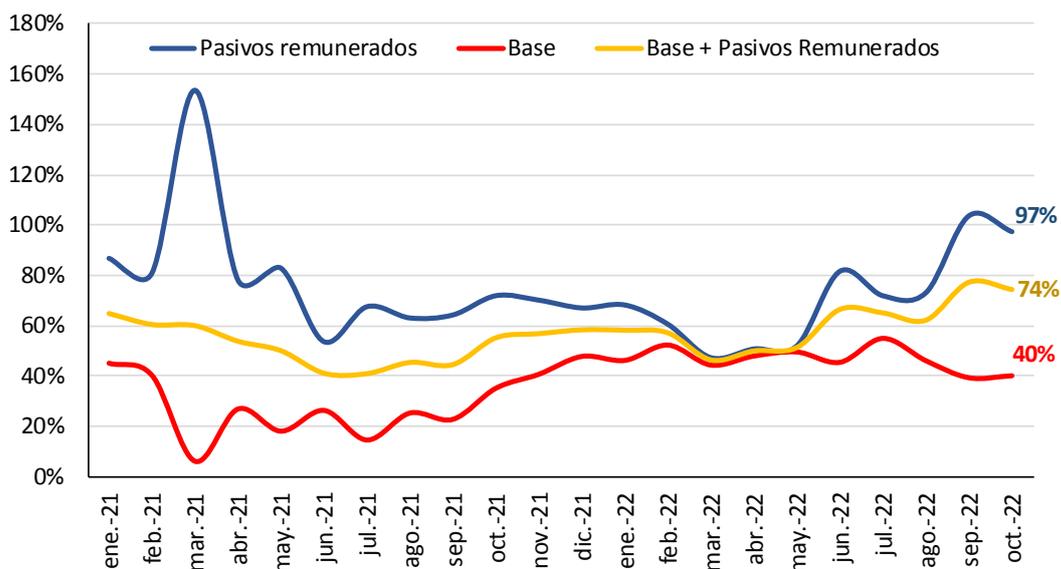
2.- **Los efectos colaterales de demorar el sinceramiento** de salarios, tarifas y tipo de cambio son severos, sobre el clima social, el déficit fiscal y el sector externo, respectivamente. Por ende, se pueden posponer pero no evitar en un escenario de trimestres.

3.- **El ajuste tarifario es inevitable**, dado el costo de los subsidios, estimados para 2022 en el orden de los 17 mil millones de dólares, un 2,9 % del PIB. Para cumplir con el compromiso con el FMI, bajando 0,5 puntos del PIB estas erogaciones estatales en 2023, tendría que haber ajustes periódicos de las facturas y la segmentación anunciada deberá ser menos generosa con la clase media y con los domicilios de elevado consumo de gas y electricidad, en relación a lo anunciado hasta el presente. De mantenerse el statu quo, la emisión monetaria directa del BCRA al Tesoro no se podrá limitar a 0,6 puntos del PIB prevista para 2023, con consecuencias inflacionarias y sobre las expectativas.

4.-**Emisión del BCRA por asistencia al Tesoro**: considerando ítems directos e indirectos, en 2022 la expansión monetaria por motivo fiscal y de deuda interna estará registrando una variación interanual del orden del 80 %, definiendo el elevado piso de la inflación de este año. Este cálculo incluye adelantos transitorios que se desembolsarían en diciembre, del orden de 900 mil millones de pesos.

Uno de los hitos de financiamiento indirecto de este año fue la compra en el mercado de bonos del Tesoro por parte del Banco Central, durante la crisis de junio-julio, que implicó una emisión de casi 1,3 millón de millones de pesos (esterilizada con colocación de Leliqs). Dada la dificultad del gobierno para reducir el déficit fiscal de cara a 2023 y el muy elevado monto de colocaciones de deuda interna del Tesoro prevista para el año próximo (10,5 puntos del PIB), no puede desecharse para el año próximo un incremento de la expansión monetaria por mecanismos directos e indirectos de asistencia al fisco de magnitud similar o superior a la registrada en 2022. Y esto sin computar la dinámica del déficit cuasifiscal.

Base Monetaria y Pasivos Remunerados\*  
(Var.% i.a de saldos a fin de mes)



Fuente: IERAL con base en BCRA e INDEC.

\*Al 20-oct-22

En el corto plazo, el Banco Central retira liquidez, y eso puede evitar que la inflación vaya más allá del andarivel del 7 %. La base monetaria, que en mayo se expandía al 50 % interanual en términos nominales, ahora lo hace al 40 %. Pero, en el mediano plazo, importa lo que ocurre con la denominada “Base Monetaria Amplia”, que incluye los Pasivos Remunerados del Central (las Leliq). Y está variable, que en mayo también se expandía al 50 % interanual, ahora lo hace al 74 %. La demanda de plazos fijos está aumentando y esa dinámica le da soporte de corto plazo a estas variables, pero el escenario es frágil y muy dependiente de la demanda de dinero (que la gente no huya a ritmo más rápido de los pesos).

5.- **Escalada del déficit cuasifiscal:** el efecto colateral más evidente del ritmo ascendente de la emisión monetaria es el incremento sin pausa de los llamados “Pasivos Remunerados” del BCRA (Leliq y otros instrumentos) que se utilizan para retirar liquidez del mercado, posponiendo los efectos inflacionarios de aquella dinámica en el corto plazo, pero sin poder evitarlos en el mediano plazo.

Pasivos Remunerados del BCRA y Costo Cuasifiscal  
(En % PIB)

	2020	2021	2022
Base Monetaria	9,0%	7,9%	6,1%
Pasivos Remunerados	10,7%	10,9%	11,9%
Costo Cuasi-fiscal	3,2%	3,3%	4,2%

Fuente: Staff Report IMF Oct-22

Los Pasivos Remunerados pasaron del equivalente a 10,9 % del PIB en 2021 a 11,9 % en 2022, y el costo financiero por los intereses, a cargo del Central, se incrementó de 3,3 % del PBI el año pasado a 4,2 % este año. Obsérvese que la emisión autónoma por el factor intereses pasó de 42,0 % a 69,0 % de la base monetaria de un año para el otro. Esta es una verdadera escalada, ya que para octubre de 2022 puede estimarse que el costo financiero de las Leliq y los otros instrumentos insumirá unos 450 mil millones de pesos/mes. La trayectoria de estas variables anticipa un escenario cercano en el que la emisión anual por intereses de la deuda remunerada sea equivalente a una base monetaria. En esta inédita situación, un trabajoso ajuste fiscal de, digamos, 1 % del PIB, equivale a lo que se eroga en dos meses de intereses de Leliq!!

6.-**El rol que asumió el BCRA como “prestamista de última instancia”** del Tesoro también puede pesar como factor explicativo de expansión monetaria de cara a 2023. La deuda interna en pesos del gobierno nacional está creciendo a un ritmo empinado. Se incrementó en el equivalente a 38,1 mil millones de dólares (al tipo de cambio oficial) en los últimos doce meses y las dificultades para lograr el rollover de esos pasivos en junio de este año (un desencadenante del reemplazo del ex ministro Guzmán) pueden ser explicadas por esa dinámica.

Financiamiento Interno del Gobierno Federal  
(En % PIB)

	2020	2021	2022	2023
Financiamiento Neto Privado	1,3%	2,3%	3,1%	2,6%
Financiamiento Privado (Nueva Deuda)	7,3%	8,2%	9,9%	10,5%
Amortización Deuda Privada	6,0%	5,9%	6,7%	7,9%
Financiamiento Entidades Públicas <sup>(1)</sup>	8,7%	4,5%	1,1%	1,2%
De lo cual: Transferencias BCRA	7,4%	3,7%	0,8%	0,6%

<sup>(1)</sup> Incluye BCRA y FGS

Fuente: Staff Report IMF Oct-22

De cara a 2023, se prevén vencimientos de deuda interna por 11,6 millón de millones de pesos. Pero no alcanza con el “rollover”, porque en función del déficit fiscal proyectado, el gobierno “debería” ser capaz de colocar títulos y bonos por 15,5 millón de millones de pesos. Así, la suma de la necesidad de refinanciación y la nueva deuda por el déficit serían equivalentes a 10,5 % del PIB en 2023. En ese escenario, un “traspié” como el de junio pasado, que llevó al banco central a emitir 1,3 millón de millones para recomprar deuda del Tesoro, de ningún modo puede ser descartado, junto con sus implicancias: en esas semanas de junio la emisión del BCRA por ese motivo derivó en una inyección de pesos equivalente a 33 % de la base monetaria. Dada las dificultades de ampliar el horizonte a los agentes económicos por el recambio presidencial que ocurrirá a fin de 2023, la conexión entre vencimientos de deuda interna y emisión monetaria puede estar a la orden del día en varios momentos del próximo año. Un atenuante para este riesgo es el hecho que probablemente el 60 % de estos títulos se encuentre en manos de organismos públicos y bancos, guarismo importante, pero no definitorio.

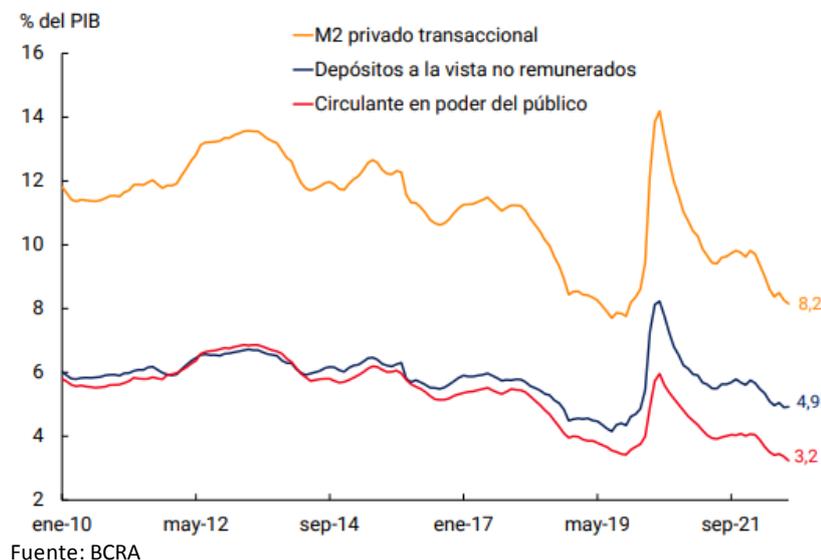
7.-Algo análogo ocurre en la dimensión del frente externo. **Muchas de las apuestas a una inflación en 2023 por encima de la de 2022 tienen que ver con la presunción de un agotamiento de la actual política cambiaria antes del momento de recambio presidencial.** Si este año los números del sector externo lucen muy ajustados, los de 2023 son todavía más preocupantes.

En 2022, con un superávit comercial del orden de los 5,5 mil millones de dólares, las reservas líquidas del BCRA (excluyendo DEG y oro) apuntan a terminar el año con un deterioro de 2,5 mil millones de dólares respecto de fin de 2021. El cuadro no fue más negativo sólo porque, según el balance de pagos del Central (base caja), este año se estarían posponiendo pagos de importaciones por un estimado de 8,0 mil millones de dólares. Ese mecanismo explica porque el Central pudo hacer frente a un saldo negativo del orden de los 15,0 mil millones de dólares en las operaciones relacionadas con turismo, dólar ahorro y servicios de deuda externa.

Para 2023 no puede proyectarse una balanza comercial demasiado diferente a la del corriente año. La merma estimada en las exportaciones agroindustriales, en un escenario climático relativamente optimista, es de unos 2,8 mil millones de dólares, cifra que podría ser compensada por un recorte en las importaciones energéticas, que acumulan 12,7 mil millones de dólares en los últimos doce meses, si es que se logra poner en funcionamiento a principios de julio de 2023 el gasoducto en construcción. Como no puede esperarse que las empresas que exportan a la Argentina y/o los bancos que operan en el comercio exterior acepten para 2023 duplicar el saldo de “cuentas a cobrar” (que engordó en 8,0 mil millones este año), hay un visible conflicto entre derivar divisas para el pago de importaciones de bienes por un lado y, del otro, destinarlas a satisfacer la demanda por turismo, ahorro y pago de créditos financieros. Hacer más restrictivo el cepo a importaciones puede llevar a una recesión, pero si se da prioridad a esta ventanilla y se derivan las otras operaciones a un eventual “mercado libre”, entonces la brecha cambiaria se ampliaría aún más. La falta de soluciones “fáciles” a este dilema es lo que alimenta las expectativas de devaluación.

**8.- La demanda de dinero también juega.** Las expectativas de inflación no se alimentan sólo de la emisión monetaria y del eventual impacto de las correcciones tarifarias y cambiarias. Importa también la velocidad a la que circulan los pesos.

Agregado Monetario M2 privado transaccional  
(En % PIB)



El cepo “original”, que se aplicó entre fin de 2011 y fin de 2015, logró que los agregados monetarios de la economía sobre los que recae el impuesto inflacionario se mantuvieran en niveles artificialmente elevados en términos del PIB. En la nueva versión, relanzada a fin de 2019, pese a que incluso las trabas para pasar de moneda local a dólares se han intensificado, se observa que los agentes económicos se desprenden cada vez más rápido de los pesos, achicando la base imponible del “impuesto inflacionario”. De

hecho, el “circulante en poder del público”, que en la primer experiencia fluctuó en torno a los 6,0 puntos del PIB, en el presente ha caído a 3,2 puntos.

En este nuevo escenario es clave evitar “accidentes” que puedan acentuar la desconfianza, dado que la incertidumbre de la transición electoral de 2023 plantea objetivamente muchos más riesgos que la de 2015, debido a que en el presente la deuda interna es significativamente más elevada que en aquel entonces, los pasivos remunerados del BCRA duplican la base monetaria, cuando hace siete años eran aproximadamente el 50 % de esa variable (la emisión para pagar los intereses genera ahora una presión inflacionaria mucho mayor), mientras que ahora entre títulos públicos y Leliq capturan dos tercios de los depósitos bancarios, cuando en 2015 ese guarismo era inferior a un tercio. A la fragilidad de estos ratios se agrega la percepción de un tipo de cambio cada vez más atrasado y, por ende, la demanda de una tasa de interés cada vez mayor para justificar el riesgo de “quedarse” en pesos. Pero esa dinámica se enfrenta al hecho que el Tesoro y el Banco Central están fuertemente endeudados y los mayores pagadores de tasa de interés....

## En Foco 2

### **El dato regional de la semana: Caen 3% las ventas de autos usados en los primeros 9 meses del año**

**Vanessa Toselli**

- En los primeros nueve meses de 2022, las transferencias de autos usados alcanzaron las 1.209.831 unidades, 3% por debajo de lo registrado en igual período de 2021, siendo el Noreste la única región que escapó al signo negativo, con un incremento de 2,6 % interanual. En septiembre se profundiza la caída a nivel nacional, con una merma del 15,1% en las operaciones
- A nivel provincial, se observan caídas en la mayoría de las jurisdicciones bajo análisis, siendo Chubut la que presentó la diferencia más significativa, con una disminución de las ventas de autos usados del -12,4% en el período. En el otro extremo, dentro de las provincias en las cuales se vendieron más vehículos usados, se destaca el caso de Formosa, con un incremento de 31,5% interanual
- A nivel regional fue en la Patagonia donde se evidenció el mayor descenso interanual (-4,1%). La zona Pampeana -que representa un 75% del total de unidades del país-, mostró una merma similar a la del nivel nacional, mientras Cuyo registró una reducción del 2,5 % en la cantidad de autos usados vendidos en lo que va del 2022, con una profundización de la caída en setiembre (-15,7 %). En el Noroeste, las transferencias de autos usados se redujeron 1,6 % interanual

Según los datos publicados por la Dirección Nacional de Registro de la Propiedad Automotor, en los primeros nueve meses de 2022 las transferencias de autos alcanzaron las 1.209.831 unidades, 3% menos que lo registrado en el mismo período de 2021. Con la excepción del Noreste, el resto de las regiones del país presentaron reducciones en el indicador, en línea con la performance nacional. Si se compara únicamente lo sucedido en el mes de septiembre, se observa una baja del 15,1% en las ventas de autos usados, respecto de igual mes del año anterior (cerca de 25.000 unidades menos).

A nivel provincial, se observan caídas en la mayoría de las jurisdicciones bajo análisis, comparado con igual período 2021. Chubut presentó la diferencia más significativa, con una disminución de las ventas de autos usados del -12,4% en el período. En el otro extremo, dentro de las provincias en las cuales se vendieron más vehículos usados, se destaca el caso de Formosa, con más de 6.000 unidades transferidas (31,5% por encima de los primeros nueve meses de 2021).

### Transferencias de autos. Acumulado a septiembre 2022

Unidades y variación interanual.

Total País	1.209.831	-3,0%	Cuyo	93.330	-2,5%
Noroeste	61.664	-1,6%	San Juan	15.777	-2,4%
Catamarca	4.555	5,3%	Mendoza	60.588	-3,0%
La Rioja	5.375	-1,3%	San Luis	16.965	-0,8%
Salta	13.308	-1,7%	Noreste	62.728	2,6%
Santiago del Estero	7.991	-9,6%	Misiones	19.486	-3,5%
Jujuy	8.082	-2,9%	Corrientes	20.459	3,4%
Tucumán	22.353	0,9%	Chaco	16.751	1,0%
Pampeana	903.245	-3,4%	Formosa	6.032	31,5%
CABA	118.459	-2,6%	Patagónica	88.864	-4,1%
Santa Fe	113.635	-5,6%	Santa Cruz	9.457	7,5%
Córdoba	142.524	-2,3%	Río Negro	24.495	-3,4%
Entre Ríos	50.318	-4,8%	Tierra del Fuego	6.711	-8,4%
La Pampa	18.874	-4,2%	Chubut	21.839	-12,4%
Buenos Aires	459.435	-3,2%	Neuquén	26.362	0,5%

Fuente: IERAL en base a DNRPA.

A nivel regional fue en la **Patagonia** donde se evidenció el mayor descenso interanual (-4,1%), por encima de la baja nacional. Internamente, se observa disparidad en las provincias que la componen, ya que cayeron las ventas de autos usados en Chubut, Tierra del Fuego y Río Negro (-12,4%, -8,4% y 3,4% respectivamente), mientras que subieron en Neuquén (+0,5%) y Santa Cruz (+7,5%).

La región **Pampeana** –que representa un 75% del total de unidades del país-, mostró una merma similar a la del nivel nacional. Con 903.245 unidades transferidas, se vendieron 3,4% autos usados menos que en los primeros nueve meses de 2021 (en torno a 30 mil unidades de recorte). En todas las provincias que la componen se observó una baja del indicador, siendo Santa Fe la más significativa, con una reducción del 5,6% respecto de las transferencias de autos de los primeros nueve meses del 2021.

**Cuyo** registró una reducción del 2,5 % en la cantidad total de autos usados vendidos en lo que va del año 2022 (enero – septiembre) respecto del mismo período 2021, y 15,7% por debajo de lo transferido en el mes de septiembre, si se hace la comparación interanual. La reducción más significativa fue en la provincia de Mendoza (que representa el 65% del total regional), que cayó un 3% en el período analizado, seguida de San Juan y por último San Luis, con bajas en las ventas de autos usados del -2,4% y del -0,8% respectivamente.

Por último, en la región **Noroeste** las transferencias de autos usados entre enero y septiembre 2022 fueron un 1,6% inferior a las del mismo período 2021. Catamarca y Tucumán fueron las provincias dentro de la región donde se incrementó el indicador, registrándose aumento de las ventas del 5,3% y del 0,9% respectivamente. El resto de las provincias que componen la región transfirieron menos vehículos que en los primeros nueve meses de 2021, siendo el caso más significativo el de Santiago del Estero, con una reducción del 9,6%.

Por último, en la región **Noreste**, con 62.728 unidades usadas vendidas, se incrementaron las transferencias en un 2,6% respecto de lo acontecido en los primeros nueve meses del año anterior. De las cuatro provincias que la componen, tres de ellas incrementaron las ventas de autos usados, siendo Formosa la más significativa (31,5%), seguida por Corrientes (3,4%) y Chaco (1,0%). En Misiones, entre enero y septiembre del 2022 se vendieron 19.486 autos usados, un 3,5% por debajo de lo comercializado en igual período del año anterior.