



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición N° 1439 - 18 de Agosto de 2022

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Juan Manuel Garzón

Dólares que no alcanzan en un año récord de exportaciones agroindustriales

En Foco 1 – Jorge Vasconcelos

El giro de la política económica y sus impactos: ¿más freno a la actividad que a la inflación?

En Foco 2 – Vanessa Toselli

El dato regional de la semana:

En los primeros 5 meses, se incrementa 21,8% interanual el empleo en el sector de la construcción

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Dólares que no alcanzan en un año récord de exportaciones agroindustriales

- De acuerdo a estimaciones propias, basadas en saldos exportables de granos, precios futuros y estacionalidad del comercio, el 2022 podría cerrar con un flujo de agro-dólares (incluye granos, sus derivados, carne bovina y lácteos) cercano a USD 49,5 mil millones, la marca más alta de los años recientes (+13% interanual). Estos números suponen cierta regularización en la comercialización de todos los granos, especialmente de la soja, que viene mostrando un ritmo inusualmente bajo de operaciones en las últimas semanas, pero que deberá corregirse en algún momento de los próximos meses (los granos producidos siempre se venden)
- Este crecimiento estimado en las exportaciones agroindustriales del año se explicaría completamente por suba de precios externos (+17,0%), dado que las cantidades exportadas se estarían reduciendo (en promedio) levemente (-3,4%). La noticia se agrava considerando que, según el análisis de lo sucedido en últimos 4 años, desde 2019 hasta esta parte, se está colocando en el mercado externo la misma cantidad de productos (con algunos cambios de composición de canasta, por caso, se exporta más maíz y trigo, pero menos soja y derivados)
- En cuanto a la liquidación de los exportadores nucleados en CIARACEC para lo que resta del año, una parte relevante de las exportaciones agroindustriales totales, considerando también saldos exportables y cierta normalización en la comercialización de granos, el flujo de dólares a ingresar en próximos 5 meses (agosto – diciembre) podría estar en el orden de los USD 14,2 mil millones, un promedio de USD 2,8 mil millones mensuales. Ahora bien, en caso de continuar muy ralentizada la venta de la soja, la cifra sería menor, probablemente no muy diferente a la observada el año pasado (USD 12,6 mil millones, USD 2,5 mil millones mensuales)

En Foco 1:**12*****El giro de la política económica y sus impactos: ¿más freno a la actividad que a la inflación?***

- Luego de un primer semestre sumamente expansivo en lo fiscal, con un déficit primario que, anualizado, apuntaba a los 3,7 puntos del PIB se han comenzado a frenar gastos vinculados con obra pública y las transferencias a provincias, mientras se revisan las partidas de planes sociales y se inicia la demorada actualización de tarifas. El nivel de actividad había comenzado a ser jaqueado desde mediados de año por la aceleración inflacionaria y los cuellos de botella que significan la escasez de insumos importados y energía. A esto se agrega, de cara a lo que resta del año, el simultáneo endurecimiento de la política fiscal y monetaria y la profundización del desplazamiento del crédito al sector privado a favor del sector público
- En los últimos doce meses, el stock de deuda en pesos del Tesoro se ha incrementado en el equivalente a 31,6 mil millones de dólares al tipo de cambio oficial. Este fenómeno ha pasado a ser uno de los más complejos de resolver en la larga transición que llega hasta diciembre de 2023. De hecho, el reciente canje de bonos consiguió aliviar los vencimientos de deuda en pesos de agosto a diciembre de este año en 2,0 millones de millones de pesos, pero al costo de trasladar hacia mediados de 2023 vencimientos por 15,5 mil millones de dólares
- Los intereses de Leliq y pases se acercan rápidamente a una cifra de 300 mil millones de pesos por mes, cuando la Base Monetaria de agosto se sitúa en torno a los 4,3 millones de millones de pesos. Por ende, hay una expansión “autónoma” de base monetaria del orden del 7,0 % **mensual** para pagar esos intereses, un guarismo que apunta a ser mayor en setiembre. Esta es una de las razones por las que resulta difícil lograr una desaceleración marcada de la tasa de inflación. Luego del 7,4 % de julio, el piso de la variación del IPC de agosto parece hacerse

firme en torno al 6,4 %. Y perforar el 6,0 % mensual de aquí a fin de año habrá de requerir de demanda de dinero estable y una confirmación del freno en el nivel de actividad

En Foco 2:

19

El dato regional de la semana: En los primeros 5 meses, se incrementa 21,8% interanual el empleo en el sector de la construcción

- Con 385 mil puestos de trabajo promedio en el país, el sector registró una suba del 21,8% interanual, pero todavía 7 % por debajo de los guarismos de 2019, previos a la crisis sanitaria. Los datos son suministrados por el Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (IERIC)
- Las regiones que superaron la variación promedio del país fueron el Noroeste, con un incremento de 30,9% interanual, seguida de Cuyo, con el 27,2 y el Noreste, que anotó un 23,5%
- En cambio, por debajo del promedio nacional se tiene a la región Pampeana, con una variación interanual del 20,3% y la Patagonia, con el 16,4%

Editorial

Dólares que no alcanzan en un año récord de exportaciones agroindustriales

Juan Manuel Garzón

- De acuerdo a estimaciones propias, basadas en saldos exportables de granos, precios futuros y estacionalidad del comercio, el 2022 podría cerrar con un flujo de agro-dólares (incluye granos, sus derivados, carne bovina y lácteos) cercano a USD 49,5 mil millones, la marca más alta de los años recientes (+13% interanual). Estos números suponen cierta regularización en la comercialización de todos los granos, especialmente de la soja, que viene mostrando un ritmo inusualmente bajo de operaciones en las últimas semanas, pero que deberá corregirse en algún momento de los próximos meses (los granos producidos siempre se venden)
- Este crecimiento estimado en las exportaciones agroindustriales del año se explicaría completamente por suba de precios externos (+17,0%), dado que las cantidades exportadas se estarían reduciendo (en promedio) levemente (-3,4%). La noticia se agrava considerando que, según el análisis de lo sucedido en últimos 4 años, desde 2019 hasta esta parte, se está colocando en el mercado externo la misma cantidad de productos (con algunos cambios de composición de canasta, por caso, se exporta más maíz y trigo, pero menos soja y derivados)
- En cuanto a la liquidación de los exportadores nucleados en CIARACEC para lo que resta del año, una parte relevante de las exportaciones agroindustriales totales, considerando también saldos exportables y cierta normalización en la comercialización de granos, el flujo de dólares a ingresar en próximos 5 meses (agosto – diciembre) podría estar en el orden de los USD 14,2 mil millones, un promedio de USD 2,8 mil millones mensuales. Ahora bien, en caso de continuar muy ralentizada la venta de la soja, la cifra sería menor, probablemente no muy diferente a la observada el año pasado (USD 12,6 mil millones, USD 2,5 mil millones mensuales)

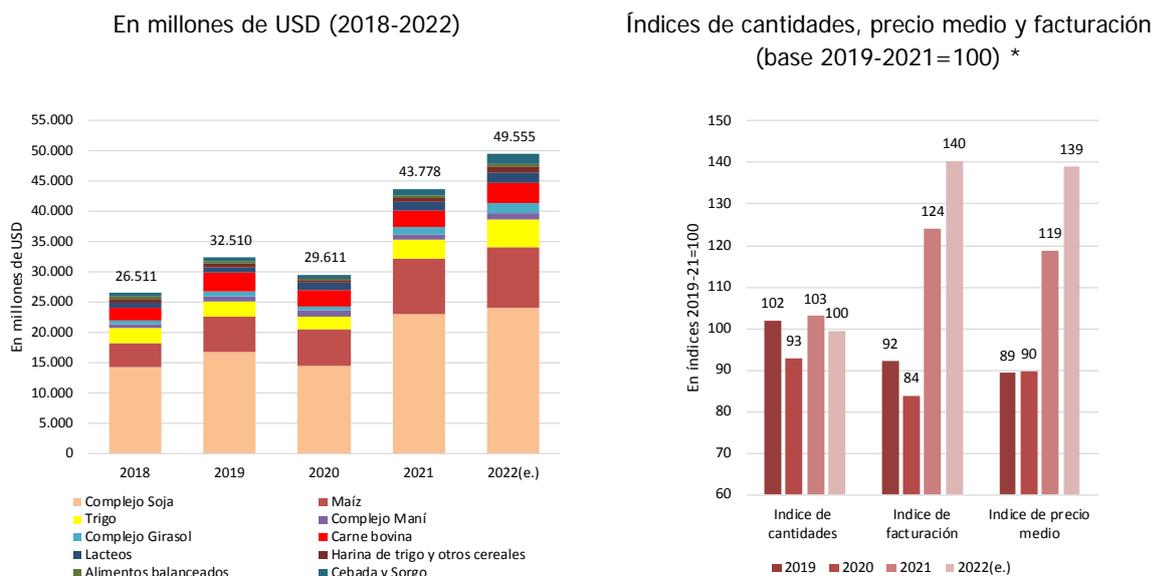
Exportaciones agro-industriales en niveles máximos

En el primer semestre del año las exportaciones de productos agrícolas, sus principales derivados industriales, de cortes de carne bovina y productos lácteos alcanzaron un récord de USD 25,9 mil millones según estadísticas de INDEC en base a Aduana (+24% ia.). Este flujo incluye envíos de todos los granos (soja, maíz, trigo, sorgo, cebada, girasol, maní), harinas (harina de soja, harina de girasol, de trigo, otros cereales), aceites (aceite de soja, girasol, maní), biocombustibles (biodiesel) y como se mencionase, de carne de vaca en sus distintas modalidades (cortes congelados, enfriados) y de los principales derivados de la leche (leches en polvo, quesos, sueros, etc.).

El crecimiento de las principales exportaciones agroindustriales ha sido determinante para el financiamiento de las importaciones, que luego de años flojos, como lo fueron el 2019 (recesión) y 2020 (primer año de la Pandemia Covid-19) se recuperaron con fuerza en 2021 y lo que va de este año; para tener orden de magnitud, en el primer semestre las exportaciones agroindustriales se ubican USD 10,6 mil millones arriba de los envíos promedio del período 2017-2020 y las importaciones totales (bienes) USD 13,6 mil millones por encima en la comparación con el mismo período (USD 41,2 mil millones versus USD 27,6 mil millones); es decir 3 de cada 4 dólares que fueron utilizados para pagar compras adicionales de bienes del exterior provinieron del excedente de divisas agroindustriales. Considerando restricciones varias que enfrentan otras fuentes de ingreso de divisas se deriva de lo anterior que el aumento de importaciones no hubiese sido tan potente sin los dólares extras del campo, que permitieron abastecer la mayor demanda con un precio de la divisa que se mantuvo, al menos hasta mediados de este año, relativamente controlado.

De acuerdo a estimaciones propias, basadas en saldos exportables de granos, precios futuros y estacionalidad del comercio, el 2022 podría cerrar con un flujo de agro-dólares (productos antes especificados) cercano a USD 49,5 mil millones, la marca más alta de los años recientes (+13% interanual), que casi duplica las divisas generadas por estos mismos sectores en 2018 (que vale recordar fue un mal año en materia de producción agrícola). Esta estimación supone cierta regularización en la comercialización de todos los granos, particularmente de la soja, que como se verá a continuación mostró una ralentización en la primera venta, un ritmo inusualmente bajo de operaciones en las últimas semanas, pero que no puede sostenerse de manera indefinida y en algún momento de los próximos meses debe corregirse (los granos se producen para ser vendidos).

Gráfico 1: Exportaciones agroindustriales productos seleccionados



*En la construcción de los índices cada producto pondera de acuerdo a su participación en las exportaciones agroindustriales 2019-2021.

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

¿Mayores volúmenes, precios o ambos factores traccionando?

Las exportaciones agroindustriales pueden crecer por volúmenes, por precios o por ambos factores traccionando en la misma dirección. La sostenibilidad del flujo depende mucho de cuál sea el factor que expande la facturación de los exportadores. Si se explica más por volúmenes que por precios, el proceso puede perdurar más en el tiempo, dado que la expansión revela mayor capacidad competitiva, una producción exportable en expansión; mientras que, por el contrario, si el factor que tracciona son mayores precios externos, la posibilidad de sostener divisas en niveles altos o en expansión pasa a depender de la permanencia de esas elevadas cotizaciones o de precios incluso más altos.

A los efectos de determinar lo sucedido en el caso argentino reciente se construyen índices de cantidades y precios medios de exportación para todos los productos bajo análisis (17 productos, que en realidad algunos de ellos pueden comprender más de una posición arancelaria a 4 o 6 dígitos). Luego se arma un índice general de cantidades, otro de precios y un tercero de facturación, en los que las ponderaciones que se utilizan para construir los dos primeros son las participaciones medias de cada producto en el valor de las exportaciones totales (conjunto de productos) para el período 2019-2021.

Los resultados indican que el crecimiento del valor de las exportaciones agroindustriales de este año (+13,2%) se explicará completamente por suba de precios externos (+17,0%), dado que las cantidades exportadas se estarían reduciendo (en promedio) levemente (-3,4%). Analizando los últimos 4 años, los volúmenes exportados permanecen prácticamente inalterados, es decir, desde 2019 hasta este año, se está colocando la misma cantidad de producto (con algunos cambios de composición de canasta, por caso, se exporta más maíz y trigo, pero menos soja y derivados de soja). Por el contrario, los precios externos, que estuviesen muy estabilizados en el 2020, vienen creciendo desde el año pasado (+32% ia. en 2021) y este año.

El problema del crecimiento de las exportaciones basado en precios es que los dólares que se agregan en un ciclo alcista, se pierden cuando el ciclo se revierte. En otras palabras, pasan a ser muy relevante los determinantes de la suba de precios externos, si se trata de factores estructurales (que pueden perdurar) o cíclicos (que se revierten). Los elevados precios actuales probablemente se expliquen por una combinación de factores, algunos de ellos estructurales (daño en la capacidad de producción de Ucrania por invasión rusa, límites a la expansión de la frontera agrícola en países líderes, mayor demanda de biocombustibles a los efectos de reducir dependencia de petróleo / gas natural de proveedores inestables, etc.), pero claramente también hay cuestiones cíclicas, tales como los recortes de producción que han tenido algunos países relevantes en las últimas dos campañas por cuestiones climáticas, que se superan cuando el clima vuelve a la normalidad (o incluso se muestra más favorable que lo normal). Por tanto, es probable que las cotizaciones de las commodities agrícolas y agro-alimentos se mantengan en un escalón superior al de años previos (que no se vuelva a una soja de USD 350-400 / ton), pero debe advertirse que un descenso de precios respecto de los techos alcanzados en 2021/2022

(soja por encima de USD 600 / ton) es un escenario perfectamente posible para un futuro no tan lejano (¿500/550 / ton en 2023?).

Los dólares que el gobierno espera (y desespera)

En el apartado anterior se hizo referencia a un récord de exportaciones agroindustriales este año, apalancado en un contexto excepcional de precios internacionales de commodities. A pesar de este favorable *momentum* del principal sector exportador, el importante superávit comercial que tenía el país se ha ido perdiendo con el transcurso de los meses, de la mano de un fuerte aumento de importaciones, presionadas desde distintos lados, el buen nivel de actividad de la industria, el encarecimiento de las importaciones energéticas, el adelanto de compras de insumos y bienes intermedios por temor a una devaluación, etc.

Gráfico 2: Liquidación de exportaciones CIARACEC y Exportaciones INDEC Complejos Seleccionados*

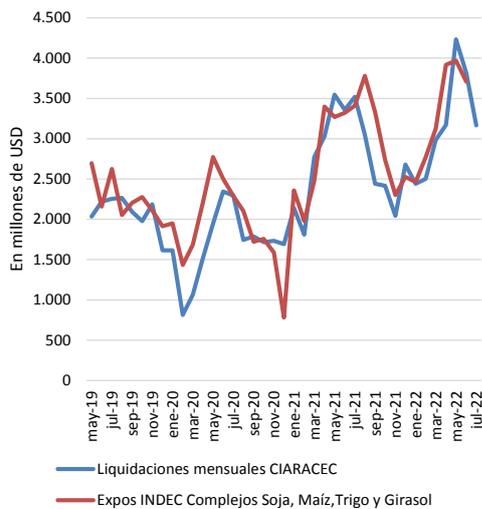
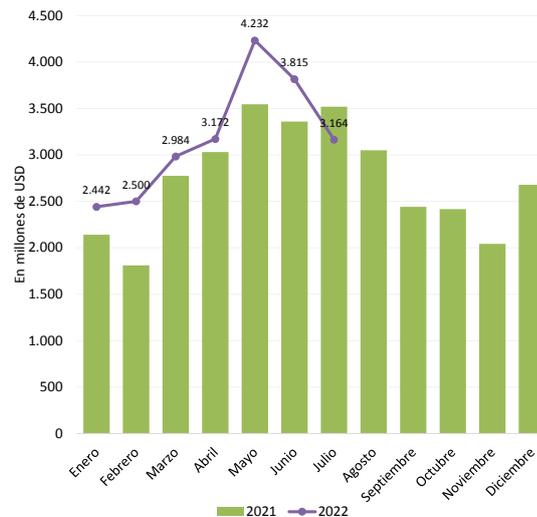


Gráfico 3: Liquidación de exportaciones CIARACEC 2021 y 2022



*Complejos Soja, Trigo, Maíz y Girasol.

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y CIARACEC.

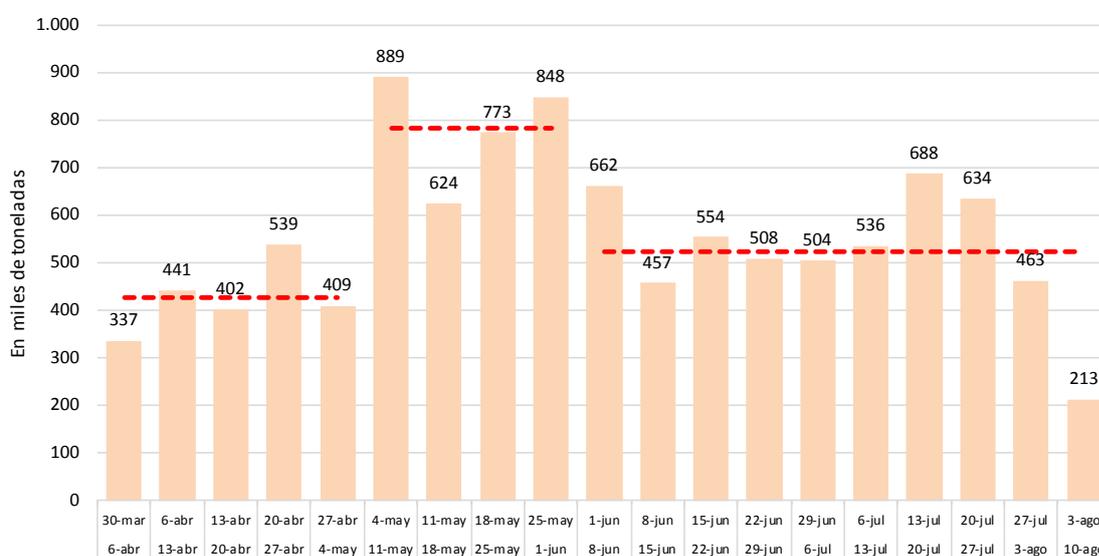
Hasta el primer semestre del año las exportaciones fueron fluidas y siempre superiores a las del año pasado en el mes a mes, pero en las últimas semanas han aparecido signos de interrogación respecto de cómo continúa este proceso. Sucede que la liquidación de exportaciones de CIARACEC, que aproxima bastante (y adelanta un mes) la dinámica de las exportaciones de granos y derivados que luego publica INDEC, marcó en julio un número atípico para lo que venía siendo el flujo de exportaciones de meses previos, el momento del año y el contexto de precios internacionales.

En julio las empresas de CIARACEC liquidaron USD 3.164 millones de exportaciones, una cifra que representa una caída muy importante respecto de los dos meses previos (USD 3.815 millones y USD 4.232 millones), pero que es llamativamente también menor a la del mismo mes del año pasado (USD 3.520 millones), algo que no había sucedido en lo que va del 2022.

Con precios internacionales que se mantienen por encima de los del año pasado, la menor liquidación de exportaciones puede obedecer sólo a una caída en los volúmenes exportados y/o demoras en el ingreso de dólares al país.

Pensando en el porqué de la fuerte desaceleración en la liquidación de los exportadores, no pueden obviarse el contexto de incertidumbre macroeconómica generada por la depreciación de la moneda en los mercados libres, la pérdida de reservas del BCRA, la ampliación de la brecha cambiaria, el recambio de autoridades en el Ministerio de Economía de la Nación y la promesa de una mejora de las condiciones de exportación para el principal complejo exportador del país (sojero). Todos estos factores seguramente percutieron (y percuten) tanto sobre la primera venta de los granos (venta interna, de productor a industria, de productor a exportador) como sobre la segunda (exportación de los granos o de sus derivados industriales).

Gráfico 4: Ventas semanales de soja a precio cerrado (de productor a industria o exportación)



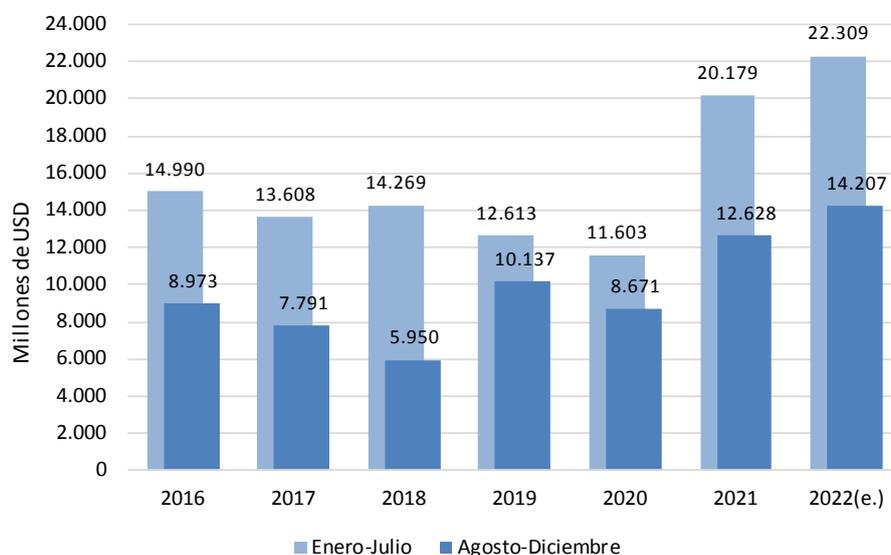
Fuente: *Elaboración propia en base a MAGyP.*

Respecto a la primera venta, que es donde se tienen más estadísticas, en el caso de la soja, los números oficiales muestran efectivamente una importante desaceleración de las ventas semanales desde mediados de junio, que se continúa hasta las primeras semanas de agosto. De una comercialización semanal de 800 mil toneladas aproximadamente en junio, se bajó a 520 mil en julio e incluso menos en agosto.

Al 10 de agosto había 14,6 millones de toneladas vendidas a precio cerrado, para una campaña total de 44,0 millones de toneladas, sólo el 33% de lo producido un porcentaje bajo para el momento del año. Algo que debe aclararse es que la soja ya está producida y que se terminará por vender, sino es en las próximas semanas será en los próximos meses y el año que viene.

Según patrón histórico, el 75% de la soja producida en el ciclo está ya vendida hacia fines de diciembre; nótese que para que se verifique este patrón en este ciclo deberían salir al mercado en lo que queda de agosto y hasta fines del año unos 18,4 millones de toneladas de soja, un flujo de ventas a precio cerrado de 920 mil toneladas semanales en promedio (que a un precio de USD 580 / ton, equivalen a USD 534 millones semanales, y considerando las 20 semanas hasta lo que resta del año, un total de USD 10,7 mil millones). Ahora bien, este flujo de ventas semanales simulado es una cifra muy superior a la que se viene observando en el mercado, que implicaría una aceleración relevante en la comercialización y que en el contexto actual parecería alejado. Un escenario más probable sería aquel de cierta aceleración, pero con ventas que no superan las 700 mil toneladas semanales promedio de aquí a fin de año (14 millones de toneladas vendidas, se llegaría a ventas acumuladas por el 65% de lo producido).

Gráfico 5: Liquidación de exportaciones CIARACEC, enero-julio y agosto-diciembre, 2016-2022(e.) *



*El escenario estimado agosto-diciembre 2022 tiene implícito cierta regularización en la comercialización de la soja del ciclo 2021/2022, una aceleración de las ventas en próximas semanas ya sea por mayor estabilidad macroeconómica y/o algún incentivo por parte del gobierno para que se concreten más operaciones.

Fuente: Elaboración propia en base a CIARACEC y otras fuentes.

En cuanto a la liquidación de los exportadores para lo que resta del año (CIARACEC), si se consideran los saldos exportables de todos los granos ya producidos y cierta regularización de la comercialización de la soja, tal como la referida anteriormente, el flujo de dólares a ingresar en los últimos 5 meses (agosto – diciembre) podría estar en el orden de los USD

14,2 mil millones, un promedio de USD 2,8 mil millones mensuales. Ahora bien, en caso de continuar muy ralentizada la venta de la soja, la cifra sería menor, probablemente no muy diferente a la observada el año pasado (USD 12,6 mil millones, USD 2,5 mil millones mensuales).

El menor aporte del trigo se sentiría recién en el 2023

Es muy probable que el ciclo 2022/23 de cultivos de invierno, particularmente de trigo, no sea tan favorable como el del año pasado; hasta el momento se sabe que la producción se ubicará un escalón por debajo por menor área sembrada y muy posiblemente también por caída de rindes medios. Respecto del área implantada, todas las fuentes de información coinciden en un importante ajuste de superficie, de entre 600 mil hectáreas (-9% ia., Bolsa de Cereales de Buenos Aires) y 1 millón de hectáreas (-14,5% ia., Bolsa de Comercio de Rosario).

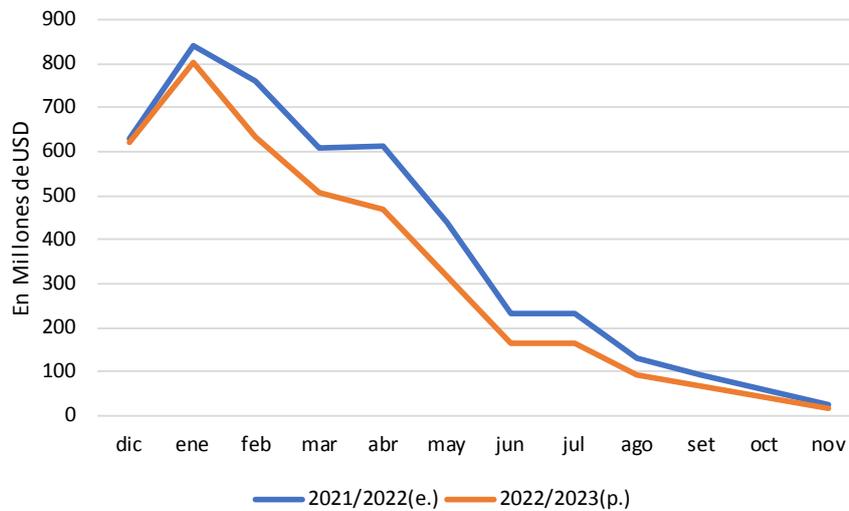
Como la siembra arrancó y continuó durante varias semanas con escasas reservas de agua y condiciones climáticas poco favorables, el estado de los cultivos no es el óptimo para la fecha y se muestra desmejorado respecto del año pasado. Según los relevamientos periódicos de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires, el 18% de la superficie sembrada con trigo estaba en condición excelente / buena al 11 de agosto, cuando para la misma fecha del año pasado este porcentaje era del 47%. Debe advertirse también que, en un contexto de falta de agua y elevados precios de fertilizantes, el retorno esperado de este tipo de aplicaciones se ve reducido y por tanto es probable que la tecnología aplicada al cultivo en esta campaña no se encuentre al mismo nivel del año previo.

Todo lo anterior permite inferir que, además de la caída de superficie, la campaña tendrá un rinde medio que quedará probablemente por debajo del logrado en el ciclo previo, que además fue muy bueno (3,3 ton / hectárea). Dada la menor superficie y suponiendo un rinde medio que ajusta un 5%, la producción podría estar ubicándose en un rango de 18-19 millones de toneladas, 3,5 - 4,5 millones menos que en el ciclo 2021/2022 (una caída de volúmenes de entre 15% y 20%). El saldo exportable se reduciría en magnitud equivalente a la caída de producción, considerando que es altamente probable que el gobierno siga administrando volúmenes exportados (imponiendo restricciones) de forma tal que el abastecimiento al mercado interno sea similar al de este año, que quede fuera del ajuste de la producción.

La generación de divisas, como ya se mencionase anteriormente, depende tanto de volúmenes como de precios. A comienzos de agosto, la exportación llevaba compradas con precio cerrado unos 3 millones de toneladas de trigo 2022/23. El grueso de estas operaciones se hizo seguramente aprovechando los precios altos del cereal, al coincidir con la invasión de Rusia a Ucrania. Pero el resto del saldo exportable, entre 7,5 y 8,5 millones de toneladas de trigo, se comercializará a los precios de próximos meses y también a valores del 2023, que en todos los casos se ubican hoy en niveles por debajo de los excelentes precios observados en los meses de mayor intensidad e incertidumbre del conflicto bélico en la Europa del este.

De acuerdo a proyecciones propias, el trigo 2022/23 podría estar generando un flujo de divisas del orden de USD 3.900 millones, lo que marcaría un retroceso de USD 800 millones respecto a lo que se estaría logrando en el ciclo 2021/22 que está en su etapa final y cerrando en el orden de los USD 4.700 millones. Esta caída en el ingreso de dólares se sentiría fundamentalmente en el 2023 considerando que, en las primeras semanas de comercialización del trigo nuevo, las operaciones que se observen probablemente sean aquellas logradas vía compras adelantadas y por tanto las que se cerraron en términos relativos a los precios más altos.

Gráfico 6: Generación de divisas en exportaciones de trigo, ciclos 2021/2022 y 2022/2023 (p.)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y Bolsa de Cereales de Buenos Aires.

En Foco 1

El giro de la política económica y sus impactos: ¿más freno a la actividad que a la inflación?

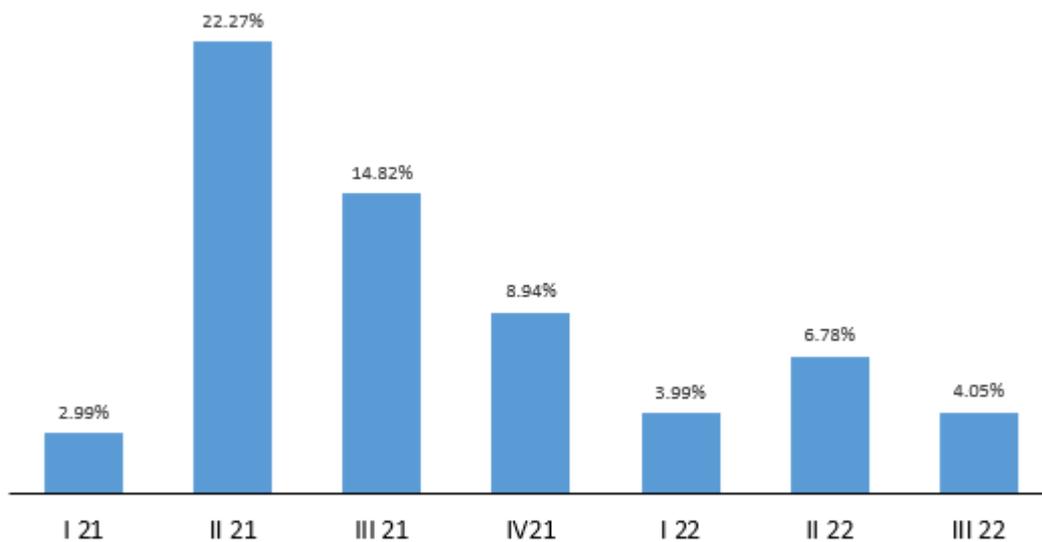
Jorge Vasconcelos

- Luego de un primer semestre sumamente expansivo en lo fiscal, con un déficit primario que, anualizado, apuntaba a los 3,7 puntos del PIB se han comenzado a frenar gastos vinculados con obra pública y las transferencias a provincias, mientras se revisan las partidas de planes sociales y se inicia la demorada actualización de tarifas. El nivel de actividad había comenzado a ser jaqueado desde mediados de año por la aceleración inflacionaria y los cuellos de botella que significan la escasez de insumos importados y energía. A esto se agrega, de cara a lo que resta del año, el simultáneo endurecimiento de la política fiscal y monetaria y la profundización del desplazamiento del crédito al sector privado a favor del sector público
- En los últimos doce meses, el stock de deuda en pesos del Tesoro se ha incrementado en el equivalente a 31,6 mil millones de dólares al tipo de cambio oficial. Este fenómeno ha pasado a ser uno de los más complejos de resolver en la larga transición que llega hasta diciembre de 2023. De hecho, el reciente canje de bonos consiguió aliviar los vencimientos de deuda en pesos de agosto a diciembre de este año en 2,0 millones de millones de pesos, pero al costo de trasladar hacia mediados de 2023 vencimientos por 15,5 mil millones de dólares
- Los intereses de Leliq y pases se acercan rápidamente a una cifra de 300 mil millones de pesos por mes, cuando la Base Monetaria de agosto se sitúa en torno a los 4,3 millones de millones de pesos. Por ende, hay una expansión “autónoma” de base monetaria del orden del 7,0 % **mensual** para pagar esos intereses, un guarismo que apunta a ser mayor en setiembre. Esta es una de las razones por las que resulta difícil lograr una desaceleración marcada de la tasa de inflación. Luego del 7,4 % de julio, el piso de la variación del IPC de agosto parece hacerse firme en torno al 6,4 %. Y perforar el 6,0 % mensual de aquí a fin de año habrá de requerir de demanda de dinero estable y una confirmación del freno en el nivel de actividad

Luego de un primer semestre muy expansivo en lo fiscal y monetario, el escenario de aquí a fin de año se bosqueja con un obligado freno en la dinámica del gasto público, para no alejarse demasiado de la meta de déficit primario comprometida con el FMI y con un apresurado endurecimiento de la política monetaria, con un piso cada vez más elevado para las tasas de interés, ya que el Banco Central pasó de pagar una tasa efectiva anual de 79,8 % por las Leliq a un 96,8 % desde la semana pasada. El interrogante está en los efectos de este giro de la política económica. Si será capaz de revertir la dinámica

ascendente de la inflación o si afectará principalmente la trayectoria del nivel de actividad. Dado que las expectativas de inflación no parecen haber cedido y, en un contexto de fuertes restricciones del lado de la oferta, por los problemas de abastecimiento de las cadenas productivas, puede conjeturarse que el efecto más visible vendrá por el lado del nivel de actividad que, de hecho, en julio ya mostró una marcada desaceleración, a juzgar por los datos de la recaudación de impuestos asociados al mercado interno. Luego de crecer en términos reales a un ritmo cercano al 7,0 % interanual en el segundo trimestre, en el arranque del tercer trimestre ese guarismo pasó al 4,0 % interanual.

"Recaudación de impuestos asociados al mercado interno"
(Variación interanual, en terminos reales)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Subsecretaría de Ingresos Públicos

La crisis de los tres ministros de Economía irrumpió a principios de junio, con el fracaso de una licitación para refinanciar vencimientos de deuda interna y, antes que se cumplan tres meses de aquel catalizador, se tiene al gobierno procurando asumir iniciativas que aseguren el "roll over" de los bonos a redimir en el corto plazo, aunque con efectos colaterales que no pueden ser subestimados, caso del impacto de la suba de tasas de interés sobre el nivel de actividad, el peso de los vencimientos de deuda que se han trasladado a mediados de 2023, sin haber podido revertir el deterioro de las reservas netas del Banco Central, fenómeno que sigue condicionando la marcha de la política económica.

Asimismo, luego de un primer semestre sumamente expansivo en lo fiscal, con un déficit primario que, anualizado, apuntaba a los 3,7 puntos del PIB (1,2 puntos por encima de la meta comprometida con el FMI) se han comenzado a frenar gastos vinculados con obra pública y las transferencias a provincias, mientras se revisan las partidas vinculadas a planes sociales y se inicia el demorado proceso de actualización de tarifas. El nivel de actividad había comenzado a ser jaqueado desde mediados de año por la aceleración inflacionaria que recorta el poder adquisitivo de la demanda y los cuellos de botella que significan la escasez de insumos importados y energía. A esto se agrega, de cara a lo que

resta del año, el simultáneo endurecimiento de la política fiscal y monetaria y la profundización del desplazamiento del crédito al sector privado a favor del sector público. Hay que tener en cuenta que, aún con una brecha cambiaria que parece estabilizarse, las expectativas de inflación y devaluación no ceden, por el hecho que –producto del nuevo mix de política económica- los agregados monetarios han acelerado el ritmo de su expansión.

La dinámica del crédito al sector privado

Entre diciembre de 2021 y mediados de 2022, el crédito en pesos al sector privado se contrajo un 7,0 % en términos reales, fenómeno que se acentúa por la dinámica negativa de los préstamos en dólares, contracara de la disminución del stock de depósitos en esa moneda. Un corolario de la crisis de los tres ministros de Economía es la marcada suba experimentada en las tasas de interés, con un Banco Central que ahora paga el 96,8 % de tasa efectiva anual por las Leliq, un piso que empuja a los tres dígitos las tasas activas de una gama amplia de operaciones del sistema bancario. Así, todo indica que la contracción en términos reales del crédito al sector privado experimentada en el primer semestre tendrá continuidad en lo que resta del año.

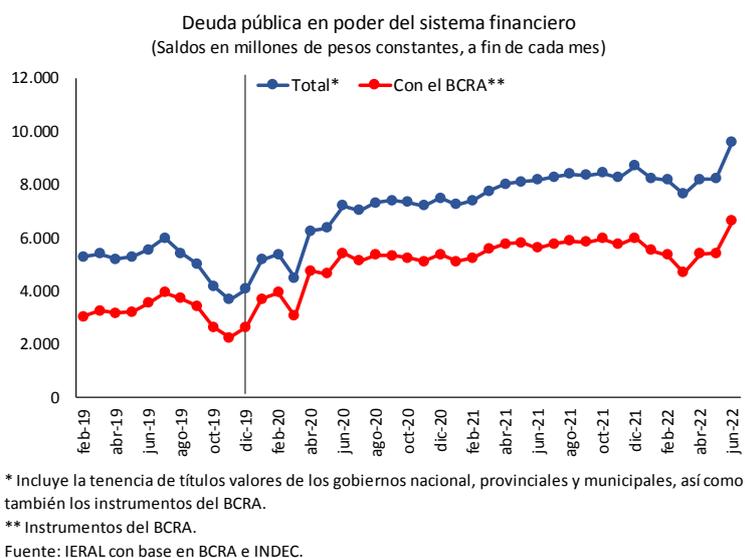


El sistema financiero incrementa su exposición al Sector Público

Por diversos mecanismos, incluida la posibilidad de constituir una fracción de los encajes con títulos públicos y, últimamente, un contrato de recompra asegurado (put) el gobierno está promoviendo el desvío de crédito bancario a favor del Estado. Este giro de la política tiene que ver con la brutal expansión de la deuda pública en pesos, como se verá más abajo. Al mismo tiempo, la decisión de intervenir en el mercado secundario de deuda del Tesoro por parte del Banco Central, ante las ventas masivas de inversores privados, llevó desde principios de junio a una fuerte emisión monetaria que fue parcialmente neutralizada con un vertical incremento de los Pasivos Remunerados del Central (Leliq y Pases). Así, la

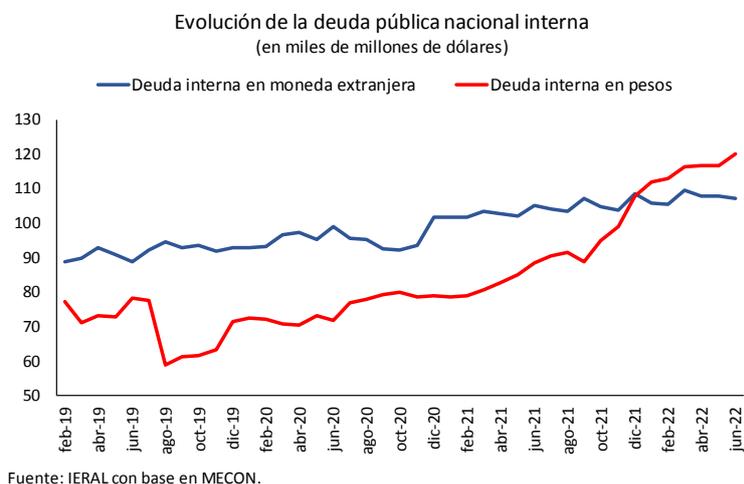
exposición del sistema bancario local a deuda pública, sea del Tesoro o del Banco Central, se incrementó en moneda constante nada menos que un 26,0 % entre marzo y junio de este año.

Lo ocurrido en los últimos meses profundiza un fenómeno que se advierte desde la última parte del 2019. Si se toma como base noviembre de aquel año para medir el stock de activos estatales (bonos del Tesoro, Leliq y pases) en manos del sistema financiero, se tiene un incremento de 160 % en moneda constante hasta junio de este año, en un escenario de estancamiento y/o caída del crédito al sector privado. O sea, todo el aumento del stock de depósitos bancarios verificado desde noviembre de 2019 hasta el presente ha sido canalizado hacia el sector público, bajo distintos instrumentos.



El déficit fiscal y el festival de bonos

El subyacente de esta dinámica es el déficit fiscal y su forzado financiamiento, sea por emisión monetaria o por un stock de deuda del Tesoro que no deja de crecer y termina desbordando la demanda de los ahorristas privados.

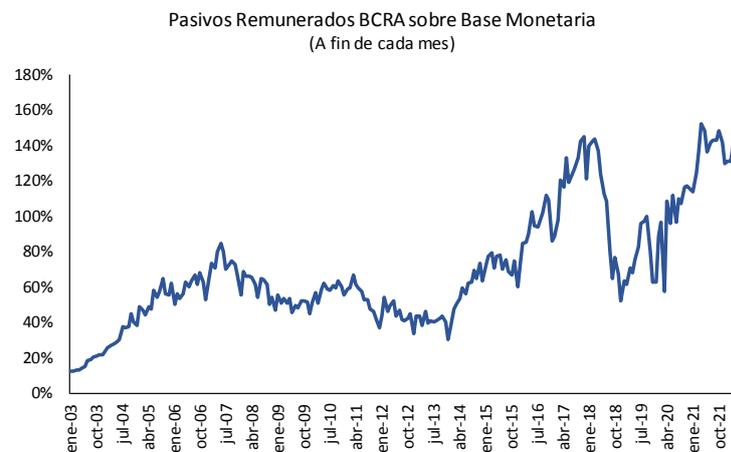


En los últimos doce meses, el stock de deuda en pesos del Tesoro se ha incrementado en el equivalente a 31,6 mil millones de dólares al tipo de cambio oficial, y en próximos datos se estará duplicando respecto del stock contabilizado en noviembre de 2019. Este fenómeno ha pasado a ser uno de los más complejos de resolver en la larga transición que llega hasta diciembre de 2023. De hecho, el reciente canje de bonos efectuado en el mercado, consiguió aliviar los vencimientos de deuda en pesos de agosto a diciembre de este año en 2,0 millones de millones de pesos, pero al costo de: a) estirar los vencimientos hasta mediados de 2023 (no más lejos); b) asumir el compromiso por parte del Tesoro de devolver esos fondos ajustados por inflación y/o tipo de cambio oficial, el indexador que resulte mayor; c) así, ahora esa deuda ya no podría ser “licuada”, y concentra vencimientos entre junio y setiembre de 2023 por el equivalente a 15,5 mil millones de dólares al tipo de cambio oficial.

Al canje de referencia, por el que se emitió el llamado “Bono Dual”, ingresaron tenedores de distintos títulos de vencimiento cercano (Ledes, Lecker, Lepase, Boncer) y se estima que los oferentes fueron en un 60 % entidades estatales y en un 40 % tenedores privados.

Variables monetarias, con equilibrio inestable

Otro de los saldos preocupantes de la crisis desatada en junio es el traspaso de límites críticos de ratios tales como los Pasivos Remunerados del BCRA y la Base Monetaria, y también la aceleración de la variación de los agregados monetarios en sus mediciones más amplias. Más allá de detalles técnicos, esto quiere decir que el control de la macro ha pasado a depender centralmente del comportamiento de la demanda de dinero. Se necesita que se frene la huida del dinero, ese fenómeno por el cual los pesos circulan cada vez más rápido porque, de lo contrario, cada nuevo traspie de la macro nos habrá de depositar en escenarios más inestables aún.



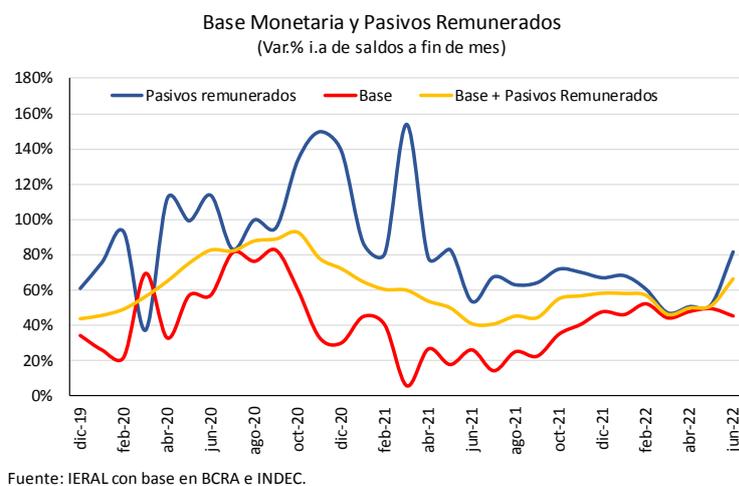
Obsérvese que lo ocurrido en los últimos tres meses, con aceleración de la emisión monetaria (por la compra de bonos del Tesoro en el mercado secundario por parte del BCRA), ha obligado a la autoridad monetaria a encender a pleno la aspiradora de pesos,

pero esto no es gratis. Aumenta por supuesto la emisión de origen autónomo, derivada del pago de intereses de Leliq y pases pero, además, deja una espada de Damocles sobre fuentes potenciales de emisión monetaria, sea porque los depósitos bancarios no aumentan al ritmo necesario, sea porque alguna próxima licitación de bonos del Tesoro no encuentre suficiente demanda, entre tantos otros riesgos.

El ratio de Pasivos Remunerados sobre la Base Monetaria superó en junio el 170 %, con un numerador en torno a los 6,7 millones de millones de pesos y un denominador en 3,9 millones de millones. Una referencia inevitable es la crisis de principios de 2018, bajo el gobierno de Cambiemos, que derivó en una fuerte devaluación, cuando ese ratio había alcanzado un nivel que ya ha sido superado. El cepo en vigencia, que no deja demasiadas opciones a los pesos, marca una diferencia con aquella experiencia. Sin embargo, el gobierno no debería confiarse demasiado por esa diferencia.

Las presiones inflacionarias no ceden

Como se destacó más arriba, la política monetaria, en base a tasas de interés cada vez más elevadas en términos nominales, puede ejercer cierto control sobre la variación de la Base monetaria, pero no sobre la evolución de los agregados monetarios más amplios, siendo que éstos han pasado a ser la variable que mejor correlaciona con la trayectoria ascendente de la inflación.



Obsérvese que la llamada "Base monetaria amplia", que incluye los Pasivos Remunerados del Central, ya se acerca en su variación interanual al 70 %, en el referido contexto de deterioro de la demanda de dinero. Y este "taxi" no es sencillo de frenar. Los intereses de Leliq y pases se acercan rápidamente a una cifra de 300 mil millones de pesos por mes, cuando la Base Monetaria de agosto se sitúa en torno a los 4,3 millones de millones de pesos. Por ende, hay una expansión "autónoma" de base monetaria del orden del 7,0 % **mensual** para pagar esos intereses, un guarismo que apunta a ser mayor en setiembre. Esta es una de las razones por las que resulta difícil lograr una desaceleración marcada de la tasa de inflación. Luego del 7,4 % de julio, el piso de la variación del IPC de agosto parece hacerse firme en torno al 6,4 %. Y perforar el 6,0 % mensual de aquí a fin de año

habrá de requerir de demanda de dinero estable y una confirmación del freno en el nivel de actividad.

En Foco 2

El dato regional de la semana: En los primeros 5 meses, se incrementa 21,8% interanual el empleo en el sector de la construcción

Vanessa Toselli

- Con 385 mil puestos de trabajo promedio en el país, el sector registró una suba del 21,8% interanual, pero todavía 7 % por debajo de los guarismos de 2019, previos a la crisis sanitaria. Los datos son suministrados por el Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (IERIC)
- Las regiones que superaron la variación promedio del país fueron el Noroeste, con un incremento de 30,9% interanual, seguida de Cuyo, con el 27,2 y el Noreste, que anotó un 23,5%
- En cambio, por debajo del promedio nacional se tiene a la región Pampeana, con una variación interanual del 20,3% y la Patagonia, con el 16,4%

El sector de la construcción ha mostrado desempeños negativos con claros descensos ininterrumpidos desde marzo de 2019 y luego ha presentado caídas más significativas durante los meses más crudos de la emergencia sanitaria. Sin embargo, se observaron ciertas mejoras en 2021, que se consolidan en los primeros cinco meses del corriente año. Así, con 385 mil puestos de trabajo promedio en el país, el sector presentó una suba del 21,8% en dicho indicador, y un 25% por encima de lo acontecido en igual período 2020, según datos publicados por el Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (IERIC). Las cifras promedio obtenidas se ubican 7% por debajo de lo registrado en los primeros cinco meses del 2019, previo a la situación sanitaria.

En todas las regiones del país, se presentaron mejorías en la cantidad promedio ocupada en el sector, siendo las subas más relevantes las del Noroeste (30,9%), Cuyo (27,2%), y el Noreste (23,5%), todas ellas por encima del promedio nacional. La región pampeana, y la patagónica, crecieron por debajo del total del país, con subas del 20,3% y del 16,4% respectivamente.

Empleo en la construcción

Promedio mensual y variación interanual. Enero-mayo 2022 vs. Igual período 2021

Total	385.182	21,8%	Cuyo	24.454	27,2%
Noroeste	36.151	30,9%	San Juan	10.369	24,9%
La Rioja	2.079	70,8%	Mendoza	10.411	20,8%
Santiago del Estero	8.895	34,2%	San Luis	3.674	59,9%
Catamarca	3.740	91,2%	Noreste	25.567	23,5%
Tucumán	8.854	14,1%	Chaco	6.518	44,8%
Salta	8.152	24,9%	Formosa	5.515	47,2%
Jujuy	4.430	26,0%	Misiones	8.474	23,2%
Pampeana	255.577	20,3%	Corrientes	5.059	-9,3%
Santa Fe	43.108	37,2%	Patagónica	37.247	16,4%
CABA	67.000	11,3%	Santa Cruz	5.160	5,6%
Buenos Aires	107.466	20,4%	Tierra del Fuego	1.858	28,7%
Entre Ríos	7.243	21,6%	Chubut	8.037	6,5%
Córdoba	28.043	20,2%	Río Negro	7.322	13,5%
La Pampa	2.717	25,7%	Neuquén	14.871	27,3%

Fuente: IERAL en base a IERIC sobre datos del SIJP

La región **Noroeste** (30,9%), con 36.151 trabajadores promedio registrados en el sector, representó el mejor desempeño de todas las regiones con respecto al mismo período del año anterior, aunque representa menos del 10% del empleo total del país. Dentro de las provincias que la componen, se destaca el caso de Catamarca, con una suba del 91,2%, y La Rioja cuyo crecimiento fue del 70,8%.

En el caso de Cuyo, con 24.454 puestos de trabajo registrados en promedio en los primeros cinco meses del año, presentó un crecimiento del 27,2% respecto del período enero-mayo 2021. En términos de variación interanual, la provincia con mayor crecimiento fue San Luis, con una suba del 59,9%, aunque es la menos representativa (tan solo el 15% del total regional). En el caso de San Juan y Mendoza, las subas interanuales de los primeros cinco meses fueron del 24,9% y del 20,8% respectivamente.

La región **Noreste** (23,5%) emplea en promedio a 25.567, pero presentó un desempeño dispar en las provincias que la componen. Así, mientras que en Chaco, Formosa y Misiones las subas superaron el total nacional (44,8%, 47,2% y 23,2% cada una de ellas), en el caso de Corrientes el sector de la construcción aun no logra alcanzar la evolución de los primeros cinco meses de 2021, ya que, con 5.059 puestos de trabajo en promedio por mes, registró una baja del 9,3% en el indicador.

La región **Pampeana** (20,3%) es la que posee mayor participación nacional en el empleo del sector de la construcción (67%) presentó en los primeros cinco meses del año una suba interanual por debajo del total nacional. La suba más moderada se evidenció en CABA, que – con 67.000 puestos de trabajo promedio – se ubicó 11,3% por encima de los primeros cinco meses de 2021. En el caso de Córdoba y Buenos Aires, con 28.043 y 107.466 puestos registrados en promedio en los primeros cinco meses del año, la suba del indicador fue del 20,2% y del 20,4% respectivamente. En Entre Ríos se presentó un crecimiento levemente por debajo del promedio nacional (21,6%), con 7.243 puestos de trabajo registrados en el sector. Por último, La Pampa y Santa Fe, crecieron el 25,7% y el 37,2% respectivamente.

Por último, la **Patagonia**, con una suba del 16,4%, posee una participación cercana al 10% en el empleo de la construcción a nivel nacional. Dentro de las provincias que la componen se observa cierta variabilidad: en Tierra del Fuego se observó un ascenso del 28,7%, y en Neuquén fue del 27,3% interanual en los primeros 5 meses del año respecto igual período 2021. En Río Negro, con 7.322 trabajadores promedio registrados, la suba fue más moderada (del 13,5%), mientras que las

menos significativas de la región fueron las de Chubut y Santa Cruz, del 6,5% y 5,6% respectivamente.