



IERAL

Fundación  
Mediterránea

# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 33 - Edición N° 1555 - 21 de Marzo de 2024

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Franco Artusso y Lautaro Sibilla**

Desacelera la inflación mayorista, ¿pero en qué andarivel se ubican los precios medidos en moneda dura?

**En Foco 1 – Jorge Vasconcelos y Maximiliano Gutiérrez**

Primeros 100 días de gobierno: empezando a revertir los déficits gemelos, pero con enormes desafíos por delante

**En Foco 2 – Vanessa Toselli**

El dato regional de la semana:

La litigiosidad laboral siguió aumentando en 2023, en el orden del 28 % anual

## 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:****5*****Desacelera la inflación mayorista, ¿pero en qué andarivel se ubican los precios medidos en moneda dura?***

- La evolución mensual de los precios mayoristas de los últimos meses ha sido la siguiente: 7,6% en octubre, 11,1% en noviembre, 54,0% en diciembre, 18,0% en enero y 10,2% en febrero. El salto de precios de diciembre se explica claramente por la devaluación, mientras que la desaceleración de los dos primeros meses del año, por el proceso de estabilización que lleva adelante el gobierno, utilizando distintas herramientas, principalmente la decisión de desconectar la política monetaria de las necesidades de caja del Tesoro y el ancla cambiaria que implica un crawling peg al 2% mensual
- Ahora bien, ¿en qué nivel han quedado los precios mayoristas, medidos en moneda dura? Para tener perspectiva, los precios de febrero, expresados en los dólares que definen las operaciones de comercio exterior (dólar exportación y dólar importación), se encontraban en promedio entre 7 y 8% por debajo de los valores de setiembre del 2023, es decir conservaban todavía una parte (pequeña) del efecto de la devaluación y los cambios en las condiciones que rigen estas operaciones (dólar blend, Impuesto País)
- Para este período tomado como referencia sólo tres grandes grupos de productos se habían encarecido en "todos los dólares": Papel y producción de papel, Productos refinados de petróleo, Petróleo crudo y gas natural. Nótese que dos de estos casos no sorprenden, se trata de productos vinculados al mercado de los combustibles, que empezó a gozar de mayor libertad de funcionamiento a partir del nuevo gobierno (se eliminaron controles y restricciones)
- Un párrafo especial merece el rubro alimentos y bebidas, cuyos precios fueron recientemente cuestionados por las autoridades de gobierno. Al mes de febrero, los precios mayoristas de estos productos se ubicaban 4% abajo respecto a setiembre 2023 en dólares oficiales y 11% abajo en relación al dólar exportación. Y en lo que hace a los precios minoristas, se ubican entre 9% y 16% abajo según el dólar que se tome como referencia. Es decir, tampoco estos productos habían copiado completamente la devaluación, a pesar de ser aquellos de mayor competitividad externa y posibilidad de sustitución de mercados que muy probablemente tiene la economía argentina
- Según los principios teóricos, los precios mayoristas deberían mantener cierta estabilidad medidos en dólares comerciales cuando se trata de una economía que funciona integrada al mundo, las empresas cuentan con la capacidad de elegir destinos (mercado interno versus externo) y de colocar sus productos en función de las condiciones comerciales, y los mercados operan sin restricciones de tipo comerciales y/o cambiarias. De no cumplirse algunas de estas condiciones, los procesos de ajustes son más lentos y sus resultados finales más difíciles de predecir. Por caso, en sectores exportadores, si la sustitución de mercados por parte de las empresas es imperfecta, una devaluación debería generar caídas de precios internos en dólares por varios meses; en sectores importadores, podría suceder lo contrario si se aplican restricciones sobre el ingreso de productos importados o si se mantienen elevadas las expectativas de devaluación futura
- En relación a fines de 2019 los precios mayoristas actuales son considerablemente más altos que los de entonces, en cualquiera de los dólares en que se los mida. En algunos casos las brechas son llamativas, superiores al 40%/50% a los dólares comerciales (exportación o importación). Para estos próximos meses puede inferirse que, si los precios locales continuasen creciendo por encima de la tasa de devaluación de los distintos dólares, se terminará de perder el efecto de la última corrección cambiaria y los precios quedarían más altos que los que se tenía en setiembre del año pasado y se ampliarían aún más las importantes brechas que se observan con los valores de diciembre de 2019

**En Foco 1:****14*****Primeros 100 días de gobierno: empezando a revertir los déficits gemelos, pero con enormes desafíos por delante***

- Los dos primeros meses de 2024 han mostrado avances en materia fiscal y del sector externo, comenzando a revertir la dinámica de los “déficits gemelos” que caracterizaron a 2023, con un rojo de 3,5 puntos del PIB en la Cuenta Corriente del Balance de Pagos y un desequilibrio de semejante orden de magnitud en las cuentas públicas (déficit primario del Sector Público Nacional de 2,9 puntos del PIB)
- Suponiendo para marzo una inflación mensual de 12,5 %, se tiene que este mes el tipo de cambio real multilateral estaría todavía 30,9 % por encima (más competitivo) de noviembre de 2023 (antes de la devaluación), pero ya perforando hacia abajo la referencia de julio de 2019 (menos competitivo que entonces). De cara a 2024, se requiere una fuerte reducción del gasto público medido en dólares, como forma de lograr en forma simultánea el ajuste fiscal y la corrección del desequilibrio externo
- En 2019, el gasto primario del Sector Público Nacional fue equivalente a 101,9 mil millones de dólares (moneda constante a febrero de 2024) y no pueden dissociarse los déficits gemelos de 2023 con el hecho que el año pasado el gasto público en dólares se haya ubicado casi 30 % por encima de la referencia de 2019
- En el primer bimestre de 2024, la intensidad del ajuste fiscal se mide por el hecho que el gasto primario del sector público nacional subió 126,5 % en términos nominales, convalidando menos de la mitad de la inflación del período, que fue del 265,2 % interanual. Para el año calendario, dadas las restricciones impuestas por la “tablita cambiaria”, se requiere que el gasto primario en pesos convalide sólo 2/3 de la inflación promedio del año. No es un escenario sencillo, ya que implica tensiones sociales y políticas, pulseadas aquí y allá. De todos modos, hay que subrayar que la macro sigue mandando, por lo que si el ajuste no puede lograrse por esta vía, la variable de ajuste será un nivel más elevado del tipo de cambio
- Si bien la expansión monetaria de origen externo puede perder significación en los próximos cien días, tampoco podrá contarse en la magnitud de los primeros cien días con la absorción de pesos originada en la colocación de BOPREAL, ni por masivas recompras de deuda de parte del Tesoro. Sin embargo, la persistente emisión endógena originada en el pago de intereses de los Pasivos Remunerados del BCRA obligará a seguir aumentando esos mismos Pasivos Remunerados, para retirar pesos de circulación, salvo que comience a recuperarse de modo genuino la demanda de dinero
- De allí la importancia de las expectativas y de las señales emitidas por el gobierno a propósito de un futuro plan de estabilización. Un régimen de competencia de monedas obliga a cumplir una serie de requisitos análogos a los que se habían completado en abril de 1991, cuando se anunció el plan de convertibilidad. De lo contrario, habría huida del peso y más inflación
- Aunque no se requieran los 35 mil millones en moneda dura que demandaría una dolarización con rescate total de los pesos, con la introducción de la “competencia de monedas” cabe esperar que una fracción no menor de los depositantes en el sistema bancario local opte por canjearlos por dólares, por lo menos en el momento inicial. De allí las recurrentes menciones oficiales a la necesidad de “conseguir 15 mil millones de dólares para arrancar”
- En esencia, dos monedas pueden competir cuando las tasas de interés, ponderadas por riesgos de instrumentos financieros en cada una, no difieran en forma significativa y las paridades entre ellas no sufran fuertes fluctuaciones. De allí la necesidad de sólidos fundamentos para que una parte de los ahorristas pueda elegir “quedarse en pesos”, sin necesidad de contar con una tasa

de interés en moneda local que desestabilice el resto de las variables, caso del costo del crédito y de los Pasivos Remunerados del Central

**En Foco 2:**

**26**

***El dato regional de la semana: La litigiosidad laboral siguió aumentando en 2023, en el orden del 28 % anual***

- Los juicios iniciados por trabajadores de unidades productivas y casas particulares alcanzaron a 108.409 casos en los primeros 11 meses de 2023, un 28% por encima de igual período de 2022, cuando se registraron 85.023 litigios
- La cantidad de juicios iniciados aumentó en todas las regiones (salvo Cuyo), aunque con diferencias entre ellas. En términos de concentración de litigios, el 80% corresponde a la región Pampeana
- En la región Pampeana, la judicialización aumentó un 33% en línea con lo acontecido a nivel nacional, en la Patagonia lo hizo un 25%, en el Noroeste también un 25 % y el 23% en el Noreste. En cambio, en Cuyo hubo un descenso del 2%

## Editorial

### **Desacelera la inflación mayorista, ¿pero en qué andarivel se ubican los precios medidos en moneda dura?**

**Franco Artusso y Lautaro Sibilla**

- La evolución mensual de los precios mayoristas de los últimos meses ha sido la siguiente: 7,6% en octubre, 11,1% en noviembre, 54,0% en diciembre, 18,0% en enero y 10,2% en febrero. El salto de precios de diciembre se explica claramente por la devaluación, mientras que la desaceleración de los dos primeros meses del año, por el proceso de estabilización que lleva adelante el gobierno, utilizando distintas herramientas, principalmente la decisión de desconectar la política monetaria de las necesidades de caja del Tesoro y el ancla cambiaria que implica un crawling peg al 2% mensual
- Ahora bien, ¿en qué nivel han quedado los precios mayoristas, medidos en moneda dura? Para tener perspectiva, los precios de febrero, expresados en los dólares que definen las operaciones de comercio exterior (dólar exportación y dólar importación), se encontraban en promedio entre 7 y 8% por debajo de los valores de setiembre del 2023, es decir conservaban todavía una parte (pequeña) del efecto de la devaluación y los cambios en las condiciones que rigen estas operaciones (dólar blend, Impuesto País)
- Para este período tomado como referencia sólo tres grandes grupos de productos se habían encarecido en "todos los dólares": Papel y producción de papel, Productos refinados de petróleo, Petróleo crudo y gas natural. Nótese que dos de estos casos no sorprenden, se trata de productos vinculados al mercado de los combustibles, que empezó a gozar de mayor libertad de funcionamiento a partir del nuevo gobierno (se eliminaron controles y restricciones)
- Un párrafo especial merece el rubro alimentos y bebidas, cuyos precios fueron recientemente cuestionados por las autoridades de gobierno. Al mes de febrero, los precios mayoristas de estos productos se ubicaban 4% abajo respecto a setiembre 2023 en dólares oficiales y 11% abajo en relación al dólar exportación. Y en lo que hace a los precios minoristas, se ubican entre 9% y 16% abajo según el dólar que se tome como referencia. Es decir, tampoco estos productos habían copiado completamente la devaluación, a pesar de ser aquellos de mayor competitividad externa y posibilidad de sustitución de mercados que muy probablemente tiene la economía argentina
- Según los principios teóricos, los precios mayoristas deberían mantener cierta estabilidad medidos en dólares comerciales cuando se trata de una economía que funciona integrada al mundo, las empresas cuentan con la capacidad de elegir destinos (mercado interno versus externo) y de colocar sus productos en función de las condiciones comerciales, y los mercados operan sin restricciones de tipo comerciales y/o cambiarias. De no cumplirse algunas de estas condiciones, los procesos de ajustes son más lentos y sus resultados finales más difíciles de predecir. Por caso, en sectores

exportadores, si la sustitución de mercados por parte de las empresas es imperfecta, una devaluación debería generar caídas de precios internos en dólares por varios meses; en sectores importadores, podría suceder lo contrario si se aplican restricciones sobre el ingreso de productos importados o si se mantienen elevadas las expectativas de devaluación futura

- En relación a fines de 2019 los precios mayoristas actuales son considerablemente más altos que los de entonces, en cualquiera de los dólares en que se los mida. En algunos casos las brechas son llamativas, superiores al 40%/50% a los dólares comerciales (exportación o importación). Para estos próximos meses puede inferirse que, si los precios locales continuasen creciendo por encima de la tasa de devaluación de los distintos dólares, se terminará de perder el efecto de la última corrección cambiaria y los precios quedarían más altos que los que se tenía en setiembre del año pasado y se ampliarían aún más las importantes brechas que se observan con los valores de diciembre de 2019

## Introducción

En esta columna se analiza la evolución de los precios internos (mayoristas y minoristas), medidos en moneda dura, en dos subperíodos elegidos: diciembre 2019 – febrero 2024; setiembre 2023 – febrero 2024.

En el caso de los precios mayoristas interesa ubicar el nivel actual de los precios (febrero 2024, último mes con precios cerrados) en relación a otros momentos del pasado (diciembre 2019 y setiembre 2023), distinguiendo además entre grupos o tipos de productos. El interrogante principal es si los precios mayoristas copiaron a la fecha toda la devaluación de la moneda de diciembre (y meses previos) y los cambios en los llamados “dólares comerciales” o si, por el contrario, se ubican todavía por debajo de los valores de ese entonces, lo que podría implicar que está pendiente todavía parte del ajuste natural del mercado.

También se miran los precios minoristas con similar propósito, a los efectos de determinar el traslado a precios finales de las nuevas condiciones cambiarias y comerciales. Algo que a priori debiera observarse es un mayor ajuste en moneda dura de los precios minoristas respecto de los mayoristas, por el efecto asimétrico que tienen los procesos de corrección cambiaria sobre los bienes y los servicios.

Finalmente, se aprovecha para comparar la dinámica de precios mayoristas y minoristas en un grupo particular de productos, el rubro alimentos y bebidas, con el objeto de inferir que puede haber pasado con los márgenes brutos del comercio minorista en estos últimos meses y años (2019-2024).

## Acerca de las distintas versiones del dólar (oficial, exportación e importación)

Una de las primeras medidas tomadas por el nuevo gobierno fue modificar el precio oficial de la divisa estadounidense y también redefinir los valores efectivos para los “dólares comerciales”, tanto de aquél que reciben los exportadores cuando ingresan los dólares al

BCRA o el que pagan realmente los importadores cuando solicitan divisas a la autoridad monetaria para realizar sus operaciones.

Nótese que, para la formación de los precios internos de los productos vinculados al comercio exterior, para los bienes que se exportan, importan o que se fabrican localmente, pero compiten con bienes importados, los valores de referencia que importan son los de los “dólares comerciales”.

El 13 de diciembre de 2023 el tipo de cambio oficial (TCO) pasó de 366 a 800 pesos por dólar, un aumento del 118% nominal (una devaluación del 54% de la moneda local), que a partir de allí fue acompañado de un *crawling peg* del 2% mensual hasta el presente.

En paralelo, se introdujeron también modificaciones al régimen cambiario efectivo que enfrentan las operaciones de comercio exterior.

En el caso de los exportadores, el “dólar de exportación” vigente para todos los productos, que fue establecido a fines de octubre como una combinación 70 / 30 entre el valor del tipo de cambio oficial (TCO) y el valor del dólar Bolsa, referido en la jerga como dólar Contado con Liquidación (CCL), modificado luego a 50 / 50 hacia fines de noviembre, fue nuevamente recalibrado para pasar a ser un “blend” de 80 / 20. Con esos cambios el dólar de los exportadores pasó de 700 a 840 \$ / USD por aquellos días, un aumento del 20% nominal, y un nivel un 5% más alto que el TCO.

Por su parte, para el caso de los importadores, el “dólar de importación”, que desde julio del año pasado depende del TCO más el Impuesto PAIS<sup>1</sup>, fue incrementado a partir de una suba de alícuotas, que pasaron del 7,5% al 17,5%, con excepción de los insumos importados empleados en la producción de bienes que luego se exportan (importaciones temporales)<sup>2</sup>. En ese entonces, el dólar de importación tuvo un salto muy fuerte, pasó de \$394 a \$940, un incremento del 138%.

### Evolución dólar exportación e importación

| Dólar exportación |            |               |           |          |  |
|-------------------|------------|---------------|-----------|----------|--|
| Desde             | Hasta      | Incidencia    |           | Decreto  |  |
|                   |            | Dólar Oficial | Dólar CCL |          |  |
| 23/10/2023        | 17/11/2023 | 70%           | 30%       | 549/2023 |  |
| 20/11/2023        | 10/12/2023 | 50%           | 50%       | 597/2023 |  |
| 13/12/2023        | Vigente    | 80%           | 20%       | 28/2023  |  |

| Dólar importación |            |               |           |                    |          |
|-------------------|------------|---------------|-----------|--------------------|----------|
| Desde             | Hasta      | Impuesto País |           |                    | Decreto  |
|                   |            | Bienes        | Servicios | Import. temporales |          |
| 23/7/2023         | 13/12/2023 | 7,5%          | 25%       | 7,5%               | 377/2023 |
| 13/12/2023        | 2/1/2024   | 17,5%         | 25%       | 17,5%              | 29/2023  |
| 3/1/2024          | Vigente    | 17,5%         | 25%       | 0%                 | 14/2024  |

*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Boletín Oficial.*

<sup>1</sup> Un nuevo impuesto cuya base es el valor importado y que tiene a los fines prácticos los mismos efectos que un arancel de importación.

<sup>2</sup> Están exceptuados de este tributo los pagos de importaciones de gasoil, los aceites lubricantes y los aditivos; los pagos por insumos y bienes intermedios, vinculados en forma directa o indirecta con los productos de la canasta básica alimentaria, y los bienes vinculados con la generación de energía, de acuerdo con la reglamentación que dictan las autoridades competentes. La Ley nº 27541 también exime de este tributo a las compras de medicamentos.

## Impacto sobre precios mayoristas

El encarecimiento del dólar en sus distintas versiones (oficial, exportación e importación), el levantamiento de controles (sobre todo el de los precios de los combustibles) y el inicio del proceso de sinceramiento de otros precios (casos de tarifas de electricidad), son factores que generan inevitablemente presión sobre los precios de la economía, en particular en productos transables, aquellos en los que el dólar es un factor que define o bien el destino final de los productos que se venden (mercado interno versus mercado externo) o bien el origen más conveniente de aquellos que se compran (importados vs de producción nacional).

Para los sectores vinculados a la producción de bienes transables y el comercio exterior el valor presente del dólar es determinante en sus decisiones, pero también el valor que éste puede tener a futuro; las operaciones demandan de tiempo de planificación y concreción, ni hablar los procesos de inversión y además los agentes buscan y deben conservar el poder de fuego en moneda dura del capital de trabajo para seguir en el negocio. El tipo de cambio esperado, por su parte, depende de la percepción de los agentes sobre lo que puede acontecer con la oferta y demanda de dólares (comerciales y financieros) en próximos meses, expectativa que a su vez se vincula a múltiples factores tales como la brecha que existe entre el dólar oficial y el "dólar libre" (CCL), la posibilidad que el BCRA libere en forma parcial o completa el mercado cambiario en el corto plazo, cuanto de la cosecha liquidará el sector agropecuario en próximos meses, la consolidación del proceso de recuperación del equilibrio fiscal, la evolución del stock de pasivos del BCRA (remunerados y no remunerados), entre otros.

Un factor adicional a considerar también en el caso de las importaciones son los tiempos que define el BCRA en la entrega de las divisas solicitadas por parte de los operadores. Actualmente, el esquema vigente es de un pago en 4 cuotas a los 30, 60, 90 y 120 días, salvo para un listado de productos que incluye alimentos, medicamentos, sobre los que se estableció recientemente un esquema preferencial de un pago completo a los 30 días.

La canasta que monitorea INDEC en el Índice de Precios Internos al por Mayor está integrada completamente por bienes, y por bienes que tienen, a diferencia de los del IPC (cuya canasta cuenta además con muchos servicios), un menor componente incorporado de servicios o productos no transables (al no completarse toda la cadena); en una economía con cierto grado de integración al mundo y movilidad de bienes, los precios internos de los productos transables responden a los precios internacionales y el tipo de cambio (y a la política tributaria / arancelaria vinculada al comercio), a priori, un aumento del dólar debería inducir a una sustitución de mercados, interno por externo, y el consecuente menor abastecimiento del mercado interno, *ceteris paribus* la demanda, debería llevar a escasez y suba de precios internos.

La evolución mensual de los precios mayoristas de los últimos meses ha sido la siguiente: 7,6 en octubre, 11,1% en noviembre, 54,0% en diciembre, 18,0% en enero y 10,2% en febrero. Nótese que febrero de este año quedó casi al medio de octubre noviembre del 2023. El salto de precios observado en diciembre se explica claramente por la devaluación

de ese mes, mientras que la reducción de la tasa en los dos primeros meses del año, por el proceso de estabilización que lleva adelante el gobierno, utilizando distintas herramientas, principalmente la decisión de desconectar la política monetaria de las necesidades de caja del Tesoro y el ancla cambiaria que implica un *crawling peg* al 2% mensual.

Respecto del nivel de los precios mayoristas, medidos en moneda dura, el nivel general del IPIM, es decir, el promedio de los precios, se ubicó en febrero de este año prácticamente al mismo nivel que el que se tenía en septiembre de 2023 al dólar oficial (TCO), pero por debajo de los valores de ese mes, si se mide a los "dólares comerciales".

Al interior de los distintos grupos o rubros de productos aparecen matices. Hay 5 de 23 rubros de productos del IPIM que se encarecieron al TCO y que compensan el abaratamiento de los 18 rubros restantes, se trata de los casos de: "Papel y producción de papel" (+30%), "Productos refinados de petróleo" (+27%), "Petróleo crudo y gas natural" (+13%), "Maquinaria y productos electrónicos" (+3%) y "Sustancias y productos químicos" (+2%). Nótese que dos de estos rubros están vinculados al mercado de los combustibles, que como ya se comentase anteriormente, empezó a gozar de mayor libertad de funcionamiento a partir del nuevo gobierno (se eliminaron controles y restricciones).

Si los precios locales mayoristas se convierten a dólares de exportación e importación, se observa un abaratamiento en orden del 7-8% en moneda dura con relación a septiembre de 2023. En este caso solo 3 de los 5 rubros anteriormente mencionados se mantienen más caros que en aquel entonces: "Papel y producción de papel", "Productos refinados de petróleo" y "Petróleo crudo y gas natural".

Un párrafo especial amerita el caso de los alimentos y bebidas, cuyos precios fueron recientemente cuestionados por las autoridades de gobierno. Al mes de febrero, este rubro se ubicaba 4% abajo respecto a setiembre 2023 en dólares oficiales y 11% abajo en dólar exportación, es decir no había copiado completamente la devaluación (menos aún "haberse pasado").

Si se compara contra diciembre de 2019, los resultados son diferentes, los precios mayoristas de febrero de 2024 medidos en dólares son más altos que los de aquel entonces; y esta conclusión se mantiene ya sea que se mida los precios al tipo de cambio oficial (+40%), al tipo de cambio de exportación (+29%), o al tipo de cambio de importación (+19%). Es llamativo los casos de algunos rubros, que tienen en precios en dólares entre 40% y 80% más caros que en diciembre 2019, medidos a dólar exportación y entre 30% y 65% más caros medidos a dólar importación.

En síntesis, en el promedio, los precios mayoristas medidos en los dólares que definen las operaciones de comercio exterior (dólar exportación y dólar importación) se encontraban en febrero 2024 por debajo de los valores de setiembre del año pasado, es decir conservaban parte del efecto de la devaluación. Es de esperar que los precios de aquellos productos de exportación de mayor internacionalización relativa (que revelan mayor capacidad de sustitución del mercado interno por el mercado externo) vuelvan

relativamente rápido a los niveles en dólares que tenían los meses previos a la devaluación, lo mismo con aquellos bienes de importación de insumos o productos más básicos.

Un dato que puede generar cierta preocupación es que, en relación a fines de 2019, los precios mayoristas actuales son considerablemente más altos que los de entonces, en cualquiera de los dólares en que se los mida. Puede inferirse que si en estos meses siguientes, los precios locales siguiesen creciendo por encima de la tasa de devaluación de los distintos dólares, se terminará de perder el efecto de la última devaluación y los precios quedarían todavía más altos que aquellos que se tenían a fines del 2019.

### Dinámica de precios mayoristas en dólares (oficiales, exportación e importación)

Variación porcentual del IPIM en dólares de febrero 2024 versus diciembre 2019 y setiembre 2023

| Rubros                               | A dólar oficial |        | A dólar exportación |        | A dólar importación |        |
|--------------------------------------|-----------------|--------|---------------------|--------|---------------------|--------|
|                                      | dic-19          | sep-23 | dic-19              | sep-23 | dic-19              | sep-23 |
| Alimentos y bebidas                  | 17%             | -4%    | 8%                  | -11%   | 0%                  | -12%   |
| Cuero, art. de marroqu. y calzado    | 21%             | -12%   | 12%                 | -18%   | 3%                  | -19%   |
| Eq. p/ medicina e instr. de medicina | 33%             | -6%    | 23%                 | -13%   | 14%                 | -14%   |
| Eq. y ap. de radio y tv              | -46%            | -8%    | -50%                | -15%   | -54%                | -16%   |
| Impresiones y repro. de grabaciones  | 52%             | -19%   | 40%                 | -25%   | 29%                 | -26%   |
| Mad. y prod. de mad. exc. Muebles    | 67%             | -12%   | 54%                 | -18%   | 42%                 | -19%   |
| Maq. y ap. electricos.               | 92%             | 3%     | 78%                 | -5%    | 63%                 | -6%    |
| Maquinas y equipos                   | 67%             | -6%    | 54%                 | -13%   | 42%                 | -14%   |
| Muebles y ot. prod. industriales     | 79%             | -4%    | 65%                 | -12%   | 52%                 | -13%   |
| Otros medios de transp.              | 29%             | -20%   | 19%                 | -26%   | 10%                 | -26%   |
| Papel y prod. de papel               | 91%             | 30%    | 77%                 | 20%    | 63%                 | 19%    |
| Petroleo crudo y gas nat.            | 9%              | 13%    | 0%                  | 4%     | -8%                 | 3%     |
| Prendas de materiales textiles       | 33%             | -18%   | 23%                 | -25%   | 13%                 | -25%   |
| Prod. de caucho y plastico           | 63%             | 0%     | 51%                 | -8%    | 39%                 | -9%    |
| Prod. de minerales no metalicos      | 37%             | -2%    | 27%                 | -10%   | 17%                 | -11%   |
| Prod. metalicos basicos              | 56%             | 0%     | 44%                 | -8%    | 33%                 | -9%    |
| Prod. metalicos exc. maq y eq.       | 63%             | -4%    | 50%                 | -11%   | 38%                 | -12%   |
| Prod. minerales no metaliferos       | 55%             | -10%   | 43%                 | -16%   | 32%                 | -17%   |
| Prod. refinados del pretroleo        | 44%             | 27%    | 33%                 | 18%    | 23%                 | 16%    |
| Prod. textiles                       | 16%             | -18%   | 8%                  | -24%   | -1%                 | -25%   |
| Sustancias y prod. quimicos          | 50%             | 2%     | 39%                 | -5%    | 28%                 | -6%    |
| Tabaco                               | 10%             | -11%   | 2%                  | -17%   | -6%                 | -18%   |
| Vehiculos automotores                | 49%             | -3%    | 37%                 | -10%   | 26%                 | -11%   |
| Nivel general                        | 40%             | 0%     | 29%                 | -7%    | 19%                 | -8%    |
| Nº de aumentos                       | 23              | 6      | 23                  | 3      | 19                  | 3      |
| Nº de caídas                         | 1               | 18     | 1                   | 21     | 5                   | 21     |

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC.

### Impacto sobre los precios minoristas

En el caso de los bienes, los precios minoristas dependen básicamente de los precios mayoristas (precios internacionales, dólar, etc.); en el de los servicios, sus precios finales están más influidos por los salarios, las tarifas, los alquileres, la evolución de los ingresos, etc.

Como se mencionase antes, la canasta del IPC que mide INDEC incluye bienes, pero también muchos servicios, por lo que debiera esperarse que el costo de la canasta se mueva en función de todos los factores antes mencionados y otros.

Analizando lo sucedido con el IPC hasta febrero se encuentra que los precios finales de los bienes y servicios se abarataron en dólares respecto a lo que valían en setiembre del año pasado. En efecto, en relación a septiembre 2023, es decir en perspectiva a un mes que es

previo a la devaluación de diciembre y también del inicio del régimen cambiario especial para los exportadores, el costo de la canasta bajó un 12% en dólares oficiales, un 19% en dólares exportación y un 20% en dólares importación.

En una tabla contigua se presenta el detalle de cómo evolucionaron los principales rubros que componen la canasta del consumidor, encontrándose lo siguiente:

- Unos 10 de los 12 rubros se abarataron en dólares, como era de esperar los mayores ajustes se encuentran en servicios, aunque también aparecen algunos bienes. A tipo de cambio oficial, entre los rubros que destacan se encuentran "Educación" (-43%), "Prendas de vestir y calzados" (-28%), "Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles" (-24%), "Restaurantes y hoteles" (-18%) y "Recreación y cultura" (-16%).
- Unos escalones debajo, con retrocesos más moderados en dólares, se encuentran: "Bebidas alcohólicas y tabaco" (-12%), "Alimentos y bebidas no alcohólicas" (-9%), "Equipamiento del hogar" (-8%), "Salud" (-7%) y "Comunicación" (-2%).
- Solo 2 de los 12 rubros fueron la excepción a la regla, "Bienes y servicios varios", que se encareció un 12% en moneda dura desde entonces, y "Transporte", que se mantuvo prácticamente sin cambios.
- En la tabla se presenta también cómo queda la comparación contra septiembre cuando los precios minoristas se miden tomando como referencia al dólar exportación e importación. Nótese que el abaratamiento en dólares se profundiza en todos los rubros y prácticamente no quedan casos de subas.

### Comparación de precios minoristas en dólares (oficial, exportación e importación)

Variación porcentual del IPC en dólares de febrero 2024 versus diciembre 2019 y septiembre 2023

| Rubros   | A dólar oficial |        | A dólar exportación |        | A dólar importación |        |
|--|-----------------|--------|---------------------|--------|---------------------|--------|
|  | dic-19          | sep-23 | dic-19              | sep-23 | dic-19              | sep-23 |
| Alimentos y bebidas no alcohólicas                     | 41%             | -9%    | 31%                 | -16%   | 20%                 | -17%   |
| Bebidas alcohólicas y tabaco                           | 14%             | -12%   | 5%                  | -19%   | -3%                 | -19%   |
| Bienes y servicios varios                              | 28%             | 12%    | 18%                 | 4%     | 9%                  | 3%     |
| Comunicación   | -21%            | -2%    | -27%                | -9%    | -33%                | -10%   |
| Educación  | -33%            | -43%   | -38%                | -47%   | -43%                | -48%   |
| Equip. y mantenimiento del hogar                       | 28%             | -8%    | 18%                 | -15%   | 9%                  | -16%   |
| Prendas de vestir y calzado                            | 35%             | -28%   | 25%                 | -33%   | 15%                 | -34%   |
| Recreación y cultura                                   | 23%             | -16%   | 13%                 | -22%   | 4%                  | -23%   |
| Restaurantes y hoteles                                 | 43%             | -18%   | 32%                 | -24%   | 22%                 | -25%   |
| Salud  | 20%             | -7%    | 11%                 | -14%   | 2%                  | -15%   |
| Transporte   | 25%             | 0%     | 15%                 | -7%    | 6%                  | -8%    |
| Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles | -33%            | -24%   | -38%                | -30%   | -43%                | -31%   |
| Nivel general  | 22%             | -12%   | 13%                 | -19%   | 4%                  | -20%   |
| Nº de aumentos   | 10              | 2      | 10                  | 1      | 9                   | 1      |
| Nº de caídas   | 3               | 11     | 3                   | 12     | 4                   | 12     |

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC.

Si se amplía la perspectiva y se compara contra diciembre del 2019, las conclusiones se modifican. En relación con aquel momento, cuando el tipo de cambio se consideraba relativamente alto, los precios minoristas de febrero 2024 resultan:

- 22% más caros en dólares oficiales,

- 13% más caros al dólar de exportación, y
- 4% más caros al dólar de importación.

Al dólar oficial, solo 3 rubros se encontraban más baratos en febrero 2024 que en diciembre 2019: "Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles" (-33%), "Educación" (-33%) y "Comunicación" (-21%); mientras que los mayores aumentos se registraban en "Restaurantes y hoteles" (+43%), "Alimentos y bebidas no alcohólicas" (+41%) y "Prendas de vestir y calzado" (+35%).

### **Márgenes brutos minoristas en alimentos y bebidas**

Bajo el supuesto que las canastas de alimentos y bebidas del IPC y el IPIM son bastante similares, se puede comparar la dinámica de precios de estos productos en los últimos meses y años, a los efectos de analizar si se observan los esperables traslados a precios minoristas de subas de precios mayoristas e inferir también lo que puede haber sido la evolución de los márgenes brutos de los comercios que venden a consumidor final.

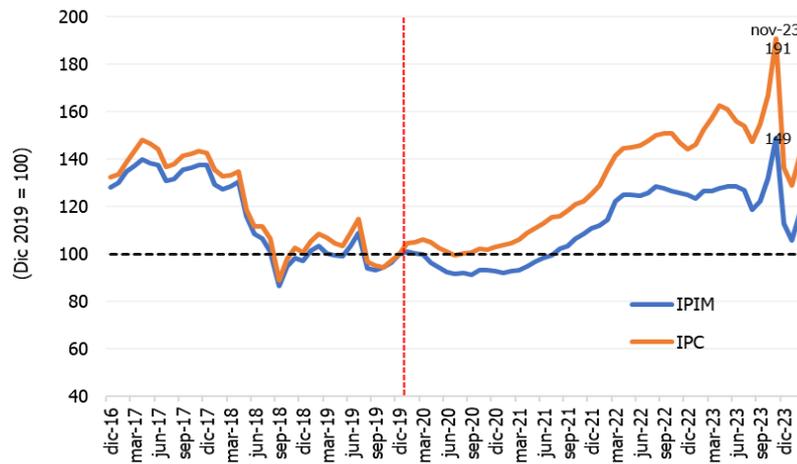
Tomando como referencia el período comprendido entre los meses de diciembre de 2019 y febrero de 2024 se observa que los precios minoristas de los alimentos y bebidas han ido más rápido que los precios mayoristas para todo el periodo analizado, mostrando además mayor resistencia a la baja que estos últimos en momentos de crisis como fuese el primer año de la Pandemia. Si se considera que la brecha entre ambas series representa la evolución de los márgenes brutos del comercio minorista (precio de venta en relación al precio de compra de la mercadería), se deduce que en el período estos márgenes brutos fueron *in crescendo*.<sup>3</sup>

También se encuentra que, hacia fines del 2023, tanto los precios minoristas como mayoristas, medidos en dólares oficiales, llegaban a sus valores más altos de todo el período y que la devaluación corrigió ese problema, aunque sin volver a los niveles de inicios del período. También se observa que ambas canastas empiezan a recuperar valor en dólares en los últimos dos meses.

---

<sup>3</sup> Esta mejora no necesariamente implica mayor rentabilidad en el comercio minorista, dado que faltarían descontar otros gastos de la actividad (salarios, energía, alquileres, etc.) y considerar además volúmenes comercializados.

**Evolución del precio en dólares oficiales del rubro “Alimentos y Bebidas” a nivel mayorista (IPIM) y minorista (IPC)**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC.

## En Foco 1

### Primeros 100 días de gobierno: empezando a revertir los déficits gemelos, pero con enormes desafíos por delante

**Jorge Vasconcelos y Maximiliano Gutiérrez**

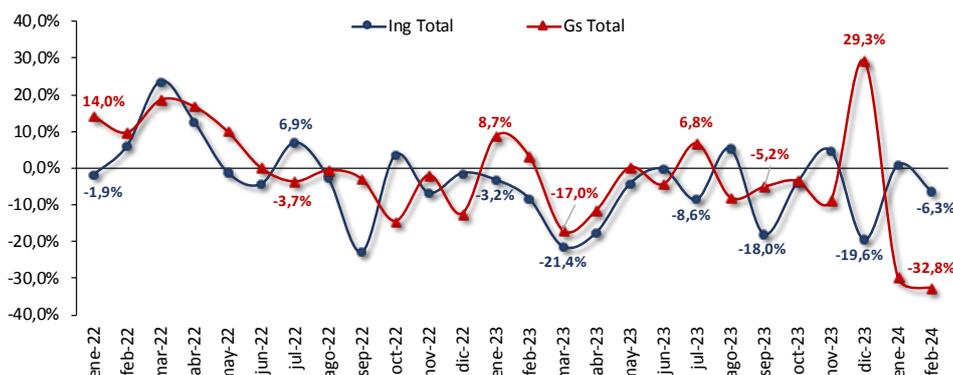
- Los dos primeros meses de 2024 han mostrado avances en materia fiscal y del sector externo, comenzando a revertir la dinámica de los “déficits gemelos” que caracterizaron a 2023, con un rojo de 3,5 puntos del PIB en la Cuenta Corriente del Balance de Pagos y un desequilibrio de semejante orden de magnitud en las cuentas públicas (déficit primario del Sector Público Nacional de 2,9 puntos del PIB)
- Suponiendo para marzo una inflación mensual de 12,5 %, se tiene que este mes el tipo de cambio real multilateral estaría todavía 30,9 % por encima (más competitivo) de noviembre de 2023 (antes de la devaluación), pero ya perforando hacia abajo la referencia de julio de 2019 (menos competitivo que entonces). De cara a 2024, se requiere una fuerte reducción del gasto público medido en dólares, como forma de lograr en forma simultánea el ajuste fiscal y la corrección del desequilibrio externo
- En 2019, el gasto primario del Sector Público Nacional fue equivalente a 101,9 mil millones de dólares (moneda constante a febrero de 2024) y no pueden dissociarse los déficits gemelos de 2023 con el hecho que el año pasado el gasto público en dólares se haya ubicado casi 30 % por encima de la referencia de 2019
- En el primer bimestre de 2024, la intensidad del ajuste fiscal se mide por el hecho que el gasto primario del sector público nacional subió 126,5 % en términos nominales, convalidando menos de la mitad de la inflación del período, que fue del 265,2 % interanual. Para el año calendario, dadas las restricciones impuestas por la “tablita cambiaria”, se requiere que el gasto primario en pesos convalide sólo 2/3 de la inflación promedio del año. No es un escenario sencillo, ya que implica tensiones sociales y políticas, pulseadas aquí y allá. De todos modos, hay que subrayar que la macro sigue mandando, por lo que si el ajuste no puede lograrse por esta vía, la variable de ajuste será un nivel más elevado del tipo de cambio
- Si bien la expansión monetaria de origen externo puede perder significación en los próximos cien días, tampoco podrá contarse en la magnitud de los primeros cien días con la absorción de pesos originada en la colocación de BOPREAL, ni por masivas recompras de deuda de parte del Tesoro. Sin embargo, la persistente emisión endógena originada en el pago de intereses de los Pasivos Remunerados del BCRA obligará a seguir aumentando esos mismos Pasivos Remunerados, para retirar pesos de circulación, salvo que comience a recuperarse de modo genuino la demanda de dinero
- De allí la importancia de las expectativas y de las señales emitidas por el gobierno a propósito de un futuro plan de estabilización. Un régimen de competencia de monedas obliga a cumplir una serie de requisitos análogos a los que se habían completado en abril de 1991, cuando se anunció el plan de convertibilidad. De lo contrario, habría huida del peso y más inflación

- Aunque no se requieran los 35 mil millones en moneda dura que demandaría una dolarización con rescate total de los pesos, con la introducción de la “competencia de monedas” cabe esperar que una fracción no menor de los depositantes en el sistema bancario local opte por canjearlos por dólares, por lo menos en el momento inicial. De allí las recurrentes menciones oficiales a la necesidad de “conseguir 15 mil millones de dólares para arrancar”
- En esencia, dos monedas pueden competir cuando las tasas de interés, ponderadas por riesgos de instrumentos financieros en cada una, no difieran en forma significativa y las paridades entre ellas no sufran fuertes fluctuaciones. De allí la necesidad de sólidos fundamentos para que una parte de los ahorristas pueda elegir “quedarse en pesos”, sin necesidad de contar con una tasa de interés en moneda local que desestabilice el resto de las variables, caso del costo del crédito y de los Pasivos Remunerados del Central

En los primeros 100 días de la nueva gestión presidencial se observa un principio de reversión de los “déficits gemelos” que caracterizaron al 2023. Se trata de logros que deberán consolidarse en los próximos 100 días, con un ajuste fiscal que debería pasar a ser un instrumento presupuestario en lugar del control de la caja. Será una transición de doble impacto, no sólo sobre las expectativas de inflación sino también por la importancia del gasto público sobre la evolución de los precios de bienes y servicios que no se comercializan internacionalmente, los “no transables”, que a su vez con claves para que el tipo de cambio no se siga atrasando al ritmo actual. Esto por la importancia que tiene esta variable para la dinámica del sector externo, la suerte de la cuenta corriente del balance de pagos y la continuidad de la recuperación de reservas. A su vez, las próximas semanas tendrán suma importancia en clave política, ya que el gobierno apunta a mostrar logros en la lucha contra la inflación como forma de alinear a la “oposición responsable” en la tarea de aprobar leyes en el Congreso que le den sustento político y jurídico a una fracción de las reformas pendientes.

Los dos primeros meses de 2024 han mostrado avances en materia fiscal y del sector externo, comenzando a revertir la dinámica de los “déficits gemelos” que caracterizaron a 2023, con un rojo de 3,5 puntos del PIB en la Cuenta Corriente del Balance de Pagos y un desequilibrio de semejante orden de magnitud en las cuentas públicas (déficit primario del Sector Público Nacional de 2,9 puntos del PIB).

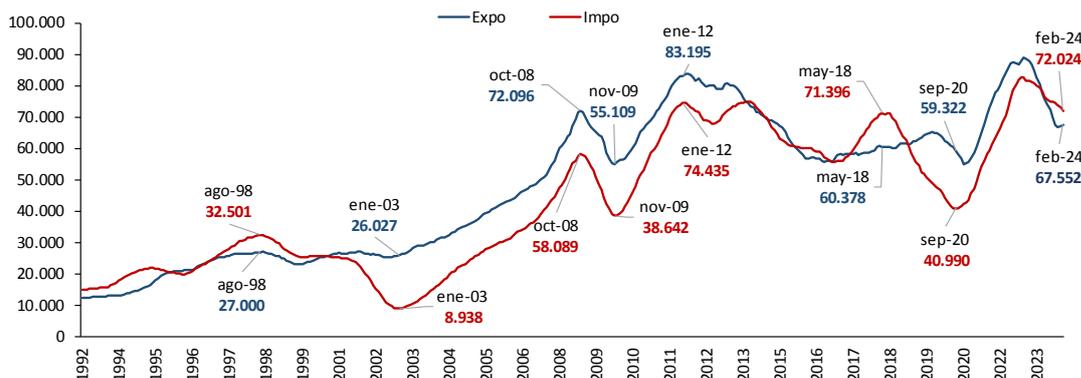
Evolución Ingresos y Gastos del SPNNF  
Var % i.a Real



Fuente: IERAL en base a Ministerio de Economía e INDEC

En el plano fiscal, el acumulado del primer bimestre muestra un superávit financiero, base caja, equivalente a 0,12% del PIB proyectado para el 2024, resultado más que positivo cuando se lo compara con los guarismos de la historia reciente. Los ingresos mostraron una caída interanual de 2,5 % en el acumulado del primer bimestre, mientras que los gastos lo hicieron un 31,1 % en términos reales. Hay que tener en cuenta que esa dinámica no es extrapolable para el resto del año en partidas como las de jubilaciones y subsidios económicos.

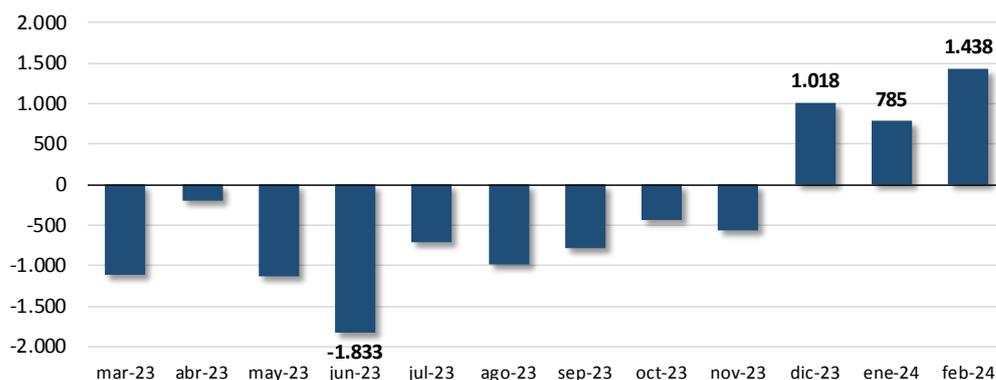
Exportaciones e Importaciones Acumulado 12 Meses  
En Millones de USD



Fuente: IERAL en base a INDEC

En el flanco externo, el INDEC dio a conocer los datos de la balanza comercial de febrero, con exportaciones aumentando 5,6 % interanual e importaciones contrayéndose un 18,6 %. De esta manera, la balanza comercial alcanzó un superávit de USD 1.338 millones en febrero, manteniendo la tendencia positiva que comenzó en diciembre de 2023.

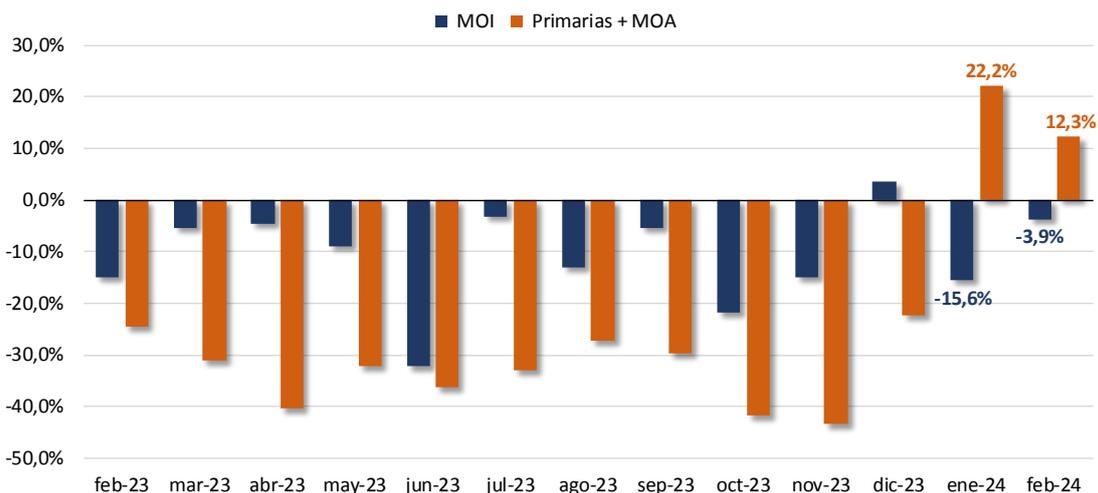
Saldo Comercial  
En Millones de USD



Fuente: IERAL en base a INDEC

Por el momento, de todos modos, lo que se observa en las variables asociadas al comercio exterior es, por un lado, el impacto de la recesión sobre las importaciones y, por el otro, la recuperación de las exportaciones agroindustriales tras la sequía de 2023. Obsérvese que las importaciones del primer bimestre (excluyendo combustibles) cayeron 9,1 % interanual. Una señal preocupante es que las ventas al exterior de Manufacturas de Origen Industrial permanecen en territorio negativo en su variación interanual, tanto en enero como en febrero.

Dinámica de las Exportaciones Primarias, Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) y Manufacturas de Origen Industrial (MOI)  
Var % i.a



Fuente: IERAL en base a INDEC

La falta de reacción de las exportaciones industriales no contradice la expectativa de un superávit comercial abultado para 2024, pero sí permite subrayar lo sensible que es la Cuenta Corriente del Balance de Pagos a la dinámica del tipo de cambio real.

En este sentido, suponiendo para marzo una inflación mensual de 12,5 %, se tiene que este mes el tipo de cambio real multilateral estaría todavía 30,9 % por encima (más competitivo) de noviembre de 2023 (antes de la devaluación), pero ya perforando hacia abajo el registro de julio de 2019. El de esa fecha es un tipo de cambio real que puede utilizarse como referencia, dada la convergencia de diversos factores, caso del nivel del

gasto público en dólares y de la trayectoria de la cuenta corriente del balance de pagos, junto con el hecho que para mediados de 2019 tampoco existían atrasos tarifarios significativos ni grandes trabas en el mercado cambiario.

### Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral

Base 100 = jul-19

| Mes    | TCRM  |
|--------|-------|
| jul-19 | 100,0 |
| nov-23 | 75,8  |
| dic-23 | 113,8 |
| ene-24 | 121,0 |
| feb-24 | 104,7 |
| mar-24 | 99,2  |
| abr-24 | 97,3  |

\* Mar-24 se calcula como prom. hasta el día 18. Además, se considera un ajuste mensual del tipo de cambio oficial de 2 %.  
Para abril se considera un crawling peg mensual del 4%

Fuente: IERAL en base a BCRA, BLS, IMF y estimaciones propias

En 2019, el gasto primario del Sector Público Nacional fue equivalente a 101,9 mil millones de dólares (moneda constante a febrero de 2024) y no pueden dissociarse los déficits gemelos de 2023 con el hecho que el año pasado el gasto público en dólares se haya ubicado casi 30 % por encima de la referencia de 2019.

### Gasto público y tipo de cambio de equilibrio

Partiendo del gasto público en dólares de 129,4 mil millones registrado en 2023, la pregunta es qué combinación de erogaciones en pesos corrientes y qué nivel del tipo de cambio se necesita para que el gasto público de 2024 converja a una cifra del orden de los 100 mil millones de dólares. Dada la conexión existente entre esa variable y la recuperación de los equilibrios en el plano externo y fiscal, el ejercicio vale la pena.

Si se acepta como "dato" la tablita cambiaria anunciada por el gobierno, suponiendo que desde abril o mayo en lugar del 2 % mensual el deslizamiento pasaría a 4 % mensual, pero no más que eso, entonces la variable de ajuste pasa a ser el gasto en pesos corrientes: con las restricciones mencionadas, para converger a los 100 mil millones de dólares en 2024, las erogaciones primarias este año no podrían subir más de un 165 % respecto a 2023, medidas en pesos corrientes.

Un gasto público "restringido" a subir 165 % en términos nominales en 2024, con qué inflación promedio habrá de comparar?. La versión más optimista que existe "en plaza" sobre la evolución del IPC es la difundida en el "Staff Report" del FMI, estimada para diciembre de este año con una variación de 149,4 % punta a punta. Ese guarismo implica una variación promedio del IPC de 246,5 %, respecto del promedio de 2023.

Quiere decir que, para lograr una baja del gasto público en dólares, en un contexto en el que, por la tablita, el dólar oficial apunta a subir este año unos 14 puntos menos que la inflación (tomando la estimación del Staff Report), se requiere que el gasto primario en pesos convalide sólo 2/3 de la inflación promedio del año.

Gasto Primario Anual del Sector Público Nacional No Financiero  
En Miles de Millones de USD constantes de Feb-24



\* Para que la pauta cambiaria del 2% mensual (se supone 4% a partir de abril) sea consistente con la reversión del desequilibrio externo, sería necesario que el 2024 el gasto primario no suba más de 165% en relación a 2023 (pesos corrientes)

Fuente: IERAL en base a Mecon, BCRA, INDEC, IMF y BLS

¿Qué pasó en el primer bimestre de 2024 con esas variables?. El ajuste fue más intenso todavía, ya que el gasto primario, que subió en términos nominales un 126,5 %, convalidó menos de la mitad de la inflación del período, que acumuló un 265,2 % interanual.

Como se ve, la introducción de la tablita cambiaria como mecanismo para hacer converger la inflación a un dígito mensual a "ritmo forzado" tiene consecuencias en la macro, porque obliga a una dinámica del gasto primario inédita para la historia reciente de la Argentina. En general, los ajustes frente a desequilibrios externos y fiscales derivan en una caída del PIB en dólares, por una devaluación que corre más rápido que la inflación. En este caso, la hoja de ruta oficial parece apuntar a un PIB que, medido en dólares, no cambie demasiado respecto a 2023.

Sin embargo, por la experiencia de 2019, para lograr consistencia (que, a priori, tampoco está garantizada) e intentar que los números "cuadren", se demandaría una corrección del gasto público en dólares del orden del 22 % respecto a 2023. De allí la "regla" de un gasto primario convalidando sólo 2/3 de la inflación anual. No es un escenario sencillo, ya que implica tensiones sociales y políticas, pulseadas aquí y allá. De todos modos, hay que subrayar que la macro sigue mandando, por lo que si el ajuste no puede lograrse por esta vía, la variable de ajuste será un nivel más elevado del tipo de cambio.

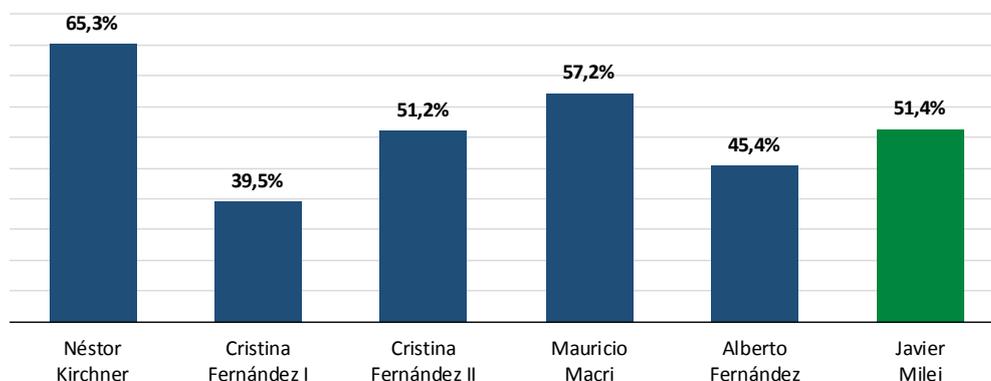
### Confianza en el Gobierno y caída del riesgo país

En febrero, el índice de Confianza en el Gobierno que mide Di Tella se mantuvo por encima del 51%. Comparando con los últimos 5 mandatos presidenciales, se tiene que Milei presenta un nivel superior al primer gobierno de Cristina Fernández (+12 puntos) y Alberto

Fernández (+6 puntos), se encuentra a la par de la imagen del segundo mandato de CF, pero exhibe una menor confianza que la que existía a los inicios del gobierno de Mauricio Macri (- 6 puntos) y Néstor Kirchner (-14 puntos).

Simplificando al extremo, este tipo de guarismos alimenta la percepción del gobierno de una "luna de miel" que no se ha agotado, por lo que carece de incentivos para modificar el rumbo, al menos por el momento.

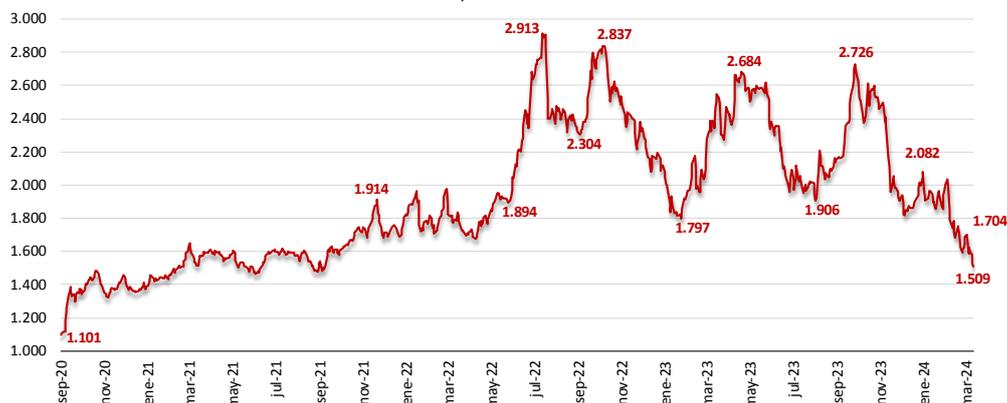
Indice de Confianza en el Gobierno 2 meses después de haber asumido  
ICG varía entre 0% y 100%



Fuente: IERAL en base a UTDT

Otra indicador que refuerza esa percepción es la evolución del riesgo país, que mide la diferencia entre las tasas de interés que pagan los bonos denominados en dólares con los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados "libres" de riesgo.

Evolución del Riesgo País de Argentina  
En puntos básicos



Fuente: IERAL en base a Invernomica y JPMorgan

Como puede apreciarse en el gráfico adjunto, el riesgo país actualmente se ubica en los 1500 puntos básicos, 900 puntos por debajo del valor observado en la previa del ballottage de noviembre último.

### La dinámica monetaria, una síntesis de todas las variables

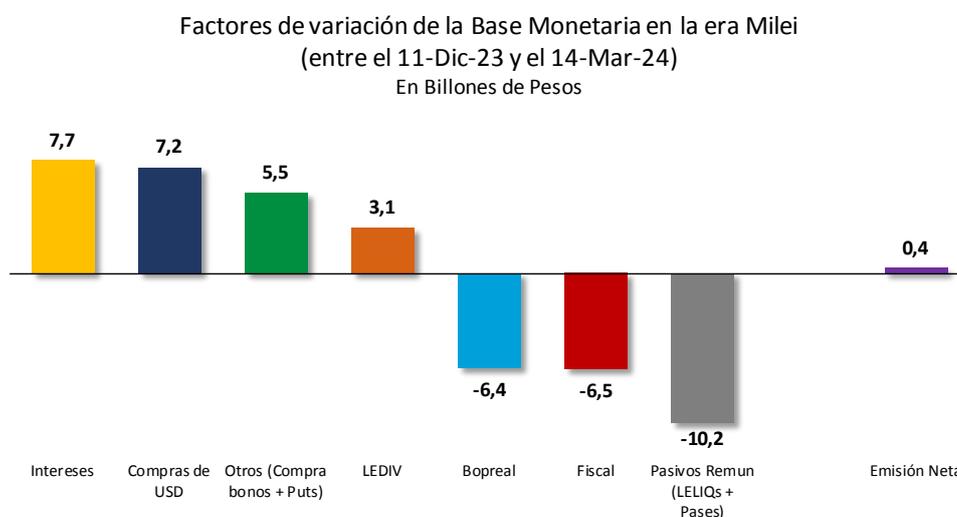
Entre el 11 de diciembre pasado y el 14 de marzo encontramos como motores de expansión monetaria, por orden de importancia:

El pago de intereses de los pasivos remunerados (\$7,7 billones); la compra de divisas en el MULC, que incluye tanto las operaciones con el sector privado como las asociadas al Tesoro Nacional (\$7,2 billones); el componente "Otros" (\$5,5 billones) donde encontramos la participación del BCRA en el mercado secundario y la ejecución de puts ofrecidos a los bancos y, por último, el desarme de las LEDIV (\$ 3,1 billones).

Por el lado de los canales de absorción monetaria tenemos: las ventas del BOPREAL, que hasta el 14 de marzo se habían colocado USD 7.792 millones<sup>1</sup> (equivalente a \$ 6,4 billones); las operaciones con el Tesoro Nacional, que incluye la recompra de títulos públicos y el efecto monetario de los pagos de servicios de títulos en cartera del BCRA (\$ 6,5 billones) y el aumento de los pasivos remunerados, derivado del aumento del stock de pases (\$ 10,2 billones).

Así, la emisión neta de Base Monetaria fue de sólo 0,4 billones en los primeros 100 días de la gestión Milei, con una variación del gasto primario que en el primer bimestre de 2024 convalidó menos de la mitad de la inflación del período. Respecto de la Base Monetaria, se tiene que ésta se contrajo en términos reales un 39 % desde principios de diciembre. Un torniquete monetario y fiscal destinado a acotar el traspaso a precios de la devaluación de diciembre, como forma de sentar las bases para los siguientes pasos de la hoja de ruta. Sin embargo, hay efectos colaterales severos en términos de nivel de actividad, al tiempo que el aterrizaje de la inflación dista de ser instantáneo.

Con 7,7 billones de pesos desde el cambio de gobierno, la emisión endógena por el pago de intereses de los pasivos remunerados sigue siendo el principal motor de expansión monetaria, lo que constituye una "piedra en el zapato" para transitar esa hoja de ruta. Esto fue analizado en un artículo del 14 de marzo pasado y explica en parte la baja de tasas que el BCRA dispuso a comienzos de la semana pasada.



A todo esto, hay que tener en cuenta que la fuerte licuación no solo se ha dado en la base monetaria, sino también en el resto de los agregados monetarios. Por caso, el agregado M3

<sup>1</sup> El 14 de marzo se adjudicó un valor nominal de USD 100 millones correspondiente a la Serie III, cuya liquidación se efectúa hoy 21 de marzo.

amplio (que incluye el circulante, los depósitos transaccionales y a plazo) se estima que en este primer trimestre de 2024 se ubicó en torno al 10,9 % del PIB, guarismo que compara con el 23,1 % del PIB alcanzado en igual período de 2018. El registro actual del M3 se encuentra 8 puntos del PIB por debajo del promedio de 2004 a 2023. La demanda de dinero puede comenzar a reconstituirse, depende del tipo de política económica que se aplique.

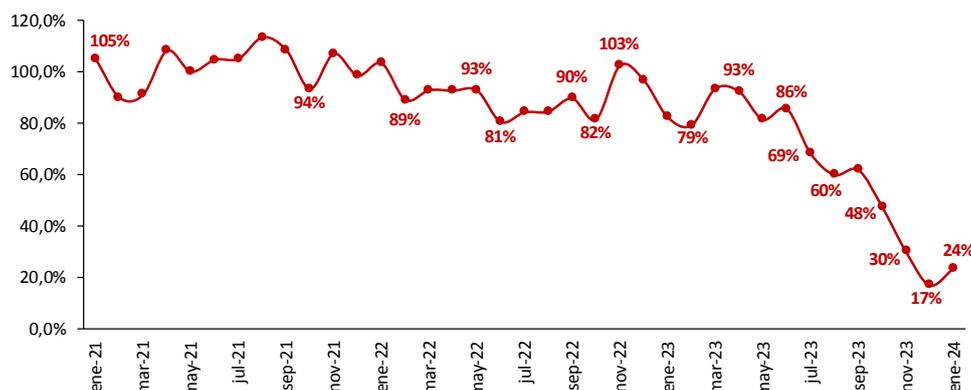
### **¿Qué se puede esperar para los próximos meses?**

Como se subrayó más arriba, una política fiscal sustentable sólo puede diseñarse en clave federal, por lo que se está ingresando en una etapa en la que se demanda mayor institucionalidad y una inevitable negociación entre el Ejecutivo y el Legislativo, con pleno involucramiento de los gobiernos provinciales.

Es cierto que, desde el punto de vista de la caja, hay mayores urgencias en las provincias que en la Nación. Los tributos coparticipables están más afectados por la recesión y por las reformas (en Ganancias) impulsadas por el gobierno anterior. En cambio, el sector público nacional se ha parapetado sobre el rendimiento de los tributos asociados al sector externo y al tipo de cambio: obsérvese que en el primer bimestre de 2024 el Impuesto PAIS más las cargas sobre el comercio exterior (Derechos de exportación e importación) han pasado a representar el 26,7 % de la recaudación consolidada de Administración Nacional y Seguridad Social, cuando en igual período de 2023 explicaban sólo el 11,0 % del total. Por diversas razones (acotada emisión adicional de BOPREAL, estabilización del tipo de cambio, entre otras), la participación de esos impuestos sobre el total se habrá de moderar en el futuro cercano. Mientras, del lado del gasto, se habrá de experimentar presión alcista por la readecuación de la fórmula para el cálculo de las jubilaciones y la inercia de los subsidios económicos (por la demora en la adecuación de ciertas tarifas), entre otros factores.

En el frente externo, se debe resaltar que una fracción relevante del proceso de recuperación de reservas que está logrando el BCRA tiene como contrapartida la acumulación de nueva "deuda flotante" por importaciones. El acceso al mercado de cambios oficial para los importadores por nuevas operaciones sigue restringido y recién en este mes de marzo han comenzado a pagarse el 50 % de las importaciones realizadas en diciembre último. De hecho, en los últimos meses se ha cancelado entre el 20% y 30 % de las obligaciones derivadas de las operaciones de importación. Obviamente, en la medida en que esta situación se vaya normalizando, habrá de ir menguando el saldo neto a favor del BCRA en el mercado oficial de cambios.

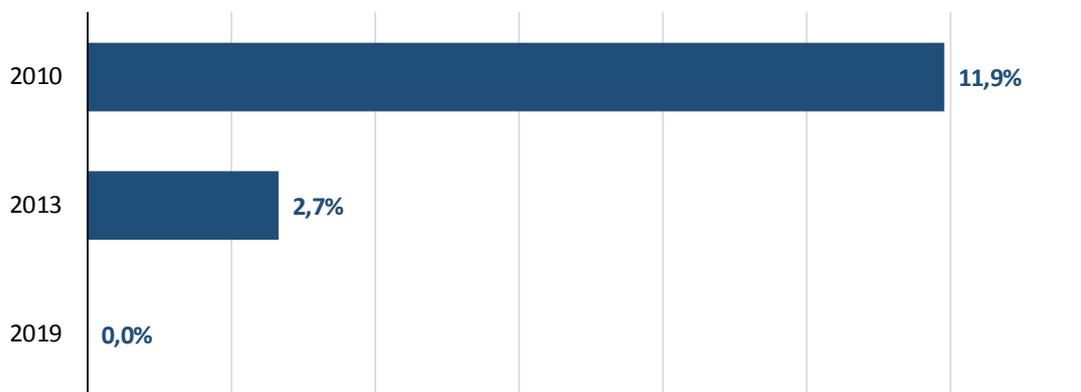
Evolución ratio de postergación de pagos de importaciones de bienes  
Impto Pagadas / Impto Devengadas



Fuente: IERAL con base en BCRA, INDEC y estimaciones propias

Y, del lado de la liquidación de exportaciones derivada de la mayor cosecha de 2024, el gobierno no debería confiar en que esto habrá de ocurrir naturalmente. Se necesitan incentivos para que los granos se transformen en divisas. De hecho, no todos los años posteriores a una sequía se han traducido en una oferta voluminosa a favor del Central, permitiéndole seguir acumulando reservas. Obsérvese al respecto lo ocurrido con la emisión monetaria de origen externo en el segundo trimestre de 2013 y 2019, con variación nula o magra (reflejo de saldos netos de divisas a favor del Central muy acotados).

Emisión por compra neta de divisas al sector privado  
en años post sequía  
Emisión por compra neta de divisas Acum Abr-Jun / BM de fin de marzo



Fuente: IERAL en base a BCRA

Si bien la expansión monetaria de origen externo puede perder significación en los próximos cien días, tampoco podrá contarse en la magnitud de los primeros cien días con la absorción de pesos originada en la colocación de BOPREAL, ni por masivas recompras de deuda de parte del Tesoro (de bonos que están en el activo del BCRA). Sin embargo, la persistente emisión endógena originada en el pago de intereses de los Pasivos Remunerados del BCRA obligará a seguir aumentando esos mismos Pasivos Remunerados,

para retirar pesos de circulación, salvo que comience a recuperarse de modo genuino la demanda de dinero.

### **La competencia de monedas y la demanda de pesos**

Es en este punto en el que entran a jugar las expectativas y las señales emitidas por el propio gobierno a propósito de un futuro plan de estabilización. Ya se subrayó en estos informes que un régimen de competencia de monedas obliga a cumplir una serie de requisitos análogos a los que se habían completado en abril de 1991, cuando se anunció el plan de convertibilidad. De lo contrario, habría huida del peso y más inflación. El listado de condiciones incluye:

1. Gobernabilidad
2. Prescindir del impuesto inflacionario para cerrar las cuentas fiscales
3. Haber resuelto el problema de la "inflación inercial" y entrar al nuevo régimen con precios relativos "corregidos"
4. Eliminación de trabas y cepos al funcionamiento del mercado cambiario y del comercio exterior
5. La reforma monetaria debe apuntar a "inflación internacional" desde el primer día

Una ventaja de la "competencia de monedas" versus la dolarización es que requiere una masa crítica de divisas menor y que, luego de la implementación, habría flotación en la paridad entre el dólar y el peso, no tipo de cambio fijo.

En la medida en que éste sea el "Norte" de la política oficial, surge del listado que falta mucho por recorrer para llegar a completar esas condiciones. En igual sentido, aunque no se requieran los 35 mil millones en moneda dura que demandaría una dolarización con rescate total de los pesos, con la introducción de la "competencia de monedas" cabe esperar que una fracción no menor de los depositantes en el sistema bancario local opte por canjearlos por dólares, por lo menos en el momento inicial. De allí las recurrentes menciones oficiales a la necesidad de "conseguir 15 mil millones de dólares para arrancar".

El tema es que no puede saberse a priori cuantos pesos se transformarían a dólares en la puesta en marcha de un régimen de "libre elección de monedas", por lo que hay dos condiciones que son fundamentales (además de las "estructurales" mencionadas más arriba): por un lado, contar con dólares suficientes para hacer frente a esa demanda inicial, sin necesidad de recurrir a un tipo de cambio extravagante para que los "números cierren" y, por otro, tan importante como el primero, que existan fundamentos sólidos para que una parte de los ahorristas pueda elegir "quedarse en pesos" sin necesidad de contar con una tasa de interés en moneda local que desestabilice el resto de las variables, caso del costo del crédito y de los Pasivos Remunerados del Central.

En esencia, dos monedas pueden competir cuando las tasas de interés, ponderadas por riesgos de instrumentos financieros en cada una, no difieran en forma significativa y las paridades entre ellas no sufran fuertes fluctuaciones.

## En Foco 2

### **El dato regional de la semana: La litigiosidad laboral siguió aumentando en 2023, en el orden del 28 % anual**

**Vanessa Toselli**

- Los juicios iniciados por trabajadores de unidades productivas y casas particulares alcanzaron a 108.409 casos en los primeros 11 meses de 2023, un 28% por encima de igual período de 2022, cuando se registraron 85.023 litigios
- La cantidad de juicios iniciados aumentó en todas las regiones (salvo Cuyo), aunque con diferencias entre ellas. En términos de concentración de litigios, el 80% corresponde a la región Pampeana
- En la región Pampeana, la judicialización aumentó un 33% en línea con lo acontecido a nivel nacional, en la Patagonia lo hizo un 25%, en el Noroeste también un 25 % y el 23% en el Noreste. En cambio, en Cuyo hubo un descenso del 2%

Si se considera la evolución de la judicialidad laboral en cada provincia del país, según la Información del Registro de Actuaciones Judiciales (RAJ) administrado por la Superintendencia de Riesgos del Trabajo, se observa que los juicios iniciados por trabajadores de unidades productivas y casas particulares se ubicaron en 108.409 en los primeros 11 meses de 2023, 28% por encima del mismo período en 2022 (con 85.023 litigios registrados).

La cantidad de juicios iniciados aumentó en todas las regiones (salvo Cuyo) y la mayoría de las provincias, aunque con diferencias internas. En términos de concentración de litigios, llama la atención que el 80% de los litigios corresponde a la región Pampeana.

**Juicios iniciados por trabajadores de unidades productivas y casas particulares**  
Acumulada ene – nov 2023 vs. Igual período 2022

|                     |               |            |                  |        |      |
|---------------------|---------------|------------|------------------|--------|------|
| Total País          | 108.409       | 28%        | Cuyo             | 10.557 | -2%  |
| Noroeste            | 2.001         | 25%        | San Luis         | 2.527  | 51%  |
| Jujuy               | 792           | 7%         | Mendoza          | 7.686  | -13% |
| Tucumán             | 563           | 213%       | San Juan         | 344    | 18%  |
| Santiago del Estero | 573           | -5%        | Noreste          | 1.022  | 23%  |
| Catamarca           | 9             | -36%       | Formosa          | 56     | 56%  |
| Salta               | 47            | -10%       | Misiones         | 442    | 10%  |
| La Rioja            | 17            | 31%        | Corrientes       | 8.451  | 8%   |
| <b>Pampeana</b>     | <b>87.282</b> | <b>33%</b> | Chaco            | 146    | 62%  |
| Entre Ríos          | 1.543         | 40%        | Patagónica       | 5.650  | 25%  |
| Córdoba             | 8.451         | 8%         | Río Negro        | 823    | 24%  |
| Buenos Aires        | 43.288        | 33%        | Neuquén          | 2.163  | 12%  |
| Santa Fe            | 11.864        | 64%        | Santa Cruz       | 140    | 33%  |
| La Pampa            | 93            | 9%         | Chubut           | 2.175  | 41%  |
| CABA                | 22.043        | 29%        | Tierra del Fuego | 349    | 20%  |

*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de la Superintendencia de Riesgos del trabajo – Ministerio de Producción y trabajo de la Nación.*

En la región **Pampeana**, la judicialización aumentó un 33% en línea con lo acontecido a nivel nacional. Entre las provincias que la componen, Buenos Aires lidera la cantidad de litigios iniciados en los primeros 11 meses de 2023 (un 33% más que en igual período 2022), seguida de Ciudad Autónoma de Buenos Aires, con 22.043 juicios iniciados en ese período. La variación más significativa se observó en Santa Fe, con un crecimiento de los litigios del 64%.

La **Patagonia** argentina, con 5.650 litigios iniciados en los primeros once meses del año 2023, mantuvo el crecimiento del indicador del 25%, por debajo de la evolución nacional. Internamente, las provincias de Neuquén y Chubut representan el 75% de la cantidad de juicios iniciados en la región y crecieron en el período el 12% y el 41% respectivamente si se compara con los primeros 11 meses de 2022.

En el norte del país, los litigios se comportaron en línea con el desempeño nacional, creciendo el 25% en el **Noroeste** y el 23% el **Noreste**. Entre las provincias que son parte, se observa una reducción en las actuaciones judiciales en Catamarca (-36%), Salta (-10%) y Santiago del Estero (-5%). En el otro extremo, se ubica la provincia de Tucumán, en donde las causas pasaron de 180 entre enero y noviembre de 2022, a 563 en el mismo período de 2023.

Por último, en la región de **Cuyo** cayeron los litigios un 2% en los primeros 11 meses de 2023 y 2022. Del total de litigios de la región, el 72% se iniciaron en Mendoza (7.686), un 13% menos que en los primeros 11 meses de 2022. En San Luis y San Juan creció la litigiosidad entre enero y noviembre de 2023 y el mismo período 2022, en un 51% y el 18% respectivamente.