



Centro de
Investigación de
Economía
Nacional

Pagos al FMI y crecimiento del empleo registrado

Informe de coyuntura semanal 06/08

Pagos al FMI

Durante la última semana, el país enfrentó dos pagos al FMI. El primero, el lunes 31/07, consistió en USD 2.700 millones en concepto de capital correspondientes al mes de julio. El segundo pago, el viernes 04/08, fue por un monto de USD 720 millones correspondiente a la carga por intereses del mes de agosto, despejando el calendario de pagos en dólares en lo que resta de este mes.

Massa anunció que haríamos frente a estos pagos sin gastar “un sólo dólar” de las reservas. ¿De dónde salieron los dólares entonces? Si bien toda la información es provisional, esbozamos las posibilidades y novedades que hemos visto esta semana.

El país tiene un swap firmado por cerca de USD 19.000 millones con China. Un swap es un intercambio de monedas entre bancos centrales (en este caso, entre el Banco Central argentino y el Banco Popular de China). Cuando Argentina utiliza esos yuanes, debe reponerlos a una determinada tasa, tal como se verá en los próximos párrafos. Concretamente, el país tenía activo un “primer tramo” de USD 5.000 millones que ya había sido utilizado casi en un 75%. En el marco del pago de esta semana, se activó un segundo tramo por el mismo monto, lo cual requirió un trámite especial con el Banco Popular de China. Al existir la posibilidad de pagar al FMI con yuanes, esta es la principal fuente de financiamiento del pago del lunes, por USD 1.700 millones.

Sin embargo, sabemos que esta no es la única fuente. La CAF (Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe), organismo del que no participan los Estados Unidos, otorgó un crédito de corto plazo por USD 1.000 millones, que probablemente se repague con los próximos desembolsos del FMI post-PASO. Esta última fuente explica la otra parte del pago del pasado lunes (por un total de USD 2.700 millones).

La novedad para el pago de intereses del viernes fue la de un préstamo bilateral por parte del gobierno qatarí en el que nos darían DEGs¹ equivalentes a USD 775 millones a repagar a principios de septiembre. Para ese entonces, según los anuncios aquí trabajados la semana pasada, tendríamos el ya mencionado desembolso que se desprende del nuevo acuerdo con el FMI, pero que aún no ha sido firmado ya que el organismo entró en receso por dos semanas.

Es interesante revisar el costo de endeudamiento en esta coyuntura internacional. La tasa de interés de los DEG por la que ajusta nuestro préstamo se basa en un promedio ponderado de las tasas de interés representativas de deudas a 3 meses en los mercados monetarios de las cinco monedas que componen la cesta del DEG (dólar estadounidense, yen japonés, euro, libra esterlina y renminbi chino). Dada la suba de la tasa de interés en EEUU, Reino Unido y Europa como política antiinflacionaria, empieza a suceder una anomalía: la tasa del Swap (Shibor² + 4%) sería más baja que la del Fondo. Si decimos anomalía es porque históricamente las tasas del FMI eran más bajas y por lo tanto “atractivas”. Evidentemente, el verdadero costo implícito son las condicionalidades de política económica interna. Si la tasa del swap empieza a ser sistemáticamente más baja (dependerá de lo que la Reserva Federal de EEUU y los otros bancos centrales definan en el futuro), el uso del swap con estos fines podría ser una metodología que llegue para quedarse.

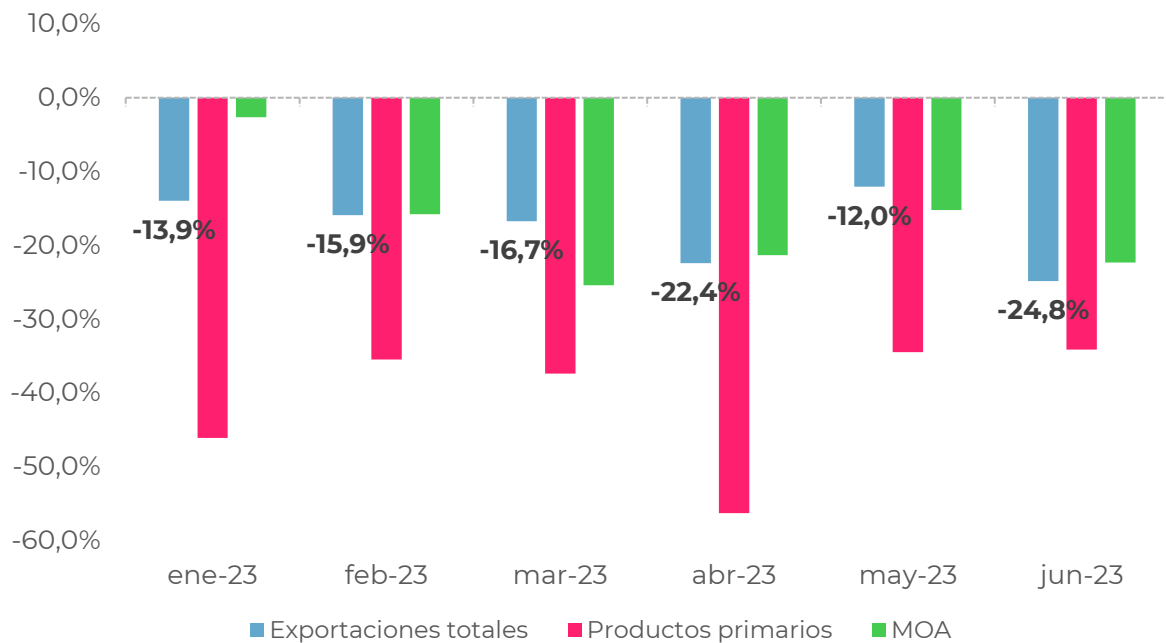
El desempeño exportador

Esta semana salieron los datos de junio de 2023 respecto a los precios y cantidades del comercio exterior, los cuales nos permiten seguir dimensionando los impactos económicos de la sequía. Las cantidades exportadas de productos primarios fueron en abril, mayo y junio de este año, un -56,2%, -34,4% y -34,1% más bajas que un año atrás, respectivamente, mientras que las manufacturas de origen agropecuario arrojaron caídas menores, de -21,3%, -15,2% y -22,3% para los mismos meses.

¹ Derechos Especiales de Giro, moneda del FMI con la que nos hacen los desembolsos y con la que podemos pagar.

² La Shibor (por Shanghai InterBank Offered Rate) es la tasa promedio de 18 bancos comerciales, excluidos los 4 de tasa más alta y los 4 de tasa más baja, que recopila y publica a diario el Banco Central de China.

Gráfico 1: variación interanual de las cantidades exportadas totales, de productos primarios y de manufacturas. Enero a junio de 2023.

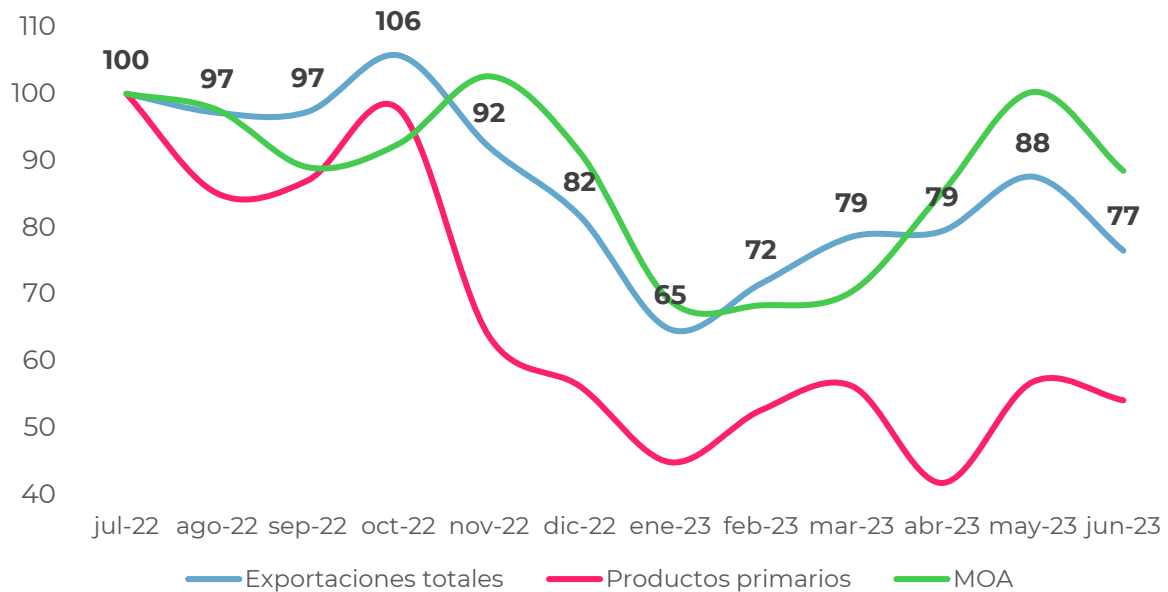


Fuente: INDEC

La reducción de las exportaciones en los rubros afectados por la sequía tiene un impacto relevante en el valor exportado total como consecuencia de su elevada incidencia. Si uno mira hacia atrás, en el año 2022, los productos primarios y las manufacturas de origen agropecuario representaron respectivamente el 26,9% y el 37,4% del valor total, es decir, casi dos tercios de nuestras exportaciones. Evidentemente, una caída tan marcada en estos rubros va a generar un impacto significativo sobre los ingresos de divisas por exportaciones.

Gráfico 2: cantidades exportadas totales y rubros de productos primarios y manufacturas de origen agropecuario. Julio 2022 a junio de 2023.

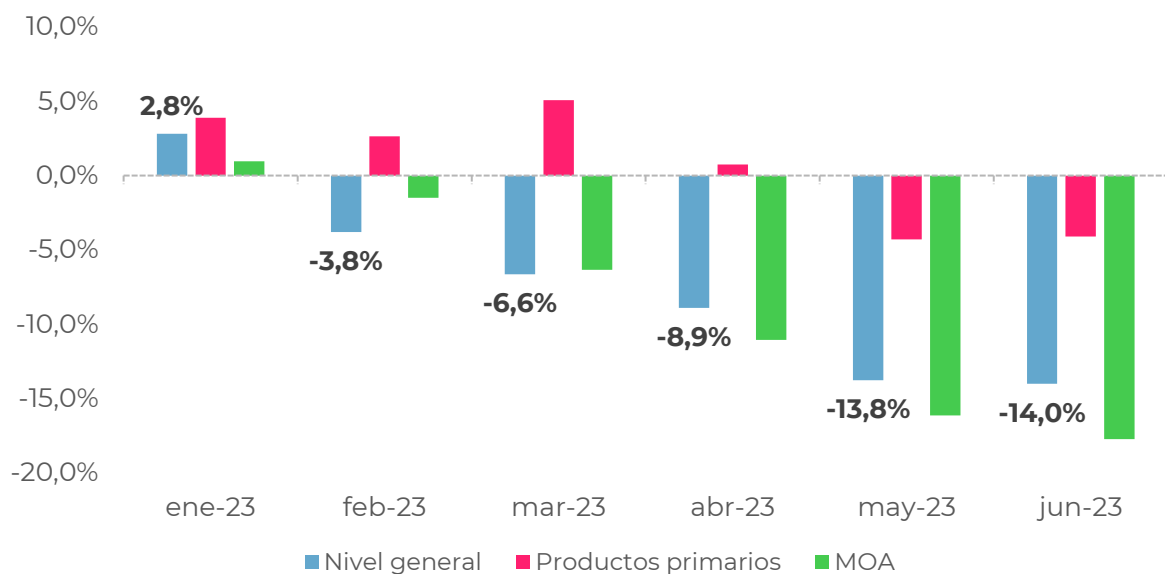
(julio de 2022 = 100).



Fuente: INDEC

Una caída en el valor exportado puede deberse tanto a variaciones de las cantidades como de los precios, ya que el valor se define a partir de la multiplicación entre ambos (precio x cantidad). Al observar en el gráfico 3 las variaciones interanuales de los índices de precios para estos rubros, vemos que si bien se registró una caída en los precios de exportación, principalmente producto de la reducción de los precios internacionales luego del shock por la guerra de Rusia y Ucrania, su variación a la baja fue notablemente más tenue que la caída de las cantidades exportadas.

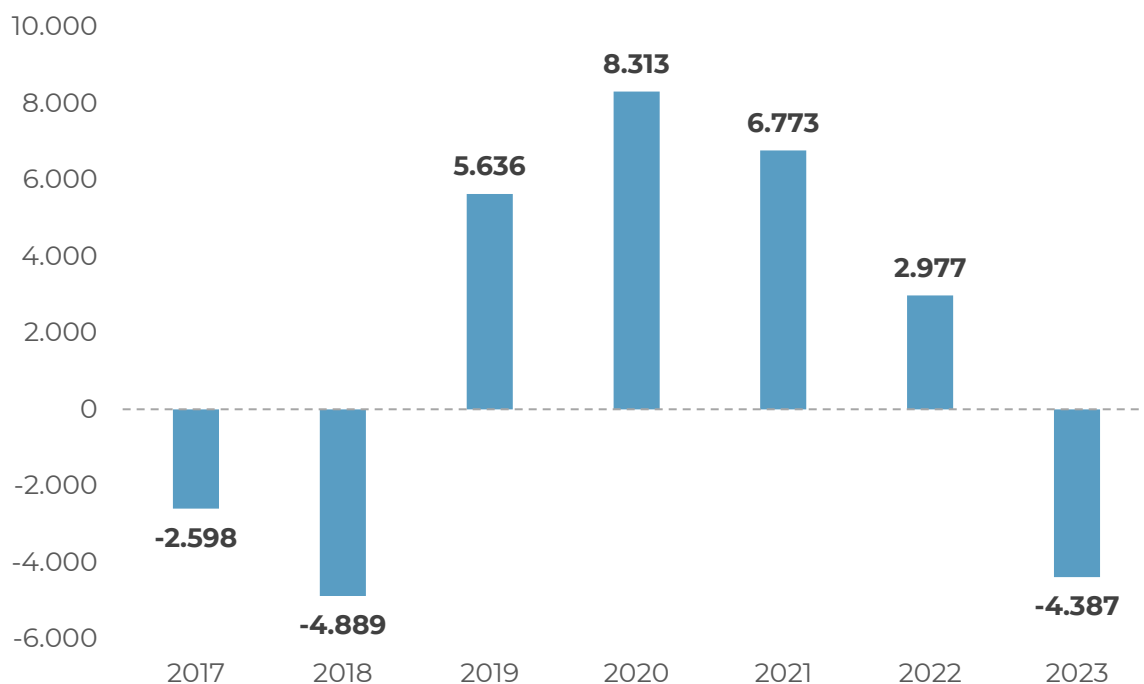
Gráfico 3: variación interanual de los precios de exportación totales promedio y de los rubros de productos primarios y manufacturas de origen agropecuario. Enero a junio de 2023.



Fuente: INDEC

La consecuencia principal de este derrumbe de las exportaciones se observa en el saldo comercial, que es la diferencia entre las exportaciones y las importaciones de bienes. Después de cuatro años en los que Argentina venía exportando más de lo que importaba, reapareció el déficit comercial. En el gráfico 4 presentamos el saldo comercial acumulado para los primeros seis meses del año desde 2017 hasta 2023.

Gráfico 4: saldo comercial para los primeros seis meses del año. 2017 a 2023.



Fuente: INDEC

El superávit de la cuenta de bienes es necesario para financiar las cuentas de la balanza de pagos que no lo son. Es relevante destacar el carácter estructuralmente deficitario —es decir, que excede a la coyuntura actual— del sector externo argentino tanto en las subcuentas de servicios e ingreso primario de la cuenta corriente como en la cuenta financiera. ¿Qué son estas cuentas? En la subcuenta servicios están registrados los movimientos de divisas asociados al sector turístico, históricamente deficitario. Por otra parte, en la subcuenta de ingreso primario figura el pago de intereses de la deuda y de giro de utilidades y dividendos de empresas extranjeras a sus casas matrices. Del lado de la cuenta financiera, el déficit se explica principalmente por pago de deuda y por Formación de Activos externos, esto último vinculado al carácter bimonetario de la economía argentina y la dolarización de los ahorros.

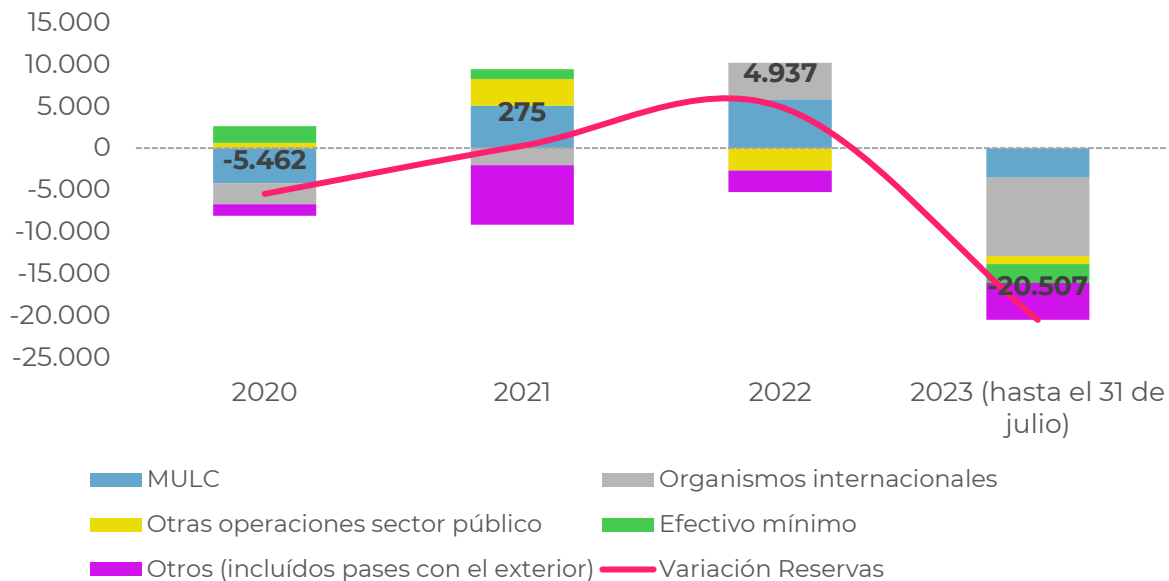
Esta necesidad estructural de divisas determina la necesidad de sostener un saldo comercial positivo que permita financiar esa necesidad estructural de reservas, ya que de lo contrario el Banco Central perderá las divisas acumuladas y el tipo de cambio se podrá ver afectado, salvo que se sostenga con endeudamiento o que se frenen las importaciones.

Recrudescimiento de la restricción externa

Con los datos de reservas al 31 de julio, la tendencia en la caída de reservas brutas se mantiene. Si entre 2020 y 2022 el Banco Central ya enfrentaba dificultades para acumular reservas, incluso en un contexto de saldo comercial positivo, el panorama se complejizó fuertemente a raíz de la aparición del déficit comercial

causado por la sequía. El Banco Central comenzó el año 2023 con un stock de 44.170 millones de reservas brutas y cerró el 31 de julio con 24.092 millones.

Gráfico 5: Variación de las reservas brutas por factor en millones de USD. 2020 a 2023.



Fuente: Banco Central.

Si bien la sequía impactó de lleno en el desempeño del Banco Central en el Mercado Único y Libre de Cambios³, factor que explica la merma de USD 3.536 millones en lo que va de año, también tuvo consecuencias en las otras fuentes de variación por diferentes motivos.

En primer lugar, el aumento de las expectativas de devaluación generó un aumento de la cotización de los dólares paralelos. En los [informes anteriores](#) comentamos que, a contramano de lo que estaba acordado con el FMI, el Banco Central empezó a intervenir en su cotización para mantenerlos bajos o estables y que no aumente la brecha cambiaria. Esto aparece reflejado en el factor “Otros”, que también incluye las variaciones en la cotización del oro y el yuan. Por este concepto, el Banco Central vendió en lo que va de año 2023 la suma de USD 4.395 millones.

En segundo lugar, las extracciones de depósitos en dólares depositados en bancos comerciales implican una reducción de los encajes, parte constitutiva de las reservas del Banco Central. Este factor explica la salida de USD 2.255 millones.

Sin embargo, el factor que más pesa sobre la caída de las reservas es Organismos Internacionales, el cual explica la pérdida de USD 9.369 millones. Esto se debe a la discusión de las metas con el staff del FMI, por la cual el organismo no realizó los desembolsos para financiar el repago del antiguo acuerdo *Stand By* de 2018, razón por la cual el gobierno debió pagarlos utilizando reservas. En caso de que se

³ Mercado donde se llevan adelante todas las operaciones de cambio en divisas extranjeras que se realizan en la República Argentina.

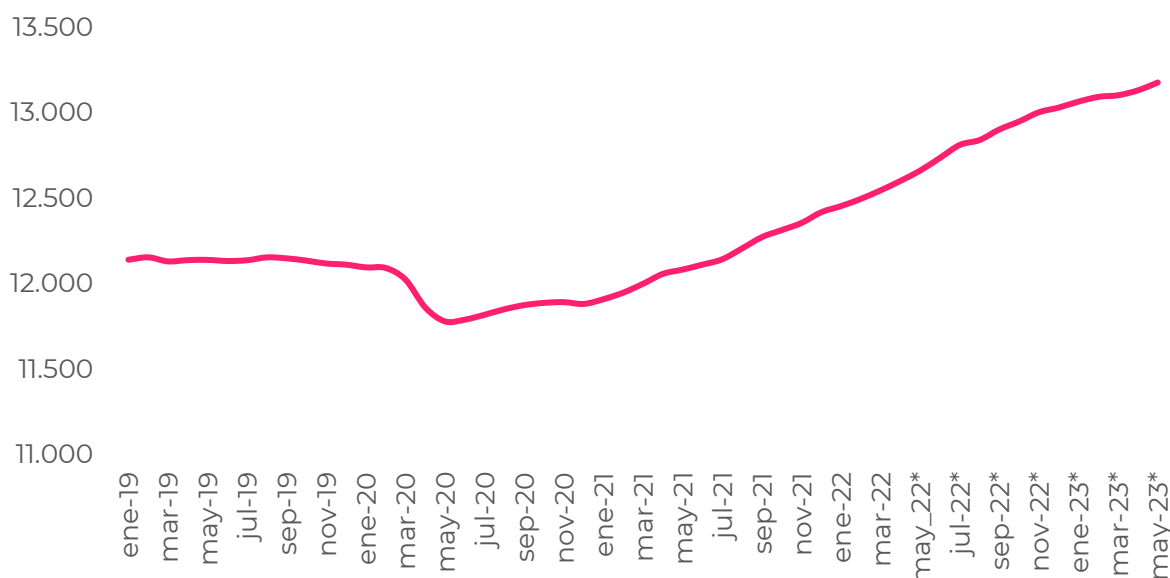
normalice el cronograma de desembolsos, este último factor que hasta ahora explica casi la mitad de la pérdida de reservas este año debería perder algo de peso.

La negociación y el ingreso de divisas por esa vía viene siendo un factor crucial para evitar un salto cambiario. Venimos remarcando en los informes anteriores la necesidad de evitar esto último por sus consecuencias recesivas y de aceleración inflacionaria.

Datos de empleo

A pesar de la complejidad del panorama económico en el sector externo, lo cierto es que continúa el proceso de creación de empleo registrado iniciada con la salida de la pandemia. El último dato de mayo arrojó 13.178,8 millones de personas con trabajo registrado a nivel nacional, lo cual implica que se han creado casi 147.000 empleos registrados en lo que va del 2023 y más de 1.067.000 desde diciembre de 2019. Además, la creación sostenida de empleo es un rasgo distintivo de este ciclo político. En contraste, entre diciembre de 2015 y diciembre de 2019 solo fueron creados 145.000 empleos registrados: durante la primera etapa se llega al pico máximo en diciembre 2017 pero los siguientes dos años de crisis económica revierten y empeoran la situación.

Gráfico 6: empleo registrado mensual en miles (serie desestacionalizada). Enero de 2019 a mayo de 2023.



Fuente: Ministerio de Trabajo.

La tabla 1 muestra que la principal modalidad ocupacional que explica la creación de empleo registrado es el asalariado privado (51,1%), seguida por el público (29,5%) e independientes (27,9%). El desempeño del mercado de trabajo ante este escenario económico adverso es llamativo, especialmente si se tiene en cuenta que el origen de los empleos nuevos es privado.

Tabla 1: incidencia en la creación de empleo registrado. Enero a mayo de 2023.

Modalidad ocupacional	Incidencia en la creación de empleo
Empleo asalariado en el sector privado	51,1%
Empleo asalariado en el sector público	29,5%
Trabajo Independientes Monotributo	27,9%
Trabajo Independientes Autónomos	3,7%
Empleo en casas particulares	-2,9%
Trabajo Independientes Monotributo Social	-9,3%
Total	100%

Fuente: Ministerio de Trabajo.

En nuestro [informe de julio](#) habíamos presentado los datos de actividad económica, mostrando que tanto el crecimiento del PBI del primer trimestre del año como la tenue caída del EMAE, principalmente explicada por el desempeño de los sectores afectados por la sequía, no daban indicios de crisis económica generalizada. Probablemente el desempeño del mercado de trabajo esté fuertemente vinculado a esta evolución positiva de la actividad.

Una de las razones fundamentales por las cuales la actividad no se está derrumbando a pesar de la sequía es la política cambiaria, lo cual está fuertemente relacionado con el FMI. A pesar de la caída de las exportaciones y su impacto sobre las reservas, el gobierno está tomando todas las medidas a su alcance para evitar un salto del tipo de cambio oficial, administrando las importaciones e interviniendo la cotización de los dólares financieros en conflicto directo con el FMI.

Uno de los conflictos centrales entre el Ministerio de Economía y el staff del FMI está relacionado con esta administración del tipo de cambio. Ante la dinámica de las reservas, el organismo exige una devaluación que tienda a equilibrar la oferta de dólares con su demanda. El gobierno entiende que dicho salto solamente espiralizaría la tasa de inflación, y causaría recesión y desocupación, empeorando drásticamente el panorama económico y social. Dicha discusión fue parcialmente saldada con el nuevo acuerdo, que todavía deber ser aprobado por el directorio del organismo, dado que no incluye una devaluación.