

LA ECONOMÍA ARGENTINA:

FMI de vacaciones hasta las PASO

- Actividad
- Precios e ingresos
- Finanzas públicas
- Finanzas y bancos

- Balance cambiario
- Sector externo
- Anexo estadístico





Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

LA ECONOMÍA ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | JULIO 2023

CONTENIDO DEL INFORME:

Actividad - Pág. 11
Precios e Ingresos - Pág. 15
Finanzas Públicas - Pág. 17
Finanzas y Bancos - Pág. 19
Balance Cambiario - Pág. 21
Sector Externo - Pág. 23
Anexo Estadístico - Pág. 24

CLAVES DEL INFORME

- El gobierno optó por acordar con el FMI otorgando concesiones con sabor a devaluación sin lograr la llegada inmediata de fondos para cubrir los próximos vencimientos.
- El anuncio del nuevo dólar para las economías regionales y la implementación del Impuesto País en las importaciones son un camino alternativo a la devaluación solicitada por el fondo.
- El objetivo principal del oficialismo parece ser llegar al final del mandato sin una explosión cambiaria
- Incluso en un escenario optimista la necesidad de divisas de cara a fin de año es muy elevada y sostener el nivel de actividad e importaciones parece cada vez más difícil.
- El escenario actual muestra la paradoja en donde la actividad económica cae, los salarios no logran ganarle a la inflación, pero el nivel de importaciones se sostiene.
- Mientras que la caída de la actividad se explica casi en su totalidad por el sector primario, otros sectores más intensivos en importaciones y/o en trabajo muestran crecimientos sostenidos desde la salida de la pandemia.
- En 2022 anticipamos que el acceso a los desembolsos del nuevo crédito del FMI estaba condicionado una serie de metas de política económica de difícil cumplimiento.
- El reciente acuerdo de SLA entre el FMI y el gobierno anuncia desembolsos por aproximadamente U\$S 7.500 M para la tercera semana de agosto, es decir, después de los vencimientos por U\$D 3.470 M de julio y agosto.
- Del enunciado se desprende que la aprobación definitiva del Directorio del FMI está sujeta a la implementación de las políticas económicas acordadas, lo que deja lugar para que los desembolsos no se realicen si la situación económica o las medidas tomadas no lo justifican.
- El endeudamiento con el Fondo no sólo representa un problema financiero, sino, y sobre todo, un problema político. ¿Se justifica la pérdida de soberanía política y los condicionamientos sobre la política económica para no entrar en cesación de pagos? ¿Es el FMI el prestamista de última instancia más barato en este momento?

FMI de vacaciones hasta las PASO

En un contexto apremiante del sector externo el gobierno optó por acordar con el Fondo Monetario Internacional otorgando concesiones con sabor a devaluación para frenar el drenaje de reservas, pero sin lograr el desembolso de fondos para cubrir los vencimientos de julio y agosto. El anuncio del nuevo dólar para las economías regionales y el maíz -\$340- sumado a la implementación del Impuesto País para una importante cantidad de importaciones son una concesión intermedia frente al pedido de devaluación de los técnicos del fondo.

El objetivo principal del oficialismo parece ser llegar al final del mandato sin una explosión cambiaria; hecho que generaría una situación de caos social. Massa, como la facción más pro-establishment y más cercana a EE.UU. del oficialismo, fue puesto con el objetivo de evitar esa catástrofe. Sin embargo, a pesar de la elección de un candidato pro-mercado, y de aceptar algunas de las condicionalidades propuestas por el FMI, el objetivo no está garantizado. Si consideramos la dinámica de reservas de los últimos dos meses, incluso en un escenario optimista en el que el nuevo dólar diferencial ayude a recaudar los U\$S 2.000 estimados por el propio gobierno y teniendo en cuenta los desembolsos del FMI acordados recientemente lleguen después de las PASO, la necesidad de divisas de cara a fin de año es muy elevada y sostener el nivel de actividad e importaciones parece cada vez más difícil.

El escenario actual muestra la paradoja en donde la actividad económica cae, los salarios no logran ganarle a la inflación, pero el nivel de importaciones se sostiene. Este hecho se explica en parte por el cambio transitorio en la composición del producto de este año que eleva aún más la elasticidad-ingreso de las importaciones. Mientras que la caída de la actividad se explica casi en su totalidad por el sector primario –que presenta un bajo coeficiente importador– otros sectores más intensivos en importaciones y/o en trabajo muestran crecimientos sostenidos desde la salida de la pandemia, lo que profundiza los problemas históricos ligados a la restricción externa.

En 2022 anticipamos desde CESO que el acceso a los desembolsos del nuevo crédito de facilidades extendidas del FMI para pagar el stand-by contraído por Mauricio Macri estaba condicionado una serie de metas de política económica de difícil cumplimiento. También anunciamos que no cumplir con las metas pactadas daría lugar a la necesidad de solicitar un pedido formal de perdón –*waiver*– que suelen ir acompañados de un pedido de endurecimiento de las metas y exigencias políticas. Lo anticipado pudo verse en los detalles que se conocieron del último Staff Level Agreement (SLA).

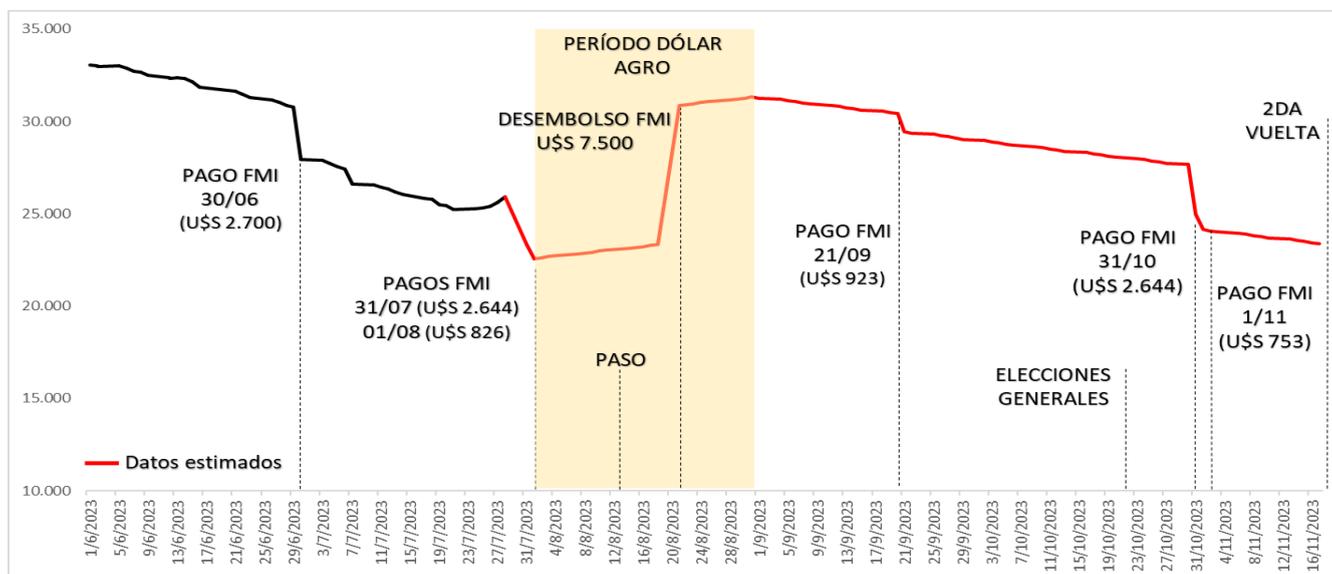
El reciente acuerdo de SLA entre el FMI y el gobierno anuncia desembolsos por aproximadamente U\$S 7.500 M para la tercera semana de agosto. Sin embargo, del enunciado se desprende que la aprobación definitiva del Directorio Ejecutivo del FMI está sujeta a la implementación de las políticas económicas acordadas, lo que deja lugar para que los desembolsos no se realicen si la situación económica o las medidas tomadas no lo justifican. También genera incertidumbre respecto a que puede suceder si los resultados de las PASO dejan al oficialismo fuera de competencia.

El endeudamiento con el Fondo no sólo representa un problema financiero, sino, y sobre todo, un problema político. Su objetivo siempre fue condicionar la política económica del país. Por tanto, en este escenario cabe preguntarse, ¿se justifica la pérdida de soberanía política y los condicionamientos sobre la política económica para no entrar en cesación de pagos? ¿Es el FMI el prestamista de última instancia más barato en este momento?

¿Se llega sin que explote el dólar?

El objetivo principal del oficialismo parece ser llegar al final del mandato sin una explosión cambiaria; hecho que generaría una situación de caos social y económico que podría legitimar una agenda ultraliberal con fuerte represión social y política de parte de la derecha argentina. Massa, como la facción más pro-establishment y más cercana a EE.UU. del oficialismo, fue puesto con el objetivo de evitar esa catástrofe. Por tanto, la posibilidad de ganar la próxima elección por parte del oficialismo sería una yapa, un objetivo secundario. Sin embargo, a pesar de la elección de un candidato pro-mercado, y de aceptar algunas de las condicionalidades propuestas por el FMI, el primer objetivo no está garantizado.

Gráfico 1. Evolución de las Reservas Internacionales



Fuente: CESO en base a BCRA.

Incluso en un escenario optimista en que el nuevo dólar diferencial logra su cometido de juntar U\$S 2.000, y Massa cumpla con las medidas exigidas para que el directorio ejecutivo del FMI apruebe el Staff Level Agreement y realice los desembolsos prometidos, llegaríamos a las elecciones de octubre con un nivel de reservas muy bajo y prácticamente margen nulo para sostener el nivel de importaciones. Si una vez acabado el período del nuevo dólar agro, las ventas del BCRA en el Mercado Único y Libre de Cambios –MULC– replican el promedio de los últimos dos meses, las reservas brutas a finales de octubre quedarían por debajo de los U\$S 25.000 M actuales. Si en cambio, como suele ocurrir, pensamos que las ventas del BCRA pueden crecer a medida que nos acercamos a las elecciones, podría no haber margen no sólo para sostener el ritmo de importaciones sino tampoco para sostener el ritmo de intervenciones diarias que por el momento impiden una disparada mayor de los dólares paralelos.

En este contexto se explican las recientes medidas anunciadas por Sergio Massa. Al mencionado dólar diferencial para las economías regionales se le suma la implementación del Impuesto País para una importante cantidad de importaciones y la igualación entre el “dólar solidario” y el “dólar tarjeta”. para compras de hasta U\$S 300. El objetivo central es volver a acumular reservas.

Respecto a la primera, habrá que esperar para ver, pero el hecho de que se haya incluido al maíz parece haber alentado las liquidaciones, logrando que el BCRA vuelva a comprar divisas en el MULC en la primera semana de su implementación.

Por su parte, la aplicación del Impuesto País del 25% para los servicios y del 7,5% para los bienes, surge como alternativa a la devaluación exigida por el FMI y busca desalentar importaciones. Si bien presenta excepciones –como los fletes, que sólo tendrán un 7,5% o los bienes e insumos vinculados a la canasta básica que no sufrirán la aplicación del impuesto–, posiblemente terminen teniendo un impacto en el nivel de precios, que se verá reflejado en el IPC de agosto.

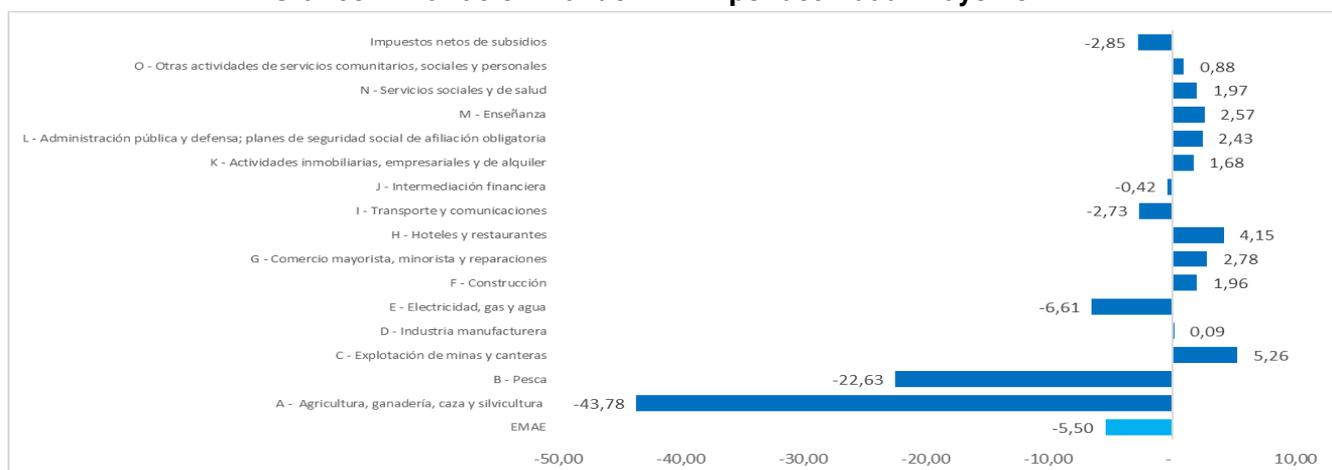
Actividad Económica e Importaciones.

Históricamente, la dinámica de las importaciones estuvo muy vinculada al nivel de actividad, el empleo y los salarios. En los ciclos *stop and go*, que por tantos años estudiaron los estructuralistas latinoamericanos, escenarios con salarios deprimidos y actividad en caída provocados por fuertes devaluaciones servían para restablecer el balance externo por la alta elasticidad de las importaciones al ingreso nacional.

No obstante, el escenario actual muestra la paradoja en donde la actividad económica cae, los salarios no logran ganarle a la inflación, pero el nivel de importaciones se sostiene.

En primer lugar, la caída de la actividad obedece casi en su totalidad a lo ocurrido en el sector primario. Las graves consecuencias que trajo la sequía fueron anticipadas por CESO en el [informe de coyuntura de marzo](#). En cambio, sectores más intensivos en importaciones –Industria Manufacturera, Explotación de Minas y Canteras– y/o en cantidad de trabajo –Hoteles y Restaurantes– vienen siendo impulsados desde la salida de la pandemia, mostrando un crecimiento sostenido y provocando un cambio transitorio en la composición del producto que eleva aún más la elasticidad-ingreso de las importaciones.

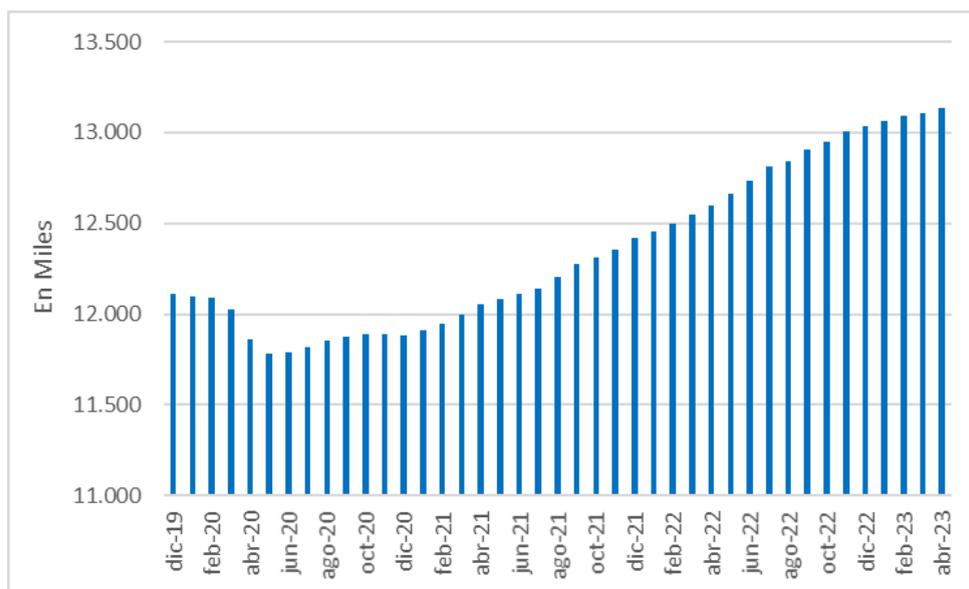
Gráfico 2. Variación i. a. del EMAE por actividad. Mayo 2022.



Fuente: CESO en base a INDEC

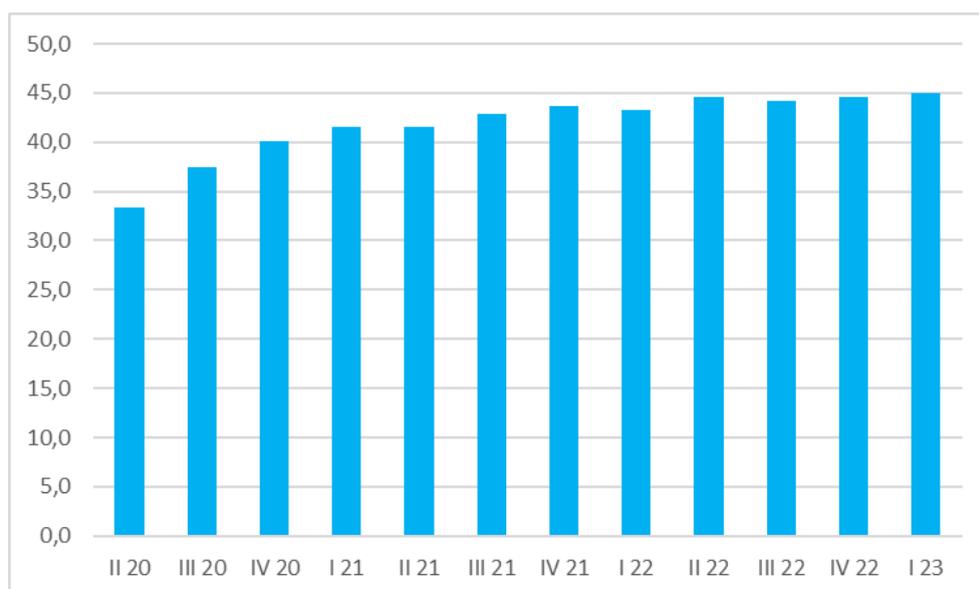
En segundo lugar, el nivel de empleo es creciente. Si bien los salarios no logran ganarle a la inflación, el hecho de que el nivel de empleo crezca de forma sostenida puede hacer que la masa salarial –estos es salarios multiplicado por cantidad de empleos– haya crecido; lo que, dada una alta elasticidad ingreso, genera más presiones sobre las importaciones.

Gráfico 3. Evolución del empleo registrado.



Fuente: CESO en base a datos del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

Gráfico 4. Evolución de la tasa de ocupación.



Fuente: CESO en base a Indec.

En este escenario, nos parece oportuno remarcar lo planteado por el CESO en 2019 con el [Plan Hornero](#). En una economía muy marcada por la restricción externa –tanto comercial como financiera– y con indicadores sociales muy deteriorados, resulta preferible impulsar sectores con bajo coeficiente de importaciones como la construcción, o servicios sociales, que ayuden a resolver las problemáticas más urgentes.

La encrucijada con el FMI.

En [marzo de 2022](#) anticipamos desde CESO que el acceso a los desembolsos del nuevo crédito de facilidades extendidas del FMI para pagar el stand-by contraído por Mauricio Macri estaba condicionado una serie de metas de política económica de difícil cumplimiento y no era sostenible en el largo plazo. En particular, la meta de acumulación de reservas ya era de difícil alcance por ese entonces, aún cuando las consecuencias de la sequía no se vislumbraban en el horizonte.

También anunciamos que no cumplir con las metas pactadas daría lugar a la necesidad de solicitar un pedido formal de perdón –*waiver*– que, además de ser totalmente arbitrarios, suelen ir acompañados de un pedido de endurecimiento de las metas y exigencias políticas. Lo anticipado puede verse en los detalles que se conocieron del Staff Level Agreement (SLA) alcanzado en estos días.

El reciente acuerdo de SLA entre el FMI y el gobierno anuncia desembolsos por aproximadamente U\$S 7.500 M para la tercera semana de agosto, correspondientes a la quinta y sexta revisión del acuerdo. Sin embargo, del enunciado se desprende que la aprobación definitiva del Directorio Ejecutivo del FMI para que los desembolsos se hagan efectivos está sujeta a la implementación de las políticas económicas acordadas –*crawling peg* ajustado a la variación de la inflación, aumento de tarifas, contener el crecimiento de la masa salarial del sector público, focalizar el gasto en asistencia social–, lo que deja lugar para que los desembolsos no se realicen si la situación económica o las medidas tomadas no lo justifican. También genera incertidumbre respecto a que puede suceder si los resultados de las PASO dejan al oficialismo fuera de competencia.

El desembolso por U\$S 7.500 M equivale a aproximadamente a los vencimientos que el gobierno debe afrontar hasta la próxima revisión durante noviembre de este año, por lo que el financiamiento neto obtenido es prácticamente nulo.

A su vez, el SLA señala que no se ha cumplido ninguna de las tres metas cuantitativas en lo que va del año. Para la meta fiscal, se sostiene el objetivo de 1,9% de déficit primario y, si bien se apoyan las recientes medidas tomadas, por el lado del gasto se exigen esfuerzos para “(i) *contener el crecimiento*

de la masa salarial, (ii) actualizar las tarifas de energía para reflejar mejor los cambios en los costos de producción, mejorando al mismo tiempo la progresividad del sistema; y (iii) fortalecer los controles de gasto a través de una asistencia social mejor focalizada y una mayor racionalización de las transferencias corrientes a las provincias y empresas estatales". Para la meta monetaria, se mantiene la exigencia de buscar financiamiento en el mercado. En cuanto a la meta de acumulación de reservas netas, si bien la misma disminuyó de U\$S 8.000 M a U\$S 1.000 M, parece ser incumplible dado el nivel actual de reservas netas.

Tabla 1. Reservas Brutas y Netas al 28/07.

Reservas Brutas	USD 25.911
Pasivos	USD 33.394
<i>Encajes</i>	<i>USD 10.295</i>
<i>Swap</i>	<i>USD 18.175</i>
<i>Obligaciones con organismos internacionales (BIS)</i>	<i>USD 3.158</i>
<i>Repo SEDESA</i>	<i>USD 1.766</i>
Reservas Netas	-USD 7.483

Fuente: CESO en base a BCRA.

La meta de acumulación de reservas se mide en comparación al nivel de reservas netas de diciembre de 2021 –U\$S 2.300 M–. Si se tiene en cuenta que el nivel actual se encuentra en terreno negativo por más de U\$S 7.000 M, se deberían poder acumular casi de U\$S 11.000 M para poder cumplir con la meta, algo totalmente improbable.

Finalmente, el hecho de que los desembolsos puedan llegar recién a partir de la tercera semana de agosto indican que los vencimientos agrupados el 31 de Julio y los intereses del 1 de agosto por U\$D 3.470 M deberán ser afrontados con Yuanes y/o con nuevos préstamos con otros organismos multilaterales; con el riesgo de seguir perdiendo reservas en un contexto de alta vulnerabilidad externa y no poder recuperarlas si los desembolsos no se terminan haciendo efectivos.

¿Es el FMI el prestamista de última instancia más barato?

Que el gobierno anterior haya decidido volver a traer al FMI a la Argentina no sólo representa un problema financiero, sino, y sobre todo, un problema político. Los U\$S 45.000 M de deuda y un

cronograma de pagos imposible de cumplir, son el fiel reflejo de que el objetivo del Fondo es condicionar la política económica del país. Lo fue cuando se decidió otorgar el crédito Stand-By más grande de la historia en 2019, lo fue cuando se acordó el Programa de Facilidades Extendidas a comienzos de 2022 –con metas inalcanzables y un nuevo cronograma de pagos que Argentina tampoco podrá cumplir– y lo sigue siendo en cada una de las revisiones que se realizaron.

Por tanto, en este escenario cabe preguntarse, ¿se justifica la pérdida de soberanía política y los condicionamientos sobre la política económica para no entrar en cesación de pagos? ¿Es el FMI el prestamista de última instancia más barato en este momento?

La tasa de interés que cobra el FMI se compone de un promedio ponderado de las tasas de interés de sus principales socios, cuyas monedas conforman los DEG –Dólar, Euro, Libra, Yuan, y Yen– más 100 puntos básicos (pb.). Esta tasa, hoy se encuentra por arriba del 5% y todo indica que seguirá subiendo por el endurecimiento de la política económica de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo. Sobre ese 5%, Argentina paga 300 pb. adicionales como sobrecargos, por tener un préstamo que excede su cuota con el fondo. En resumen, nuestro país se encuentra pagando una tasa mayor al 8%, por un préstamo cuyo plazo de devolución no es sostenible, y que además, condiciona fuertemente la política económica.

En un mundo que de a poco gira hacia la multipolaridad, y con un creciente comercio internacional en otras divisas como el Yuan chino, Argentina podría encontrar la clave para sacarse al FMI de encima y recuperar la soberanía política y económica perdida en estos años. Por ejemplo, por el Swap chino –instrumento que sirvió no sólo para seguir comerciando con China sino también para hacer frente a los vencimientos del FMI–, nuestro país paga la tasa de interés Shibor, hoy cercana al 2,5%, más entre 200 y 400 pb. Es decir, entre 4,5% y 6,5%, sustancialmente más bajo al costo financiero con el FMI.

Sin dudas, la transición de un prestamista de última instancia a otro no es rápida ni sencilla, y no está exenta de que el nuevo prestamista también te exija nuevas condicionalidades. Pero dada la historia conocida que nuestro país posee con el Fondo Monetario Internacional y el escenario que se avecina, parece oportuno al menos empezar a barajar otras alternativas y no seguir sometiéndose a la pérdida de soberanía política económica. Máxime, si además eso contempla un costo financiero mayor.

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

JULIO 2023

ceso 

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

PRESIDENTA
Lorena Putero

DIRECTOR
Andrés Asiain

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME
Aldana Montano y Cristián Berardi

INTEGRAN EL CESO:

Agustín Crivelli, Agustín Romero, Aldana Montano, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Cristián Berardi, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Facundo Pesce, Federico Castelli, Federico Zirulnik, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, María Laura Iribas, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Yamila Steg.