



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 32 - Edición Nº 1506 - 20 de Julio de 2023

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Vasconcelos y Maximiliano Gutiérrez

Impacto asimétrico del desenlace con el FMI: frente a los desequilibrios, intentar una pausa o arriesgarse a un deterioro mayor

En Foco 1 – Laura Caullo y Joaquín Aguirre

El dato regional de la semana:

Lo que esconde el mercado de trabajo: salarios deprimidos, precariedad laboral y baja capacitación

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Editorial:**3*****Impacto asimétrico del desenlace con el FMI: frente a los desequilibrios, intentar una pausa o arriesgarse a un deterioro mayor***

- El año pasado no hubo sequía, los precios internacionales para la agroindustria fueron record y el superávit comercial alcanzó a 12 mil millones de dólares, pero el Banco Central sólo pudo acumular reservas por sólo 5,0 mil millones de dólares. Y esto por el fuerte aumento del endeudamiento del gobierno con los organismos internacionales (en 2022 se obtuvieron préstamos netos por 8,2 mil millones con FMI, BID, Banco Mundial, CAF) y de los importadores con sus proveedores y/o casas matrices, por una cifra estimada también superior a los 8,0 millones
- Se ensayan argumentos, se aplican medidas puntuales, se intensifican las restricciones al comercio, se desvían importaciones de otros países proveedores a favor de China, pero la dinámica del sector externo no se habrá de alterar en esencia por esos factores. Esto ha sido alertado en diversos informes de Ieral, caso de la editorial del 21 de abril de 2022 (el año pasado), bajo el título "El exceso de gasto complica el objetivo de acumular reservas (pese a la mejora de términos de intercambio)"
- En el plano contable, la cuenta corriente positiva surge de exportaciones de bienes y servicios que superen a las importaciones. Pero, en términos económicos, ese superávit depende de que los ahorros totales domésticos se ubiquen por encima de la tasa de inversión. Aunque por "contabilidad creativa" se comunique un déficit fiscal dentro de las metas, si hay exceso de gasto público, menor ahorro y atraso cambiario, las consecuencias macroeconómicas no podrán evitarse."
- La pérdida de competitividad va mucho más allá del problema de la merma de exportaciones agroindustriales por la menor cosecha. En junio, las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial sufrieron una caída de 32,1 % interanual por lo que para el primer semestre esta variable registra un descenso de 10,8 % en relación a igual período de 2022. Por su parte, las importaciones por fuera de energía e insumos de la industria aceitera se acercaron a los 5,3 mil millones de dólares, en un nivel que sólo temporalmente puede sostenerse por los mecanismos previstos en el swap acordado con China
- Así, no extraña que la merma en las reservas brutas del Banco Central haya sido de 16,7 mil millones de dólares entre fin de diciembre de 2022 y fin de junio de este año, pasando de 44,6 a 27,9 mil millones. El drenaje se explica tanto por el saldo negativo de las operaciones del BCRA en el mercado oficial de cambios, como por pagos que excedieron largamente los desembolsos obtenidos de organismos internacionales, pero también por la constante intervención del gobierno en la punta vendedora del "dólar libre", que habría insumido 1,1 mil millones en seis meses, a un ritmo cercano a los 200 millones/mes, que apunta a duplicarse en el transcurso de julio
- Bajo el supuesto de un acuerdo con objetivos de corto plazo, aun así el sendero a recorrer dista de ser un lecho de rosas. El signo negativo de las ventas netas del BCRA, en próximos meses no podrá ser evitado, siendo que un eventual "Soja IV" podría apenas modificar la estacionalidad de esa dinámica. Al respecto, se estima que el stock en silobolsas podría alcanzar al equivalente a 5,0 mil millones de dólares, por lo que, teniendo en cuenta las últimas experiencias, el central podría eventualmente capturar entre 1,5 y 2,0 mil millones de dólares por la reedición de un tipo de cambio especial para soja y derivados, al costo de "secar" los ingresos de meses subsiguientes. La trayectoria descendente de las reservas del Banco Central de cara a fin de año puede encontrar una pausa, en caso que ocurra este escenario, pero la tendencia no se interrumpirá
- El encarecimiento de los precios de productos importados en el mercado doméstico parece responder más al "cepo" cada vez más restrictivo. Desde diciembre de 2021, el precio de los productos importados aumentó 227% hasta junio de 2023, mientras que el tipo de cambio oficial lo hizo un 144% y el CCL un 135,1 %. El tipo de cambio implícito de los productos importados sería entonces de \$ 320, una brecha de 20,3 % sobre el tipo de cambio oficial. Este dato es muy relevante, en caso que se confirme que una de las medidas en ciernes es la generalización del Impuesto País a una gama amplia de productos de importación
- Aun cuando un eventual acuerdo con el FMI contenga instrumentos que permitan recortar parcialmente el déficit fiscal, hay que tener en cuenta que, en cierto modo, las turbinas de la expansión monetaria se han "independizado". Considerando los distintos vectores que explican la variación de la Base Monetaria, al 14

de julio de 2022 se registraba una expansión bruta de 75,4 % respecto al nivel de fin de diciembre de 2021; pero para igual fecha de 2023, esa expansión acumula un 167 % (antes de esterilización) respecto de fin de 2022

En Foco 1:

11

El dato regional de la semana: Lo que esconde el mercado de trabajo: salarios deprimidos, precariedad laboral y baja capacitación

- Los indicadores del mercado laboral proporcionados por el INDEC para el primer trimestre de 2023 arrojan resultados optimistas: elevadas tasas de actividad y empleo (48,3% y 45% respectivamente), y una baja tasa de desempleo (6,9%), tanto a nivel nacional como desagregando por provincias. Aun así, detrás de estos números alentadores se esconden desafíos significativos
- Los salarios reales se encuentran muy deprimidos. El salario real de los trabajadores informales desde 2018 no encuentra un piso. En abril de 2023 percibieron 59% de lo que ganaban en 2016, ajustando por inflación. Los asalariados públicos y privados registrados lograron mantener su poder adquisitivo en los últimos 3 años, pero en un nivel mucho más bajo que respecto a 2016-2017
- El empleo que se crea es de baja calidad. Casi 17 millones de personas se encuentran en una situación de dificultad laboral (inactivos en edad laboral, informales o desocupados). El 41% de los ocupados trabajan de forma precarizada. En los últimos 10 años se aprecia una pérdida de participación del empleo asalariado privado registrado, mientras las categorías de asalariado informal, público y cuentapropismo ganan posición
- En la comparación internacional Argentina se encuentra muy rezagada en cuanto al nivel de capacitación de sus trabajadores. Sólo el 18% de aquellos entre 25 y 34 años finalizaron sus estudios universitarios o de nivel terciario, contra 69% de Corea del Sur (país desarrollado) y 40% de Chile (país de la región)
- En la apertura regional, la disparidad en el nivel educativo de los trabajadores es ostensible. El 39% de los habitantes de entre 25 y 34 de CABA están altamente calificados, contra sólo el 9% en Formosa

Editorial

Impacto asimétrico del desenlace con el FMI: frente a los desequilibrios, intentar una pausa o arriesgarse a un deterioro mayor

Jorge Vasconcelos y Maximiliano Gutiérrez

- El año pasado no hubo sequía, los precios internacionales para la agroindustria fueron record y el superávit comercial alcanzó a 12 mil millones de dólares, pero el Banco Central sólo pudo acumular reservas por sólo 5,0 mil millones de dólares. Y esto por el fuerte aumento del endeudamiento del gobierno con los organismos internacionales (en 2022 se obtuvieron préstamos netos por 8,2 mil millones con FMI, BID, Banco Mundial, CAF) y de los importadores con sus proveedores y/o casas matrices, por una cifra estimada también superior a los 8,0 millones
- Se ensayan argumentos, se aplican medidas puntuales, se intensifican las restricciones al comercio, se desvían importaciones de otros países proveedores a favor de China, pero la dinámica del sector externo no se habrá de alterar en esencia por esos factores. Esto ha sido alertado en diversos informes de Ieral, caso de la editorial del 21 de abril de 2022 (el año pasado), bajo el título "El exceso de gasto complica el objetivo de acumular reservas (pese a la mejora de términos de intercambio)"
- En el plano contable, la cuenta corriente positiva surge de exportaciones de bienes y servicios que superen a las importaciones. Pero, en términos económicos, ese superávit depende de que los ahorros totales domésticos se ubiquen por encima de la tasa de inversión. Aunque por "contabilidad creativa" se comunique un déficit fiscal dentro de las metas, si hay exceso de gasto público, menor ahorro y atraso cambiario, las consecuencias macroeconómicas no podrán evitarse."
- La pérdida de competitividad va mucho más allá del problema de la merma de exportaciones agroindustriales por la menor cosecha. En junio, las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial sufrieron una caída de 32,1 % interanual por lo que para el primer semestre esta variable registra un descenso de 10,8 % en relación a igual período de 2022. Por su parte, las importaciones por fuera de energía e insumos de la industria aceitera se acercaron a los 5,3 mil millones de dólares, en un nivel que sólo temporalmente puede sostenerse por los mecanismos previstos en el swap acordado con China
- Así, no extraña que la merma en las reservas brutas del Banco Central haya sido de 16,7 mil millones de dólares entre fin de diciembre de 2022 y fin de junio de este año, pasando de 44,6 a 27,9 mil millones. El drenaje se explica tanto por el saldo negativo de las operaciones del BCRA en el mercado oficial de cambios, como por pagos que excedieron largamente los desembolsos obtenidos de organismos internacionales, pero

también por la constante intervención del gobierno en la punta vendedora del “dólar libre”, que habría insumido 1,1 mil millones en seis meses, a un ritmo cercano a los 200 millones/mes, que apunta a duplicarse en el transcurso de julio

- Bajo el supuesto de un acuerdo con objetivos de corto plazo, aun así el sendero a recorrer dista de ser un lecho de rosas. El signo negativo de las ventas netas del BCRA, en próximos meses no podrá ser evitado, siendo que un eventual “Soja IV” podría apenas modificar la estacionalidad de esa dinámica. Al respecto, se estima que el stock en silobolsas podría alcanzar al equivalente a 5,0 mil millones de dólares, por lo que, teniendo en cuenta las últimas experiencias, el central podría eventualmente capturar entre 1,5 y 2,0 mil millones de dólares por la reedición de un tipo de cambio especial para soja y derivados, al costo de “secar” los ingresos de meses subsiguientes. La trayectoria descendente de las reservas del Banco Central de cara a fin de año puede encontrar una pausa, en caso que ocurra este escenario, pero la tendencia no se interrumpirá
- El encarecimiento de los precios de productos importados en el mercado doméstico parece responder más al “cepo” cada vez más restrictivo. Desde diciembre de 2021, el precio de los productos importados aumentó 227% hasta junio de 2023, mientras que el tipo de cambio oficial lo hizo un 144% y el CCL un 135,1 %. El tipo de cambio implícito de los productos importados sería entonces de \$ 320, una brecha de 20,3 % sobre el tipo de cambio oficial. Este dato es muy relevante, en caso que se confirme que una de las medidas en ciernes es la generalización del Impuesto País a una gama amplia de productos de importación
- Aun cuando un eventual acuerdo con el FMI contenga instrumentos que permitan recortar parcialmente el déficit fiscal, hay que tener en cuenta que, en cierto modo, las turbinas de la expansión monetaria se han “independizado”. Considerando los distintos vectores que explican la variación de la Base Monetaria, al 14 de julio de 2022 se registraba una expansión bruta de 75,4 % respecto al nivel de fin de diciembre de 2021; pero para igual fecha de 2023, esa expansión acumula un 167 % (antes de esterilización) respecto de fin de 2022

Al momento del presente informe, el FMI confirmó que el staff se encuentra en negociaciones con un equipo técnico de Argentina, y se espera que para este fin de semana se conozcan los resultados de estas gestiones. El gobierno ha venido posponiendo esta instancia, aparentemente por no encontrar suficiente eco al argumento que el descarrilamiento de las variables macro se explica fundamentalmente por el impacto de la severa sequía que afectó la cosecha de la campaña 2022/23.

En rigor, este fenómeno ha sido relevante y debería ser contemplado en la recalibración de los compromisos asumidos, pero no se puede ignorar que los desvíos y el incumplimiento de las metas comenzaron a verificarse a poco de ponerse en marcha el programa de facilidades extendidas, en marzo de 2022.

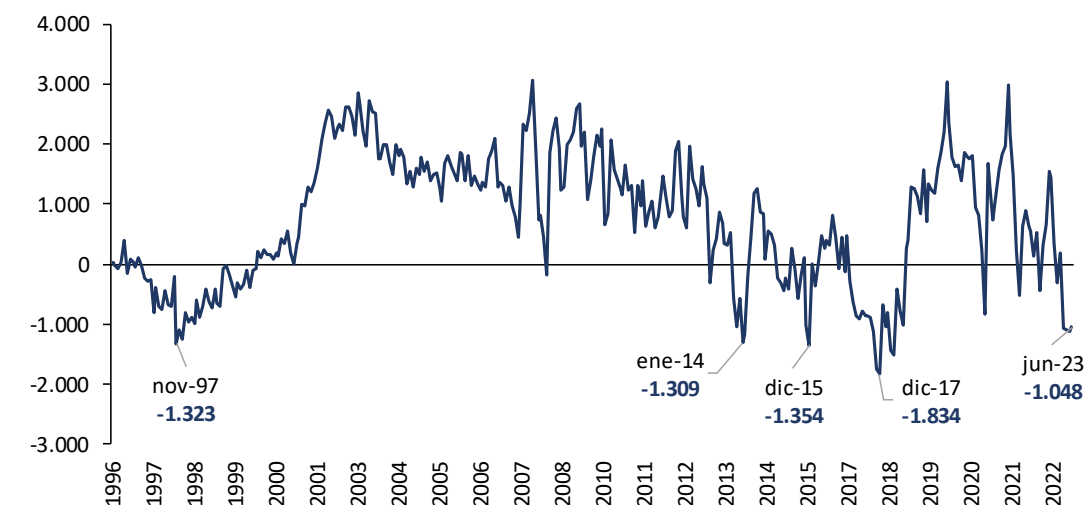
De hecho, el año pasado no hubo sequía, los precios internacionales para la agroindustria fueron record y el superávit comercial alcanzó a 12 mil millones de dólares, pero el Banco Central sólo pudo acumular reservas por sólo 5,0 mil millones de dólares. Y esto por el fuerte aumento del endeudamiento del gobierno con los organismos internacionales (en 2022 se obtuvieron préstamos netos por 8,2 mil millones con FMI, BID, Banco Mundial, CAF) y de los importadores con sus proveedores y/o casas matrices, por una cifra estimada también superior a los 8,0 millones.

Se ensayan argumentos, se aplican medidas puntuales, se intensifican las restricciones al comercio, se desvían importaciones de otros países proveedores a favor de China, pero la dinámica del sector externo no se habrá de alterar en esencia por esos factores. Esto ha sido alertado en diversos informes de Ieral, pero vale la pena subrayar la editorial del 21 de abril de 2022 (el año pasado). Con el título "El exceso de gasto complica el objetivo de acumular reservas (pese a la mejora de términos de intercambio)", se expresaba en uno de los párrafos/síntesis:

"Las complicaciones que pueden enfrentarse para el cumplimiento de las metas en trimestres subsiguientes, más allá de la "contabilidad creativa", tienen que ver con conexiones entre las variables macroeconómicas que a menudo se olvidan o minimizan. En el plano contable, la cuenta corriente positiva surge de exportaciones de bienes y servicios que superen a las importaciones. Pero, en términos económicos, ese superávit depende de que los ahorros totales domésticos se ubiquen por encima de la tasa de inversión. Aunque por "contabilidad creativa" se comunique un déficit fiscal dentro de las metas, si hay exceso de gasto público, menor ahorro y atraso cambiario, las consecuencias macroeconómicas no podrán evitarse."

Los números convalidan aquel análisis, ya que la Argentina pasó de un superávit de la cuenta corriente del balance de pagos equivalente a 1,4 % del PIB en 2021 a un déficit de 0,7 % en 2022, y para 2023 ese rojo apunta a profundizarse hasta el 3,0 % del PIB. Como se ha apuntado en otras oportunidades, con déficit de cuenta corriente no hay forma de acumular reservas si no se logra entrada de capitales y/o financiamiento externo, y es ésta la esencia de la fragilidad macro con la que lidia el gobierno. Aun con swap chino y financiamiento (voluntario?) de proveedores del exterior, los "números" distan de cerrar, agravados, es cierto, por el impacto de la sequía que se manifestó con crudeza a lo largo del primer semestre de este año.

Saldo Comercial Mensual Desestacionalizado
En Millones de USD de jun-2023

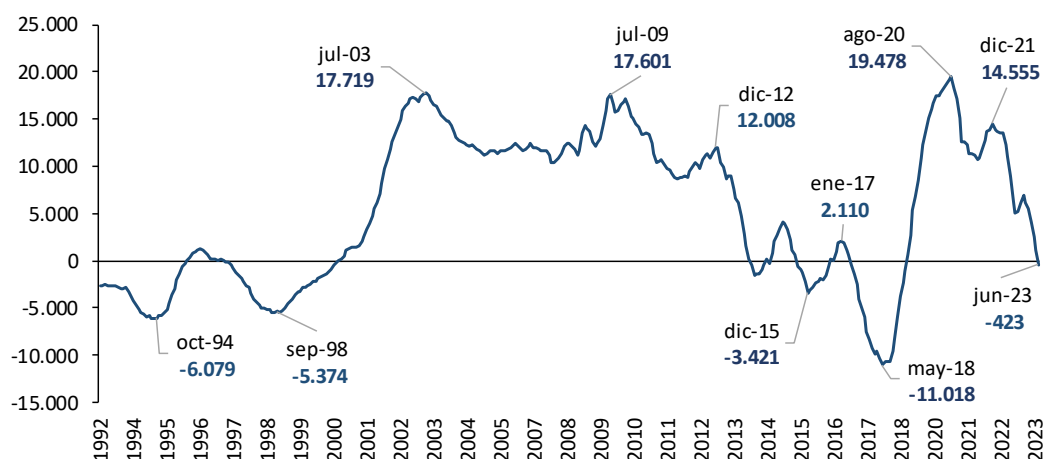


Fuente: IERAL en base a INDEC

No hace falta que el staff del FMI publique documentos enfatizando en el atraso cambiario en el que ha ingresado la Argentina. La pérdida de competitividad va mucho más allá del problema de la merma de exportaciones agroindustriales por la menor cosecha. Los datos de comercio exterior divulgados recientemente por el INDEC, con un déficit comercial record para junio de 1,7 mil millones de dólares, y un rojo acumulado de 4,4 mil millones para el primer semestre, implica un cambio de signo de la balanza comercial de 7,4 mil millones, ya que en el primer semestre de 2022 el resultado había sido positivo en 3,0 mil millones. Para el acumulado de doce meses, el saldo ya ingresó en terreno negativo, por 423 millones, y muestra también una dinámica difícil de sostener en el plano de las exportaciones industriales y en el monto de las importaciones (por fuera de energía e insumos para la industria aceitera).

En junio, las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial sufrieron una caída de 32,1 % interanual por lo que para el primer semestre esta variable registra un descenso de 10,8 % en relación a igual período de 2022. Por su parte, las importaciones por fuera de energía e insumos de la industria aceitera se acercaron a los 5,3 mil millones de dólares, en un nivel que sólo temporalmente puede sostenerse por los mecanismos previstos en el swap acordado con China.

Saldo Comercial Acumulado 12 Meses
En Millones de USD



Fuente: IERAL en base a INDEC

Así, no extraña que la merma en las reservas brutas del Banco Central haya sido de 16,7 mil millones de dólares entre fin de diciembre de 2022 y fin de junio de este año, pasando de 44,6 a 27,9 mil millones. El drenaje se explica tanto por el saldo negativo de las operaciones del BCRA en el mercado oficial de cambios, como por pagos que excedieron largamente los desembolsos obtenidos de organismos internacionales, pero también por la constante intervención del gobierno en la punta vendedora del “dólar libre”, que habría insumido 1,1 mil millones en seis meses, a un ritmo cercano a los 200 millones/mes, que apunta a duplicarse en el transcurso de julio.

Drenaje de Reservas en el primer semestre de 2023
En Millones de USD

Reservas Brutas al 31-12-22	44.598
Reservas Brutas al 30-06-23	27.926
Uso Total de Reservas	-16.672
Venta neta de USD del BCRA en el Mercado Oficial	-3.067
Pagos Netos Org Internac.	-7.965
Operaciones con el Sector Público	-2.106
Ventas del BCRA en el MEP	-1.100
Otros Factores	-2.435

Fuente: IERAL en base a BCRA y fuentes de mercado

En ese tobogán, las reservas netas han pasado a terreno negativo, con un rojo superior a los 5,0 mil millones de dólares, ya que se utilizaron todos los DEG (la moneda del FMI) que quedaban en el activo, y tanto la cuenta en dólares como la de yuanes resulta negativa para el Central, números apenas si compensados por una tenencia de oro por valor de unos 3,8 mil millones de dólares.

En cuestión de horas, información en lugar de conjeturas (Argentina/FMI)

Es ese el contexto en el que se desarrollan las negociaciones de estos días en Washington y es por esto que, en el mejor de los escenarios, el acuerdo que pueda lograrse entre el staff y el gobierno habrá de consistir en medidas de corto plazo, que amplíen por tres o seis meses la “normalidad” de la relación financiera con el organismo, pero sin lograr extender el horizonte de mediano y largo plazo para la macro.

Hasta ahora, escenarios extremos como el del corte de negociaciones e interrupción de pagos por parte de la Argentina se han venido descartando, por el hecho que impactaría negativamente en las variables financieras de corto plazo (brecha cambiaria, tasa de interés, evolución de los depósitos bancarios, entre otras), deteriorando las chances electorales del oficialismo.

Existen escenarios intermedios aún sin un acuerdo cercano, ya que el gobierno podría hacer frente a los vencimientos más inmediatos con el FMI apelando a divisas derivadas del swap, pero en realidad necesitaría ampliar esa línea de crédito para evitar incumplimientos antes del 10 de diciembre. Es por esto que se baraja la posibilidad de un arreglo “light”, por el cual se destraban los desembolsos de junio desde Washington (por unos 4,0 mil millones de dólares) para cumplir con compromisos inmediatos por 3,4 mil millones que caen a fin de este mes y el primer día de agosto. Si el giro de divisas de parte del FMI se demora unas semanas, por cuestiones operativas, pero el acuerdo ya está cerrado, esa ventana de tiempo podría ser cubierta apelando al saldo disponible del swap y otras fuentes de caja del BCRA. Hasta ahora, el Central habría utilizado el equivalente en yuanes de US\$3325 millones, incluyendo US\$1070 millones usados para pagar el vencimiento de junio con el FMI.

Hay que ver, de todos modos, si el staff accede a dar estos pasos a cambio de los compromisos que el gobierno estaría dispuesto a asumir, que no atacan los problemas de fondo, sino simplemente buscan introducir una especie de pausa en el deterioro de las variables. Sobre la mesa de negociaciones, la “oferta” de los funcionarios argentinos consistiría en la generalización del Impuesto País a un buen número de ítems de importación, con una alícuota por definir, y la cuarta versión del “dólar soja”, con algunas innovaciones. En pocas horas será factible corroborar la veracidad de estas conjeturas, o habrá que asumir escenarios que se han venido considerando de “baja probabilidad”.

Bajo el supuesto de un acuerdo con objetivos de corto plazo, aun así el sendero a recorrer dista de ser un lecho de rosas. El signo negativo de las ventas netas del BCRA, en próximos

meses no podrá ser evitado, siendo que un eventual "Soja IV" podría apenas modificar la estacionalidad de esa dinámica. Al respecto, se estima que el stock en silobolsas podría alcanzar al equivalente a 5,0 mil millones de dólares, por lo que, teniendo en cuenta las últimas experiencias, el central podría eventualmente capturar entre 1,5 y 2,0 mil millones de dólares por la reedición de un tipo de cambio especial para soja y derivados, al costo de "secar" los ingresos de meses subsiguientes. La trayectoria descendente de las reservas del Banco Central de cara a fin de año puede encontrar una pausa, en caso que ocurra este escenario, pero la tendencia no se interrumpirá.

El impacto de las variables financieras sobre el nivel de actividad

Lo que ocurra con la cuenta corriente del balance de pagos puede ser un concepto "abstracto" en lo inmediato para la población (no así sus consecuencias), pero las variables vinculadas a la inflación, la brecha cambiaria y el nivel de actividad resultan extremadamente "concretas". Seguramente, si la inflación pudiera estabilizarse en el 6 % mensual de aquí a octubre y el nivel de actividad dejara de caer, este sería un escenario congruente con las aspiraciones del gobierno. El tema es que el desenlace de las negociaciones con el FMI tendrá impacto sobre esta dinámica. La fragilidad del escenario no da para improvisar recetas.

Hay que tener en cuenta que el proxy del PIB (el estimador Mensual de Actividad Económica –EMAE-) retrocedió en mayo 5,5% interanual, reflejando la merma más acentuada desde octubre de 2020. Así, en el acumulado del año, la economía presenta una caída del 1,3% interanual, pero con un cambio de dinámica al evaluarlo por trimestres: mientras que el primero mostró una variación positiva de 1,3% interanual, el segundo trimestre, tomando como proxy el bimestre abril-mayo, exhibió una caída de 5% respecto a igual trimestre del año anterior. En forma convergente, el Índice Ieral que mide la evolución del nivel de actividad en base a la recaudación de impuestos asociados al mercado interno muestra una merma de 4,1 % interanual para el período abril-junio.

La tendencia no es homogénea, de todos modos: mientras que en marzo, 11 de los 15 sectores se expandieron frente al mismo mes del año pasado, esta cifra se redujo a 10 en abril, guarismo que se mantuvo para mayo.

La sequía constituye el principal factor determinante del retroceso de la actividad. En el primer trimestre del 2023, el EMAE agropecuario exhibió una caída de casi 12% interanual y en los dos primeros meses del segundo trimestre esa merma se profundizó hasta el 41 %. En mayo, el sector agro realizó una contribución negativa a la variación del PIB de 5,78 puntos porcentuales. Por su parte, el "resto" del PIB, que había tenido crecimiento de 2 % interanual en el primer trimestre, ha pasado a una situación de estancamiento en los datos que se tienen para el segundo trimestre.

¿Cómo evoluciona la actividad?

Var % i.a EMAE

	EMA Agro	EMA Sin Agro	EMA Total
1er Trim 2023	-11,9%	2,1%	1,3%
2do Trim 2023 *	-40,9%	-0,2%	-5,0%

*Prom abr-may

Fuente: IERAL en base a INDEC

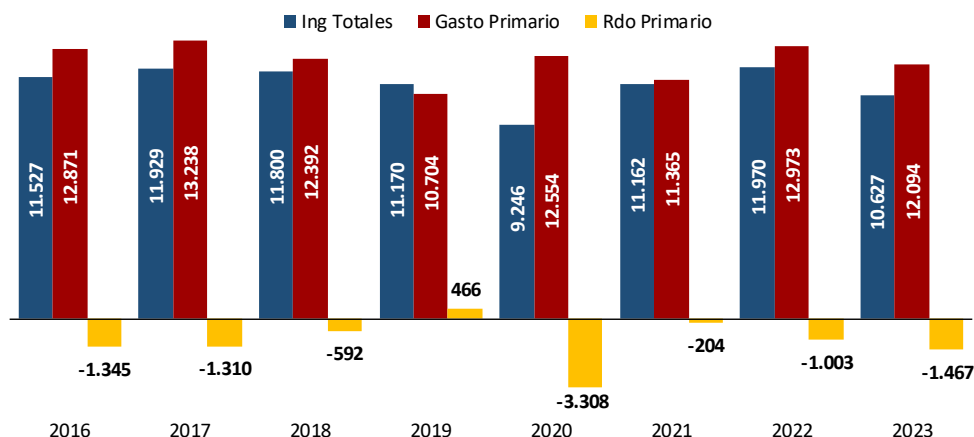
Entre los sectores que mantienen tendencia positiva se encuentran Minas y Canteras, Actividades inmobiliarias y empresariales, Administración Pública, Enseñanza y Salud. Del lado de la oferta, la rentabilidad de Vaca Muerta sigue mostrando resultados y, en el rubro construcciones, se nota el arbitraje de quienes aplican dólares a la paridad libre para transformarlos en "metros cuadrados", bajo la expectativa de que una reducción de la brecha cambiaría en el futuro justifique la inversión. Del lado de la demanda, se sostiene el impacto de la "Provincia 25", los vecinos de países limítrofes que cruzan recurrentemente la frontera aprovechando las diferencias de precios por la brecha cambiaría, y también las "compras de oportunidad" de los agentes locales, típicas de un régimen de alta inflación.

Metas con el FMI: faltan reservas y sobran déficit y pesos

Otro de los factores que complican las negociaciones con el staff es el persistente desvío en el cumplimiento de las metas fiscales. Con los datos acumulados en los primeros 5 meses del año, el déficit del sector público nacional se ubica en \$1.269 mil millones de pesos, por lo que se necesitaría un superávit primario de \$87,6 miles de millones en junio para cumplir con lo pactado originalmente con el FMI (\$1.181,4 mil millones para el primer semestre). Tanto la trayectoria del gasto como de los ingresos no permiten esperar esa necesaria corrección.

Si se compara el déficit actual con los años más recientes, se observa que el rojo acumulado para los primeros 5 meses es el más elevado, excepto el 2020, en el pico de la pandemia.

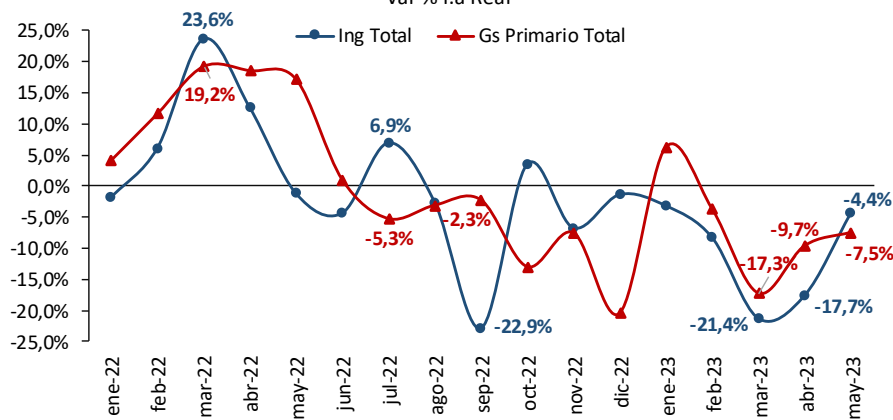
Resultado Primario SPNNF Acumulado 5 Meses
En Miles de Millones de Pesos Constantes de may-23



Fuente: IERAL en base a Ministerio de Economía e INDEC

Este resultado deriva de ingresos que vienen cayendo en términos reales durante 7 meses consecutivo, con la excepción de mayo (por el impacto del "dólar soja" sobre los derechos de exportación). ¿Cómo impacta la sequía en las cuentas del Estado? Si los derechos de exportación se hubieran mantenido constantes en términos reales, el rojo primario para los primeros 5 meses hubiera sido la mitad del observado.

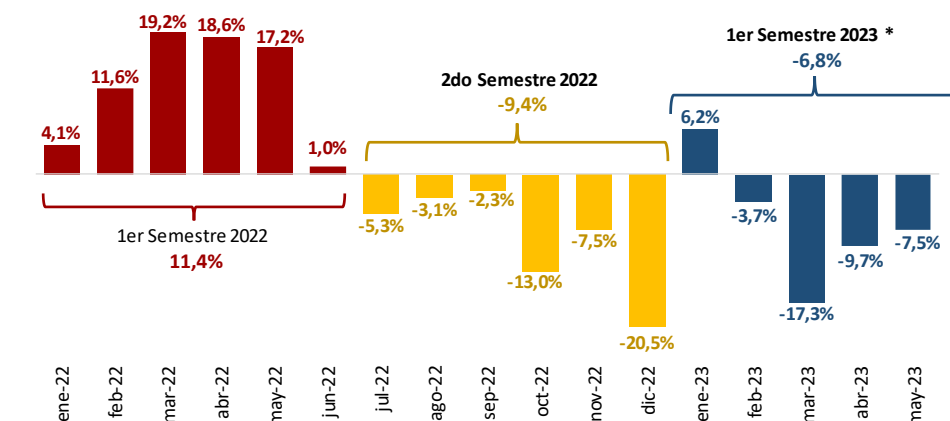
Evolución Ingresos y Gasto Primario SPNNF
Var % i.a Real



Fuente: IERAL en base a Ministerio de Economía e INDEC

Como se ha comentado en artículos previos, el gasto público primario viene ajustándose desde julio de 2022, el problema es que a un ritmo más lento que el de los ingresos. Durante el segundo semestre del 2022, las erogaciones se redujeron 9,4% interanual en términos reales, mientras que en lo que va del 2023 la contracción es cercana al 7%. Seguramente, este es uno de los argumentos más fuertes del gobierno argentino en la mesa de negociaciones con el staff, en la procura del ansiado waiver.

Evolución Gastos Primarios SPNNF
Var % Real i.a



* Incluye el acumulado ene-may 2023

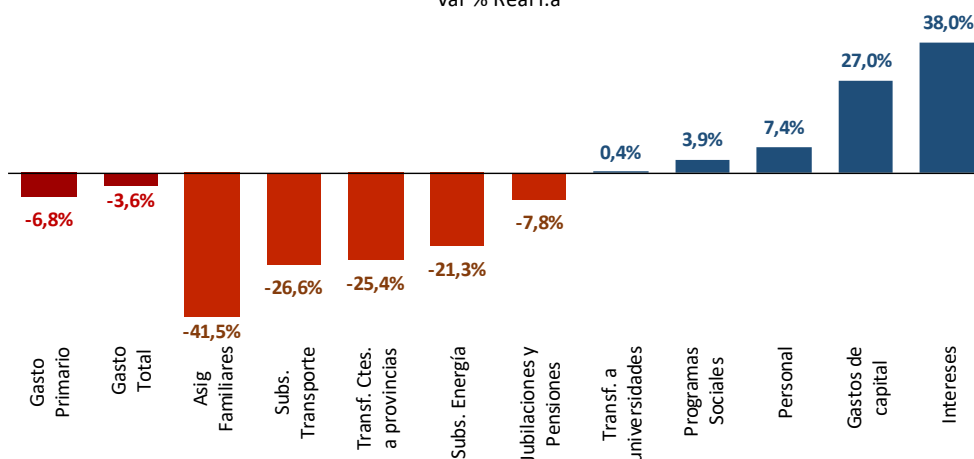
Fuente: IERAL en base a Ministerio de Economía e INDEC

Como se observa en el gráfico adjunto, la dinámica es heterogénea: mientras que el gasto de capital muestra un marcado crecimiento acumulado del 27% en términos reales, el corriente se contrajo poco más del 9%. ¿En qué partidas se está ajustando?: los Subsidios a la Energía y al Transporte cayeron 21,3% y 26,6%, respectivamente; las Jubilaciones y Pensiones mostraron una variación negativa del orden del 8% (derivada de la brecha entre la actualización de los haberes ajustados por la fórmula de movilidad y la inflación), las Transferencias a provincias muestran una contracción del 25,4% y las Asignaciones familiares, del 41,5%.

En la otra vereda se encuentran las Transferencias a Universidades que han crecido levemente por encima de la inflación (+0,4%) y el Gasto en Personal y Programas Sociales con un aumento, neto de inflación, de 7,4% y 3,9% respectivamente.

El gasto primario se contrajo 6,8%, en moneda constante durante los primeros 5 meses del año, pero los intereses de la deuda subieron 38% en términos reales, por lo que la merma del gasto total fue de 3,6%, neta de inflación.

Variación de los principales rubros del gasto Acumulado 5 Meses
Var % Real i.a



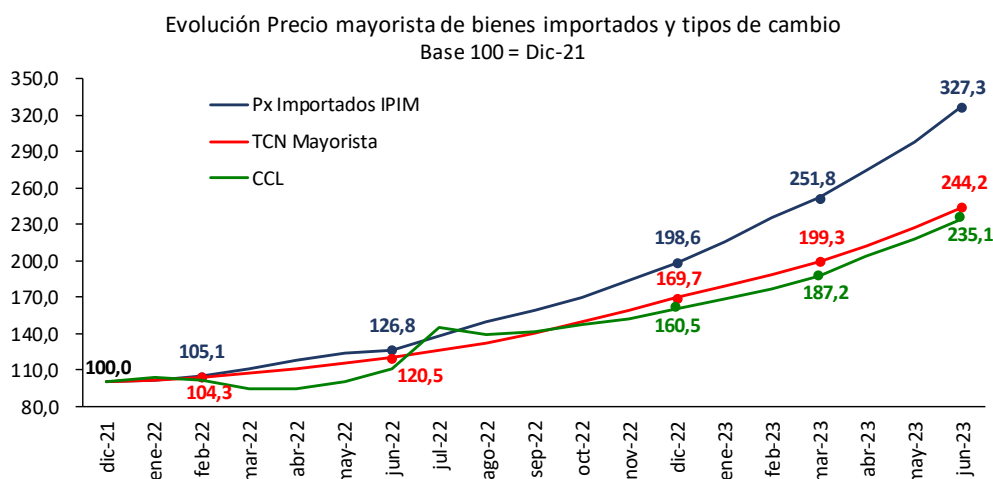
Fuente: IERAL en base a Ministerio de Economía e INDEC

El impacto del tipo de cambio sobre los precios

Se ha subrayado en estos informes que las subas del dólar libre no causan inflación, sino que son el reflejo del aumento de las presiones inflacionarias, derivadas de la dinámica fiscal y monetaria. Esto no significa que pueda ignorarse el impacto de una ampliación de la brecha cambiaria sobre las expectativas.

Lo cierto es que el encarecimiento de los precios de productos importados medido en el Índice de Precios Mayoristas parece responder más a un “cepo” cada vez más restrictivo para las importaciones que a la trayectoria del dólar libre, poniendo el foco en lo ocurrido desde principios de 2022.

Desde diciembre de 2021, el precio de los productos importados aumentó 227% hasta junio de 2023, mientras que el tipo de cambio oficial lo hizo un 144% y el CCL un 135,1 %. El tipo de cambio implícito de los productos importados sería entonces de \$ 320, una brecha de 20,3 % sobre el tipo de cambio oficial. Este dato es muy relevante, en caso que se confirme que una de las medidas en ciernes es la generalización del Impuesto País a una gama amplia de productos de importación.



Fuente: IERAL en base a INDEC y BCRA

¿Una corrección fiscal, permite moderar la expansión monetaria?

Aun cuando un eventual acuerdo con el FMI contenga instrumentos que permitan recortar parcialmente el déficit fiscal, hay que tener en cuenta que, en cierto modo, las turbinas de la expansión monetaria se han “independizado” de la dinámica fiscal de corto plazo.

Vectores de emisión monetaria bruta del BCRA

Como % de la BM de fin del año anterior

	2022*	2023*
Emisión Fiscal (Transf Directas al Tesoro)	16,8%	42,6%
Intereses Pasivos Remunerados	26,8%	104,2%
Compra de Reservas	3,2%	---
Otros Factores**	28,6%	20,2%
Expansión Bruta Agregada	75,4%	167,0%

* Acumulado al 14 de julio de cada año

** Incluye compra de bonos del Tesoro en el merc.
Secundario

Fuente: IERAL en base a BCRA

Obsérvese al respecto la escalada de los últimos doce meses experimentada por la expansión bruta agregada de la Base Monetaria (antes de las operaciones de esterilización). Considerando los distintos vectores que explican la variación de la Base Monetaria, al 14 de julio de 2022 se registraba una expansión bruta de 75,4 % respecto al nivel de fin de diciembre de 2021; pero para igual fecha de 2023, esa expansión acumula un 167 % respecto de fin de 2022. Obviamente, esa dinámica impacta en la nominalidad de la economía, haciendo crujir los instrumentos de esterilización del Banco Central.

Si esto ocurre en un contexto de aceleración de las expectativas de devaluación/inflación de cara a fin de este año, el control de las variables monetarias resulta cada vez más complejo. De hecho, en lo que va de julio se observa un incremento sostenido de la demanda de crédito bancario por parte de las empresas, que sólo se explicaría por la decisión de incrementar los inventarios, como forma de transitar lo que resta del segundo semestre.

En este sentido, también será necesario monitorear la emisión monetaria explicada por las compras del Banco Central de bonos del Tesoro en el mercado secundario, como forma de sustituir la reticencia de los inversores privados a participar de las periódicas licitaciones. Los vencimientos de aquí a fin de año no son menores.

Servicio de la deuda en pesos
En Miles de Millones de Pesos

	III Trim-23	IV Trim-23	Total
Vencimientos de Deuda Total	3.875	2.025	5.900
Por Tipo de Acreedor			
Sector Privado	3.280	1.404	4.684
Sector Público	595	620	1.215
Por Tipo de Moneda			
Pesos	80	205	285
Dólar Linked	2.070	1.620	3.690
Pesos Ajustables por CER	310	200	510
Dual	1.415	0	1.415

Fuente: IERAL en base a JPMorgan y Secretaría de Finanzas-Mecon

En Foco 1

El dato regional de la semana: Lo que esconde el mercado de trabajo: salarios deprimidos, precariedad laboral y baja capacitación

Laura Caullo y Joaquín Aguirre

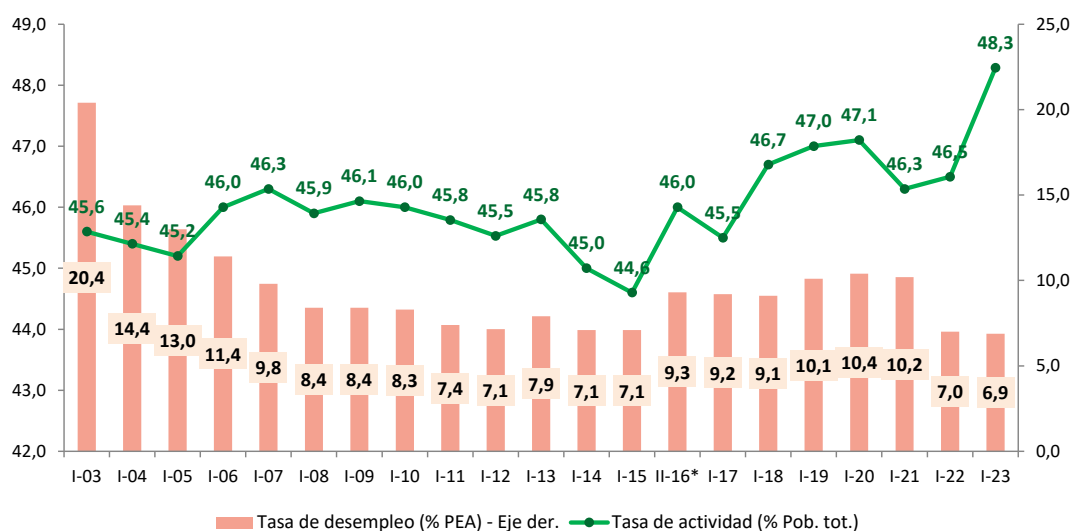
- Los indicadores del mercado laboral proporcionados por el INDEC para el primer trimestre de 2023 arrojan resultados optimistas: elevadas tasas de actividad y empleo (48,3% y 45% respectivamente), y una baja tasa de desempleo (6,9%), tanto a nivel nacional como desagregando por provincias. Aun así, detrás de estos números alentadores se esconden desafíos significativos
- Los salarios reales se encuentran muy deprimidos. El salario real de los trabajadores informales desde 2018 no encuentra un piso. En abril de 2023 percibieron 59% de lo que ganaban en 2016, ajustando por inflación. Los asalariados públicos y privados registrados lograron mantener su poder adquisitivo en los últimos 3 años, pero en un nivel mucho más bajo que respecto a 2016-2017
- El empleo que se crea es de baja calidad. Casi 17 millones de personas se encuentran en una situación de dificultad laboral (inactivos en edad laboral, informales o desocupados). El 41% de los ocupados trabajan de forma precarizada. En los últimos 10 años se aprecia una pérdida de participación del empleo asalariado privado registrado, mientras las categorías de asalariado informal, público y cuentapropismo ganan posición
- En la comparación internacional Argentina se encuentra muy rezagada en cuanto al nivel de capacitación de sus trabajadores. Sólo el 18% de aquellos entre 25 y 34 años finalizaron sus estudios universitarios o de nivel terciario, contra 69% de Corea del Sur (país desarrollado) y 40% de Chile (país de la región)
- En la apertura regional, la disparidad en el nivel educativo de los trabajadores es ostensible. El 39% de los habitantes de entre 25 y 34 de CABA están altamente calificados, contra sólo el 9% en Formosa

En el medio de un contexto inflacionario complejo y preocupante, con una tasa de inflación interanual en torno al 116% y que se espera que alcance el 142% a lo largo de todo 2023 (acorde al REM), los indicadores asociados al mercado laboral parecen mostrar un escenario bastante optimista. Por ejemplo, la tasa de actividad en los primeros tres meses de 2023 fue del 48,3% (un pico de actividad desde que se retomó su registro en 2016), mientras que para el mismo trimestre 2022 había sido del 46,5%. De esta manera, en la

comparación interanual se registró un incremento de 822 mil personas adicionales participando en el mercado laboral.

Algo similar ocurre con la tasa de desocupación. En el primer trimestre de 2023 se evidenció el nivel más bajo en décadas para los primeros tres meses del año (habría que remontarse a comienzos de los 90 o fines de los 80 para hallar un número similar). La proporción de desocupados sobre la población económicamente activa resultó del 6,9% (representando la situación de 1,5 millones de personas), posicionándose 0,1 p.p. por debajo de la tasa de 2022 (7%) y 3,3 p.p. menos que la observada en 2021 (10,2%). Por lo tanto, la mejoría mostrada tras la salida de la pandemia en este indicador no parece haberse tratado de un evento temporal, dado que estos registros tan bajos se mantienen por segundo año consecutivo.

Evolución de la tasa de actividad y de la tasa de desocupación
Primer trimestre de cada año



Fuente: IERAL en base a INDEC

*Nota: sin datos del primer trimestre 2016

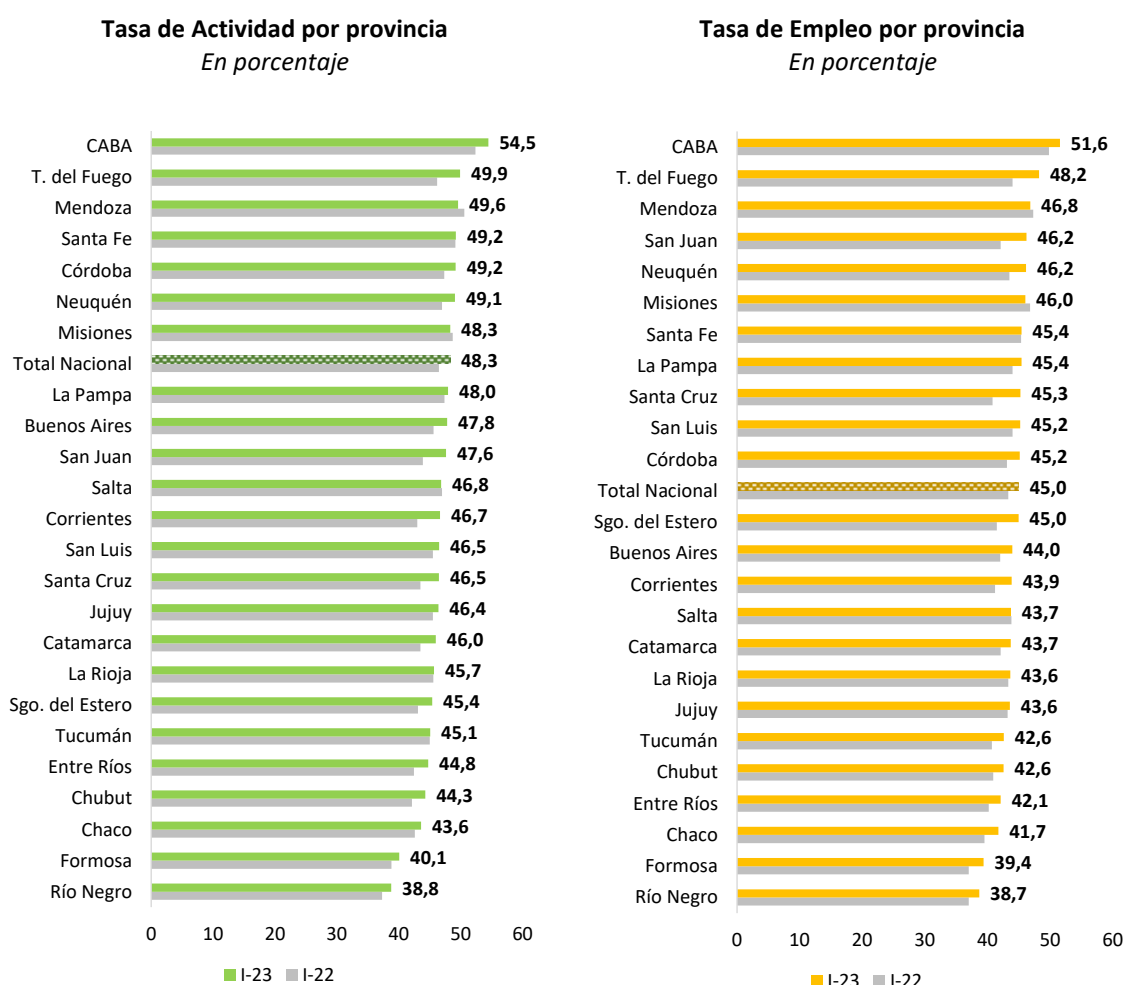
La mejora de los indicadores laborales mencionados, permite sostener que, en parte, las personas que buscaban un trabajo fueron efectivamente vinculadas con uno. Así, la tasa de empleo también experimentó una mejora, alcanzando en el primer trimestre 2023 un 45%. Esto quiere decir que alrededor de 20,7 millones de personas se encuentran ocupadas, es decir, 767 mil más que en el mismo trimestre de 2022, cuando la tasa resultaba igual a 43,3%.

A nivel provincial se mantienen los buenos resultados. Por ejemplo, sólo 3 de las 24 provincias experimentaron una reducción de su tasa de actividad con respecto al primer trimestre de 2022 (Mendoza, Salta y Misiones). Por su parte, San Juan, Tierra del Fuego y Corrientes fueron las que mostraron un incremento más significativo en esta variable de forma interanual, con 3,7 p.p. adicionales en los tres casos. Gracias a este aumento, Tierra del Fuego pasó a ser la segunda jurisdicción con mayor tasa de actividad (49,9%), sólo

detrás de CABA (54,5%). Mendoza (49,6%), Santa Fe (49,2%) y Córdoba (49,2%), tres de las provincias más productivas, siguen en la lista. En este ranking, Formosa (40,1%) y Río Negro (38,8%) son las peor posicionadas.

El otro indicador que resume los principales rasgos del mercado laboral argentino es la tasa de empleo. En el interior del país, nuevamente fueron sólo 3 las jurisdicciones que desmejoraron, aunque muy levemente: Salta (-0,1 p.p.), Mendoza (-0,5 p.p.) y Misiones (-0,8 p.p.). Mientras, Santa Cruz (+4,5 p.p.), Tierra del Fuego (+4,2 p.p.), San Juan (+4,1 p.p.) y Santiago del Estero (+ 3,5 p.p.) presentaron las variaciones interanuales más altas con respecto al mismo trimestre del 2022.

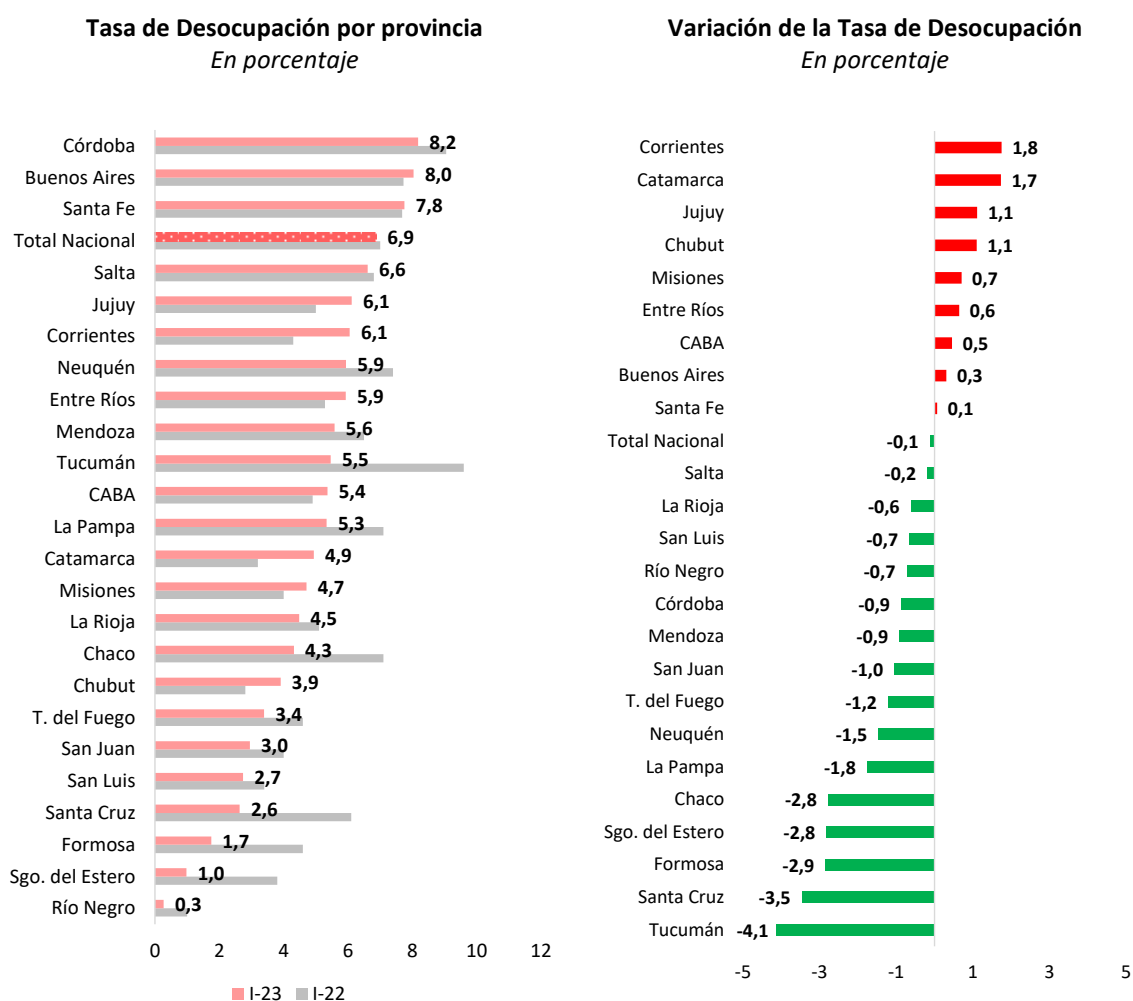
En cuanto al posicionamiento, CABA, Tierra del Fuego y Mendoza (al igual que con la tasa de actividad) son las que otorgan mejores valores en cuanto al porcentaje de ocupados respecto al total de la población, con 51,6%, 48,2% y 46,8% respectivamente. En el otro extremo son, nuevamente, Chaco (41,7%), Formosa (39,4%) y Río Negro (38,7%) las que se ubican entre las que proporcionan peores resultados.



Fuente: IERAL en base a INDEC

Respecto a la tasa de desocupación, aunque a nivel nacional la misma disminuyó, en 9 de las 24 jurisdicciones se produjo un aumento. Esto puede deberse al incremento en la

participación laboral: dado que un mayor número de personas se encuentra buscando trabajo y aún no fueron vinculadas con uno, la tasa de desocupación se amplía. Lo que se encuentra, independientemente de esto, es que en la mayoría de las provincias el desempleo disminuyó, y en muchos casos en gran cuantía. Por ejemplo, en Chaco (-2,8 p.p.), Santiago del Estero (-2,8 p.p.), Formosa (-2,9 p.p.), Santa Cruz (-3,5 p.p.) y Tucumán (-4,1 p.p.) las caídas en este indicador fueron muy significativas. En el primer trimestre de 2022, esta última provincia se trataba de la peor posicionada en este rubro (9,6% de desocupación), pero con esta modificación pasó a ubicar el puesto 11. Por otra parte, Corrientes (+1,8 p.p.), Catamarca (+1,7 p.p.), Jujuy (+1,1 p.p.) y Chubut (+1,1 p.p.) fueron aquellas en las que el desempleo creció en mayor medida.



Fuente: IERAL en base a INDEC

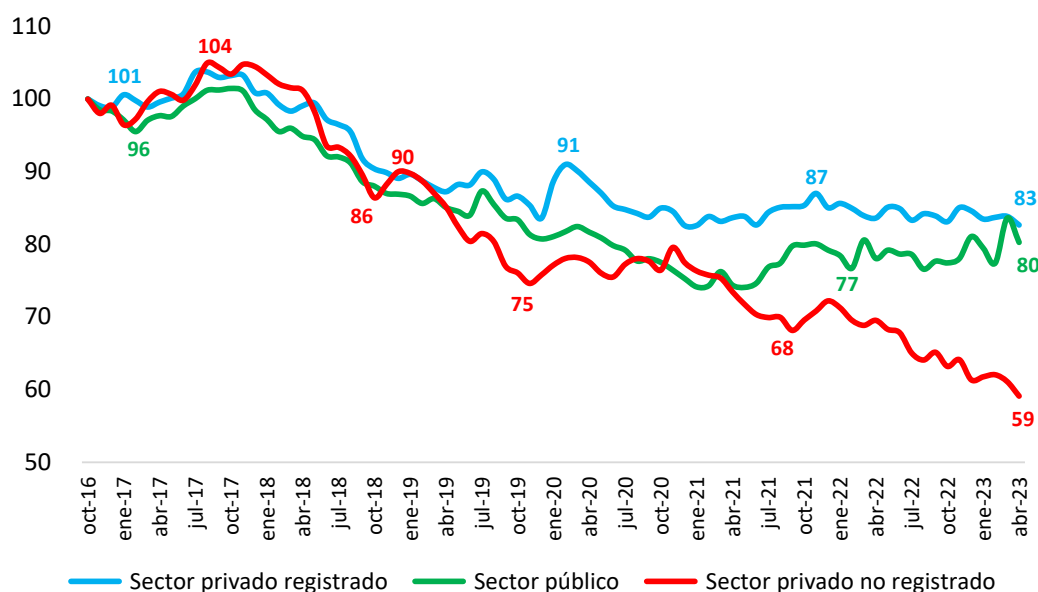
El ranking encuentra a Córdoba como la provincia con mayor desempleo (8,2%), seguida de Buenos Aires (8%) y Santa Fe (7,8%). En claro contraste, las jurisdicciones de Formosa (1,7%), Santiago del Estero (1%) y Río Negro (tan solo 0,3%) son las de menor cantidad de desocupados respecto a su población.

Ante esto, se podría concluir que el panorama de la economía es bastante menos acuciante de lo que se podría suponer. Aun así, este no parece ser el caso. Detrás de estas tasas de carácter agregado, se esconden matices que hablan de un escenario mucho más complejo.

Bajas remuneraciones

Por un lado, los salarios reales se encuentran muy deprimidos. A partir de 2018 se observa una caída generalizada en el poder adquisitivo de los ocupados, aunque existen diferencias significativas entre los que están registrados y los que no. El salario real de los trabajadores informales desde 2018 no encuentra un piso (en abril de 2023 percibieron 59% de lo que ganaban en 2016, ajustando por inflación). Por otro lado, los asalariados privados registrados sufrieron una pérdida en su poder de compra, pero en los últimos años lograron mantener estable su salario real (claramente, en un nivel menor al que se observaba en 2016-2017). Algo similar ocurrió con los empleados del sector público. Ellos vieron caer su poder adquisitivo un 27% entre 2018 y 2020, pero luego pudieron recuperar parte del camino perdido. En abril de 2023 percibieron el 80% de los que ganaban en 2016. Como consecuencia, la brecha en la evolución de los salarios entre los trabajadores formales y los informales se acrecentó ampliamente en los últimos 3 años.

Evolución mensual del índice de Salarios en términos reales
Base 100 = oct-16, hasta abr-23



Fuente: IERAL en base a INDEC

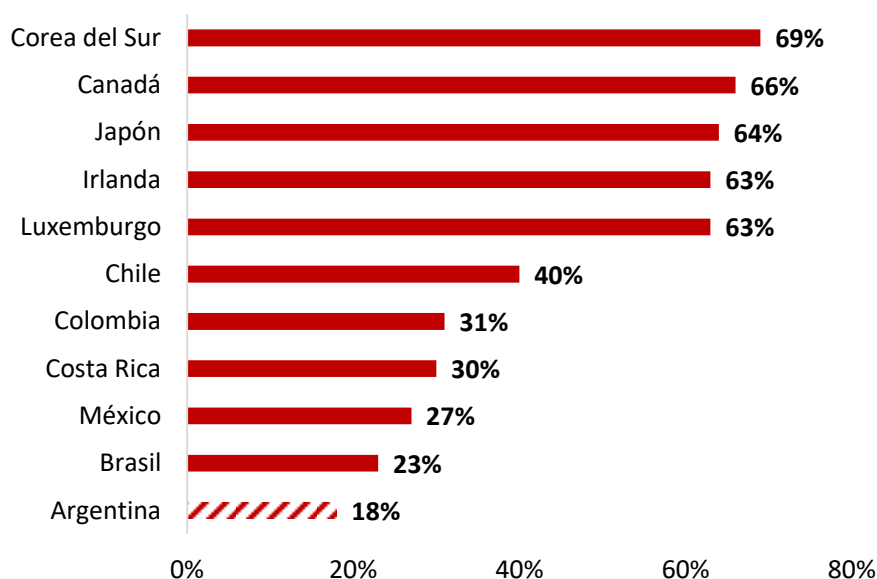
Empleo de baja calidad y su vínculo con el nivel educativo

Por otro lado, detrás de las altas tasas de actividad y empleo se esconde una elevada precariedad. De los datos que surgen de la EPH del cuarto trimestre del 2022, se desprende que casi 17 millones de personas se encuentran en una situación de dificultad laboral, entendiéndose por tal a aquellos que son desocupados, trabajadores sin remuneración, cuentapropistas no profesionales, no registrados o trabajadores inactivos en

edad laboral. Poniendo el foco sólo en los ocupados, el 41% de ellos lo hacen de forma precarizada. Observando la descomposición de la tasa de empleo en los últimos 10 años, entre 2012 y 2022, se aprecia una pérdida de participación del empleo asalariado privado registrado, mientras las categorías de asalariado informal, público y cuentapropismo ganan posición.

Ante esto surge la pregunta de por qué existe tanto empleo informal y/o de baja productividad en Argentina. Muchas respuestas diferentes se pueden improvisar (estancamiento económico, legislación laboral inflexible, elevada carga impositiva, etc.), pero acá se hará hincapié en el rol que cumple el capital humano. Y esta es un área en la que el país ha ido perdiendo terreno en la comparación internacional. Entre las personas de 25 a 34 años, en Argentina sólo un 18% es graduado universitario o del nivel terciario, contra 69% de Corea del Sur o 66% de Canadá. A priori esta distancia podría justificarse por la ostensible diferencia en el nivel de desarrollo económico que presentan los países con los porcentajes más elevados, pero a la hora de establecer una comparación con otros países de la región, Argentina vuelve a quedar rezagada. Chile, por ejemplo, ostenta más del doble de graduados en relación a su población (40%), Colombia alcanza el 31%, y Brasil el 23%.

Porcentaje de la población de 25 a 34 años con estudios terciarios o universitarios completos
2022

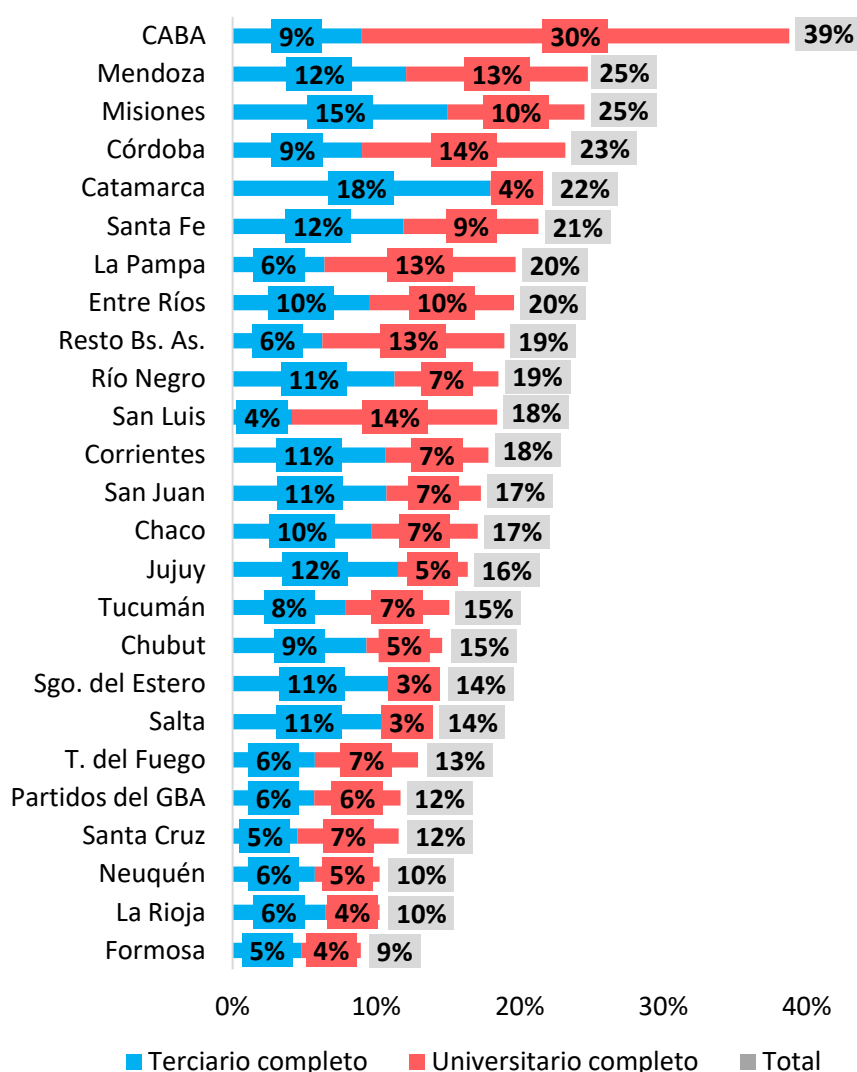


Fuente: IERAL en base a World of Statistics

La apertura regional también deja entrever una importante heterogeneidad en esta variable. Dada la elevada concentración de oferta académica, por un lado, y la notoria capacidad de atracción de trabajadores altamente calificados, por otro, no sorprende que CABA se destaque con creces respecto al resto de las jurisdicciones respecto a la proporción de su población de entre 25 y 34 años con estudios terciarios o universitarios

completos (39%). Además, la gran mayoría (30%) son graduados universitarios. Mendoza y Misiones, que le sigue en esta métrica, exhiben 12 p.p. menos en este guarismo. Aun así, vale la pena destacar que Mendoza tiene una mayor proporción de graduados universitarios (13%, o 51% del total de ambas categorías) que Misiones (10%, o 39% del total). Córdoba, con 23%, se encuentra a continuación, con mayoría de graduados universitarios respecto a los del nivel terciario. Catamarca, que se halla en la cuarta posición (22%), se destaca porque el 83% de sus graduados del nivel superior de entre 25 y 34 años lo hicieron en el nivel terciario. En el otro extremo se ubican Neuquén (10%), La Rioja (10%) y Formosa (9%). En estos 3 casos la distribución entre graduados universitarios y graduados del nivel terciario es equitativa.

Porcentaje de la población de 25 a 34 años con estudios terciarios o universitarios completos
IV trim. 2022



Fuente: IERAL en base a EPH-INDEC

Un bajo porcentaje de trabajadores capacitados incide directamente en la productividad de un país, en su competitividad, en su capacidad de innovación, en las inversiones que se pueden llevar a cabo y últimamente en el crecimiento económico. Para los mismos trabajadores, esto implica menores salarios y mayor desigualdad (se amplía la brecha salarial entre aquellos altamente formados y el resto, ya que los primeros son muy demandados, dada su escasez).

Conclusiones

En medio de un contexto inflacionario complejo y preocupante, los indicadores relacionados con el mercado laboral en Argentina parecen mostrar una perspectiva relativamente optimista: elevadas tasas de actividad y empleo, y una baja tasa de desempleo, tanto a nivel nacional como desagregando por provincias.

No obstante, detrás de estos números alentadores se esconden desafíos significativos. Los bajos salarios reales, especialmente para los trabajadores informales, y la alta precariedad laboral, con un porcentaje importante de trabajadores ocupados en condiciones inestables o de baja productividad, plantean preocupaciones para la economía y la sociedad.

Además, la falta de trabajadores altamente calificados en el país incide directamente en la competitividad de la nación y en su capacidad para crecer y reducir la desigualdad. Es fundamental abordar los problemas de baja productividad, precariedad laboral y brecha educativa para asegurar un desarrollo económico sostenible. El enfoque en la formación y capacitación de trabajadores altamente calificados será crucial para impulsar el bienestar.