

INFOGRAFÍA

# EL AÑO ECONÓMICO

Con desvíos de hasta un 100%, el año 2017 cierra con incumplimiento en los principales parámetros de la política macroeconómica.



Autoridades  
UNIVERSIDAD NACIONAL  
DE AVELLANEDA

RECTOR

**Ing. Jorge Calzoni**

SECRETARIA GENERAL

A cargo de la Coordinación del  
Observatorio de Políticas Públicas

**Dra. Patricia Domench**

COORDINADOR

Módulo Política Económica

**Mg. Santiago Fraschina**

## RESUMEN EJECUTIVO

- En 2017 se profundizó el rumbo estratégico definido por el actual gabinete en materia económica. Flexibilización tarifaria, política de ingresos reales a la baja, liberalización de las cuentas externas y dólar apreciado, en pos de la valorización financiera.
- El único factor anómalo de la política pública en 2017 fue una aceleración de los desembolsos para obra pública de baja escala, a tono con el año electoral y en compensación con un 2016 de extraordinaria inmovilidad en materia de inversión.
- En prospectiva, el Presupuesto 2018 vuelve a allanar el terreno a la “normalidad de la política económica”, Una hipótesis de inflación desacoplada de las expectativas, tipo de cambio bajo para favorecer el *carry trade* y más ajuste tarifario en servicios públicos para generar convergencia a “precios de mercados”.
- En igual sentido, se mantiene el objetivo macroeconómico de los últimos dos años, relativo a la reducción del déficit fiscal. En un entorno donde se propone una salida política para la resolución del diferendo judicial por el “fondo del conurbano de la Provincia de Bs. As.”, la variable de ajuste son los fondos previsionales.
- En este marco, la presente infografía busca ponerle números a la trayectoria económica de 2017. A tales fines, indagamos en los principales resultados que hacen a los diferentes sectores de actividad, con foco en la incidencia de las decisiones de políticas públicas sobre la dinámica observada.
- En materia de comercio exterior, se tiene actualmente un resultado deficitario en más de U\$\$ 7.600 millones, en base a compras externas que crecen al 20% en contraste a exportaciones virtualmente estancadas. En el proyectado, se espera un déficit global en torno a los U\$\$ 9.000 millones, presionando sobre la restricción externa de nuestra economía.
- La contracara para compensar el desequilibrio es el ingreso de capitales, tanto en términos de inversión de cartera como en materia de endeudamiento público. Así, consolidados datos al tercer trimestre, se proyectan flujos de inversión de cartera por U\$\$ 40.000 millones en el año, además de un endeudamiento externo neto en torno a los U\$\$20.000 millones.
- El desbarajuste de las cuentas externas no está desvinculado del desempeño local. Con una economía que aún se posiciona un 1,4% debajo de los niveles de PBI per cápita del 2015, el mercado laboral mostró en el corriente año un rebote insuficiente, con una suba del 2,1% de los asalariados registrados. Cabe destacar que más del 60% se explica por el régimen de monotributo, modalidad altamente inestable y propia de ingresos bajos.
- La languidez del mercado de trabajo tiene reflejo en el sector industrial, Además de ser una de las ramas de actividad con mayor potencial en la creación de empleo genuino, se ve incidida por las perspectivas de mediano plazo. En 2017, se espera una recuperación de la actividad consolidada en torno al 2%, aún por casi 3 puntos por debajo de los niveles de fines de 2015.
- Sin embargo, la industria se encuentra mayormente traccionada por el sector automotriz, dominado por compañías transnacionales. Con todo, el empleo fabril cae en más de 26.000 empleos en la comparativa interanual, esto es, más de 2.200 puestos de trabajo destruidos por mes.
- Por último, en materia de precios y finanzas, el desaguado es ostensible. Con un desvío de la inflación esperada cercano al 50% y un dólar planchado en la mayor parte del año, los capitales golondrina aprovecharon una rentabilidad única en el mundo de hasta el 28,75% gracias a la apertura de la cuenta de capitales.

## INTRODUCCIÓN.

Luego de un 2016 recesivo, el 2017 fue un año donde la actividad económica recuperó cierto dinamismo más no sea para recuperar el terreno perdido. De este modo, el crecimiento económico será cercano al 3% al finalizar el año. Esto compensa la caída del 2,3% en 2016, pero, cuando se computa el PBI per cápita se tiene que, en promedio, cada argentino es un 1,4% más pobre que lo que era en 2015.

Independientemente del desempeño de la actividad económica (que no fue bueno) tanto en años recesivos como expansivos, se ha vuelto más regresiva la distribución de los ingresos. Esto quiere decir que no sólo tenemos una torta del mismo tamaño que en 2015, sino que hay que dividirla entre más personas y esta distribución se hace de manera más inequitativa. Los que menos tienen, ahora se llevan porciones más chicas y los más ricos, porciones más grandes.

Para decir esto se puede pensar en cuánto más tiene el 10% más rico en relación al 10% más pobre. Esto se conoce como indicador decil 10/ decil 1. De acuerdo a los datos de los segundos trimestres de cada año y tomando al ingreso per cápita familiar obtenemos que mientras en 2015 este número llegaba a 16, en 2017 el promedio de los ingresos del decil 10 es 20 veces el promedio de los ingresos del decil 1.

Para no restringirnos a los extremos, se puede evaluar la desigualdad de acuerdo a índice de Gini. En éstos términos tenemos que la desigualdad aumentó un 4,4%, desde un índice de 0,41 registrado en 2015 a 0,428 en 2017.

### BRECHA DISTRIBUTIVA (en cantidad de veces)

Año	2015	2016	2017
<b>Relación entre el decil 10 y el 1</b> (en cantidad de veces)	16	19	20

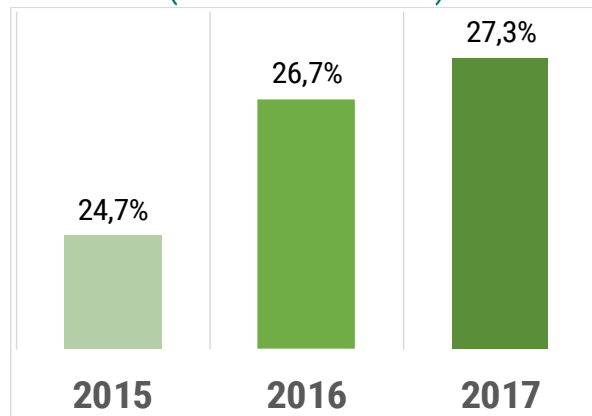
Fuente: elaboración propia en base a Indec.

Asimismo, si bien en 2017 la actividad económica mantuvo un crecimiento punta a punta, lo hizo a un ritmo mucho menor que las importaciones. En los 10 primeros meses del año ya tenían un crecimiento del 18% respecto a las importaciones de esos meses de 2016, donde se destacan las importaciones para consumo final. De manera el menor producto per cápita, es acompañado de mayor componente importado. Es decir, que en promedio cada argentino es 1,4 % más pobre, pero consume más lo que se produce afuera. Esto explica, en parte, la enorme cantidad de pequeñas empresas que ya no tenían a quién venderle.

Párrafo aparte para la enorme necesidad de divisas que genera el creciente componente importado. De momento provienen del endeudamiento externo, y no hay indicios de

reversión en estas políticas dado que las exportaciones, que son la herramienta para hacerse de dólares genuinos, han crecido a un ritmo menor al del producto. Presentan en 2017(10 meses) una variación de tan solo 1,8%.

### COMPRA DE BIENES AL EXTERIOR (en relación al PBI)



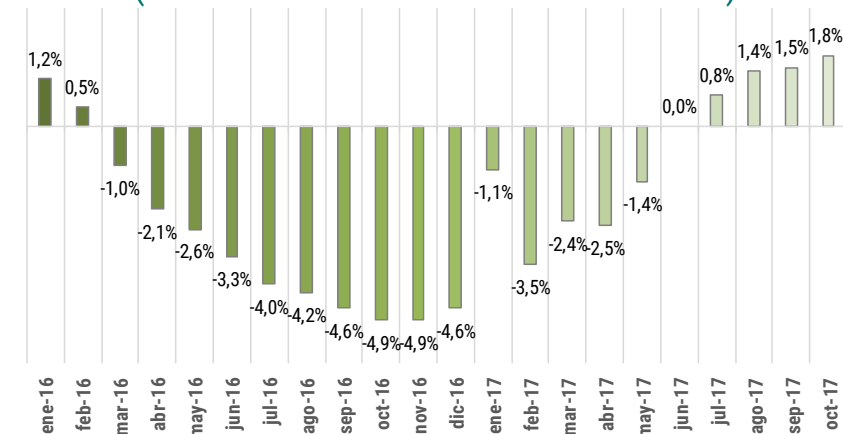
Fuente: elaboración propia en base a ICA-Indec.

## INDUSTRIA

La industria nacional fue uno de los sectores más perjudicados por el viraje de la política nacional. El aumento de las importaciones de bienes de consumo y la caída general

de la demanda fueron factores claves que afectaron su desarrollo. En 2016, según el Indec, la industria produjo un 4,6% menos que en 2015. En el año actual la industria solo logró recuperarse un 1,8%. Es decir, que el nivel actual de actividad industrial es un 3% menor a la que había 2 años atrás.

### ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL (en % de variación acumulada interanual)



Fuente: elaboración propia en base a EMI-Indec.

El hecho de que las importaciones de los bienes de consumo final se hayan incrementado un 30% en dos años explica en gran parte esta incapacidad de recuperación. A diferencia de los bienes intermedios o bienes de capital, estas importaciones afectan de forma directa la producción nacional, dado que el consumo de bienes producidos en el

exterior reemplaza de forma directa al que se produce en nuestro país. En relación a esto, no solo se incrementaron las importaciones de bienes de consumo final, sino que también su porcentaje dentro del total de todas las importaciones. Pasaron de un 10,9% a un 13,1%. Cuando se considera la relación entre importaciones y PBI, se tiene un aumento superior al 40% en dos años (0,85% a 1,20%).

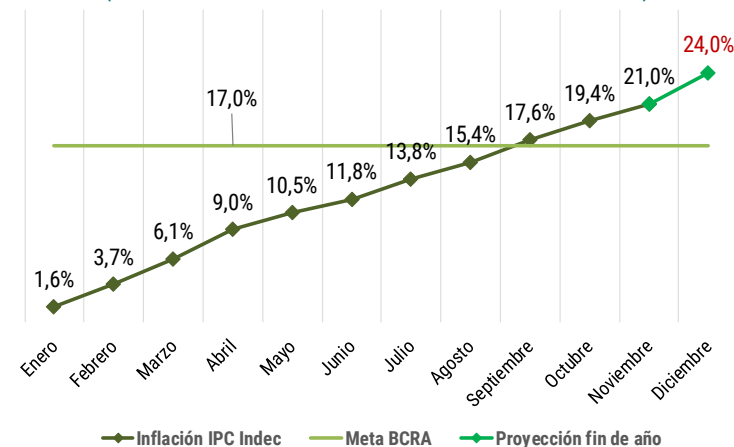
Dentro de los distintos sectores industriales el más importante, por su peso dentro de la producción nacional, es el de alimentos. Este sector disminuyó su producción un 1,2% el año pasado y un 0,8% el corriente. Dentro del mismo la industria productora de lácteos fue la más afectada con una caída acumulada del 20% en dos años. Otra rama de producción es la textil, que tiene importancia a nivel nacional por su producción y por la cantidad de empleo que brinda. La misma cayó un 4,3% en el 2016 y un 9,4% en 2017.

## PRECIOS

El 2017 dejó varias contradicciones en materia de política económica. En cuanto a la dinámica inflacionaria interna se destacaron las medidas aplicadas desde distintos ministerios que dispusieron señales contrapuestas y resultados lejanos a los pronósticos oficiales de principios de año. Por un lado, el BCRA esterilizó, a lo largo del año, con elevadas tasas de interés -mediante Lebacs- los excesos de liquidez del mercado y, por otro, se aumentaron

significativamente las tarifas de servicios públicos, al mismo tiempo en que subieron los precios de otros bienes y servicios básicos e imprescindibles (como los precios de los medicamentos y las prepagas, por ejemplo). En definitiva, y como no podía ser de otra manera, los resultados en materia de contención inflacionaria fueron poco significativos. Aun cuando la inflación se desaceleró de manera marcada respecto de la experimentada en 2016, la suba de precios consolidada anual se ubicará alrededor de 7 puntos encima de la meta proyectada por el BCRA. En el gráfico que sigue se muestra las proyecciones de inflación anual de algunas consultoras y analistas, en relación a la meta del BCRA.

### INFLACIÓN Y META (acumulada hasta cada mes de 2017)



Fuente: elaboración propia en base a Indec y expectativas de mercado.

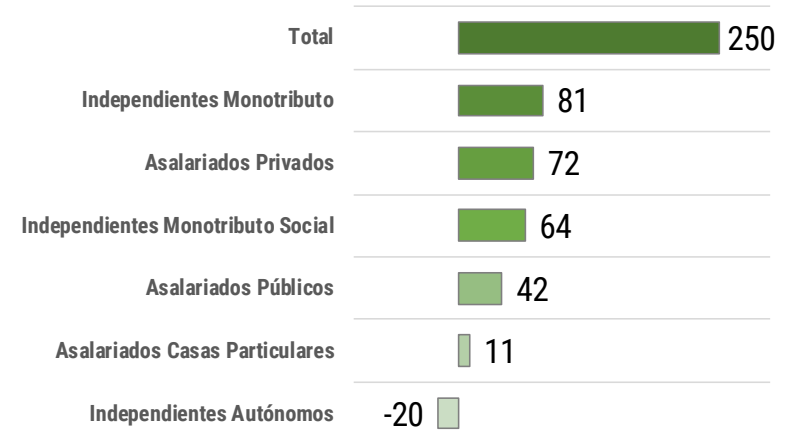
Los pronósticos de las consultoras y analistas corresponden al resultado del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) publicado por el BCRA. Como se ve, el umbral inflacionario anual previsto por el Banco Central se excederá, en base a las proyecciones, en casi 7 puntos porcentuales. Si se tiene en cuenta la evolución del nuevo IPC Nacional, se observa una inflación acumulada hasta noviembre de 21%. Además, según el mismo índice, ya en el mes de septiembre el acumulado corrido a nueve meses había excedido las proyecciones oficiales de inflación acumulada anual. Como corolario de las medidas tomadas para estabilizar la suba de precios doméstica, se observa que los resultados han sido claramente insatisfactorios respecto de lo proyectado en las metas. Las señales contrapuestas han dejado un nivel de inflación alta, junto con un stock de Lebacs que pone en riesgo la solvencia futura del Banco Central.

## EMPLEO

La evolución del mercado del trabajo a lo largo del 2017 presentó comportamientos divergentes en los distintos sectores de la economía nacional. En primer lugar, en base a estadísticas del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), se puede constatar que la cantidad de asalariados registrados alcanzó 12.260,7 miles en septiembre de este año. Este número significa un aumento en el empleo de 2,1% en

relación a los 12.010,7 miles de empleos registrados en el mismo mes de 2016.

### EMPLEO, SEGÚN MODALIDAD OCUPACIONAL (en miles de puestos de trabajo, variación período septiembre 2016/2017)



Fuente: elaboración propia en base a SIPA-MTEySS.

Cuando se desagrega la suba en la cantidad de empleos totales, de la suba interanual agregada (+250 mil empleos), prácticamente el 60% se explica por el incremento en la modalidad del monotributo en sus dos versiones (monotributistas independientes y monotributo social). Es decir que, 6 de cada diez empleos creados corresponden a monotributistas. Así, gran parte de la creación de trabajo registrado corresponde a posiciones inestables y/o de bajos

ingresos.

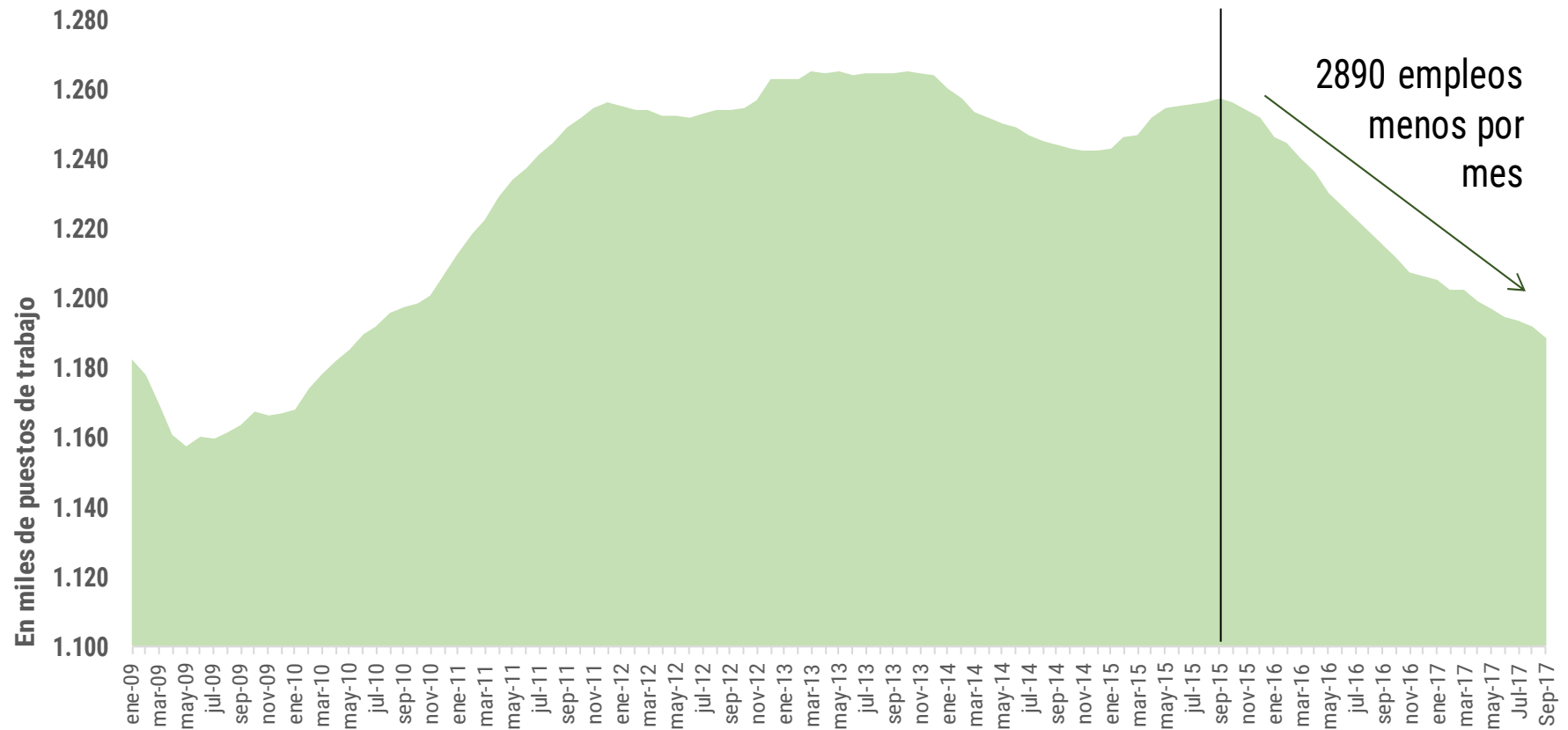
El empleo público también subió respecto del año pasado (+42 mil empleos) mientras que la modalidad de Independientes Autónomos de retrotrajo en cantidad de empleos (-20 mil).

Respecto de la cantidad de trabajadores registrados privados se observa una suba de 72 mil empleos. Cuando se descompone el aumento en el empleo privado se nota una divergencia respecto de la evolución de los distintos rubros económicos. El primer factor destacable es el incremento en el empleo del sector de la construcción, que sumó unos 47 mil empleos más en septiembre de este año, interanual. El sector de la construcción por sí solo, explica el 65,8% de la suba del empleo privado agregado y consolida de este modo un buen año en términos de actividad y empleo. El segundo factor llamativo es la situación de algunos rubros específicos que fueron beneficiados en los últimos meses con reducciones de los derechos de exportación que gravan a esas actividades. Por ejemplo, se puede advertir que la Explotación de Minas y Canteras redujo su dotación laboral en alrededor de 3.300 empleos, mientras que el sector de la Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura perdió unas 1.300 fuentes laborales en 2017. Por su parte, el rubro en el cual más se redujo la cantidad de asalariados registrados en 2017 fue el de las Industrias Manufactureras. Este sector disminuyó su dotación laboral en 26.600 empleos en 2017. Es decir, que en 2017 se destruyeron 2.217 empleos por mes (siempre teniendo en cuenta el período septiembre 2017 - septiembre 2016). Si se considera el consolidado de los últimos dos años (tomando como base septiembre de 2015), se advierte que el sector industrial redujo su dotación en 68.800 puestos laborales, o bien, que se

perdieron empleos en la industria a razón de 2.867 puestos laborales por mes.



## EMPLEO REGISTRADO EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA (en miles de puestos de trabajo, variación período septiembre 2016/2017)



Fuente: elaboración propia en base a SIPA-MTEySS.

A nivel agregado, el desempleo en 2017 se mantuvo estable, y sin grandes cambios en lo que respecta a desocupación. Según los indicadores de la EPH, que publica el Indec, las tasas de ocupación y subocupación no presentaron en el tercer trimestre de 2017 cambios interanuales significativos dado que las diferencias entre uno y otro trimestre están contenidas en el error muestral. La tasa de desocupación pasó de 8,5 a 8,3 y la tasa de 10,2 a 10,8. Esto implica que, según las cifras del Indec, el desempleo permanecería alto (en relación al cuarto trimestre de 2015) pero estable.

No obstante, lo mencionado, vale resaltar las dudas que arrojan los datos de empleo y desempleo publicados por el Indec. En este sentido, alcanzó reciente notoriedad pública lo sucedido en torno a la renuncia de la directora de la EPH, Cynthia Pok, y las supuestas presiones que habría recibido para distorsionar las estadísticas del Instituto referidas al empleo, desempleo y pobreza. A pesar de esto último, la dinámica del mercado laboral se encuentra lejos de ser promisoría. Aunque en el agregado se percibe una leve suba del empleo, cuando se analiza con mayor detalle se nota que se está dando un cambio en la composición del empleo: se destruye empleo que -en general- estaba bien remunerado y calificado, por empleos precarios y mal remunerados.

## BALANZA COMERCIAL.

El 2017 puede catalogarse como “el año” del déficit comercial. Los resultados alcanzados son la mera consecuencia de diagnósticos errados y una deficiente política económica. De manera constante se sostuvo que Argentina atravesaba una etapa (en referencia a la gestión anterior) esquivada en materia comercial. En ese diagnóstico, las trabas a las exportaciones (a partir del cobro de derechos de exportación, por ejemplo), afectaba a la producción local y ventas externas tanto de los sectores primarios (agropecuaria, minería, etc.) como de las empresas del sector industrial de todo rubro y tamaño. Además, con el cambio de gestión de gobierno, y con las nuevas medidas en términos de política comercial, el país se transformaría en el supermercado del mundo, vendiendo sus productos alimenticios a los rincones más remotos, transformando las materias que se producen internamente, con agregado de valor y aumento de los ingresos. Transcurridos dos años de las reformas, los resultados han divergido de la teoría: el país se encaminó a un año de déficit récord por un amesetamiento de las exportaciones y un crecimiento explosivo de las importaciones. Mientras tanto, no se habla de estrangulamiento externo, ni escasez de divisas, porque el endeudamiento del Estado está proveyendo los dólares necesarios para sustentar el desequilibrio. Sobre este punto, suele argumentarse, al menos como consuelo, que el comentado desequilibrio tiene su contracara positiva ya

que, en parte, las compras al extranjero estarían reflejando un aumento de los bienes de capital que el país necesita para expandir su producción y el ingreso de los factores, pudiendo revertir el escenario a futuro (algo así como sucediera con los ferrocarriles y las exportaciones agrícolas de fines del siglo XIX). Las cifras aportadas por el Indec desmienten esta apreciación.

Cuando se analizan los hechos y circunstancias de porqué estamos atravesando un déficit tan elevado, son varios los aspectos que se pueden destacar. Por un lado, resalta el relajamiento de los controles a las importaciones con la eliminación de las DJAI (si bien tuvo lugar el año pasado continúa su impacto en el presente). Por otra parte, en 2017 se observó un franco retroceso en el tipo de cambio real, solventado a partir del endeudamiento público, que inunda de dólares el mercado y deprime su precio. Mientras que la moneda estadounidense subió 8,4% en el año (mayorista), la inflación general minorista de todo 2017 se proyecta entre un 23-25%. Asimismo, el mundo hoy no está en “comprador”, como lo demuestra la situación comercial con el principal socio comercial argentino, Brasil, que está atravesando una crisis política y económica por lo que disminuye sus importaciones de productos argentinos. Se suma a esto las medidas proteccionistas encaradas por la administración Trump en los EE.UU. para defender sus sectores más débiles de la competencia externa (limones, biodiesel, etc.), que deprime las ventas argentinas. Como si esto fuera poco, y a pesar de la baja de las retenciones, se observó una caída de los términos de intercambio de los productos que Argentina exporta, a lo que los productores agropecuarios respondieron

con un aumento de la retención de cosechas a la espera de una mejora de las cotizaciones o del tipo de cambio, algo que hasta el momento no sucedió.

A pesar de lo abultado, desde el palacio de Hacienda salieron a naturalizar el déficit, recalando que es parte de esta etapa transitiva que está atravesando el país, haciendo entender que la situación será revertida. No obstante, el deterioro de otras variables importantes en la macroeconomía, forman un conjunto de alertas que hace tiempo no se veían.

Analizando las cifras del sector externo, 2017 se proyecta un déficit récord de 8.500 millones de dólares (si se mantienen las tasas de crecimiento de las exportaciones e importaciones del mes de octubre). Los diez primeros meses del año, según el informe del Intercambio Comercial Argentino (ICA), el resultado negativo fue de 6.115 millones, frente a un superávit de 1.811 millones en 2016.

Como se señalaba, la baja en las retenciones y la devaluación no se reflejó en un incremento de las exportaciones primarias. Por el contrario, éstas se contrajeron 7% en el acumulado hasta octubre. El país tampoco pasó a ser el supermercado del mundo. Las exportaciones de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) cayeron 1% en cantidades.

Por otro lado, las importaciones de alimentos y bebidas subieron 29,2%, las de animales y productos del reino animal crecieron 38,2% y las de vegetales un 20,4% (todos bienes de consumo). Así, un país como Argentina, con condiciones inmejorables para la producción de alimentos, incrementó la compra de carne vacuna y porcina, lácteos, quesos, manteca, manzanas, peras, naranjas, batatas, cebollas, zanahorias, vinos, etc., con las consecuencias que esto trae para el campo

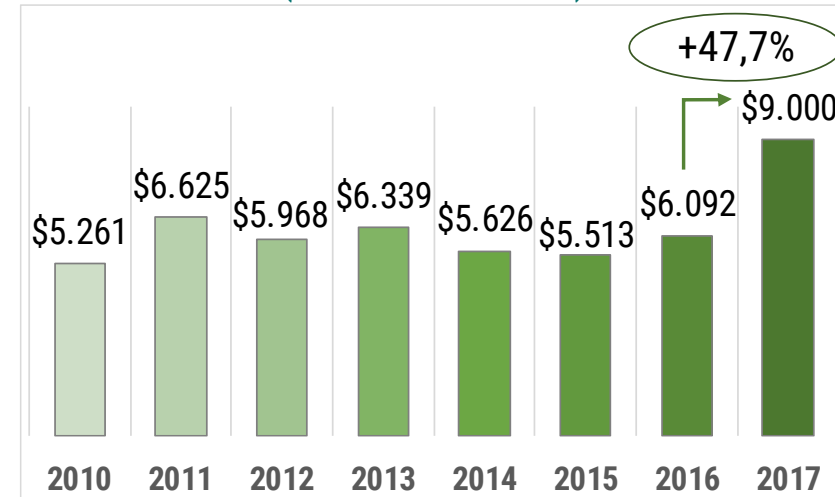
y las economías regionales.

El grueso de los productos primarios exportados se engloba en el ítem de cereales y oleaginosas (que suman el 70%). La merma en las ventas de soja (-19,3% acumulado hasta octubre, interanual) explica la mayor parte de la caída de las ventas de este rubro. También cayó la venta de frutas frescas (-11,6%), lanas sucias (-33,8%) y minerales (30,9%) por lo que la baja en las retenciones de este sector no derivó en un aumento de las exportaciones. En cambio, creció la venta de pescados y mariscos (+22,8%).

El grueso de las MOA se concentra en grasas y aceites y residuos de la industria alimenticia (fundamentalmente pellets de soja) que en conjunto representan alrededor del 65% del rubro. Las exportaciones de residuos alimenticios bajaron 6,5% y las de grasas y aceites subieron 4,6%. En el resto de las MOA, se destaca la suba en la venta de carnes (+24,7%) y las caídas de frutas secas o procesadas (-18%), lácteos (-6,7%) y de azúcar, cacao y artículos de confitería (-14%). Así las cosas, el país no ha tenido un salto exportable en materia de alimentos procesados: de los 16 subrubros que componen las MOA, nueve bajaron sus ventas y solo seis subieron.

Por su parte, lo que ha hecho que las exportaciones no cayeran más es el buen desempeño relativo de las MOI, que crecieron 12,6%, experimentando la mayoría de los subrubros una variación positiva. El subrubro automóviles, de mucho peso, tuvo un incremento de 20,7% (aunque la comparación se realiza contra un año de bajas ventas).

## IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia en base a datos del ICA-Indec.  
\*diciembre 2017 proyectado.

El rubro que más ha contribuido al deterioro del balance comercial es el automotor. Con crecimiento del 45,9% en los primeros diez meses del año, las compras alcanzaron los 5.102 millones de dólares y son la contracara del boom de ventas de 0 km (que crecieron más de 22% en el transcurso del año, interanual). La suma de importaciones de bienes de consumo y de vehículos totaliza 12.438 millones de dólares, un valor similar al del rubro de bienes de capital (12.351 millones) y bienes intermedios (14.810 millones).

Si se considera que, en la importación de bienes de capital,

también puede afectarse la producción nacional, como en el caso de la maquinaria agrícola, hay que relativizar el argumento de que las importaciones que se están produciendo son expansivas.

Por el contrario, muchas importaciones de bienes de consumo, si bien no son de las más significativas en cuanto a peso relativo, tienen un alto impacto en sectores sensibles en generación de empleo: como, por ejemplo, los rubros textiles, marroquinería, artículos de electrónica, calzado, alimentos gourmet y manufacturas plásticas.

Respecto del intercambio con nuestro principal socio comercial (Brasil), las últimas cifras aportadas por el Ministerio de Industria y Comercio Exterior brasilero muestran que en noviembre se amplió el déficit con el país vecino, llegando a un monto de 727 millones, esto es, un valor 137% más alto que el de noviembre de 2016. Para los primeros once meses transcurridos, el déficit se eleva a 7.355 millones. Noviembre registró una caída de las ventas a Brasil de 6,3% mientras las compras subieron un 30,5%. Asimismo, mientras las exportaciones argentinas a China en los primeros diez meses del año cayeron 3%, las ventas de Brasil al país asiático aumentaron 34,9% (interanual) en el periodo enero-noviembre de 2017. Esto permite contrastar la situación de ambos países a nivel regional.

Cabe mencionar que no solo la balanza comercial se presenta como deficitaria en materia externa: la cuenta corriente presentó en el primer semestre del año un rojo de 12.889 millones de dólares, es decir que se aumentó el saldo negativo 67,2%, respecto de 2016. Sumado al déficit comercial, la balanza de servicios fue deficitaria en 5.194 millones de

dólares solo en el primer semestre del año. Así, las necesidades de financiamiento externo llegaron a 12.842 millones de dólares, que fueron cubiertas principalmente por emisiones de deuda del Gobierno.

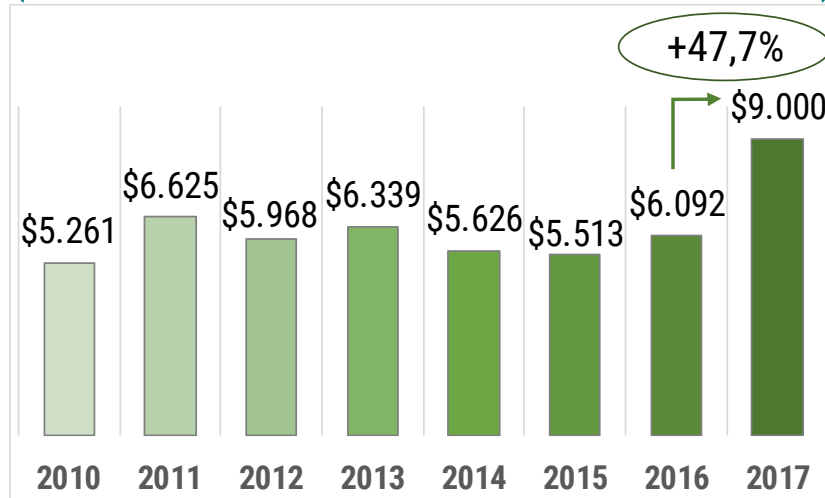
El último informe del BCRA (octubre de 2017) mostró un déficit de la cuenta corriente cambiaria de 2.258 millones de dólares, unos 591 millones más que en octubre de 2016. Este déficit se explica, principalmente, por un mayor rojo comercial y de servicios. El pago de intereses totalizó 792 millones, y el 80% se explica por erogaciones realizadas por el Gobierno Nacional y el BCRA. Además, los giros de utilidades y dividendos alcanzaron 165 millones de dólares, (13% menos que octubre de 2016). Asimismo, dicho informe señala que en el acumulado enero-octubre de 2017, el déficit de la cuenta de “viajes, pasajes y otros pagos con tarjeta” fue de 9.030 millones de dólares, 27% más que el experimentado en el mismo período de 2016.

Por otra parte, si se tiene en cuenta la última publicación del Balance de Pagos del INDEC, se nota un déficit en la cuenta corriente acumulado al tercer trimestre de 2017 de 22.476 millones de dólares, esto es, un crecimiento de 113,34% respecto del mismo período del año anterior. De ese modo, lo que corresponde al acumulado del tercer trimestre del corriente ya superó al déficit total del año 2016 (que fue de 14.693 millones de dólares). Solo en el tercer trimestre de 2017, el déficit se ubicó en 8.683 millones, 190% más alto que el del mismo período de 2016.

Asimismo, el stock de deuda externa bruta nominal al 30 de septiembre de 2017 se estimó en 216.351 millones de dólares, 5,58% más alto que el trimestre anterior y un 20% más que el

mismo período del año anterior.

### FUENTES DE APLICACIÓN DE DIVISAS (en % de variación interanual acumulado enero-octubre)



Fuente: elaboración propia en base a datos del ICA-Indec.

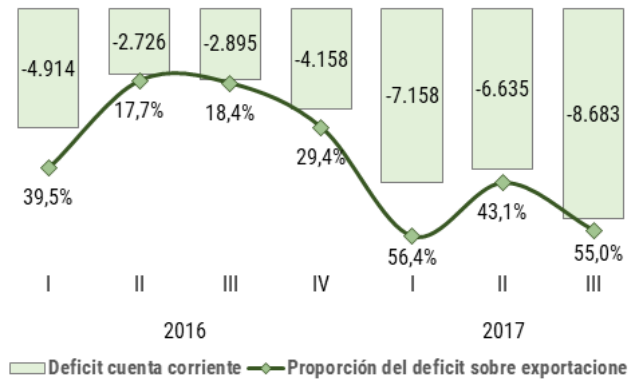
En conclusión, la Argentina se encuentra ante un escenario de desequilibrios múltiples. En el plano externo, se observa un acelerado crecimiento de las importaciones de todo tipo, que afectan la industria nacional. No se acompaña con un aumento de las ventas externas. Asimismo, crece el déficit en turismo por la abundancia de divisas que provee el endeudamiento y el retraso cambiario del último año. Además, el pago de intereses de la deuda refuerza el rojo de la cuenta corriente. El esquema se sostiene con mayor endeudamiento

por parte del Estado, pero sin un correlato en la transformación de la estructura productiva que permita garantizar un sendero sustentable en el tiempo.

### CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL

En el tercer trimestre del año, la cuenta corriente ha mostrado un déficit de 8.683 millones de dólares. El déficit se compone principalmente de un déficit de balanza comercial (intercambio de bienes y servicios con el resto del mundo) y un déficit en ingresos primarios que representan el retorno a una unidad económica por su contribución al proceso productivo o a la provisión de activos financieros y de recursos naturales. En menor medida aparecen las transferencias corrientes, también deficitarias en el periodo. Los números muestran un alto déficit en sí mismo, que además es creciente. El principal problema que genera es el de financiamiento de las importaciones necesarias para el proceso productivo y para los pagos comprometidos por el endeudamiento externo. Mientras el déficit es creciente, las exportaciones permanecen constantes.

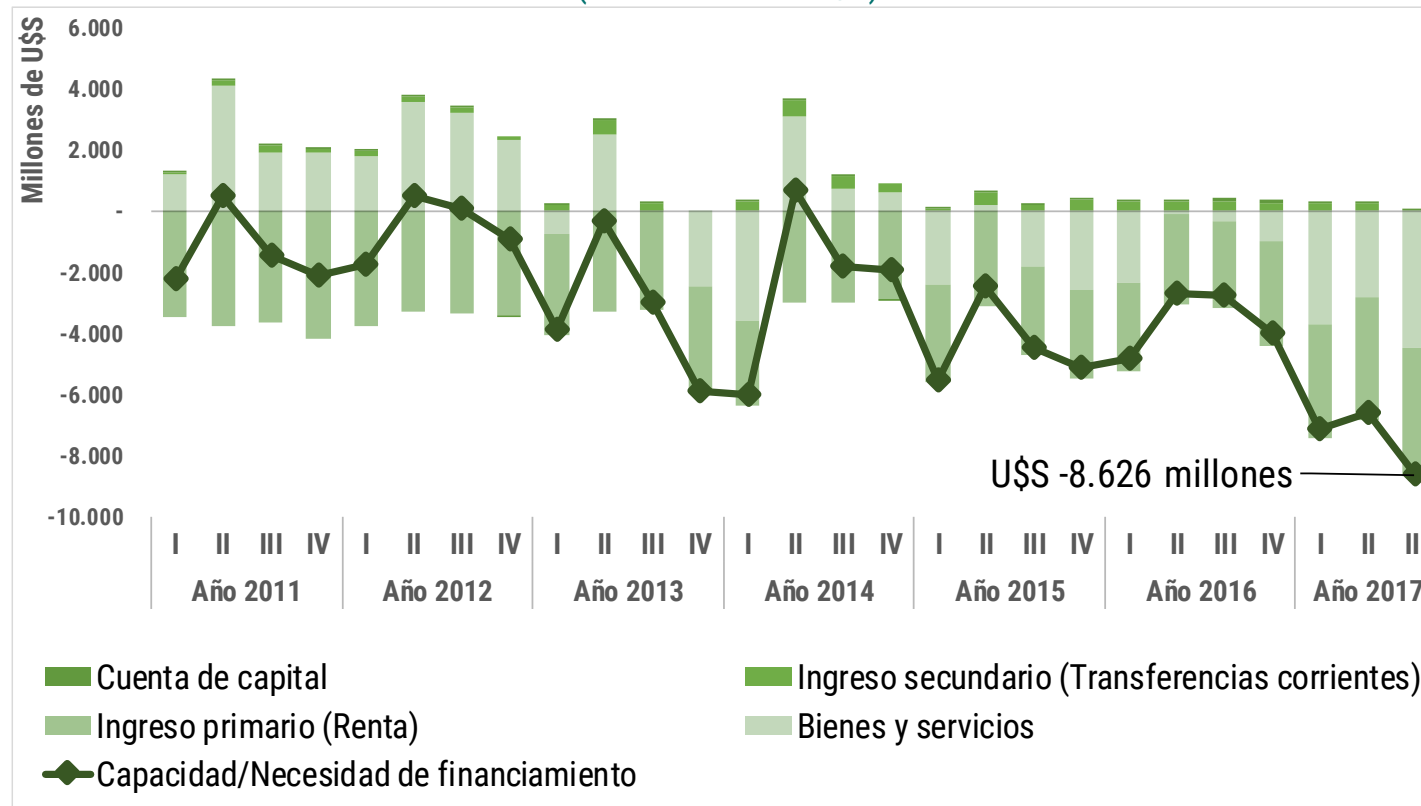
### BALANZA CORRIENTE (en millones de U\$S y como % de las exportaciones)



Fuente: elaboración propia en base a datos de Balanza de Pagos Indec.

A pesar de la dificultad de realizar comparaciones entre periodos muy lejanos cuando hablamos de déficits de la balanza comercial, este año es sin dudas el más alarmante en cuanto a este factor en mucho tiempo. El tercer trimestre de este año es el más deficitario y todo apunta a que el rojo de la balanza comercial de este año será del doble que el del año pasado. En la misma línea se puede ver como la necesidad de financiamiento, que se compone por el déficit de la cuenta corriente y el de la cuenta capital, está en el punto máximo este trimestre.

## BALANZA DE PAGOS Y SUS COMPONENTES (en millones de U\$S)



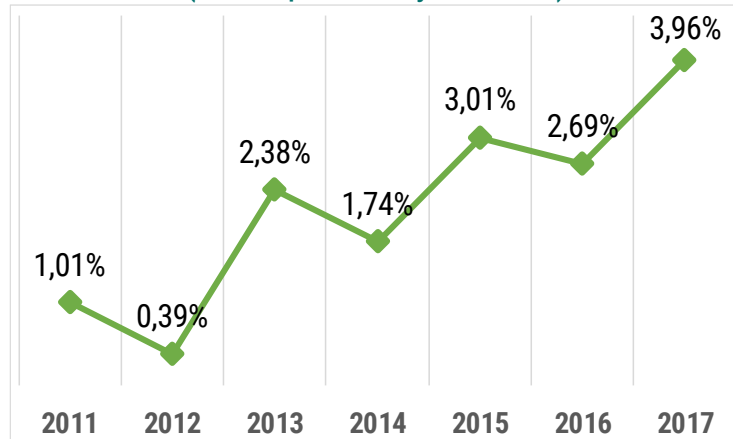
Fuente: elaboración propia en base a datos de Balanza de Pagos Indec.

El mismo análisis resulta como producto de evaluar el déficit de la cuenta corriente en base al PBI. Este ya alcanza el 4%

siendo el porcentaje más alto desde, al menos, comienzos del siglo 21.



## DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE (como porcentaje del PBI)



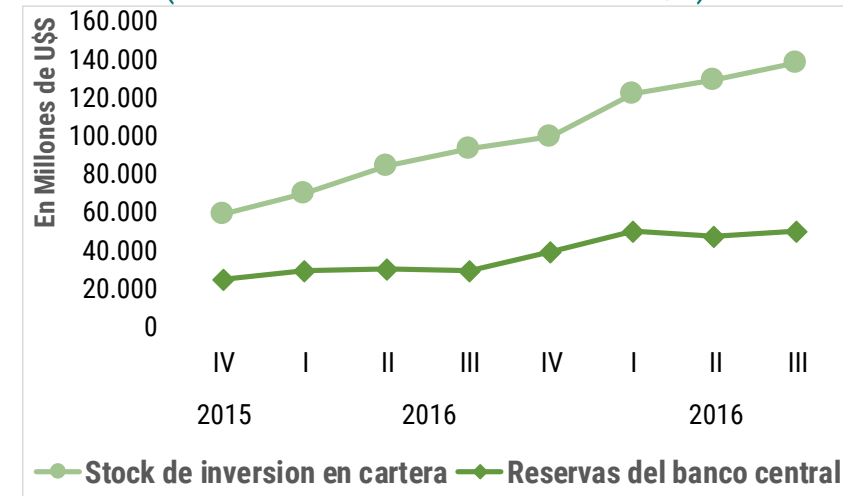
Fuente: elaboración propia en base a datos de Balanza de Pagos Indec.

La posición de inversión internacional del tercer trimestre de 2017 es la más baja desde la asunción del gobierno. A esto se llega no superando siquiera los U\$30.000 millones, un 35% menos que el mismo periodo del año anterior. En conjunción con este hecho ocurre que la inversión especulativa es la más alta del siglo XXI. Esta inversión es la que hace disminuir el resultado neto, sumado el tibio rendimiento de la inversión extranjera directa.

Algo que en su momento tuvo desvelados a los argentinos y hoy quedó en el olvido son las reservas del Banco Central. El motivo es que las mismas se recuperaron notablemente en estos dos años de gobierno. Ahora, como ya es conocido, la balanza comercial es la más deficitaria en mucho tiempo. Es

por esto que el crecimiento de las reservas del Banco Central está explicado por la entrada “no legítima” de divisas. En otras palabras, el crecimiento de las reservas se ve explicado por la entrada de dólares a través de la emisión de deuda pública.

## RESERVAS E INVERSIÓN DE CARTERA (stock trimestral en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia en base a datos de Balanza de Pagos Indec.

## DEUDA Y FUGA

Según cifras oficiales del Ministerio de Hacienda, la deuda del

sector público nacional pasó desde 240.665 millones de dólares al 31-12-2015 a 275.446 millones de dólares al 31-12-2016. Estos valores refieren que en 2016 se produjo una suba en la deuda de casi 35.000 millones de dólares en términos nominales, o bien, un incremento porcentual de 14,5% en el stock, en tan solo un año. En el 2017 por su parte, se mantuvo el ritmo de acrecentamiento del pasivo del sector público nacional. Según las previsiones establecidas en el Presupuesto 2018 se espera que en el acumulado hasta diciembre del corriente año la deuda pública total consolide unos 317.000 millones de dólares.

Estos números indican que el aumento de la deuda pública total de los últimos dos años se aproxima a los 76.335 millones de dólares, lo cual representa una suba bianual en el stock de 31,7%. Por su parte, de los 317 mil millones de dólares de deuda pública total proyectados para fines de 2017, unos 153.900 millones (el 48,5% del total) corresponde a deuda con privados y organismos internacionales mientras que los 163.100 millones restantes constituyen deuda intra sector público (deuda con Anses, Banco de la Nación Argentina, entre otros).

Aunque el nivel de endeudamiento se puede considerar como bajo tanto en perspectiva histórica como comparada se entiende que la tendencia acelerada que está tomando la deuda pública se puede tornar un factor desestabilizador en el mediano-largo plazo. En particular, cuando se constata la relación de la deuda respecto del tamaño de la economía, a partir del cociente deuda/PBI, se nota que en tan solo dos años

la participación del stock de los compromisos aumentó su participación en la producción doméstica en 13 puntos porcentuales en los últimos meses (desde octubre de 2015 al primer trimestre del 2017<sup>1</sup>).

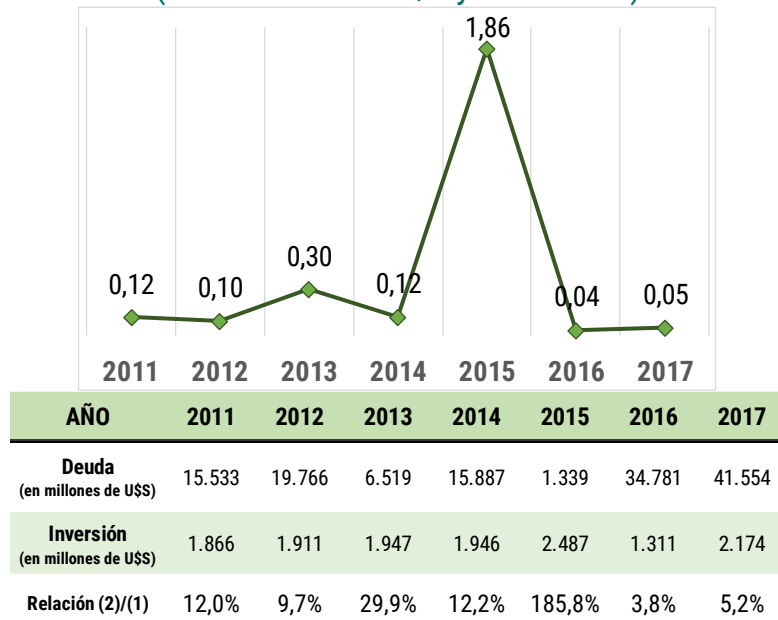
Entonces, se tiene un proceso de endeudamiento acelerado destinado -principalmente- a financiar los desequilibrios generados por la política económica y financiera del Gobierno. Con respecto a los fines que se le está dando a la deuda emitida, suele esgrimirse el argumento de que se tratan de pasivos que mayormente sirven para financiar la inversión en obra pública. En este aspecto, vale analizar la evolución de la obra pública durante los últimos años y su relación con el crecimiento del stock de deuda pública agregada. Uno de los indicadores de la inversión en obra pública más utilizados por los especialistas económicos es la Inversión Real Directa (IRD), que incluye erogaciones en materia de obra pública y otras inversiones de capital, como pueden ser la compra de equipo y maquinarias. Asimismo, la inversión pública realizada por las provincias, pero con fondos nacionales, deberían ser incluidas si se quiere tener una noción más completa acerca de la inversión agregada del Gobierno Nacional en obra pública. Esto último, puede ser aproximado mediante las “transferencias de capital” del Gobierno Nacional a las provincias. En suma, con la IRD y las transferencias de capital se puede tener un indicador fidedigno de las erogaciones para obra pública a nivel nacional.

En el gráfico que sigue se muestra la relación entre la obra

<sup>1</sup> Fuente: Observatorio de Deuda UMET.

pública, en dólares, y la deuda pública nueva por año (también en dólares). Para pasar los valores de pesos argentinos a dólares se aplicó el tipo de cambio de referencia -promedio anual- del BCRA<sup>2</sup>.

### RELACIÓN ENTRE OBRA PÚBLICA Y DEUDA (en millones de U\$S y relación %)



Fuente: elaboración propia en base a datos de Ministerio del Interior, Obras Públicas y Vivienda y UMET.

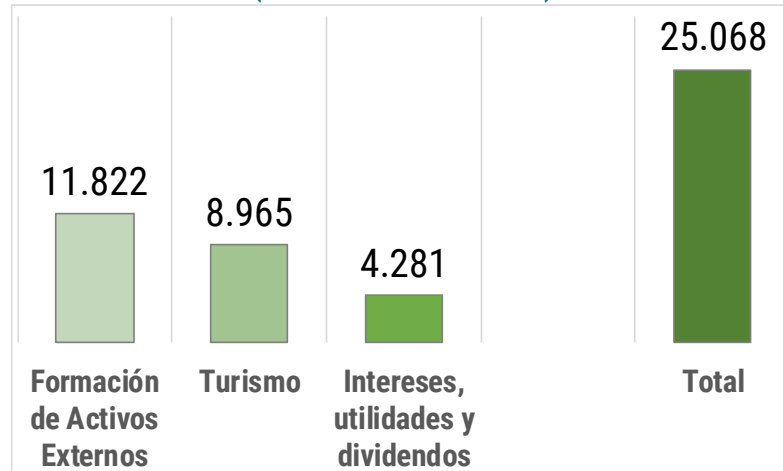
<sup>2</sup> Para 2017 se toma el tipo de cambio promedio hasta el 30-11.

En el gráfico y la tabla anterior se puede observar la magnitud de la nueva deuda tomada en 2016 (34.871 millones de dólares) y 2017 (41.554 millones de dólares). Por otro lado, también se advierte que los valores invertidos en obra pública -medidos en dólares- se mantuvieron estables en estos dos años, por lo cual la relación entre la deuda y la inversión pública efectivamente se redujo y pasó a promediar el 4,5% en el último bienio. Esto implica que lo invertido en obra pública en 2016 y 2017 representa menos del 5% de la nueva deuda tomada. En el 2017 por su parte, la inversión pública (en dólares) llegó a 2.174, lo que marca una reducción en 313 millones respecto de lo invertido en 2015 (2.487)<sup>3</sup>. Es decir que, no solo se retrotrajo la inversión en obra pública en comparación a la deuda nueva, sino que también disminuyó en términos nominales respecto de 2015.

Por otro lado, la fuga de capitales tomó, desde la liberalización del mercado de cambios, una tendencia de difícil contención y gran parte del endeudamiento que puso en marcha el Gobierno Nacional hasta la fecha sirvió para solventar esta fuga. Si se analizan las cifras del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) se tiene que mediante el rubro Formación de Activos Externos (fuga propiamente dicha) ya salieron del país en el acumulado de enero a octubre de este año unos 11.822 millones de dólares. En tanto, por turismo se fugaron 8.965 millones de dólares y en concepto de intereses, utilidades y dividendos otros 4.281 millones.

<sup>3</sup> La devaluación de la moneda nacional favoreció este resultado.

### FUGA DE CAPITALES EN 2017 (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

En total, en 2017 la fuga acumulada anual llegó a 25.069 millones de dólares, esto es, el equivalente al 48% de las reservas del BCRA (valuadas al 31-10-2017). Que se fuguen casi la mitad de las reservas del BCRA en 10 meses constituye un escenario preocupante. Claro está, es un régimen sustentado en el endeudamiento externo. Aun así, la deuda externa se dirige en un porcentaje elevado para financiar la fuga y no así la inversión pública, factores que provocan la inestabilidad del sistema al no permitir la capacidad de repago. Por último, el déficit comercial vigente -que es uno de los más grandes de la historia argentina- impide la entrada de dólares genuinos, hecho que agrava aún más la situación. En este contexto, sin

un salto exportador que posibilite como contrapartida restituir lo tomado en concepto de créditos externos, se genera un sistema sumamente inestable e insostenible en el tiempo.

### SECTOR FINANCIERO.

El sector financiero argentino ha sido el foco de algunas de las transformaciones más profundas en términos de política macroeconómica desde el cambio de Gobierno. La supuesta “normalización” del sector que se produjo con el cambio de administración vino a dar lugar a la desregulación financiera y la convalidación de jugosas rentabilidades tanto para grandes especuladores locales como extranjeros. Así, después de un 2016 donde se desarticulaban algunas políticas esenciales en materia financiera que se habían mantenido durante la gestión precedente, 2017 se presentó como un año en donde ya se puede apreciar con mayor precisión las consecuencias de la nueva política.

A grandes rasgos, entre los aspectos más sobresalientes de la transformación del sector financiero se destacan las elevadas tasas de interés, a partir del instrumento que ha elegido el BCRA para combatir la inflación, las Lebacs. Aun así, las Lebacs conviven con una inflación alta respecto de las metas de inflación prefijadas por el BCRA, lo que reduce la rentabilidad, medida en términos reales. Pero como la evolución del precio del dólar se mantuvo por debajo de la

inflación local, sigue siendo rentable la colocación en Letras locales, y el posterior traslado de las ganancias a moneda dura. Este proceso se cimienta en rentabilidades elevadas que garantizan las Letras del BCRA, una relativa estabilidad cambiaria y las políticas de desregulación financiera que favorecieron una mayor libertad de los flujos de capital (con menos restricciones de entrada y salida).

Asimismo, se trata de un esquema de desincentiva la inversión productiva local debido a al costo de oportunidad de invertir en el sector financiero local y fugar esas ganancias al exterior. Por otra parte, se trata también de un esquema insustentable en el mediano-largo plazo, ya que las ganancias convalidadas a algunos especuladores locales y foráneos se solventan a partir de un proceso de endeudamiento externo acelerado que permite sostener un tipo de cambio artificialmente anclado en valores insostenibles.

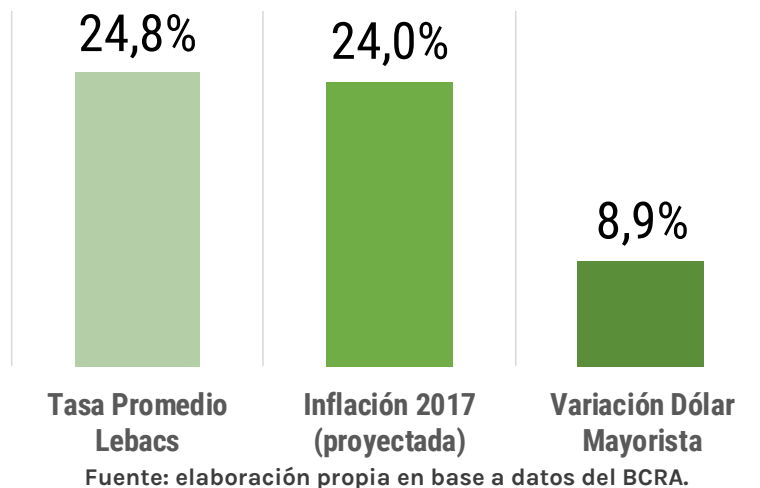
El 2017 terminará con una inflación entre 24 - 25%. A mediados de diciembre la tasa de interés anual de las Lebacs asciende al 28,75 para las colocaciones a 35 días. La tasa promedio anual de Lebacs en 2017 fue 24,82% en colocaciones de 28 a 49 días. Entre enero y principios de diciembre, el dólar mayorista pasó de \$15,85 a \$17,26, una suba del 8,9% (un contraste relevante respecto de la tasa de rendimiento de las Lebacs). Por tales motivos, el crecimiento del stock de Lebacs ha sido muy significativo en perspectiva comparada. En noviembre de 2017, el stock de Lebacs se situó en \$ 1.042.470 millones, un 57,8% más alto que el mismo mes del año anterior.

El contexto de endeudamiento, la apertura del mercado financiero-cambiario y cierto comportamiento en manada de inversores financieros, han mantenido a raya el valor del dólar,

generando las condiciones propicias para una abultada rentabilidad financiera en detrimento relativo de las inversiones reales. Además, el propio mercado crea las condiciones para sostener dicha rentabilidad, por ejemplo, a través de instrumentos como el dólar futuro, que en cierta medida funciona como un seguro de cambio. En este plano, se disputa el poder que tienen los distintos sectores para fijar el tipo de cambio.

El mercado financiero es más exigente a la hora de tomar una tasa de referencia, y ante cualquier intento de relajamiento de la política monetaria, el dólar ha demostrado su tendencia a la apreciación, dejando a la autoridad monetaria en un juego de presiones opuestas: o mantiene la tasa de interés elevada y soporta las presiones políticas por el impacto en la actividad productiva o baja la tasa de interés, relaja la política monetaria para incentivar la producción y hecha por tierra las metas inflacionaria dejando que se escape el dólar. En la última licitación, el BCRA relajó la curva de rendimiento de largo plazo e inyectó \$118.000 millones. El dólar superó los \$18 en algunas casas de cambio. Este es el juego financiero que se disputa en estos meses.

### EVOLUCIÓN DE VARIABLES NOMINALES EN 2017 (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA e INDEC.  
Nota: Inflación 2017 estimada en base a la inflación esperada de diciembre. Dólar mayorista al 20 de diciembre de 2017.

Por otra parte, la tasa de interés anual de los adelantos en cuenta corriente en pesos al Sector Privado no Financiero fue 30,77% (promedio mensual) y la de los plazos fijos en pesos de 30 a 60 días se mantuvo en 18,77% anual (también en promedio por mes).

Por otra parte, cabe mencionar que uno de los principales argumentos que se utilizaron para justificar las medidas ha sido la necesidad de disminuir la cantidad de dinero en la

economía, entendiendo que la emisión monetaria es una de las principales causas de la inflación. En este punto, se advierte que no se han logrado avances significativos. A pesar de la elevada inflación de los años 2016 y 2017, entre noviembre de 2016 y noviembre de 2017 la Base Monetaria creció 26,1%, hasta los \$906.483 millones. Es decir, a pesar de todas las medidas que se han tomado, el crecimiento de la cantidad de dinero no ha menguado. En este contexto, el pasivo monetario total del BCRA alcanzó en noviembre del corriente año los \$1.149.802 millones, un crecimiento interanual de 18,6% que, si bien es más bajo que la inflación, medido en dólares es mayor. En efecto, si se analiza el grado de cobertura de las reservas internacionales del BCRA respecto de sus pasivos monetarios y su deuda en Lebac y pases, medido en dólares, a fines de noviembre las reservas internacionales alcanzaban el 44,17% de dichos pasivos Medidos al valor del dólar mayorista de la fecha.

Respecto de la evolución de los depósitos en el sistema financiero, en octubre de 2017 los depósitos en moneda local del Sector Privado no Financiero alcanzaron \$1.309.937 millones de pesos, un crecimiento interanual del 21,5%, mientras que los realizados en moneda extranjera ascendieron a \$436.030 millones, esto es, un crecimiento interanual de 72,9%. Estas cifras muestran que sigue existiendo una tendencia relativa a favor de los depósitos en dólares como medio para resguardar el valor de la moneda, y más aún si se tiene en consideración que la tasa de interés de los plazos fijos es menor a la de instrumentos como las Lebac. Asimismo, los depósitos del Sector Público no Financiero se situaron en octubre en \$492.114 millones en

moneda local y en \$86.883 millones en moneda extranjera, con un crecimiento de +26,1% y -42% respectivamente. Respecto de los créditos al Sector Privado no Financiero, en octubre del corriente se situaron en \$1.283.658 millones (en moneda nacional) y en \$268.050 millones en moneda extranjera, con un crecimiento interanual de 43,07% y de 90,05%, respectivamente. Si bien ambos créditos tienen un crecimiento por encima de la inflación doméstica, sobrepasa el nivel de crecimiento del endeudamiento en dólares, lo que agrega una cuota de vulnerabilidad ante posibles shocks externos. Por otra parte, en octubre del corriente año los créditos al Sector Público no financiero en pesos se ubicaron en 1.267.096 millones y en moneda extranjera en \$1.261.793 millones, con un crecimiento interanual del 17,3% y 126,2% respectivamente. El crédito al sector privado sufrió un fuerte impulso a partir del lanzamiento de líneas de créditos indexadas por la inflación, por el sistema UVA, que en principio comenzó para créditos hipotecarios y después se expandió a créditos personales. En 2017, según el BCRA, se otorgaron créditos en UVA por 44.515 millones de pesos. Al respecto, es importante señalar que desde que se lanzó este nuevo sistema, el 31 de marzo de 2016, al 15 de enero de 2018 (último valor publicado en base a la inflación de noviembre) el valor de la UVA subió 51,53%. Como el sistema de amortización es francés, las primeras cuotas amortizan muy poco, por lo que, por ejemplo, quien sacó un crédito al comienzo de \$1.000.000, a mediados de enero estará debiendo más de \$1,5 millones, sin contar la inflación de diciembre que por los aumentos conocidos duplicaría a la de noviembre.