

# Informe de coyuntura N° 32

Eduardo M. Basualdo, Pablo Manzanelli, María José Castells y  
Mariano A. Barrera

Noviembre 2019

# La nueva variante de la valorización financiera y sus límites

- ✓ Los resultados de las últimas elecciones presidenciales reflejan el inicio de cambios profundos en la economía argentina. No solo se desbarató en apenas un mandato la primera experiencia histórica del país en que los sectores dominantes accedieron al control del Estado mediante un partido propio y el voto ejercido democráticamente, sino que todo parece indicar que la sociedad argentina le puso un límite también a un régimen económico sostenido en la valorización financiera.
- ✓ Es el mismo patrón de acumulación que rigió entre 1976 y 2001 pero que tiene sus diferencias puesto que durante la gestión de la Alianza Cambiemos la fracción de capital hegemónica –la que controla el Estado y construye la legitimidad de sus políticas– no fue la conducida por los grupos económicos locales sino por el capital financiero internacional. A tal punto esto fue así que esta fracción hegemónica intentó desplazar desde el comienzo de esta gestión gubernamental, y especialmente desde que el FMI comenzó a dirigir la política económica y social, a los grupos económicos de los lugares clave para su acumulación de capital. Es el caso del conflicto de los laboratorios locales con Farmacity en la provincia de Buenos Aires, los aeropuertos, los precios de boca de pozo en Vaca Muerta (particularmente con el conglomerado Techint) y especialmente la causa de los “cuadernos” que afecta a la denominada “patria contratista”. Es decir, durante el gobierno macrista no sólo se intentó dirimir la contradicción entre el capital y el trabajo sino también las cuentas que quedaron pendientes dentro de la alianza de poder en el 2001, cuando los grupos económicos impusieron la devaluación rechazando la dolarización que proponía el capital financiero internacional como salida al régimen de convertibilidad.
- ✓ El rasgo sobresaliente de la valorización financiera fue el endeudamiento público que no sirvió para incrementar el nivel de actividad económica –la cual cayó 8,8% en términos del PIB per cápita entre 2015 y 2019– sino para financiar la fuga de capitales al exterior. Basta mencionar que el aumento neto de la deuda pública en moneda extranjera fue de USD 103.808 millones y la fuga de capitales alcanzó a USD 93.667 millones entre diciembre de 2015 y septiembre de 2019.
- ✓ Se trató de un ciclo de endeudamiento público basado en un verdadero “festival de letras” de corto plazo con especial incidencia de los acreedores externos que tuvo, al menos, dos variantes respecto de la experiencia del período 1976-2001. En primer lugar, el ritmo de endeudamiento público externo fue muy superior: USD 32.500 millones anuales en el período 2016-2019 frente a USD 7.192 millones anuales en el de 1976-2001 medidos en dólares de 2018. En segundo lugar, y vinculado a esto último, el mecanismo de la valorización financiera durante el gobierno de Cambiemos consistió en sostener altas tasas de interés respecto de la variación del tipo de cambio, lo cual garantizó elevados rendimientos en dólares, mientras que durante el período 1976-2001 la renta financiera se obtenía del endeudamiento externo privado de las grandes empresas y la brecha positiva que existía entre la tasa de interés local y la internacional.

# La verdadera pesada herencia de Macri

- ✓ Si bien durante la gestión de la Alianza Cambiemos se sigue una orientación definida, es posible distinguir dos etapas cuyo punto de inflexión fue la corrida cambiaria desatada en 2018. En la primera, el ajuste fiscal y la reducción del consumo privado fueron de menor magnitud que en el segundo donde se puso fin al denominado “gradualismo” -expresión que utilizó el gobierno para caracterizar el período en el que el nivel del ajuste implementado era inferior al que deberían haber aplicado según su visión de las cosas, pese a haber implementado una notable distribución regresiva del ingreso- y se puso en marcha un ajuste superior en el marco del acceso a un nuevo crédito con el FMI. Todo ello no hizo más que profundizar la fase recesiva que provocaron las políticas económicas del gobierno. De resultados de ello el balance de la gestión de la Alianza Cambiemos deja una verdadera pesada herencia en la economía argentina:
- ✓ Una profunda recesión económica que al segundo trimestre de 2019 acumulaba una caída del 5% del PIB y del 8,8% del PIB per cápita, explicado fundamentalmente por la reducción del consumo privado (-6,2%) y de la inversión (-13,8%), y donde la producción industrial estuvo particularmente agredida (-13,3%, siempre entre el segundo trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2015).
- ✓ Un régimen de alta inflación que es muy superior al de la etapa final del ciclo kirchnerista: el promedio anual del índice de precios minorista saltó del 27,6% al 38,6% entre el período 2011-2015 y 2016-2019 , al tiempo que se tiende a acelerar en el último trimestre del año pudiendo superar el 55% interanual en diciembre.
- ✓ Una profunda regresividad distributiva en función de la caída del salario real –caída del 12,4% de los trabajadores registrados en el sector privado desde noviembre de 2015 hasta agosto de 2019, aunque con una elevada heterogeneidad sectorial, más del 30% en el sector público y del 23% en jubilaciones– y el aumento de la tasa de desempleo y subempleo, que treparon respectivamente del 6,6% al 10,6% y del 9% al 13,1% entre el segundo trimestre de 2015 y el mismo período de 2019. Como consecuencia de ello el nivel de pobreza, que había bajado del 59,7% al 29,3% entre 2003 y 2015, subió al 35,4% en el primer semestre de 2019. Cabe señalar que todos estos indicadores van a empeorar en el segundo trimestre después de la devaluación posterior a las elecciones primarias.
- ✓ Una pesada carga de vencimientos de la deuda (en 2020 suman USD 60.839 millones de dólares sin contar las letras de corto plazo reperfiladas), y un contexto de reducción significativa de las reservas internacionales (en apenas 7 meses el drenaje de divisas alcanza a casi USD 40.000 millones) en virtud de la imposibilidad de refinanciar la deuda de corto plazo, la corrida cambiaria y la reducción de los depósitos bancarios.

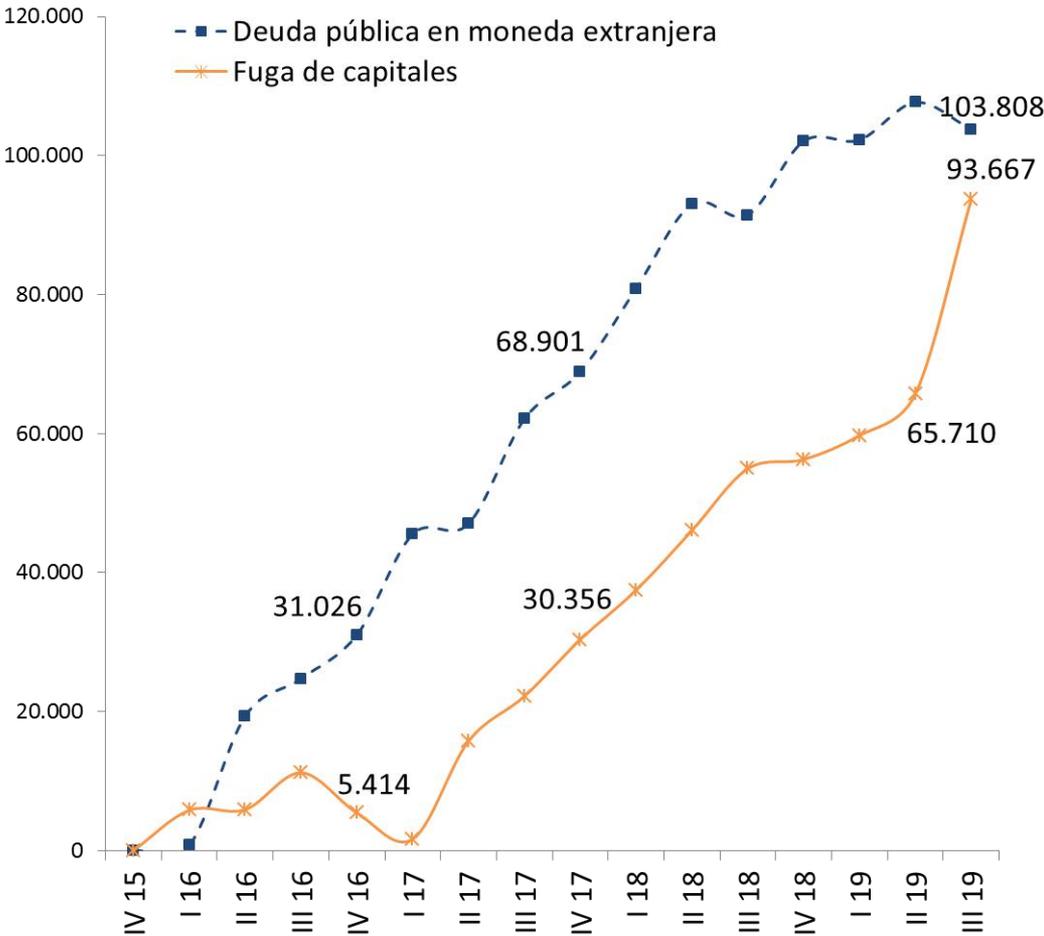
- ✓ El nuevo gobierno recibe una situación económica sumamente delicada que lo obligará a balancear entre las expectativas sociales por avanzar en las abultadas demandas insatisfechas, las contradicciones internas que expresa la coalición de gobierno, y las restricciones económicas que le impone la verdadera pesada herencia que deja la fallida experiencia de la Alianza Cambiemos. Todo ello en el marco de una situación regional sumamente delicada como lo demuestra el golpe militar en Bolivia.
- ✓ Entre los desafíos de corto plazo se encuentran la necesidad de ponerle fin a la especulación financiera, reduciendo la tasa de interés y estableciendo nuevas regulaciones, así como avanzar en el arduo proceso de renegociación de la deuda de modo de distender la “brecha externa”. Asimismo, se deberán aumentar los ingresos públicos derivados de las exportaciones, e impulsar la ocupación mediante planes masivos de empleo y una recomposición de los salarios reales y las jubilaciones como vía inductora de la reactivación económica. Tal recomposición debería contemplar las diversas trayectorias salariales durante estos cuatro años. Por ejemplo, de las 295 ramas de actividad en el sector privado, 116 tuvieron caídas de más de 20% en los salarios reales desde noviembre de 2015 hasta junio de 2019, 133 ramas evidenciaron una merma de entre el 10% y el 20%, 34 de menos del 10%, y solo 12 incrementaron sus salarios reales. Cabe señalar que peor es la situación de los trabajadores de la administración pública nacional y de los no registrados.
- ✓ Aunque sin pretender dar respuesta a los múltiples desafíos que plantea y exige el actual escenario económico, nada de esto llevará a buen puerto si no se implementa un arduo control a la fuga de capitales, que es probablemente el mayor escollo de la economía argentina no solo en el corto sino también en el mediano plazo. No se trata de un mero control en el mercado de cambios sino de instalar un sistema de “premios y castigos” lo suficientemente explicitado y de cumplimiento efectivo que deberá estar acompañado por una activa política industrial que promueva la formación de capital en el ámbito doméstico. De nada servirá un acuerdo económico y social si no se logra reactivar la inversión –o lo que es casi lo mismo: reducir la fuga de capitales– de modo de hacer sustentable la expansión del empleo y los salarios.
- ✓ Por supuesto que se trata de medidas cuya implementación es compleja dado que implica asumir las dificultades derivadas de enfrentar a importantes y poderosos sectores empresarios, académicos y políticos. Sin embargo, tales dificultades no serían más serias ni más riesgosas que las que se desprenderían de no hacerlo o de llevar adelante una estrategia de conciliación de intereses inadecuada.

# La nueva variante de la valorización financiera

# Endeudar y fugar

- ✓ Desde su asunción el gobierno de Cambiemos puso en marcha un modelo de valorización financiera cuya expresión sobresaliente es la relación que tienden a adoptar el endeudamiento y la fuga de capitales.
- ✓ El inédito proceso de endeudamiento público provocó un aumento neto de USD 103.808 millones en el stock de deuda pública en moneda extranjera del gobierno nacional entre diciembre de 2015 y septiembre de 2019.
- ✓ Como en todo régimen de acumulación basado en la valorización financiera la deuda no se contrae para obras de infraestructura sino para garantizar las divisas que se requieren para la fuga de capitales.
- ✓ Con excepción de finales de 2016 y principios de 2017 –cuando el blanqueo de capitales mitigó la fuga– en el resto del período se advierte un sistemático proceso de fuga de capitales al exterior, acumulando USD 93.667 millones entre diciembre de 2015 y septiembre de 2019. Ese monto que equivale al 90,1% de la deuda pública contraída en moneda extranjera.

Stock acumulado de la deuda pública en moneda extranjera del sector público nacional y de la fuga de capitales al exterior\*, IV trimestre 2015-III trimestre 2019 (en millones de USD)

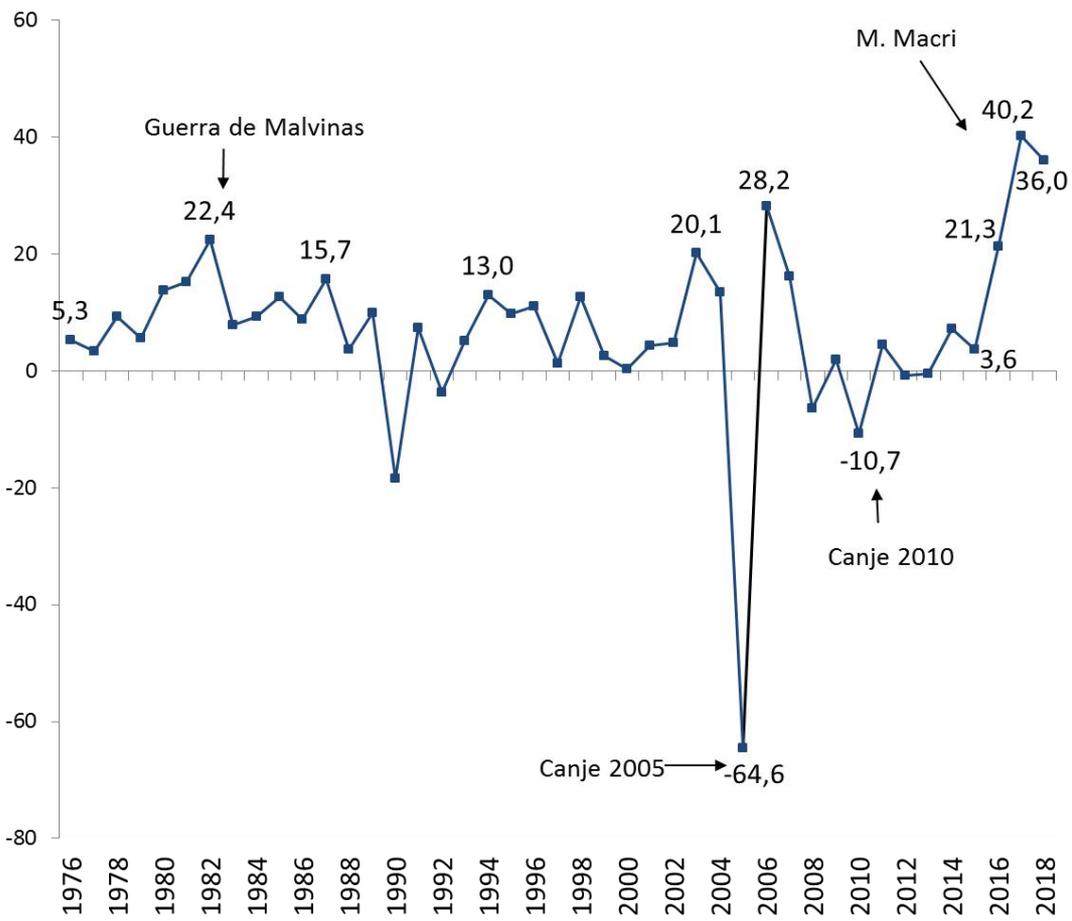


\*La fuga de capitales está calculada en base al método cambiario (FAE – Variación de depósitos en dólares).  
Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y BCRA.

# Endeudamiento público externo

- ✓ El ciclo de endeudamiento tuvo a los acreedores externos como los principales financistas. Tal es así que la deuda pública externa –que involucra la deuda contraída por el Tesoro Nacional, el Banco Central y los gobiernos provinciales– se incrementó en USD 95.700 millones en los primeros tres años de gobierno, explicando buena parte de la deuda pública analizada previamente. Se trata de un incremento promedio anual de USD 32.500 millones
- ✓ Cabe señalar que esa cifra no considera la deuda emitida tras el acuerdo con los “fondos buitres” dado que fue incluida como “atrasos” de la deuda en el período anterior (2006-2015). Aun así, se constituye como el endeudamiento externo público más relevante de las últimas cuatro décadas.
- ✓ Medida en valores de 2018, el endeudamiento público durante la última dictadura militar alcanzó a USD 10.306 millones anuales, con Alfonsín fue de 9.644 millones, y de 3.738 millones anuales entre 1990 y 2001. En el marco de los gobiernos kirchneristas la deuda externa pública creció apenas USD 921 millones anuales.

Incremento neto de la deuda externa pública en dólares de 2018, 1976-2018 (en miles de millones USD)



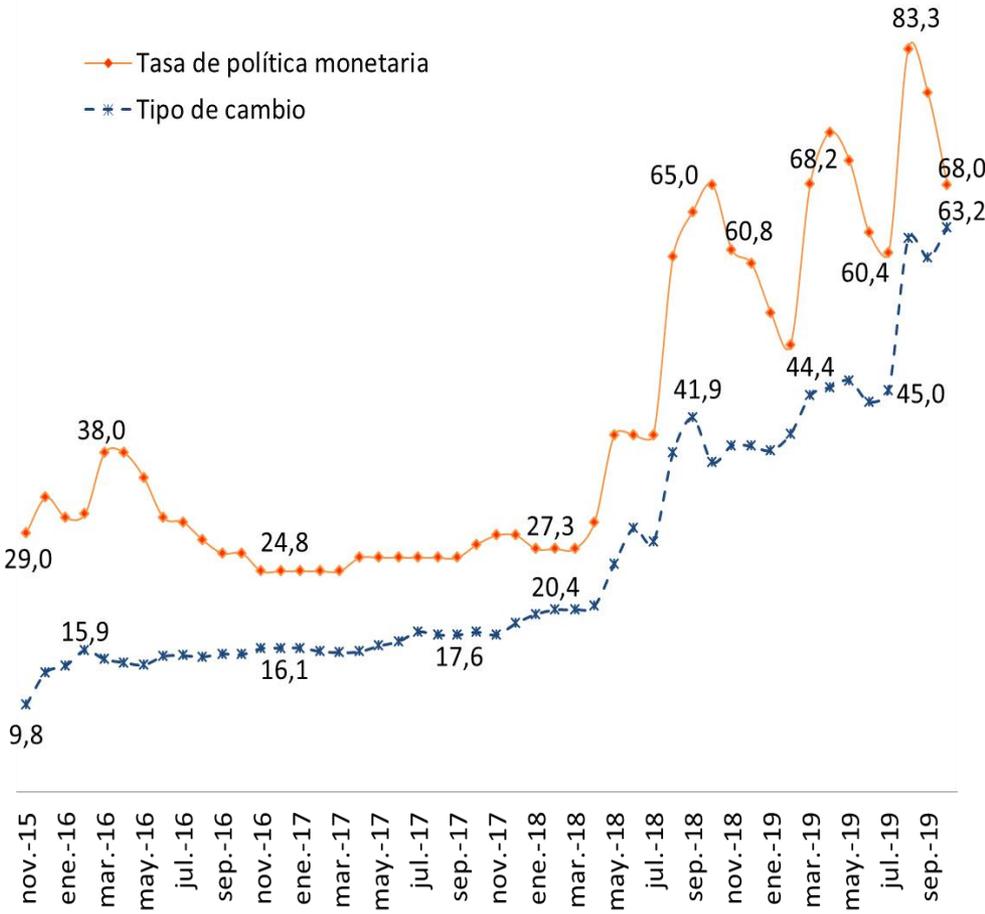
\*Deflactado con el IPC de EEUU.

Fuente: elaboración propia en base al BCRA, Ministerio de Economía e INDEC.

# La nueva valorización financiera

- ✓ La valorización financiera consistió en sostener altas tasas de interés respecto a la variación del tipo de cambio, lo cual garantizó elevadas ganancias en dólares. Se trata de una modalidad de la valorización financiera distinta a la del período 1976-2001, cuando la renta financiera que se obtenía de la brecha positiva entre la tasa de interés local y la internacional impulsó el endeudamiento de grupos locales en el exterior para obtener rendimientos financieros.
- ✓ Este mecanismo de valorización tuvo dos puntos de inflexión. El primero cuando a fines de 2017 y principios de 2018 se buscó reducir la tasa de interés, lo que provocó –junto a la suba de tasas en Estados Unidos– la devaluación del peso por el desarme de la burbuja financiera basada en las Lebac. El otro punto de inflexión fue en forma posterior a las elecciones primarias de 2019, cuando comienza la segunda corrida cambiaria.
- ✓ En el marco de la desregulación financiera, cambiaria y del movimiento de capitales, la especulación financiera conduce a episodios recurrentes de fuga de capitales, que producen devaluaciones significativas. La devaluación acumulada desde noviembre de 2015 a octubre de 2019 alcanzó a 547,8%.

Tipo de cambio nominal y tasa de política monetaria, noviembre 2015-octubre 2019 (en % y \$ por USD)

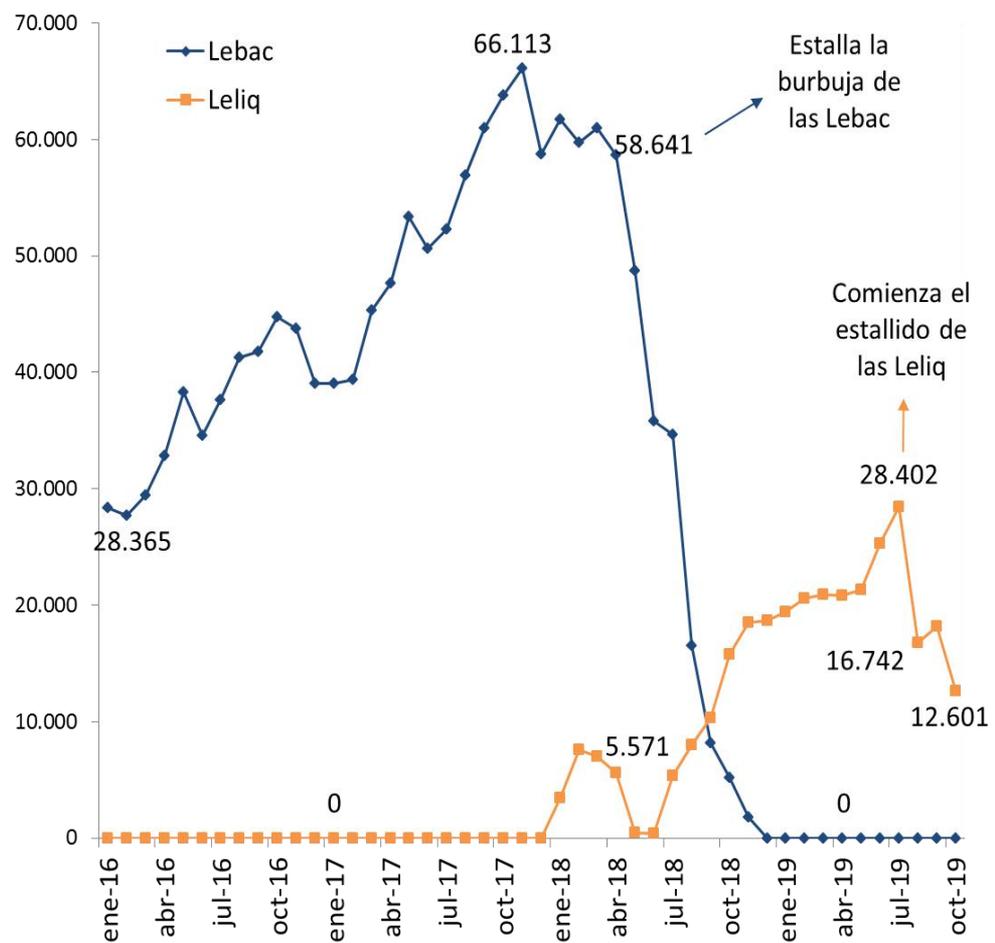


\*El dato de la tasa de plazo fijo es al 09/08/19  
 Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y BCRA.

# Festival de letras

- ✓ Las altas tasas de interés de las letras de corto plazo que emitió el Banco Central generaron un verdadero “festival de letras”.
- ✓ En una primera instancia a partir de la emisión de las Lebac, cuyo stock sistemáticamente se incrementó hasta alcanzar a USD 66.113 millones en noviembre de 2017. A partir de allí, y fundamentalmente desde abril de 2018, se produjo la primera corrida cambiaria que puso fin a la burbuja financiera sostenida en las Lebac.
- ✓ En el marco del acuerdo con el FMI en 2018, se puso en marcha la profundización del ajuste monetario al congelar nominalmente la base monetaria en un contexto de alta inflación. Asimismo, se dispuso el reemplazo de las Lebac por las Leliq con una suba de la tasa de interés. Si bien a estas letras sólo podían acceder las entidades financieras, estaban apalancadas en los depósitos bancarios.
- ✓ Las Leliq se incrementaron en USD 28.402 millones entre enero de 2018 y julio de 2019, en un nivel menor al del período previo por la fuerte licuación alcanzada con la devaluación de la moneda (están nominadas en pesos). Después de las PASO comenzaron a reducirse nuevamente en el marco de una nueva corrida cambiaria.

Stock de Lebac y Leliq del BCRA, enero 2016-octubre 2019 (en millones de USD)

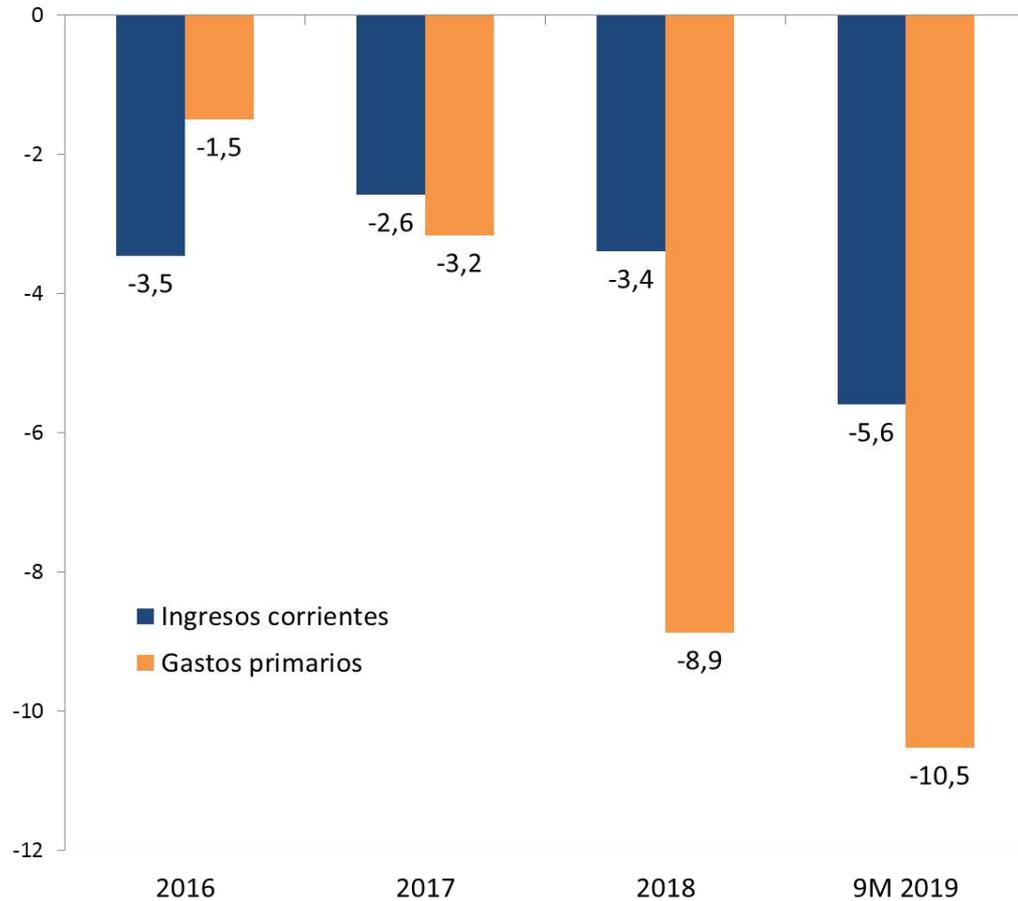


\*Saldos al último día hábil de cada mes.  
Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

# Del gradualismo al megaajuste del FMI

- ✓ Las dos etapas que expresan las burbujas financieras durante la administración Cambiemos también se ven reflejadas desde el punto de vista del ajuste fiscal, siendo el año 2018 el fin del denominado “gradualismo” en el recorte del gasto público.
- ✓ Si bien el gasto público se achicó desde el inicio de la gestión Cambiemos, desde la suscripción del acuerdo con el FMI las caídas fueron muy superiores: 8,9% en términos reales en 2018 y 10,5% en los primeros nueve meses de 2019. La reducción se sustentó en la obra pública, las transferencias corrientes a las provincias, los salarios de los empleados públicos y las prestaciones sociales.
- ✓ Así, el ajuste total alcanza aproximadamente a 24% en los cuatro años de gobierno.
- ✓ Asimismo, se deterioraron significativamente los ingresos reales del sector público tanto por los efectos que la recesión económica tiene en la recaudación como por la reducción de los impuestos de sectores de altos ingresos (las reducción de las retenciones a las exportaciones, y las modificaciones en el impuesto a las ganancias y en el de bienes personales).

Variación interanual real de los ingresos corrientes y el gasto primario del Sector Público Nacional No Financiero, 2016-primeros 9 meses de 2019 (en %)

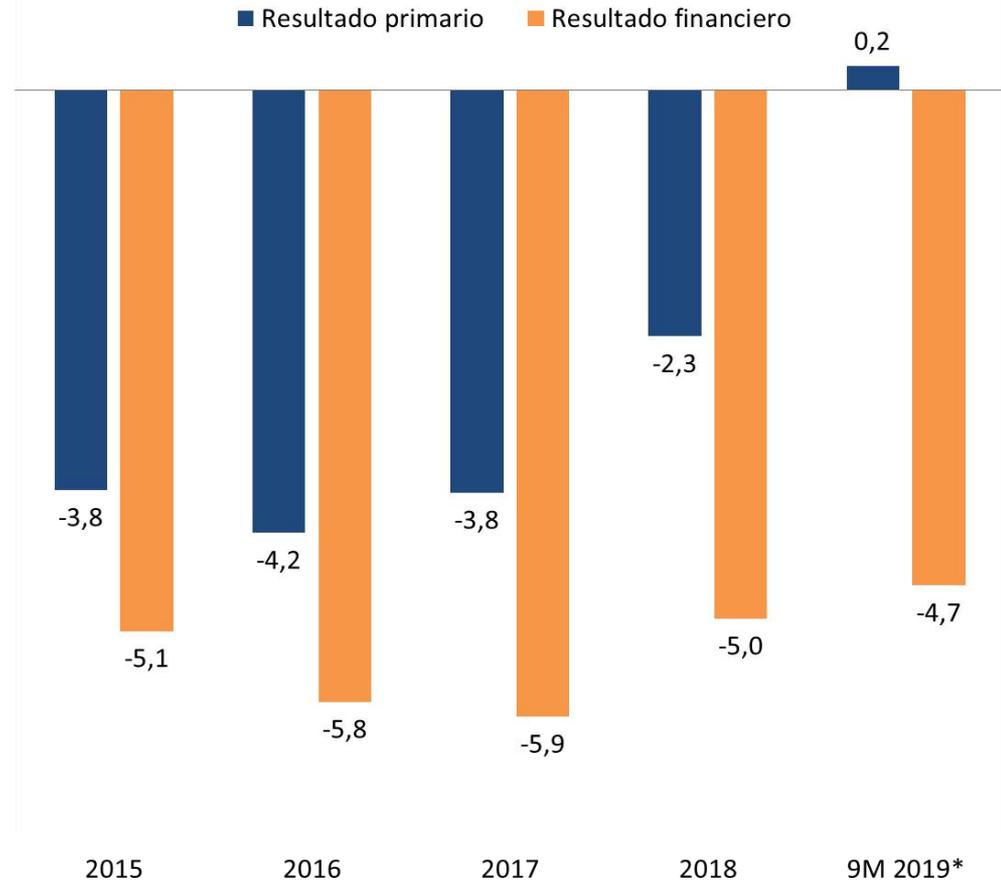


Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda, IPC Provincias-CIFRA e IPC-INDEC.

# Déficit fiscal

- ✓ En el marco del significativo ajuste del gasto público que estaba acordado con el FMI, el déficit primario se convirtió en un leve superávit de 0,2% del PIB en los primeros 9 meses de 2019.
- ✓ Sin embargo, dado el elevado ritmo de endeudamiento, el incremento de los intereses provocaron que el déficit fiscal total ascienda a 4,7% del PIB.
- ✓ De esta manera, tienden a corregirse parcialmente los importantes desequilibrios primarios en las cuentas fiscales, que se habían acentuado durante la administración Cambiemos, pero con una elevada carga de vencimientos de la deuda. De allí que el déficit fiscal sea en 2019 similar al que se registraba en 2015.
- ✓ Respecto a la comparación con 2015 cabe señalar que el actual gobierno modificó la metodología de su cálculo, que estaba basada anteriormente en las recomendaciones internacionales en la materia, sustrayendo a los ingresos las rentas del BCRA y del FGS. Con la metodología anterior el déficit primario era del 1,8% del PIB y el financiero del 3,9% en 2015.

Resultado primario y financiero y los intereses netos del Sector Público Nacional No Financiero, 2015-2019 (en % sobre PIB)



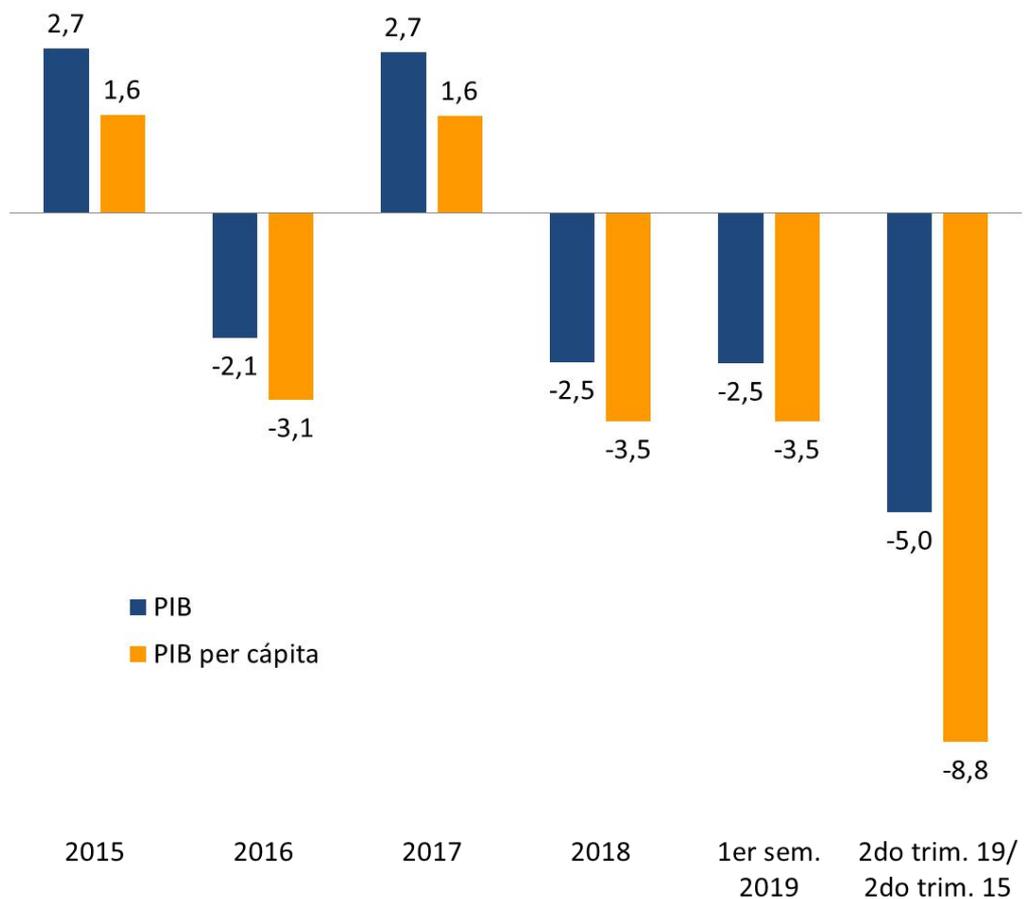
Nota: se utilizó la metodología actual del Ministerio de Hacienda que no contempla las rentas del BCRA y de activos del SPNNF (FGS y otros) como lo hacía la metodología tradicional (en ese caso el resultado primario era del 1,8% del PIB y el financiero de 3,9% en 2015).

Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda.

# **El impacto en la economía real de la valorización financiera**

- ✓ Una prueba de que el inédito endeudamiento no fue utilizado para financiar obras de infraestructura o capital de trabajo es que durante la administración Macri el Producto Bruto Interno (PIB) cayó el 5,0% entre el segundo trimestre de 2019 y el mismo período de 2015. Si se considera el PIB per cápita la contracción alcanzó al 8,8% en apenas 4 años.
- ✓ La única excepción a la larga fase recesiva durante el macrismo corresponde a 2017, cuando en el marco de las elecciones de medio término se postergaron incrementos de tarifas que habían sido acordados, se estabilizó el tipo de cambio, se recompusieron parcialmente los salarios, etc.
- ✓ Sin embargo, la economía argentina ingresó en la segunda fase de la crisis económica a partir de la corrida cambiaria del período abril-agosto de 2018. Los escasos indicadores que mostraban signos de desaceleración de la fase recesiva durante 2019 profundizaron las caídas tras la devaluación post PASO.

Variación interanual del PIB y del PIB per cápita, 2015-2019 (en %)

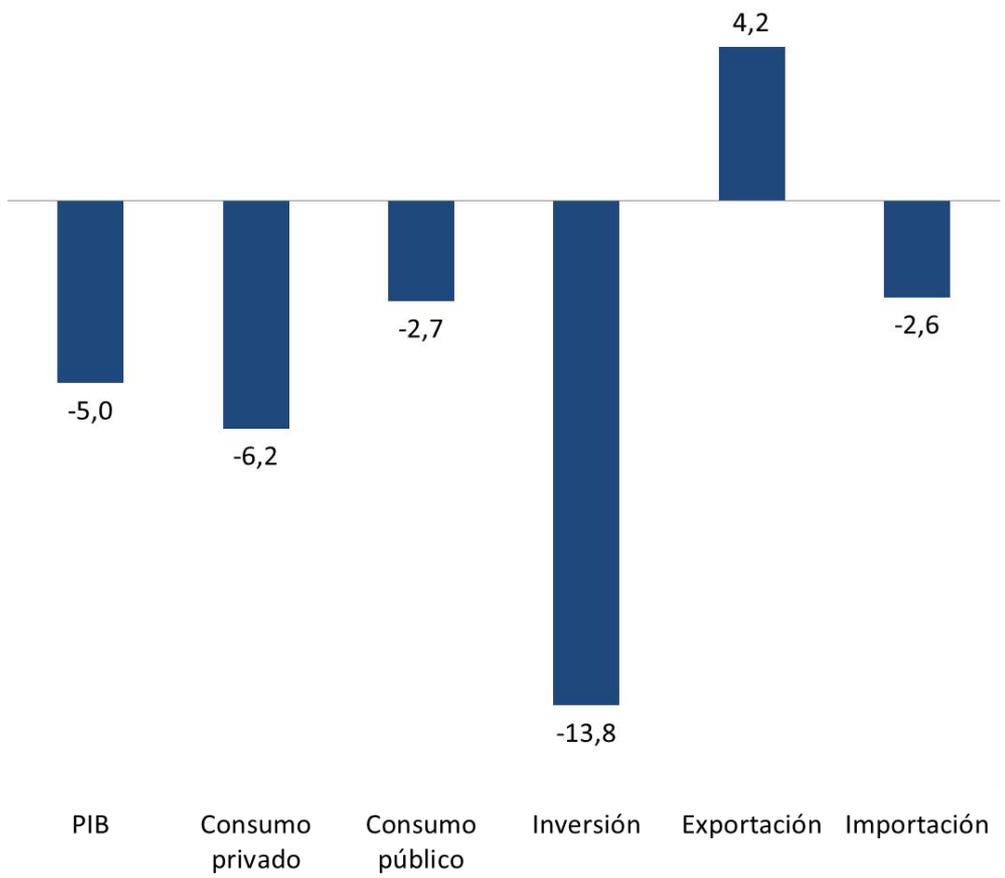


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

# La caída de la inversión y el consumo

- ✓ La caída del PIB del 5% entre el segundo trimestre de 2019 y el mismo período de 2015 se explica, fundamentalmente, por la contracción del consumo privado y de la inversión bruta. Asimismo, el ajuste del gasto público jugó un papel no desdeñable en el descenso del nivel de actividad.
- ✓ En rigor, se trata de variables que tienen una interdependencia entre sí. El sobreajuste del consumo (público y privado), en un escenario de altas tasas de interés, redujeron los campos de inversión en la economía real.
- ✓ El único componente de la demanda agregada que registró un incremento fue el de las exportaciones.
- ✓ Por su parte las importaciones cayeron 2,6% entre el segundo trimestre de 2019 y el mismo período de 2015. Al respecto, vale señalar dos cuestiones. La primera es que esa reducción fue la mitad de la caída del PIB y casi un tercio de la del consumo privado, lo que muestra el avance del peso de las importaciones. La segunda es que esa reducción obedece a la etapa del megaajuste (2018-2019) ya que en el marco de la apertura comercial aumentaron en 2016 y 2017.

Variación PIB y de los componentes de la oferta y demanda agregada, 2do trim. 2015-2do trim. 2019 (en %)

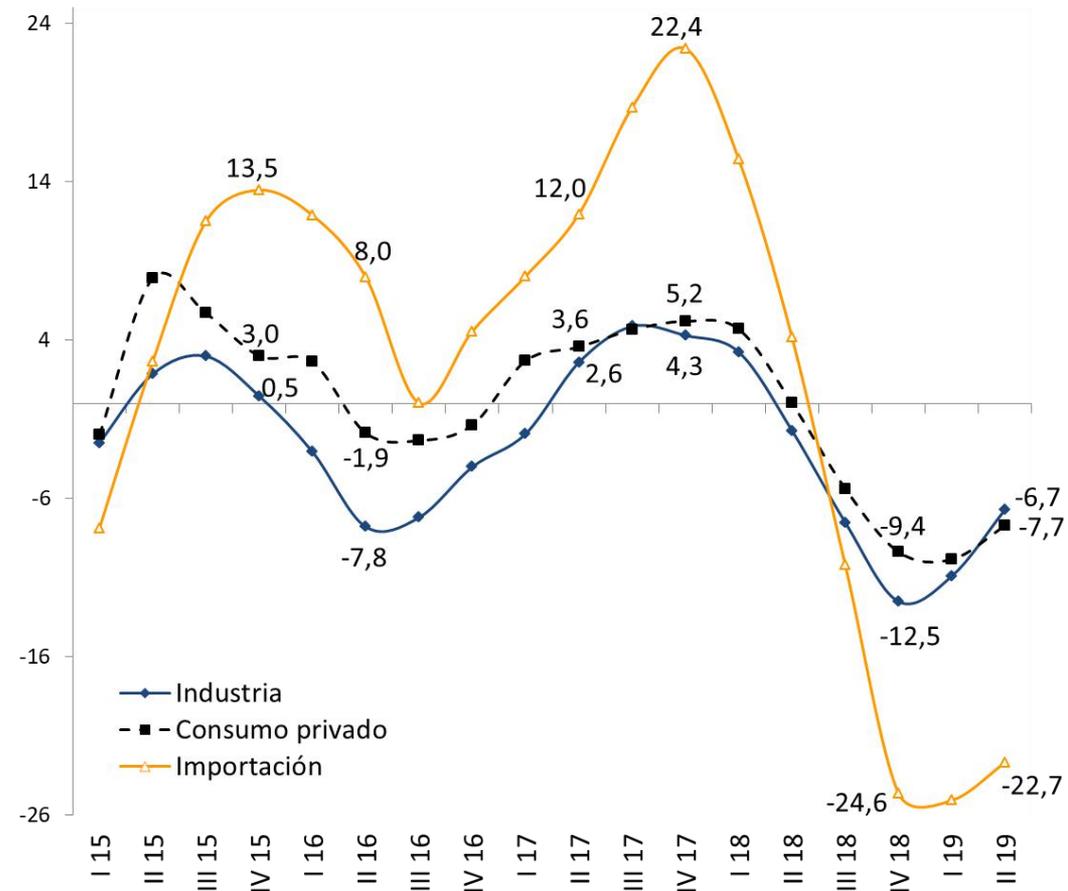


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

# Desindustrialización, impo y consumo

- ✓ Desde el punto de vista sectorial cabe señalar que la política económica de Cambiemos agredió especialmente a la producción industrial. Ello especialmente por el deterioro del principal componente que dinamiza el producto bruto industrial: el consumo privado. Tal como puede constatarse en el gráfico, la evolución del valor agregado industrial tiene una estrecha correspondencia con ese indicador.
- ✓ Esto se vio potenciado por la apertura comercial que sobre reaccionó a las fluctuaciones de la actividad fabril y el consumo. Es decir, cuando se recompuso el consumo privado y la producción industrial en 2017, las importaciones lo hicieron a un ritmo superior. Lo propio cabe para la acentuación del ajuste en la segunda etapa de Cambiemos (2018-2019)
- ✓ En esta segunda etapa el nivel de contracción industrial y del consumo privado fueron superiores al de 2016, y las importaciones derraparon en más del 20% interanual.

Variación interanual del valor agregado industrial, del consumo privado y las importaciones en precios constantes, 1er trim. 2015-2do trim. 2019 (en %)

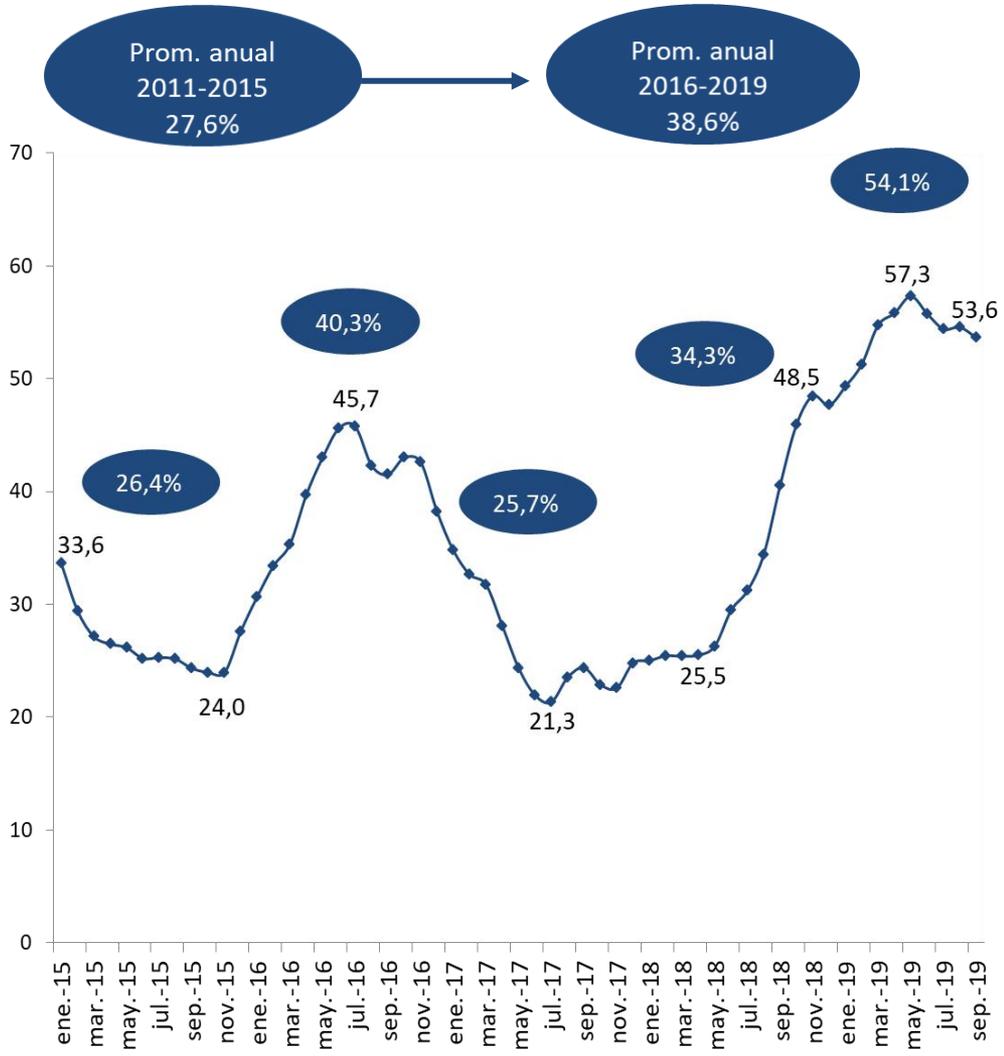


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

# Un régimen de alta inflación

- ✓ Pese al ajuste y la recesión económica, el nivel de inflación creció considerablemente. Cabe señalar que el incremento del índice de precios al consumidor fue del 26,4% anual en 2015, en tanto que el promedio anual del período 2011-2015 había alcanzado el 27,6%. Durante la gestión macrista el ritmo inflacionario experimentó una elevación en 2016 (40,3% anual), una desaceleración en 2017 (25,7%) y una nueva aceleración en 2018 (34,3%) y 2019 (54,1% anual en el acumulado de los primeros 9 meses del año). De resultados de este comportamiento la inflación promedio anual ascendió a 38,6% en el período 2016-2019.
- ✓ El ascenso de los precios minoristas no obedeció ni a la emisión monetaria ni a incrementos salariales, como planteaba la ortodoxia, sino a las devaluaciones que se produjeron en el marco de la valorización financiera y a los incrementos de las tarifas de los servicios públicos.
- ✓ Entre la pesada herencia que deja el gobierno de Macri se suma el de un régimen de alta inflación, superior al de la etapa final del kirchnerismo, y que se acelera en el último trimestre del año, pudiendo superar el 55% interanual en diciembre.

Variación interanual del índice de precios al consumidor, enero 2015-septiembre 2019 (en %)

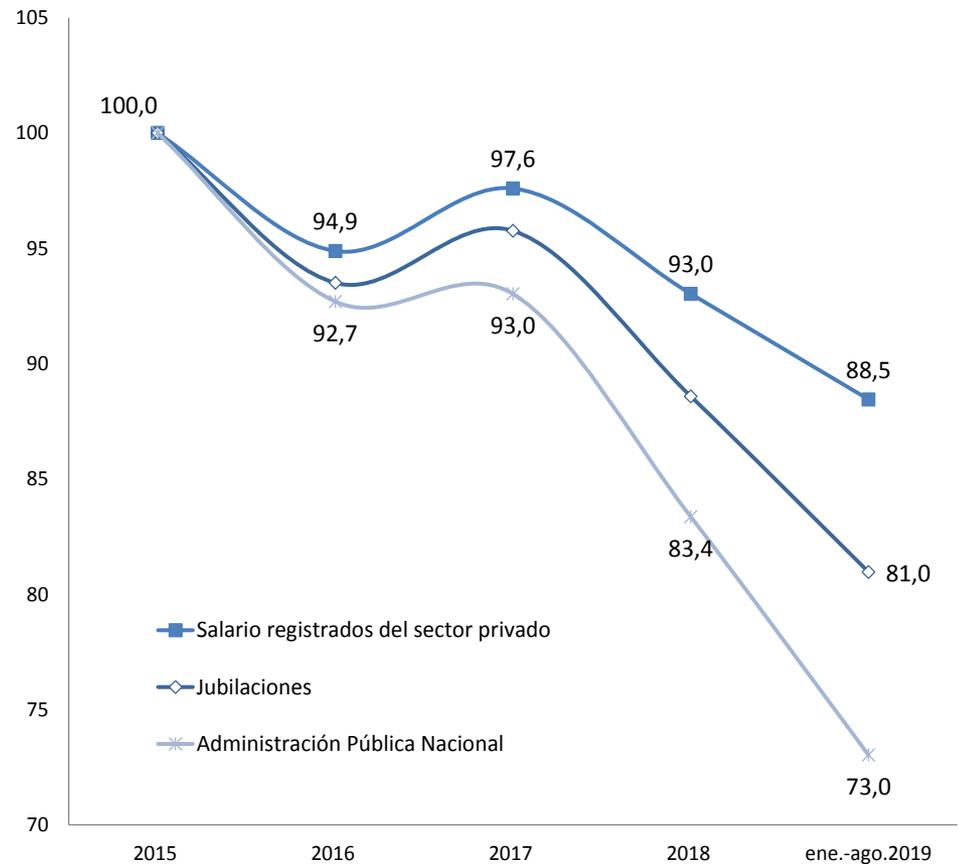


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC e IPC Provincias (CIFRA).

# La caída de los ingresos reales

- ✓ El fuerte deterioro de los ingresos reales es consecuencia del elevado proceso inflacionario que se aceleró a partir de 2018.
- ✓ Si se comparan los ingresos promedio de 2015 con los primeros ocho meses de 2019, los salarios registrados del sector privado cayeron 11,5%. En la comparación entre noviembre de 2015 y agosto de 2019 trepa al 12,4%. Se trata de los trabajadores en mejores condiciones de negociar salarios respecto a los trabajadores informales.
- ✓ La reforma jubilatoria sancionada en 2017 tuvo claros efectos negativos sobre los haberes ya que en 2018 y 2019 se registraron marcadas caídas en el poder adquisitivo. La pérdida alcanza el 19% entre 2015 y el acumulado de 2019 y llega al 23% en la comparación entre noviembre de 2015 y agosto de 2019.
- ✓ El nivel salarial más afectado fue el de los trabajadores de la Administración Pública Nacional en el marco de la reducción del gasto público. En los primeros ocho meses del año el poder de compra se contrajo el 27% respecto de 2015 y supera el 30% entre noviembre de 2015 y agosto de 2019.
- ✓ Es esperable que en virtud de la aceleración inflacionaria después de la devaluación post PASO se profundice la caída de ingresos hasta el final del mandato.

Evolución del salario real promedio de los trabajadores registrados en el sector privado, en la administración pública nacional y de los haberes jubilatorios 2015-agosto 2019 (índice 2015=100)

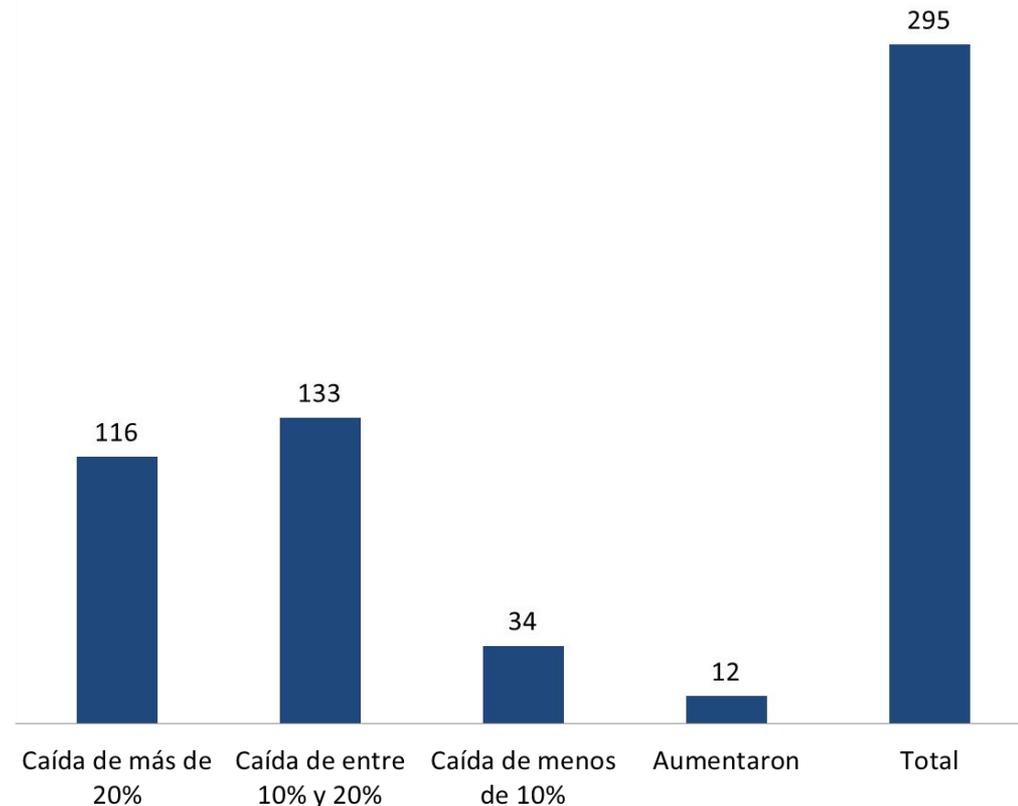


Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Producción y Trabajo, Ministerio de Hacienda, Actas paritarias del sector público e INDEC.

# Heterogeneidad salarial

- ✓ La caída del salario real de los trabajadores registrados durante la gestión macrista refleja comportamientos heterogéneos entre las ramas de actividad del sector privado.
- ✓ De las 295 ramas de actividad a 4 dígitos, 116 ramas tuvieron caídas del poder adquisitivo superiores al 20%. Se trata del 39,3% de las ramas. Por su parte, en 133 ramas los trabajadores registraron una merma de entre el 10% y el 20%, lo que equivale al 45% de las ramas totales.
- ✓ Solo en 34 ramas los trabajadores registraron una reducción de menos del 10% y en apenas 12 ramas de actividad los aumentaron (entre los que se encuentran los servicios vinculados a la intermediación financiera, minas y canteras, fabricación de gas y distribución de combustibles gaseosos por tuberías, etc.).
- ✓ Una necesaria recomposición salarial no solo debería contemplar la caída del poder adquisitivo promedio sino también las trayectorias salariales divergentes entre las diversas negociaciones colectivas.

Cantidad de ramas de actividad según estratos de variación del salario real, noviembre 2015-junio 2019 (en cantidades)

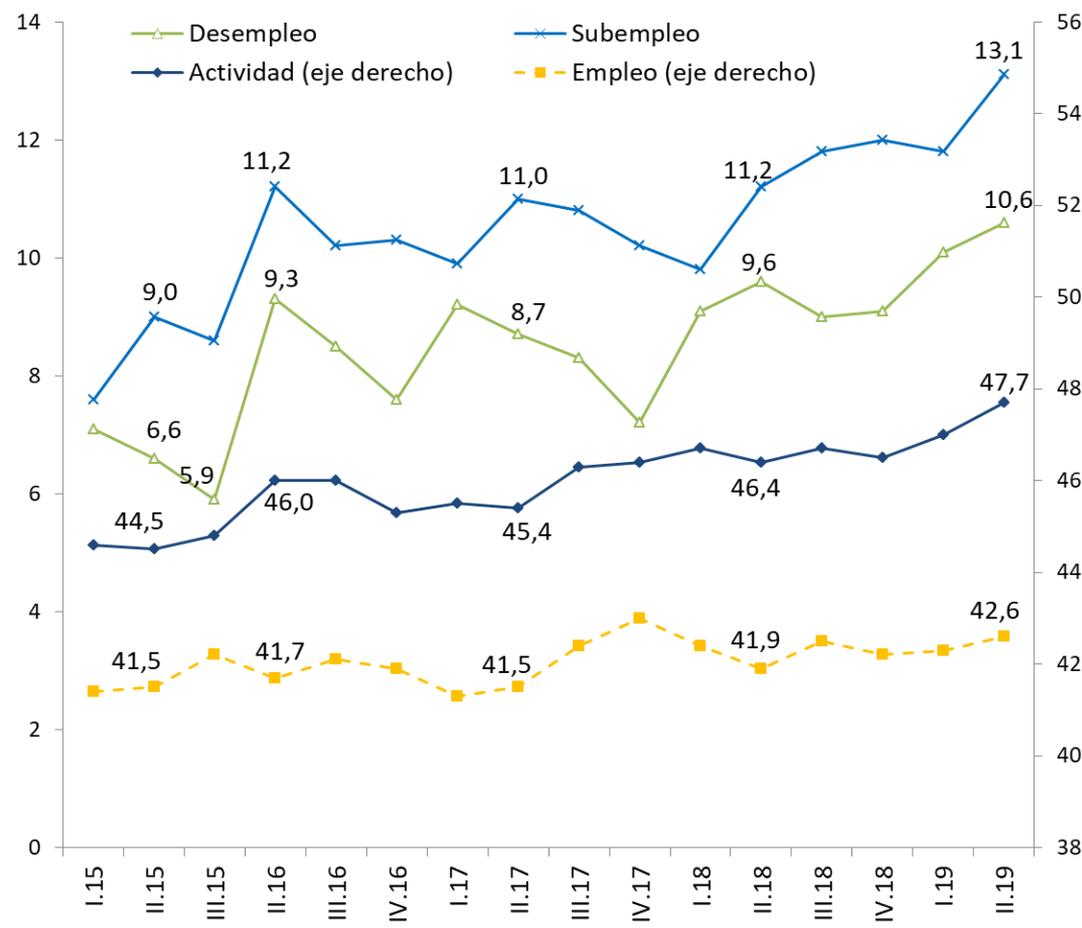


Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Producción y Trabajo.

# Aumento del desempleo y subempleo

- ✓ Desde el punto de vista del mercado laboral, durante la presidencia de Macri se asistió a un incremento de la desocupación y subocupación.
- ✓ Entre el segundo trimestre de 2015 y el mismo período de 2019, el desempleo trepó del 6,6% al 10,6% de la población económicamente activa. Ello en un contexto en el que tal población activa –es decir, que tiene trabajo o que sin tenerlo lo busca activamente- se incrementó del 44,5% al 47,7%.
- ✓ Ese aumento de la tasa de actividad estaría indicando que, en un contexto de reducción de los ingresos reales de los hogares, más personas salen a buscar empleo y que, o bien, no lo encuentran (desempleo) o bien consiguen subempleos. De allí que el leve incremento en la tasa de empleo responde al efecto neto de la destrucción de trabajo asalariado y al incremento de monotributistas que se ve reflejado en el incremento de la tasa de subocupación (del 9% al 13,1% de la población activa entre el segundo trimestre de 2015 y mismo período de 2019).

Tasas de actividad, empleo, desempleo y subempleo, 1er trim. 2015-2do trim. 2019 (en %)

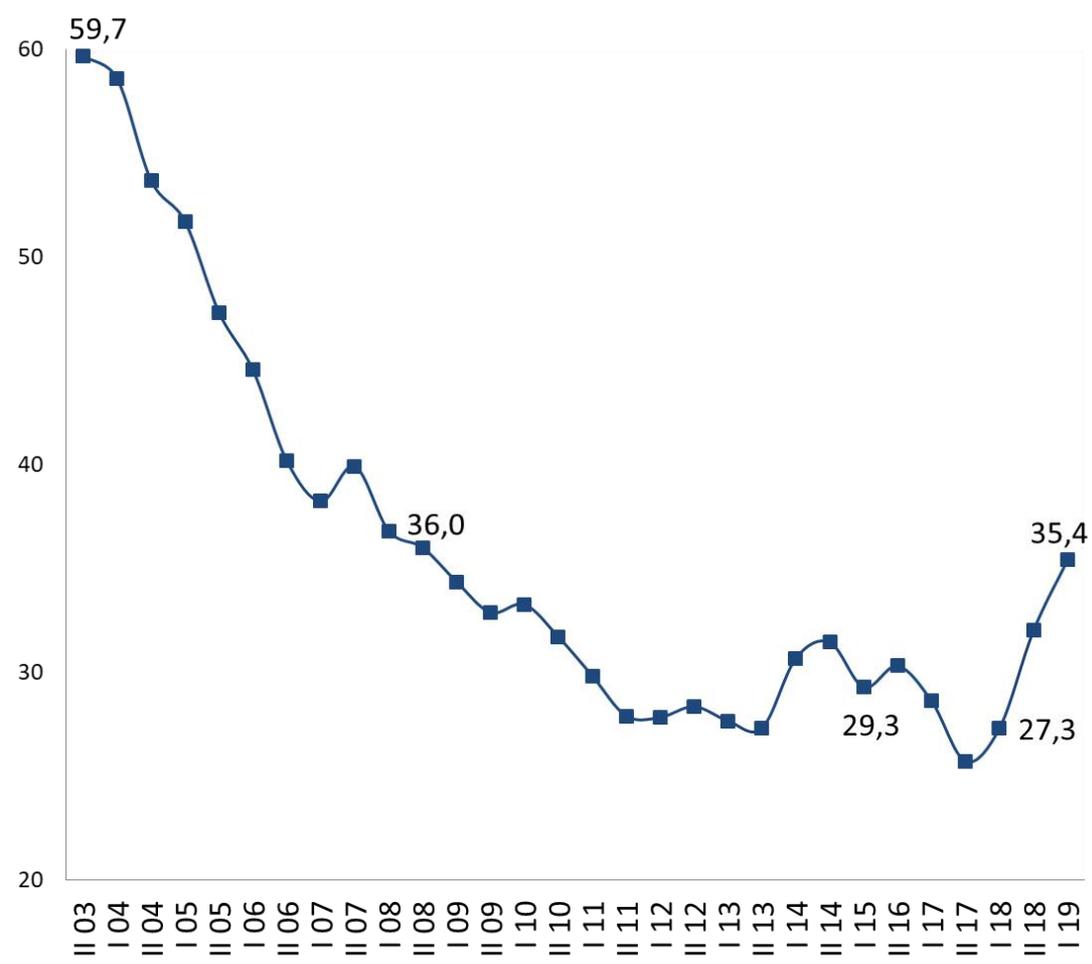


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

# El aumento de la pobreza

- ✓ El nivel de pobreza alcanzó el 35,4% de la población en el primer semestre de 2019, lo que equivale a 15,9 millones de personas. El incremento respecto al primer semestre de 2018 (cuando alcanzaba el 27,3%) indica que en apenas un año 3,8 millones de personas cayeron por debajo de la línea de pobreza.
- ✓ El balance de la gestión de Cambiemos permite advertir que, tras la reducción del nivel de pobreza entre 2003 y 2015 (cuando la misma cayó del 59,7% al 29,3%), la pobreza aumentó en 6,1 puntos porcentuales, arrojando aproximadamente a 3,3 millones de personas por debajo de la línea de pobreza.
- ✓ En efecto, se trata de un cuadro social sumamente crítico, que irremediablemente se acentuará por la aceleración inflacionaria posterior a las elecciones primarias. Si el objetivo era la pobreza cero, el resultado es el opuesto.

Pobreza como porcentaje de la población\*,  
II semestre 2003 - I semestre 2019 (en %)



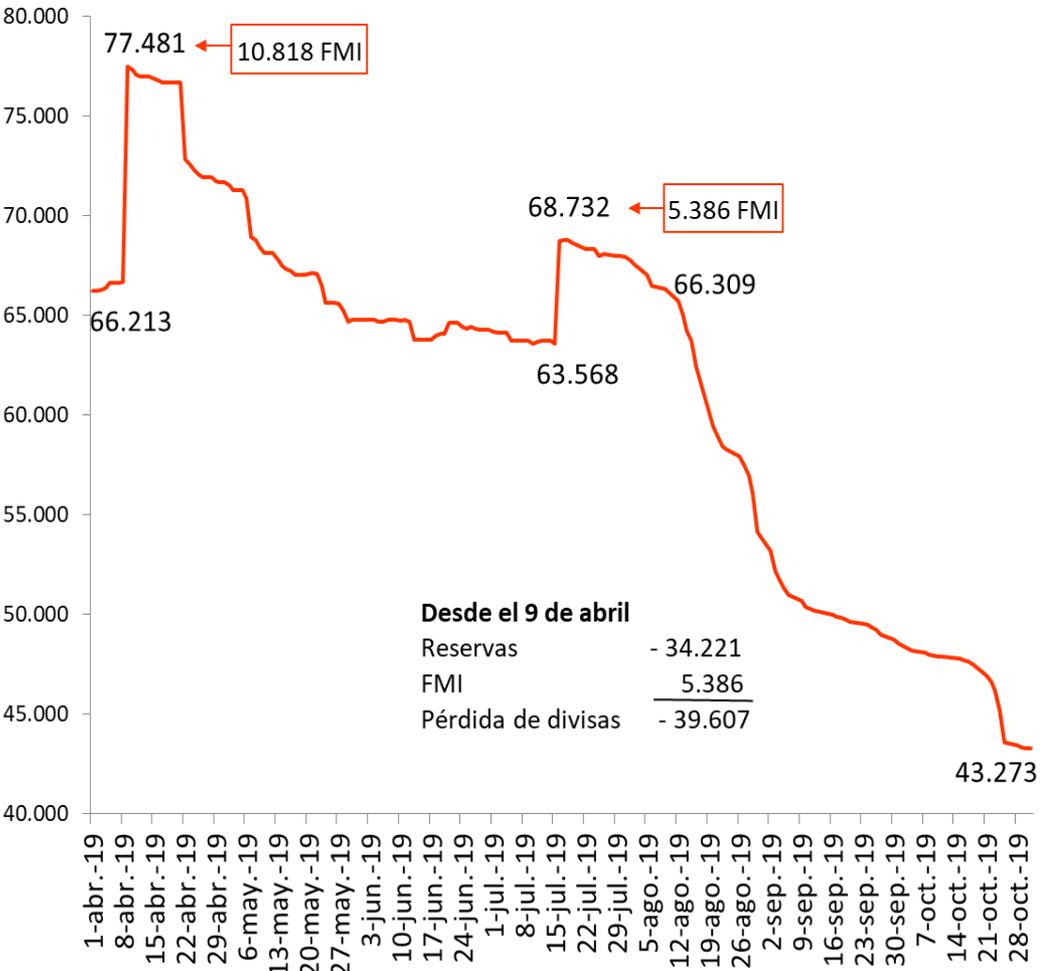
\*Según la nueva metodología INDEC.  
Fuente: elaboración propia en base a la EPH-INDEC y el IPC Provincias para el período 2007-2015.

# Notas sobre la corrida post PASO

# La caída de las reservas

- ✓ Las reservas internacionales del Banco Central, que se habían engrosado fruto del endeudamiento público, experimentaron una acelerada reducción en los últimos 6 meses. Desde el 9 abril de 2019, en forma posterior al desembolso de USD 10.818 millones del FMI, se perdieron 34.221 millones. Como en el medio hubo un desembolso del FMI por 5.386 millones, la pérdida de reservas asciende a USD 39.607 millones.
- ✓ Si bien se trata de una tendencia preexistente, el drenaje de divisas se aceleró después de las PASO, alcanzando una pérdida de USD 23.049 millones.
- ✓ La caída de 34.221 millones de dólares de las reservas que se constató a partir de abril de este año tiene una composición distinta entre la etapa previa y la posterior a las PASO, ya que en la primera la reducción se explica fundamentalmente por la cancelación de la deuda pública, mientras que en la segunda por la baja refinanciación de la deuda, la reducción de depósitos del sector privado que inciden en los encajes en poder del Banco Central, y las intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios.

Reservas internacionales del BCRA, Abril 2016-October 2019 (en millones de USD)

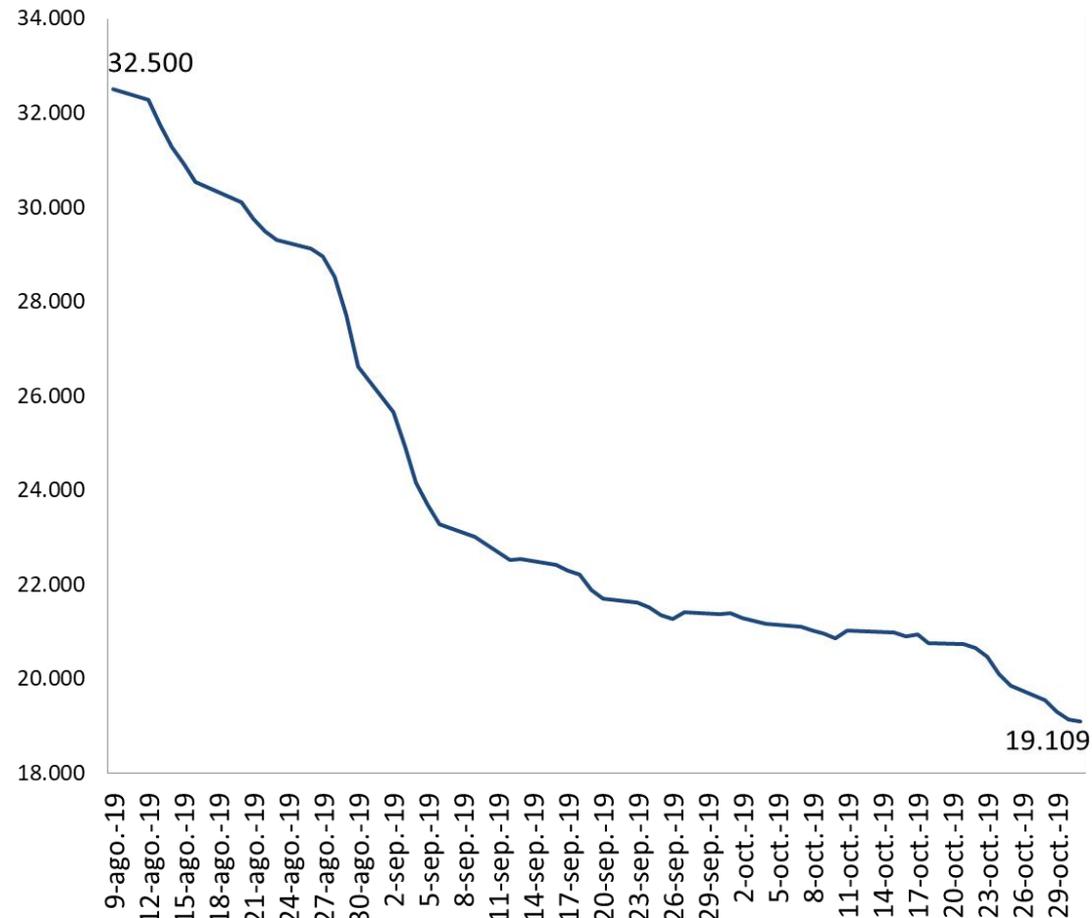


Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

# El riesgo de la corrida bancaria

- ✓ Después de las elecciones primarias se asistió a una significativa reducción de los depósitos bancarios, que jugaron un papel importante en la fuga de capitales y la reducción de las reservas internacionales.
- ✓ Las evidencias indican que la reducción de los depósitos en dólares alcanzó a USD 13.391 millones de dólares entre el 9 de agosto y el 31 de octubre. Se trata de una caída equivalente al 41,2% en menos de tres meses.
- ✓ La probable reducción de la tasa de interés en el próximo gobierno –condición necesaria para instaurar un régimen sustentado en la economía real– aceleró el desarme de la nueva burbuja financiera que se había montado después del acuerdo con el FMI. Tal como ocurrió en la historia reciente del país, los procesos de valorización financiera conducen a episodios de fuga de capitales, ya sea a través de corridas cambiarias y, en el peor de los casos, bancarias, cuya insinuación se contuvo, por el momento, con el regreso de los controles cambiarios.

Evolución de los depósitos en dólares del sector privado, 9 de agosto 2019- 31 de octubre 2019 (en millones de USD)

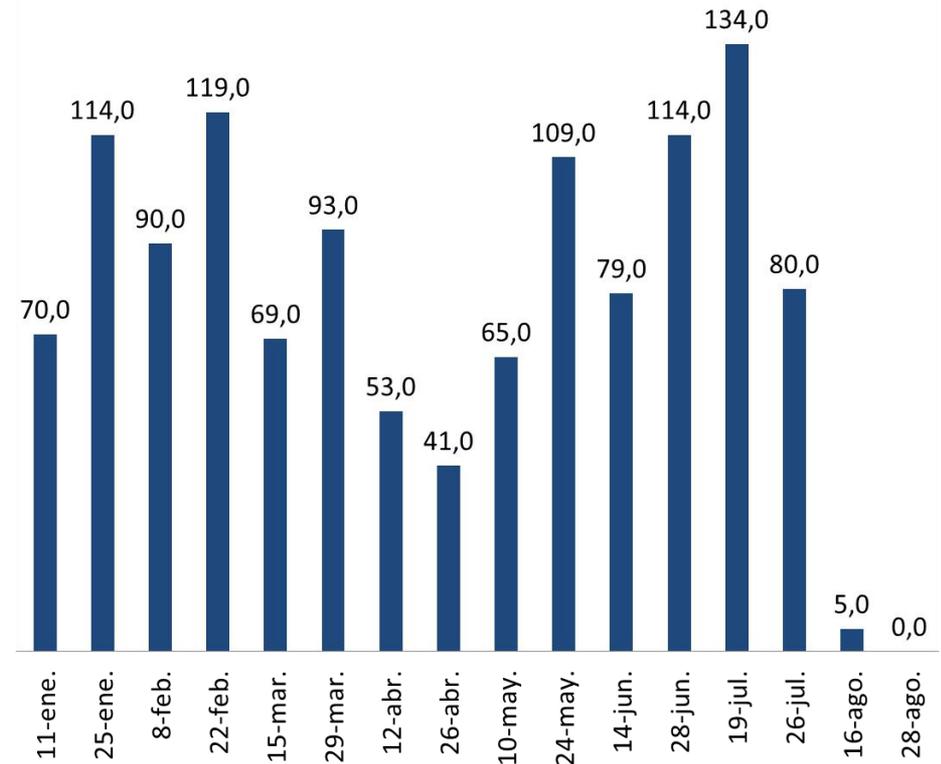


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

# Reperfilamiento de la deuda

- ✓ En el marco de la corrida cambiaria después de las elecciones primarias, se redujo significativamente la refinanciación de los vencimientos de las letras de corto plazo. A punto tal que la refinación en las licitaciones de agosto de las Letes en dólares en manos del sector privado fue prácticamente nula.
- ✓ En ese marco se implementaron una serie de medidas, como es el caso del “reperfilamiento” de la deuda a corto plazo –incluyendo la deuda en pesos- y el envío al Congreso de un proyecto de Ley para modificar los plazos de los títulos de deuda de mediano y largo plazo.
- ✓ Asimismo, se implementaron nuevos controles cambiarios, que de establecer un límite de 10.000 dólares mensuales para la compra de divisas se acrecentaron a 200 después de las elecciones de octubre.
- ✓ Es indiscutible que el próximo gobierno deberá avanzar en un arduo proceso de renegociación de la deuda y un sólido control a la fuga de capitales. No se trata de un mero control en el mercado de cambios, sino de instalar un sistema de “premios y castigos” lo suficientemente explicitado y de cumplimiento efectivo que deberá estar acompañado por una activa política industrial que promueva la formación de capital en el ámbito doméstico.

Porcentaje de refinanciación en las licitaciones de las Letes en dólares del sector privado, 2019 (en %)

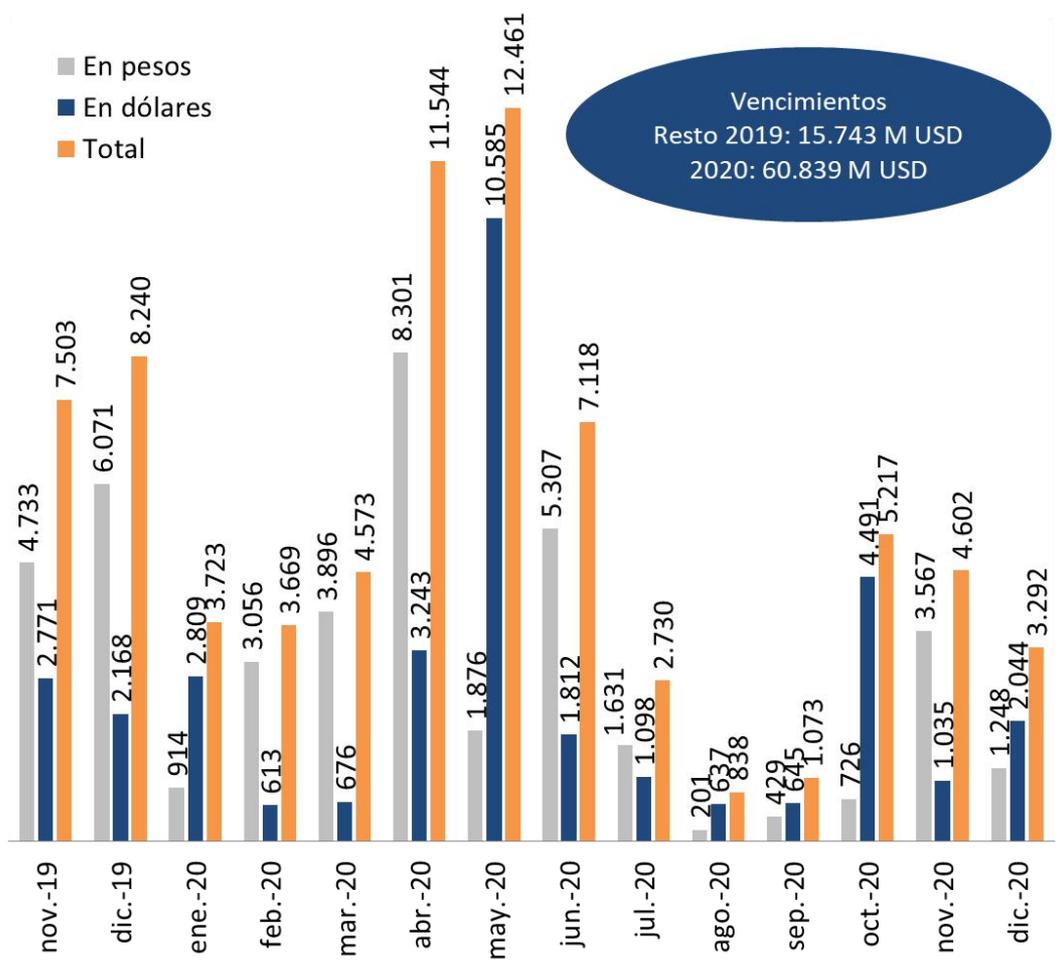


Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda.

# Vencimientos de deuda

- ✓ De acuerdo a la deuda contraída hasta junio de 2019 (última información disponible), los vencimientos de deuda en lo que resta del año ascienden a USD 15.743 millones, de los cuales 4.939 millones obedecen a deuda denominada en moneda extranjera y 10.804 millones a deuda en pesos.
- ✓ El reperfilamiento de la deuda se hizo sobre las letras de corto plazo tanto en pesos como en dólares. Sin embargo, la medida solo abarca a las personas jurídicas a las que se les paga este año el 15% del vencimiento y el resto a principios de 2020.
- ✓ Sin contemplar los vencimientos de la deuda de corto plazo (sumamente importantes y que se acrecientan con el reperfilamiento), los vencimientos del año que viene alcanzan a USD 60.839 millones, de los cuales 29.688 millones son en moneda extranjera.
- ✓ Según las estimaciones del FMI los vencimientos totales de deuda se ubican en 79.552 millones de dólares en 2020 sin contar el reperfilamiento (IMF Country Report No. 19/232).

Vencimientos de intereses y capital de la deuda del gobierno nacional según tipo de moneda, noviembre 2019-diciembre 2020 (en millones de USD)



\*El perfil de vencimientos está calculado en base a la deuda contraída hasta junio de 2019 (último dato disponible) por lo que se trata de una estimación de mínima.  
Fuente: Elaboración propia al Ministerio de Hacienda.

Centro de Investigación y Formación de la República Argentina

---



**ISSN 2314-3975**

Publicación **7** trimestral

CIFRA - Piedras 1065 (C1070AAU), Capital Federal, Argentina