

INFORME SOCIOLABORAL

del Partido de General Pueyrredon

EDICION ESPECIAL
Informe de Coyuntura
Macroeconómica

Grupo Estudios del Trabajo -GrET-

Autor:
Marcos Esteban Gallo

Agosto 2017



INFORME SOCIOLABORAL

del Partido de General Pueyrredon

Elaborado desde el año 2008 por el
Grupo de Estudios del Trabajo (GrET)

El Grupo Estudios del Trabajo (GrET) se constituyó en 1995 y busca estudiar y abordar el análisis del mercado de trabajo y las relaciones laborales. Está constituido por docentes e investigadores formados en distintas disciplinas (Economía, Sociología, Historia y Estadística), lo cual enriquece los estudios de las problemáticas sociolaborales, aportando una visión crítica. Asimismo, ha conseguido diversificar sus líneas de investigación a aquellas dimensiones que se encuentran relacionadas de manera directa con el mundo del trabajo (pobreza, bienestar, protección social, distribución de ingresos y las políticas públicas que impactan en ellas) tomando como eje transversal el enfoque de género.

Director: Dr. Eugenio Actis Di Pasquale

Correo electrónico:
grupoestudiosdeltrabajo@gmail.com

Más información del GrET en:
<https://eco.mdp.edu.ar/cieys/641-estudio-del-trabajo>

En el Portal de Promoción y Difusión Pública del Conocimiento Académico y Científico – Nùlan (FCEyS-UNMdP) se pueden consultar:

Las publicaciones del GrET:
<http://goo.gl/5R1qgw>

Las ediciones anteriores del Informe Sociolaboral del partido de General Pueyrredon:
<http://nulan.mdp.edu.ar/infosociolaboral/>

ISSN 2525 - 1503

Presentación

Los primeros meses de 2017 exhiben una tenue recuperación en los niveles de producto, consumo e inversión. Sin embargo, tal repunte no llega a compensar el retroceso experimentado durante 2016.

El consumo privado se ve afectado por el deterioro en la situación del mercado laboral, caracterizado por el estancamiento en la generación de puestos de trabajo registrados, el aumento del desempleo y la pérdida del poder de compra de los salarios.

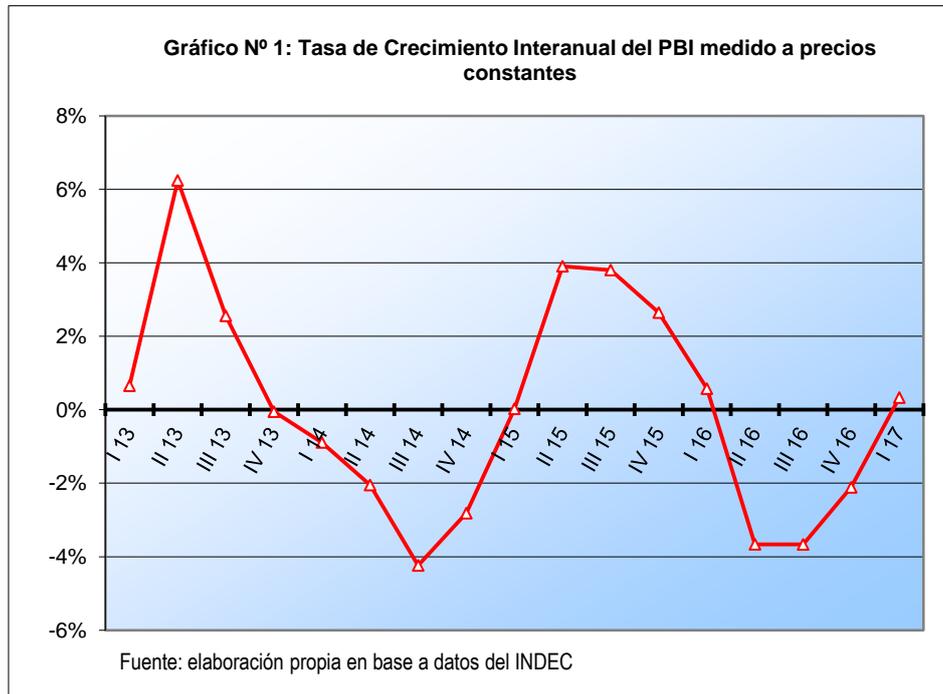
En lo que respecta al plano fiscal, los resultados deficitarios tienden a agravarse como consecuencia de la pérdida de ingresos tributarios y la mayor carga que representan los intereses de la deuda pública, lo que se vincula a su vez con el acelerado proceso de endeudamiento puesto en marcha por el actual gobierno.

El frente externo también presenta dificultades, tanto por los saldos deficitarios del comercio exterior como por la salida de capitales en concepto de rentas de la inversión y formación de activos externos del sector privado. Hasta el momento la pérdida de divisas por estos canales es compensada por un creciente endeudamiento público y privado en moneda extranjera.

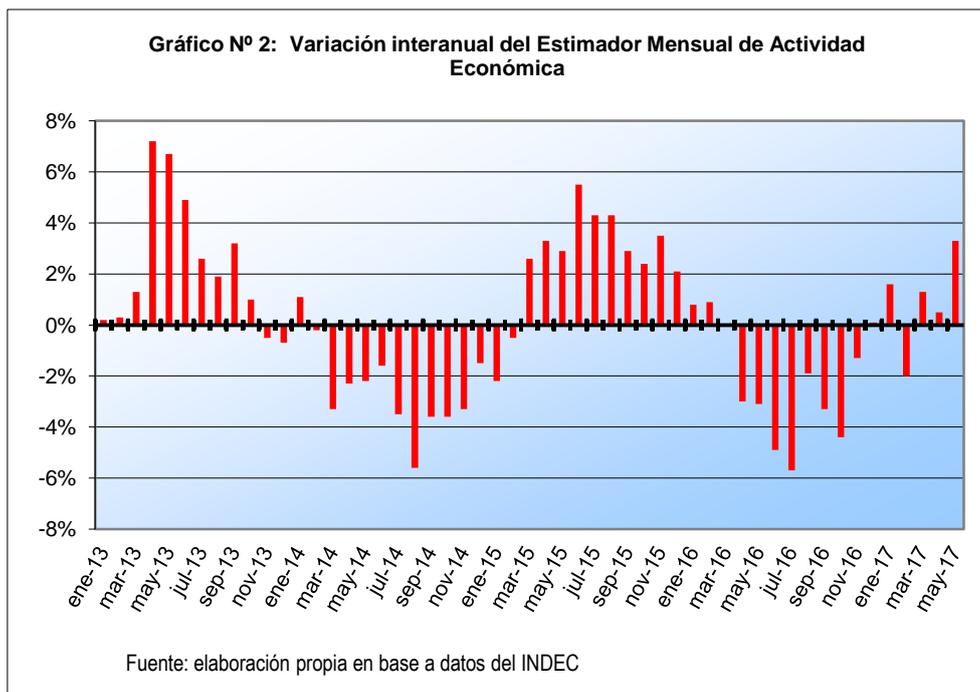
La disponibilidad de crédito externo, aunada a la completa desregulación del mercado cambiario, posibilitó el resurgimiento de un proceso de valorización financiera vehiculado por la emisión de LEBACs por parte del BCRA. No obstante, como enseña la historia argentina reciente, estos esquemas no son sustentables y su agotamiento generalmente se traduce en una crisis económica y social de magnitud.

Recesión en 2016 y leve repunte a comienzos de 2017

La economía argentina concluyó el año 2016 con una caída del producto bruto interno (PBI) del 2,3%, lo cual contrasta marcadamente con el crecimiento del 2,6% observado en 2015. Esta contracción se profundizó en el tercer y cuarto trimestre de 2016, cuando el PBI presentó disminuciones interanuales próximas al 3,7%. A partir de entonces inicia un leve repunte, de manera que en el primer trimestre de 2017 se registra un crecimiento del 0,3% con respecto a igual período de 2016 (Gráfico N° 1).



Por su parte, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) elaborado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), el mismo indica una recuperación más significativa para el mes de mayo, con un crecimiento del 3,3% con respecto al mismo mes de 2016 (Gráfico N° 2). No obstante, es importante aclarar que este incremento tiene lugar en comparación con los deprimidos niveles del año pasado. En cambio, si se observa la evolución del EMAE en el mediano plazo, se concluye que el nivel de actividad económica en mayo de 2017 es equivalente al de mayo de 2015.



Esta evolución se enmarca en un escenario complejo para América Latina y el Caribe, cuyo producto se redujo un 1% en 2016, condicionado sobre todo por el desempeño de la economía brasilera, que exhibe un retroceso del 3,6%¹. Esta dinámica condiciona el comportamiento de la economía argentina, dado que Brasil es el destino de cerca del 16% de las exportaciones argentinas. Asimismo, cabe acotar que esta participación decayó fuertemente en los últimos dos años, retrocediendo casi cinco puntos porcentuales (p.p.) entre 2014 y 2016, tendencia que sin dudas se encuentra influida por la situación de crisis económica y política que atraviesa el país vecino².

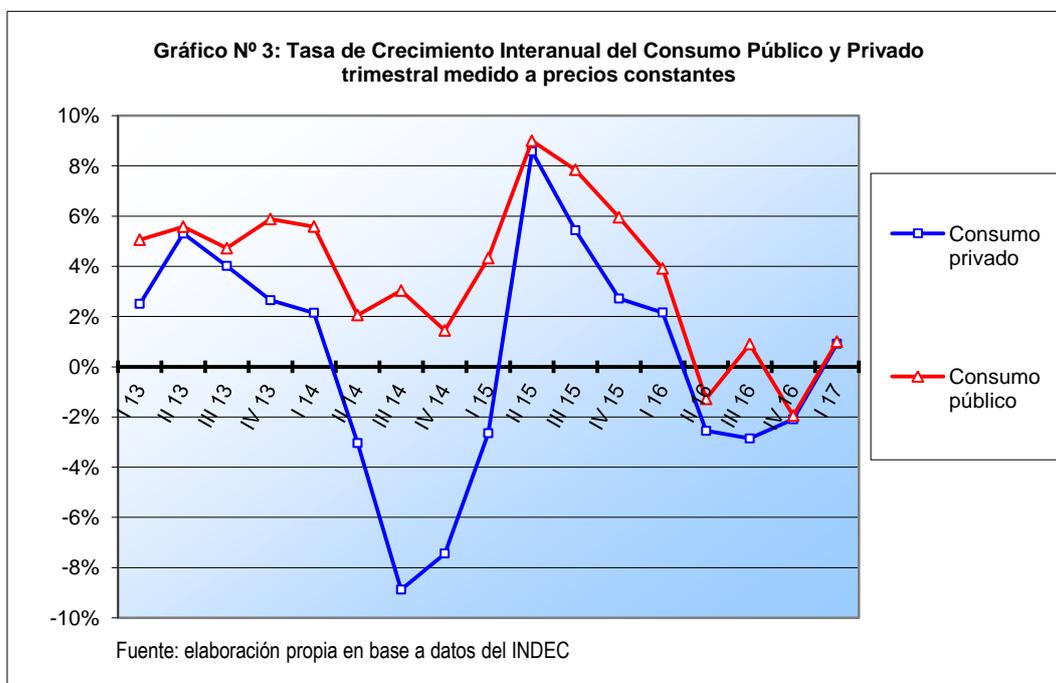
Reducción del consumo en un escenario de dificultades laborales

La caída del producto se encuentra determinada por disminuciones en sus principales componentes. Así, el consumo privado, que representa casi un 73% del PBI, retrocedió un 1,4% en 2016 –luego de haber aumentado un 3,6% en 2015-, con caídas interanuales que se profundizan en los trimestres centrales del año. En lo que respecta al primer trimestre de 2017, se verifica un crecimiento del 0,9% con respecto al mismo período del año anterior. Cabe destacar que, a diferencia de lo sucedido durante el gobierno anterior, en el transcurso del año

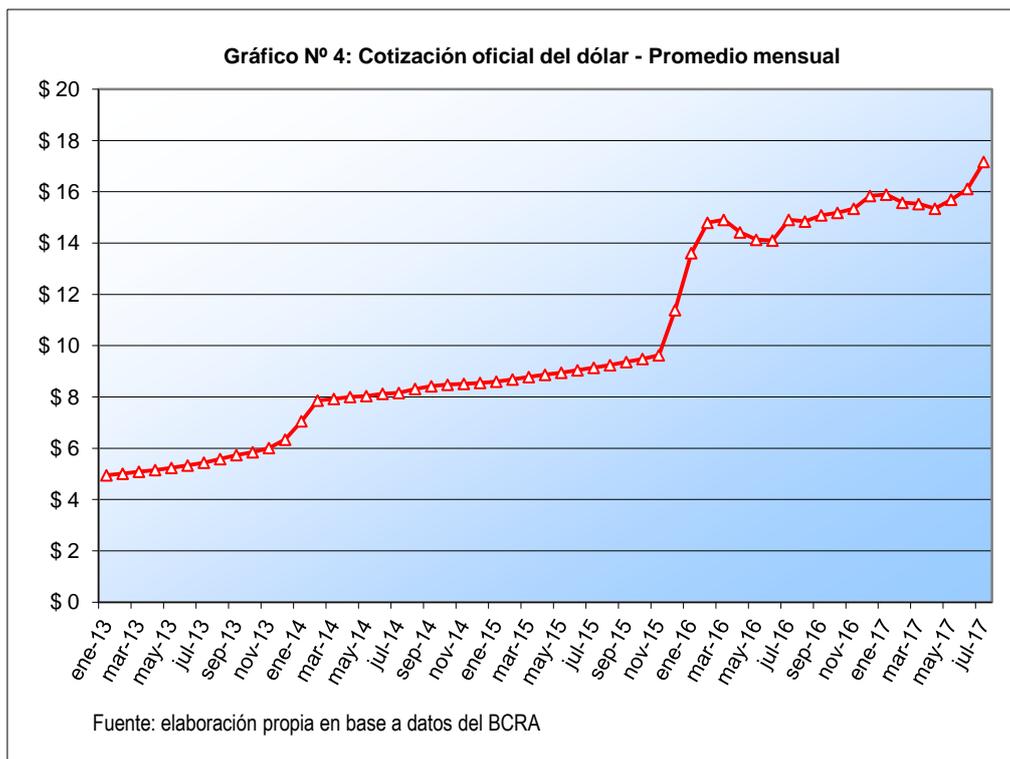
¹ *Perspectivas de la economía mundial*, Abril de 2017. Fondo Monetario Internacional. Disponible en: <http://www.imf.org/es/publications/weo?page=1>

² Datos del INDEC. Información disponible en: <https://www.minhacienda.gob.ar/secretarias/politica-economica/programacion-macroeconomica/>

pasado el consumo público acompañó la caída del consumo privado, pasando de crecer un 6,8% en 2015 a sólo un alza del 0,3% en 2016. Asimismo, en el primer trimestre de 2017 el consumo público crece un 1% en términos interanuales, prácticamente el mismo porcentaje que el consumo privado (Gráfico N° 3).



Este desempeño adverso del consumo privado se encuentra influido por la política macroeconómica aplicada desde diciembre de 2015, la cual impactó sobre el poder adquisitivo del salario. En efecto, si se analizan algunos de los principales cambios en la estructura de precios relativos operados desde el cambio de gobierno, se tiene en primer lugar una devaluación nominal que entre diciembre de 2015 e igual mes de 2016 alcanzó al 64,6%, la cual en su mayor parte tuvo lugar entre diciembre de 2015 y febrero de 2016 (Gráfico N° 4).



Esta devaluación fue acompañada por una serie de medidas que profundizaron el impacto de la misma sobre el nivel de precios. En efecto, la eliminación de las retenciones a las exportaciones de la mayoría de los productos primarios –con la excepción de la soja, cuya alícuota fue reducida del 35% al 30%–, así como la desregulación de los Registros de Operaciones de Exportación (ROEs) –límites cuantitativos a las exportaciones de productos con gravitación significativa en el costo de vida–, implicaron la remoción de instrumentos que posibilitan el mantenimiento de precios internos para los alimentos por debajo de los niveles internacionales.

El efecto potenciado de devaluación, quita de retenciones y eliminación de ROEs dio lugar a una marcada aceleración de la inflación. En efecto, si se mide por el Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA), la inflación acumulada a lo largo de 2016 fue del 41%, mientras que para 2015 el mismo indicador arroja un crecimiento de los precios del 26,9%.

Por su parte, las paritarias salariales durante 2016 cerraron en su mayor parte incrementos en los salarios nominales de entre el 30% y el 35%³, es decir, por debajo de la

³ “Gremio por gremio, cómo cerraron las paritarias en lo que va del año”, El Cronista Comercial, 18/05/2016. Disponible en: <http://www.cronista.com/economiapolitica/Gremio-por-gremio-como-cerraron-las-paritarias-este-ano-20160510-0110.html> ; Balinotti, N. “El cierre de las paritarias, muy por encima de los pronósticos del Gobierno”, La Nación, 27/06/2016. Disponible en:

inflación y muy por detrás del aumento del dólar. Ello implica por un lado caídas en el poder adquisitivo de las remuneraciones, y por otro lado se corresponde con un recorte significativo de los salarios nominales locales medidos en dólares. En tal sentido, entre noviembre de 2015 e igual mes de 2016 la remuneración promedio de los asalariados registrados del sector privado cayó en términos reales un 6,7% -deflactada por el IPCBA-, mientras que el valor nominal de dicha remuneración valuada en dólares al tipo de cambio oficial retrocedió entre las fechas mencionadas un 15,2%⁴.

Este retroceso de los salarios influyó en la evolución del consumo privado, el cual, como se ha visto, cae marcadamente en el segundo y tercer trimestre de 2016, repuntando luego hasta alcanzar en el primer trimestre de 2017 una tenue recuperación interanual (Gráfico N° 3).

Varios factores concurren para explicar estas fluctuaciones. En primer lugar, en los primeros meses de 2016 tiene lugar un acentuado proceso de destrucción de puestos de trabajo registrados⁵, de manera tal que de acuerdo a los datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), entre noviembre de 2015 y mayo de 2016 el total de trabajadores registrados⁶ pasa de 12.042.000 a 11.930.000, lo que representa casi 112.000 trabajadores menos. En el segundo semestre del año pasado esta variable se recupera, llegando a 12.109.000 trabajadores en diciembre de 2016, cifra que luego se retrae hasta los 12.107.000 trabajadores registrados en mayo de 2017⁷.

<http://www.lanacion.com.ar/1912856-el-cierre-de-las-paritarias-muy-por-encima-de-los-pronosticos-del-gobierno>

⁴ La remuneración promedio de los asalariados registrados del sector privado es información proveniente del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) y, como su nombre lo indica, no incluye a los trabajadores no registrados, en cuyo caso, las caídas mencionadas serían mucho mayores. Estos últimos se encuentran incluidos en la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), pero dado que la misma no fue realizada entre el tercer trimestre de 2015 y el primero de 2016, la última comparación interanual posible sería segundo trimestre de 2015 contra segundo trimestre de 2016, es decir, se perdería gran parte de lo acontecido durante el año pasado. La información proveniente del SIPA se encuentra disponible en: http://www.trabajo.gob.ar/left/estadisticas/novedades/novedad_empleo.asp

⁵ Para un análisis detallado de la dinámica del mercado de trabajo se puede consultar el *Informe Sociolaboral del Partido de General Pueyrredon*, N° 17, Junio de 2017, elaborado por el Grupo Estudios del Trabajo (GrET) de la UNMdP. Disponible en: <http://nulan.mdp.edu.ar/2674/1/InfoSociolabJun2017.pdf>

⁶ Los trabajadores registrados son todos aquellos que realizan aportes al SIPA, incluyendo trabajadores asalariados, patrones y cuentapropistas.

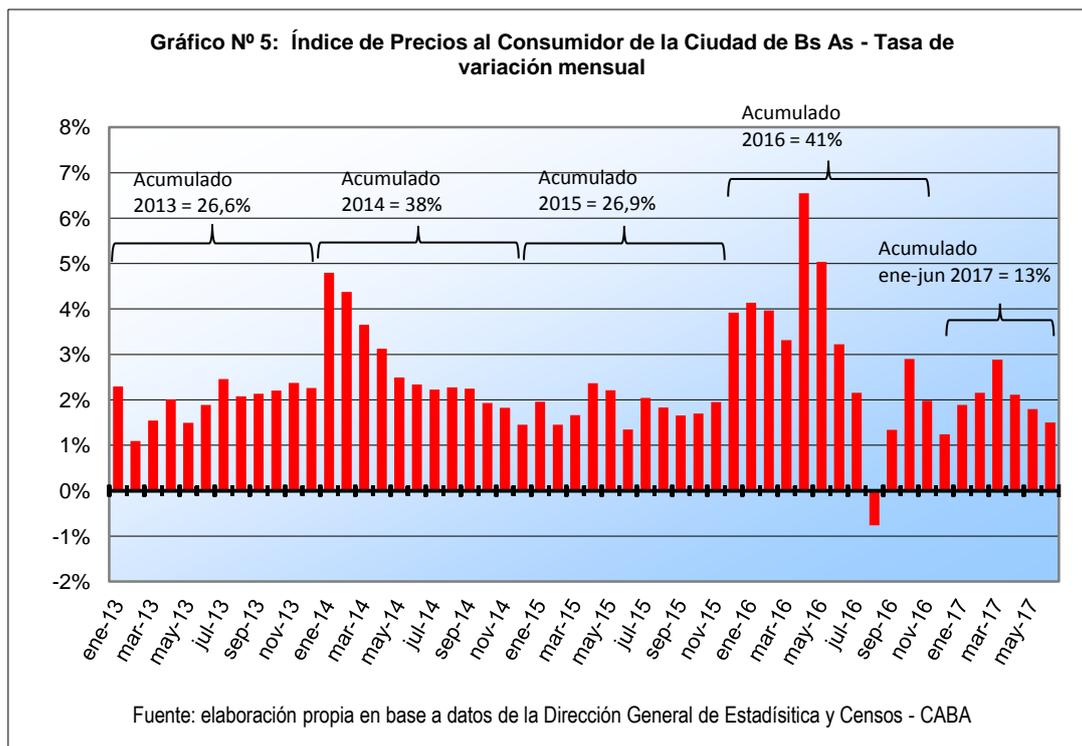
⁷ Datos provenientes del SIPA. Disponibles en: http://www.trabajo.gob.ar/left/estadisticas/novedades/novedad_trabajadores.asp

En segundo lugar, el proceso inflacionario es mucho más acentuado en el primer semestre de 2016 que en el segundo. En efecto, de acuerdo al IPCBA, en la primera mitad del año pasado el crecimiento de los precios fue del 29,2%, en tanto que en el segundo semestre fue del 9,2%. Esto, sumado al hecho de que las paritarias salariales en gran medida distribuyen los aumentos en varios tramos a lo largo del segundo semestre, permite inferir que los ingresos reales de la población se vieron fuertemente afectados durante los primeros seis meses de 2016 y tuvieron una recomposición relativa en la segunda mitad del año que, sin embargo, resultó insuficiente para recuperar lo perdido tras el cambio de gobierno.

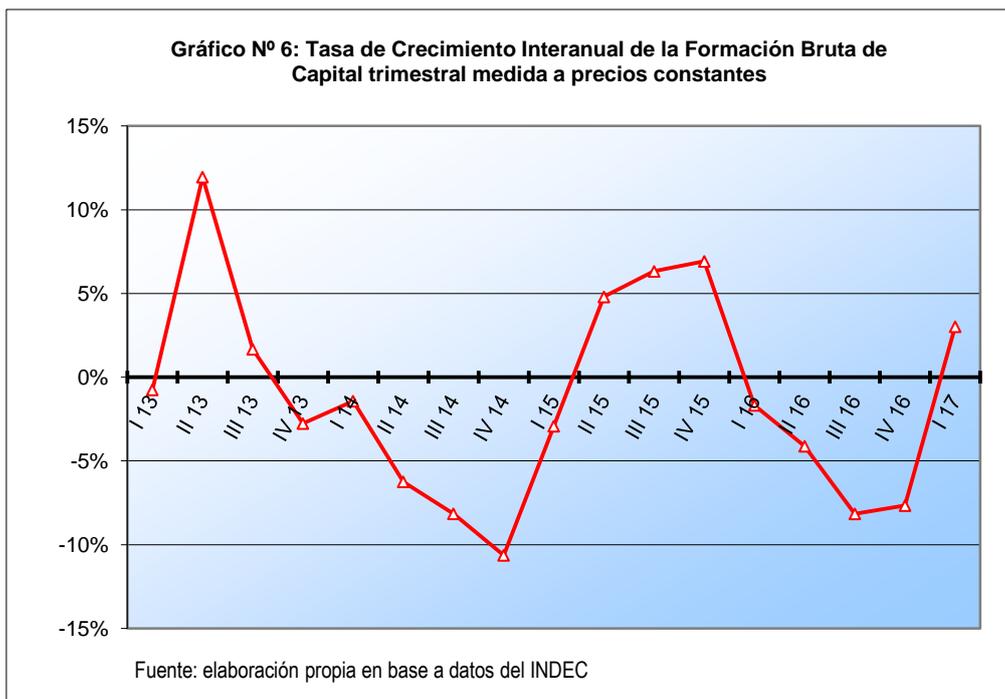
En lo que respecta a la primera mitad de 2017, la inflación acumulada durante el primer semestre asciende al 13%, con un promedio mensual 2,1% (Gráfico N° 5), lo que proyectado para todo 2017 arroja una inflación anual estimada del 27,7%, muy lejos de la meta del 17% establecida por el Banco Central (BCRA)⁸. La evolución de los precios en lo que resta del año dependerá esencialmente de lo que suceda con la cotización del dólar, del impacto que tengan los aumentos de tarifas y combustibles y de la medida en que los formadores de precios absorban los incrementos salariales en el marco de la puja distributiva, todo ello signado por la incertidumbre que genera el actual contexto electoral. Si se tiene en cuenta que la mayoría de las paritarias cerradas hasta el momento acordaron aumentos de entre el 20% y el 25%⁹, resulta altamente probable que los asalariados sufran un nuevo recorte en el poder de compra de sus ingresos durante 2017.

⁸ *Informe Anual al Honorable Congreso de la Nación Argentina*, Año 2016, BCRA. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/inf2016.pdf>

⁹ *Informe de Coyuntura N° 24*, Julio de 2017. Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA). Disponible en: <http://www.centrocifra.org.ar/docs/iii.pdf>

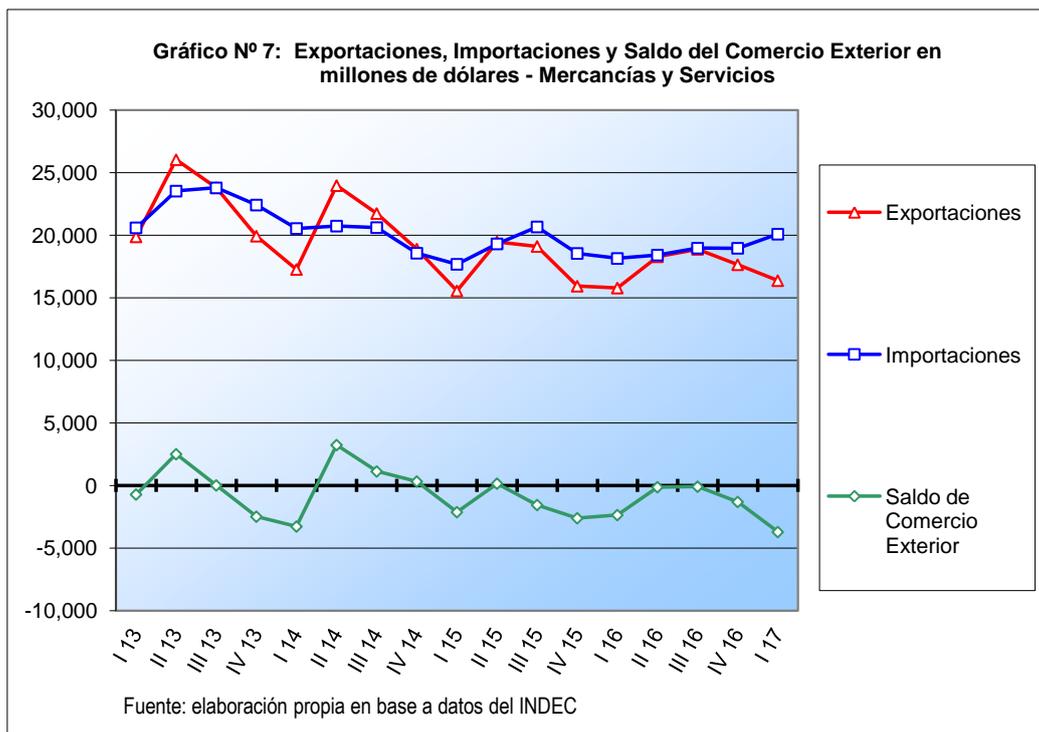


Este escenario contractivo se vio reflejado también en el comportamiento de la inversión. En tal sentido, la formación bruta de capital disminuyó un 5,5% en 2016, mientras que en 2015 había experimentado un crecimiento del 3,8%. Esta caída de la inversión se observa a lo largo de todo el año pasado, pero es más profunda en el tercer y cuarto trimestre, cuando la contracción interanual es de 8,2% y 7,7% respectivamente. En el primer trimestre de 2017 esta variable muestra una recuperación del 3% con respecto al mismo período del año anterior, favorecida seguramente por la estabilidad en la cotización del dólar, la menor inflación y el leve repunte relativo en el consumo y los ingresos (Gráfico Nº 6).



Dificultades en el sector externo: déficit comercial, endeudamiento y salida de capitales

En lo respecta al frente externo, el año 2016 cerró con un déficit de comercio exterior de U\$S 3.905 millones, el cual se explica principalmente por el resultado del primer trimestre el cual arroja un saldo negativo de U\$S 2.361 millones. En el primer trimestre de 2017 esta tendencia se profundiza, con un déficit de U\$S 3.715 millones. En conjunto, desde la asunción del actual gobierno, el comercio exterior totaliza un resultado negativo de U\$S 7.620 (Gráfico N° 7).



Esta evolución se explica tanto por un estancamiento de las exportaciones como por un alza de las importaciones que se acentúa en el primer trimestre de este año. Por el lado de las exportaciones de bienes, es posible observar que su comportamiento se encuentra signado por una retracción de las cantidades que apenas llega a ser compensada por el alza de los precios. Así, entre el primer trimestre de 2016 e igual período de 2017 las cantidades exportadas de bienes cayeron un 4%, mientras que sus precios subieron un 6%, impulsados en cierta medida por el alza en la cotización de la soja y del aceite de soja¹⁰. Cabe destacar que este desempeño de las exportaciones se encuentra signado por un contexto de contracción del comercio internacional. En efecto, según la Organización Mundial de Comercio (OMC), las exportaciones mundiales totales de mercancías disminuyeron un 3,2% en 2016 con respecto al año anterior, en tanto que en 2015 cayeron un 13,2% con respecto a 2014. Si se toma el lapso comprendido entre 2014 y 2016 el retroceso de las exportaciones mundiales de mercancías es del 19,1%¹¹.

¹⁰ Entre el primer trimestre de 2016 y el mismo periodo de 2017 la tonelada de soja pasó de U\$S 323,4 a U\$S 375,5 y la tonelada de aceite de soja aumentó de U\$S 686,9 a U\$S 746,1. Datos del Fondo Monetario Internacional. Información disponible en: <http://www.minhacienda.gob.ar/secretarias/politica-economica/programacion-macroeconomica/>

¹¹ Datos de la Organización Mundial de Comercio. Disponibles en: <http://stat.wto.org/StatisticalProgram/WSDBViewData.aspx?Language=E>

En lo que respecta a las importaciones, las mismas crecieron impulsadas principalmente por el ascenso de las importaciones de servicios, las cuales aumentaron un 17,6% entre el primer trimestre de 2016 y el mismo período de 2017¹². En el mismo lapso las importaciones de bienes crecieron un 7,4%. Dentro de este conjunto se destaca la importación de bienes de consumo, la cual se incrementó un 18,3% en valor y un 18,2% en cantidad¹³. En tal sentido, el hecho de que las cantidades importadas de bienes de consumo aumente, al mismo tiempo que el consumo interno cae, sólo puede tener como contrapartida la sustitución de producción local por artículos extranjeros con la consiguiente pérdida de puestos de trabajo, capacidades productivas y eventualmente cierre de empresas. Estas tendencias sin dudas reflejan el resultado de la política comercial del actual gobierno, que en diciembre de 2015 eliminó el sistema de Declaraciones Juradas Anticipadas de Importaciones (DJAI) y lo reemplazó en su mayor parte por licencias automáticas de importación, muchas más permisivas en relación al ingreso de productos extranjeros.

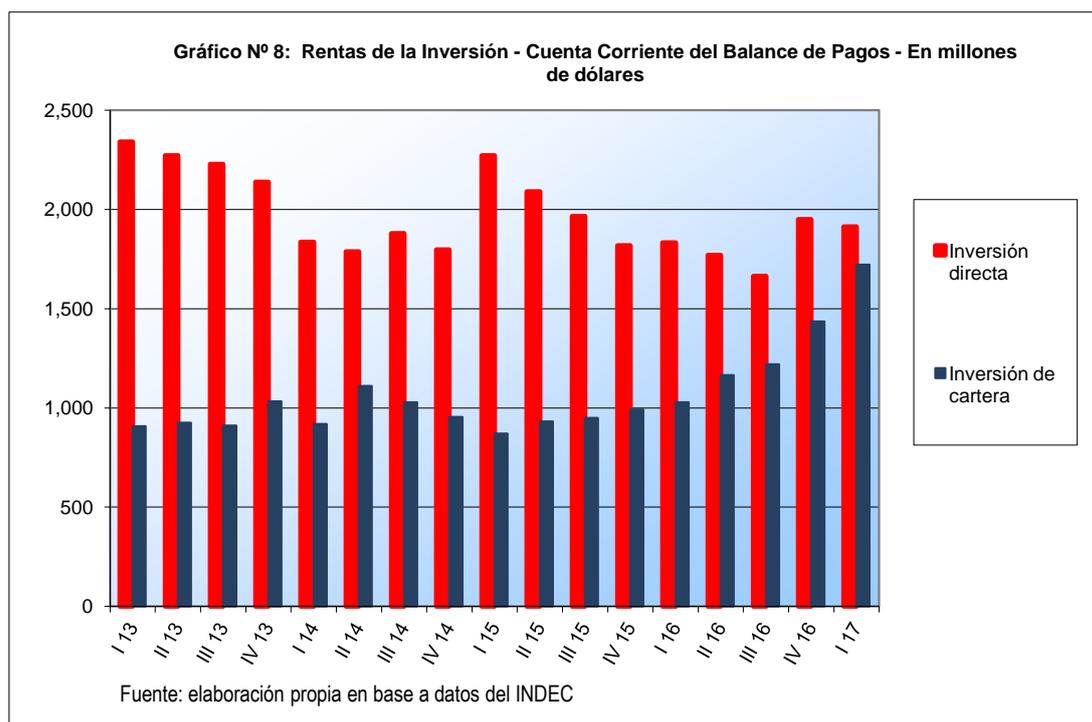
A los resultados adversos en el comercio exterior debe agregarse la pérdida de divisas por diversos canales financieros que son estructuralmente deficitarios en la economía argentina. Así, el rubro *Rentas de la inversión* de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos arrojó durante 2016 un déficit de U\$S 12.150, en tanto que en el primer trimestre de 2017 el saldo negativo fue de U\$S 3.680 millones. Estas cifras no difieren en gran medida de lo registrado en años anteriores y se explican mayormente por la remisión al exterior de la renta de la inversión directa, si bien desde el primer trimestre de 2016 se observa un déficit claramente creciente en la renta generada por la inversión de cartera, lo cual se vincula al acelerado proceso de endeudamiento puesto en marcha por el gobierno de la Alianza Cambiemos (Gráfico N° 8)^{14 15}.

¹² En el mismo período las exportaciones de servicios crecieron un 10,9%, consolidando así el carácter estructuralmente deficitario de la balanza de servicios de la economía argentina.

¹³ Datos del INDEC. Información disponible en: <https://www.minhacienda.gob.ar/secretarias/politica-economica/programacion-macroeconomica/>

¹⁴ Según el Observatorio de la Deuda Externa de la Universidad Metropolitana de la Educación y el Trabajo (UMET), entre diciembre de 2015 y mayo de 2017 el gobierno nacional emitió U\$S 45.951 millones de deuda en moneda extranjera y el equivalente a U\$S 17.274 millones en moneda local. A ello se debe agregar un endeudamiento en moneda extranjera por parte de las provincias de U\$S 10.381 y un endeudamiento en moneda extranjera por parte del sector privado de U\$S 8.366. *Cuarto Informe de la Deuda Externa*, Observatorio de la Deuda Externa, UMET. Disponible en: <http://umet.edu.ar/wp-content/uploads/2017/06/ODE-Mayo-2017-Final.pdf>

¹⁵ A partir de 2017 la Dirección de Cuentas Internacionales del INDEC cambió la metodología de exposición del Balance de Pagos. Anteriormente el rubro *Rentas de la Inversión* de la Cuenta Corriente aparecía desglosado principalmente en *Intereses y Utilidades y Dividendos*. Con la metodología actual

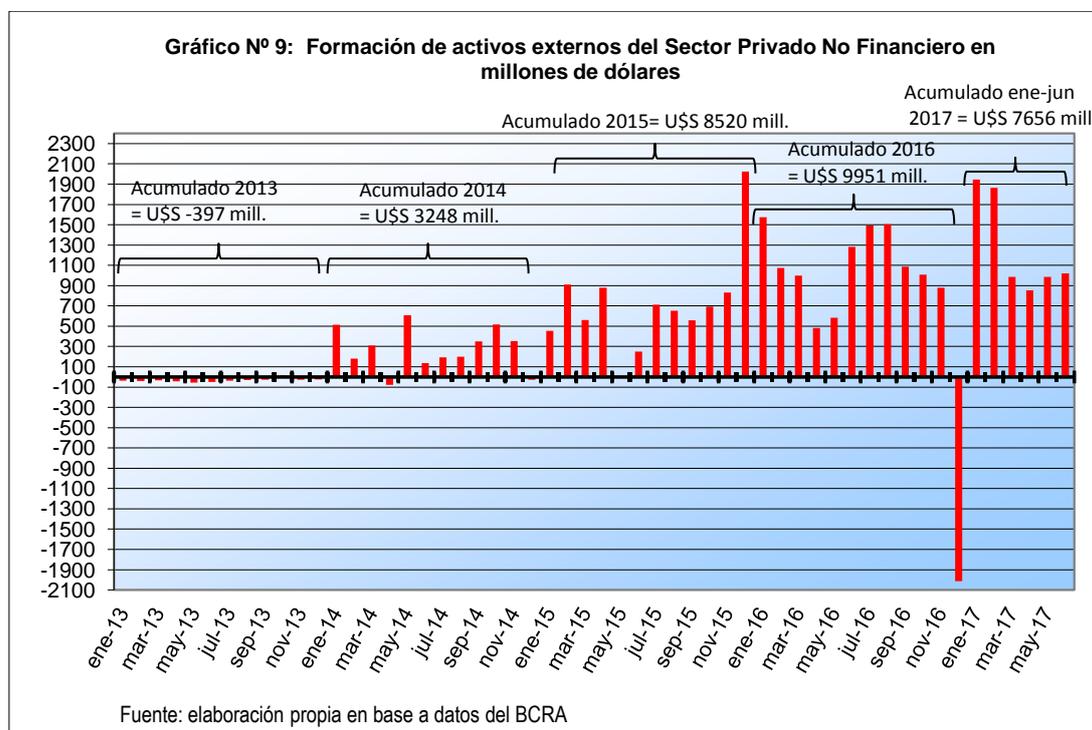


Por otra parte, desde la eliminación de las restricciones a la compra de divisas se aceleró fuertemente la formación de activos externos del sector privado no financiero. En efecto, como puede verse en el gráfico Nº 9, esta variable crece abruptamente en diciembre de 2015, luego de haber mantenido valores moderados en los años anteriores como consecuencia de las regulaciones del mercado cambiario. De este modo, mientras que entre enero y noviembre de 2015 la formación de activos externos totaliza U\$S 6.495 millones, sólo en diciembre de ese año asciende a U\$S 2.025 millones. A lo largo de 2016 esta variable alcanza un valor de U\$S 9.950 millones, cifra que está fuertemente influenciada por una formación de activos externos negativa –es decir, un ingreso de capitales- de U\$S 2.015 millones en diciembre, asociada al blanqueo de capitales implementado por el gobierno entre fines de 2016 y principios de 2017¹⁶. Ello significa que de no haberse dispuesto esta medida la pérdida de divisas por formación de activos externos hubiera sido mucho mayor. De hecho, entre enero y junio de 2017 la formación de activos externos ya alcanza a los U\$S 7.655

estos dos sub-rubros fueron reemplazados por *Rentas de inversión de cartera* y *Rentas de inversión directa*.

¹⁶ El blanqueo de capitales fue dispuesto por el gobierno en agosto de 2016 y concluyó en marzo de 2017. En total se declararon U\$S 116.800 millones, de los cuales U\$S 93.300 millones correspondieron a activos ubicados en el exterior y U\$S 23.500 a activos situados en el país. La operatoria representó para el fisco el ingreso de \$ 148.600 millones. “El blanqueo record sumó casi 117.000 millones de dólares”, Página 12, 04/04/2017. Disponible en: <https://www.pagina12.com.ar/29825-el-blanqueo-record-sumo-casi-117-mil-millones-de-dolares>

millones, cifra que en esta oportunidad no podrá ser morigerada por un nuevo blanqueo de capitales.

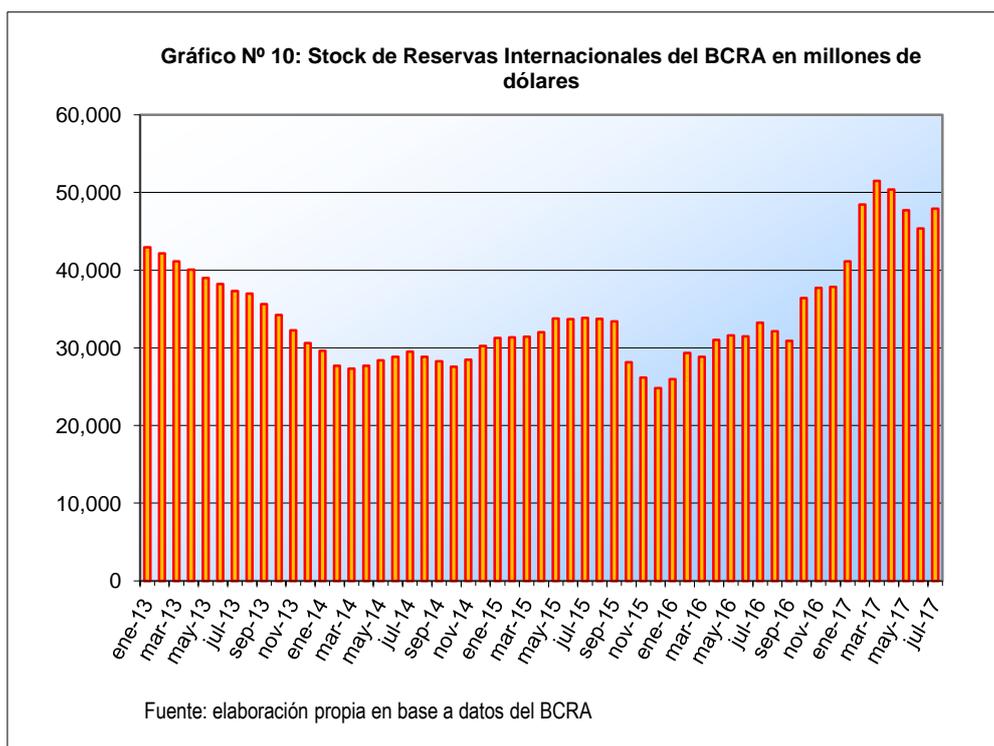


Resulta pertinente señalar que, si bien una parte significativa de la formación de activos externos tiene como destino su salida al exterior, una proporción de la misma se mantiene como atesoramiento en moneda extranjera y como depósitos en dólares en el sistema financiero local. En tal sentido, entre noviembre de 2015 y junio de 2017 los depósitos en dólares valuados en su moneda de nominación –es decir, sin considerar el efecto de la devaluación- aumentaron un 158%¹⁷. En el mismo lapso, los depósitos en pesos crecieron sólo un 41%¹⁸. Esta evolución dispar indica una tendencia hacia la dolarización de los ahorros que eventualmente puede generar presiones sobre el tipo de cambio y sobre la tasa de interés.

En conjunto, en concepto de rentas de la inversión –directa y en cartera-, formación de activos externos y déficit del comercio exterior la sangría de divisas entre diciembre de 2015 y junio de 2017 asciende a más de U\$S 43.080 millones. Ello explica por qué las reservas del BCRA aumentaron sólo U\$S 20.560 millones en el mismo período, a pesar de que la deuda pública contraída en dicho lapso asciende a cerca U\$S 60.000 millones (Gráfico Nº 10).

¹⁷ Si los depósitos en dólares son valuados en pesos tomando el tipo de cambio oficial se obtiene que la suma total de los mismos creció un 333% en el período mencionado.

¹⁸ Datos del BCRA. Información disponible en: <https://www.minhacienda.gob.ar/secretarias/politica-economica/programacion-macroeconomica/>



Pérdida de ingresos tributarios, aumento de la carga de intereses y profundización del déficit fiscal

El frente fiscal también presenta un desempeño negativo. En efecto, en 2016 el resultado primario sin rentas financieras –es decir, excluyendo la transferencia de utilidades del Banco Central y del Fondo de Garantía de Sustentabilidad- del Sector Público Nacional no Financiero (SPNNF) arrojó un déficit de \$ 364.770 millones, lo que representa un 4,5% del PBI. Medida a valores corrientes, esta cifra supera en un 49,3% el déficit registrado durante 2015, el cual representó un 4,2% del PBI. Por su parte, el resultado financiero del SPNNF en 2017 alcanzó un déficit \$ 481.605 millones, lo que equivale a un 6% del PBI y es un 117,6% más elevado -en valores nominales- que el déficit financiero verificado en 2015, el cual representó a su vez el 3,8% del PBI¹⁹.

La divergencia entre la evolución del resultado primario y el resultado financiero indica un incremento en el peso que los pagos de intereses tienen sobre el presupuesto público nacional, lo que se relaciona con el mencionado proceso de endeudamiento externo

¹⁹ *Ejecución Presupuestaria de la Administración Nacional – Acumulada a Diciembre de 2016, Febrero de 2017.* Ministerio de Hacienda. Secretaria de Hacienda. Oficina Nacional de Presupuesto. Disponible en: http://www.mecon.gov.ar/onp/html/ejecu_mensual/archivos/diciembre16.pdf

impulsado a partir del cambio de gobierno²⁰. Así, los pagos de intereses de la Administración Nacional durante 2016 fueron -a valores corrientes- un 176,1% más elevados que los de 2015.

A ello debe agregarse que el incremento de los ingresos totales creció por debajo de la inflación, es decir, se contrajo en términos reales. En tal sentido, los ingresos tributarios en 2016 son un 38,2% más altos que en 2015, en tanto que los aportes y contribuciones a la seguridad social crecieron un 32,7% con respecto al año anterior²¹. En el primer caso, puede inferirse el efecto adverso que sobre la recaudación tributaria tuvo la eliminación y/o reducción de las retenciones a las exportaciones para la mayoría de los productos primarios, mientras que en el segundo caso se ve reflejado el estancamiento en la generación de empleo registrado²², así como la determinación de paritarias salariales que en la mayoría de los casos fijaron aumentos salariales por debajo de la inflación.

Si se realiza la comparación entre el presupuesto de la Administración Nacional ejecutado entre enero y mayo de 2017 con lo sucedido en el mismo período de 2016, se observa una profundización de las tendencias analizadas en los párrafos anteriores. En tal sentido, el déficit primario, la carga de intereses y el déficit financiero –siempre medidos a valores corrientes- se incrementaron en términos interanuales un 171,9%, un 72,5% y un 109,1% respectivamente²³.

En suma, la pérdida de ingresos por parte de la administración nacional –resultado de la reducción y/o eliminación de determinados impuestos y del menor nivel de actividad- y el incremento del pago de intereses de la deuda pública –consecuencia del acelerado proceso de endeudamiento iniciado por la actual gestión- confluyeron en la profundización del déficit del SPNNF.

²⁰ El resultado primario no contempla las erogaciones en concepto de intereses de la deuda pública, las cuales sí se tienen en cuenta al calcular el resultado financiero.

²¹ Los *ingresos tributarios* y los *aportes y contribuciones a la seguridad social* representaron en 2016 más del 85% de los ingresos totales de la Administración Nacional.

²² *Informe Sociolaboral del Partido de General Pueyrredon*, N° 17, Junio de 2017. GrET. UNMdP. Disponible en: <http://nulan.mdp.edu.ar/2674/1/InfoSociolabJun2017.pdf>

²³ *Ejecución Presupuestaria de la Administración Nacional – Acumulada a Mayo de 2017*, Julio de 2017. Ministerio de Hacienda. Secretaria de Hacienda. Oficina Nacional de Presupuesto. Disponible en: http://www.meccon.gov.ar/onp/html/ejecu_mensual/archivos/mayo17.pdf

Déficit fiscal y política monetaria: endeudamiento, emisión y LEBACs

El resultado negativo en las cuentas fiscales tiene como contrapartida un aumento en la emisión de dinero por parte del BCRA. Cabe aclarar al respecto que no es exacto afirmar que el déficit fiscal se financia con endeudamiento externo. En efecto, las erogaciones del sector público se realizan mayoritariamente en moneda local, con lo cual el Estado tiene básicamente dos fuentes de financiamiento para solventar un déficit: la emisión de deuda nominada en pesos y la monetización del déficit, es decir, la creación de dinero por parte del BCRA para cubrir la diferencia entre ingresos y gastos. En este esquema la función del endeudamiento externo –entendiendo por tal la deuda nominada en moneda extranjera- es asegurar una provisión de divisas tal que permita administrar las presiones devaluatorias que genera la emisión de moneda local. Dicho en otros términos, una parte del déficit fiscal se cubre en última instancia con emisión de dinero. El dinero emitido de esa forma se dirige parcialmente a la compra de dólares, con lo cual el precio de la divisa norteamericana tiende a aumentar. Para evitar que ello suceda el Estado se endeuda en dólares en los mercados internacionales. Luego, los dólares que el Estado obtiene de esa manera son entregados al BCRA a cambio de los pesos necesarios para cubrir el déficit fiscal.

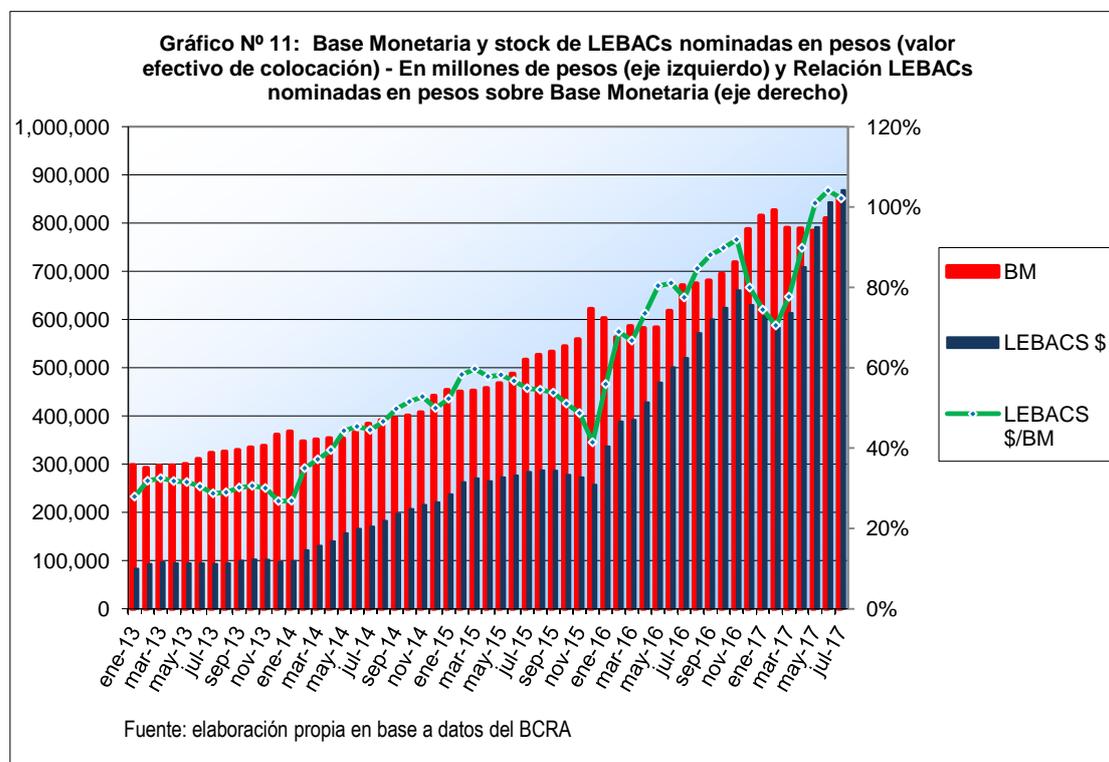
Tal ha sido la política aplicada por las autoridades desde el momento de su asunción. En efecto, durante 2016 el principal factor de expansión de la base monetaria ha sido el rubro *Adelantos Transitorios y Transferencia de Utilidades* –emisión de dinero para financiar déficit sin entrada de divisas como contrapartida-, seguido por *Compra de divisas al Tesoro Nacional* –conversión a pesos de los dólares provenientes del endeudamiento público²⁴. La misma política ha sido aplicada en los primeros siete meses de 2017²⁵.

El hecho de que el aumento de la base monetaria no sea mayor se debe a que el BCRA reabsorbe parte del dinero emitido mediante la colocación de Letras del Banco Central (LEBACs). En tal sentido, el stock de LEBACs en circulación pasó de \$ 257.750 millones en

²⁴ Sobre un crecimiento de la base monetaria del 26,6% durante 2016, *Adelantos Transitorios y Transferencia de Utilidades* contribuyó con un aumento del 26,9%, mientras que *Compra de divisas al Tesoro Nacional* contribuyó con un incremento del 24,9%. *Informe Monetario Mensual*, Diciembre de 2016. BCRA. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/bol1216.pdf>

²⁵ Entre enero y julio de 2017 la base monetaria aumentó un 8%, en tanto que *Adelantos Transitorios y Transferencia de Utilidades* y *Compra de divisas al Tesoro Nacional* contribuyeron a dicha variación en un 12,2% y un 11,5% respectivamente. *Informe Monetario Mensual*, Julio 2017. BCRA. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Bol0717.pdf>

diciembre de 2015 a \$ 869.020 millones en julio de 2017²⁶. Para poner en perspectiva la magnitud de esta expansión basta con señalar que en diciembre de 2015 el stock total de LEBACs equivalía al 41% de la base monetaria, mientras que en julio de 2017 dicha proporción asciende al 102% (Gráfico N° 11).

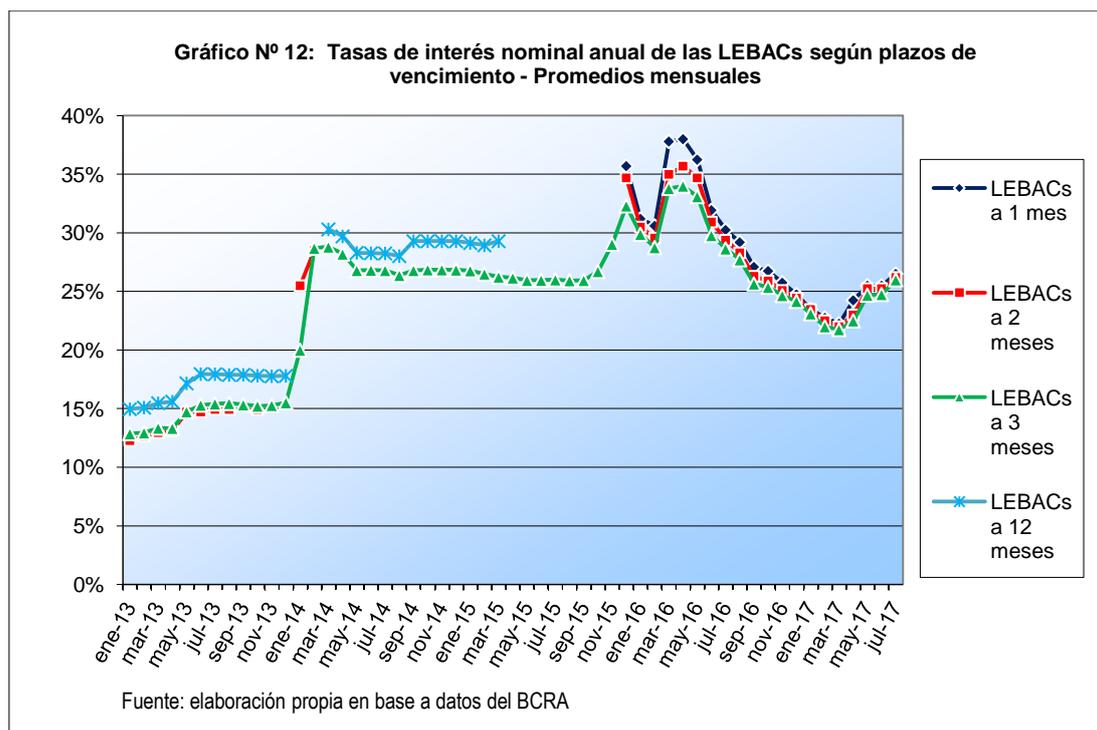


Para sostener este ritmo de expansión en las LEBACs el BCRA acortó sus plazos de vencimiento y elevó las tasas de interés que pagan estos instrumentos²⁷. En efecto, mientras que hasta noviembre de 2015 el plazo mínimo de vencimiento era de tres meses, a partir de diciembre de 2015 la nueva administración comenzó a emitir letras a 30 y a 60 días. Así, luego

²⁶ Estos valores corresponden *al valor efectivo de colocación*, es decir, a la cantidad de pesos que el BCRA absorbe al momento de emisión de las LEBACs. Cuando estos instrumentos vencen el BCRA debe entregar la cantidad de dinero absorbida inicialmente más los intereses devengados. Este monto está representado por el *valor nominal de colocación*. En diciembre de 2015 el valor nominal de las LEBACs en circulación era de \$ 306.650 millones y en julio de 2017 ascendía a \$ 917.030 millones. En todos los casos se trata de promedios mensuales.

²⁷ De acuerdo al Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Benjamín Hopenhayn (CEDEBH) el BCRA debe destinar alrededor de U\$S 11.000 millones anuales al pago de los intereses que devengan las LEBACs, cifra equivalente a los fondos que en conjunto fueron asignados a las áreas de salud y educación en el presupuesto 2017. Asimismo, entre diciembre de 2015 y junio de 2017 el BCRA pagó \$ 251.000 millones en concepto de intereses devengados por las LEBACs. *Informe de Coyuntura. Relevamiento de indicadores oficiales y privados entre el 16 de junio de 2017 y el 15 de julio de 2017*. CEDEBH. Disponible en: <http://www.cedebh.com.ar/documentos/Informe.Coyuntura15CEDEBH.pdf>

de la licitación del 18 de julio el 59% del stock total de LEBACs vence en 30 días, siendo el plazo de vencimiento promedio de 62 días²⁸. En lo que respecta a la tasa de interés que pagan estos instrumentos, luego de haber tocado un techo del 38% en abril de 2016 descendió gradualmente durante los meses siguientes hasta alcanzar un mínimo del 22,25% en marzo de 2017. Posteriormente la tasa volvió a ascender hasta llegar al 26,5% en los últimos días de julio (Gráfico N° 12)²⁹.



Este repunte de las tasas de interés aparece como una reacción a la tendencia alcista que exhibió el dólar en los últimos meses. En tal sentido, la cotización de la moneda estadounidense pasó de un promedio de \$ 15,34 en el mes de abril a tocar un techo de \$ 17,76 en los últimos días de julio. Paralelamente, el BCRA ha tenido dificultades para renovar las LEBACs vencidas en las últimas licitaciones. En efecto, en la licitación del 19 de junio el stock de LEBACs valuado por su valor nominal de colocación pasó de \$ 951.170 millones a \$ 828.760 millones. Ello significa que el BCRA se vio obligado a emitir \$ 122.410 millones para cancelar las LEBACs no renovadas. De la misma manera, en la licitación del 18 de julio el monto total de

²⁸ Informe mensual de subasta de LEBACs, Julio de 2017, BCRA. Disponible en: <http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/infolebac.pdf>

²⁹ En todos los casos se trata de la tasa nominal anual que pagan las LEBACs a 30 días. Las LEBACs con plazos de vencimiento mayores pagan tasas ligeramente más bajas, incentivando así el acortamiento de dichos plazos.

LEBACs pasó \$ 948.930 millones a \$ 901.070 millones, lo que implica una emisión monetaria de \$ 47.860 millones³⁰. Es de suponer que gran parte de los pesos emitidos en virtud de este mecanismo alimentaron la demanda de dólares, siendo una de las causas del alza en la cotización de la divisa.

Valorización financiera y riesgo cambiario

Estos datos resultan preocupantes debido a que este tipo de procesos fácilmente pueden amplificarse mediante la realización de profecías autocumplidas. En concreto, si existen expectativas de devaluación es probable que una gran cantidad de tenedores de LEBACs liquiden estos instrumentos y adquieran dólares con los pesos que obtienen por la cancelación de las LEBACs. Ello generará presiones alcistas sobre la cotización del dólar, confirmando en los hechos la expectativa inicial, dando lugar así a un nuevo ciclo de liquidación de LEBACs y compra de dólares, posiblemente en una escala ampliada con respecto al ciclo inicial. El proceso descrito no es otra cosa que el clásico mecanismo de las corridas cambiarias que tanto daño causaron en la historia argentina reciente.

En la actualidad la posibilidad latente de una corrida cambiaria de magnitud se encuentra configurada por la conjunción de tres factores: la magnitud del monto de LEBACs en circulación, los cortos plazos de vencimiento de dichos instrumentos y el stock de reservas internacionales del BCRA. Al 1 de agosto el valor nominal de colocación del total de LEBACs en circulación era de \$ 939.370 millones y su plazo de vencimiento promedio se ubica en torno de los 60 días. A ello hay que agregarle \$ 50.740 millones de pasivos pasivos cuyos plazos de vencimiento van de uno a siete días^{31 32}. En conjunto, el BCRA enfrenta un pasivo de muy corto plazo por un valor de \$ 990.110 millones. Si se toma un tipo de cambio de \$ 17,5 por

³⁰ Datos del BCRA. Información disponible en:

http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp

³¹ Los pasivos pasivos son instrumentos mediante los cuales el BCRA absorbe liquidez a corto plazo y establece un piso a la tasa de interés interbancaria, mientras que los pasivos activos son instrumentos con los cuales el BCRA inyecta liquidez a corto plazo y fija un techo a la tasa de interés interbancaria. A diferencia de las LEBACs, que pueden ser adquiridas por particulares, las operaciones de pasivos sólo se realizan con bancos comerciales. En el actual contexto el BCRA no emite pasivos activos, con lo cual el monto de pasivos pasivos equivale a la posición neta de pasivos.

³² Cabe destacar que el monto total de pasivos pasivos entre el 3 de julio y el 1 de agosto pasó de \$ 139.660 millones a \$ 50.740 millones. De manera similar a lo que ocurre con las LEBACs, esta disminución en el stock de pasivos implica una emisión de pesos por valor de \$ 88.920 que presumiblemente presionó sobre la demanda de dólares. Datos del BCRA, *Informe Monetario Diario*, 3 de agosto de 2017. Disponible en:

<http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/infomondiae.pdf>

dólar, el pasivo mencionado equivale a U\$S 56.580 millones, cifra notoriamente superior a los U\$S 46.840 millones que posee el BCRA en sus reservas de divisas³³.

Para mantener la situación bajo control, el BCRA debe ofrecer un diferencial de tasas – diferencia entre la tasa de interés que pagan las LEBACs y la tasa a la que un particular puede endeudarse en los mercados internacionales- superior a la expectativa de devaluación. Ello se relaciona con la conocida operatoria de *carry trade* o valorización financiera. La misma consiste en endeudarse en el exterior en moneda extranjera, convertir los fondos así obtenidos a pesos, adquirir LEBACs con esos recursos y, al cabo de un tiempo –generalmente unos pocos meses- liquidar las LEBACs, convertir los fondos a dólares y fugarlos al exterior. El negocio consiste en que la tasa de interés a la que un particular –individuo o empresa- puede endeudarse en los mercados internacionales es sustancialmente menor que el rendimiento de las LEBACs³⁴. Mientras el ritmo de devaluación no supere el diferencial de tasas la operación rinde una rentabilidad positiva.

A su vez, la posibilidad de administrar la cotización del dólar depende de los montos y las condiciones en las que el Estado argentino pueda endeudarse en moneda extranjera. Hasta ahora, los niveles de endeudamiento externo han permitido contener el alza del tipo de cambio y han asegurado una elevada rentabilidad para la valorización financiera. Sin embargo, la historia económica argentina de las últimas décadas enseña que tales procesos no son sustentables. En algún momento el crédito externo se corta, o bien las nuevas líneas de crédito resultan insuficientes para atender los servicios de la deuda contraída con anterioridad. Cuando ello sucede el endeudamiento externo alcanza una dinámica autopropulsada, las expectativas de devaluación se exacerban y la corrida cambiaria se torna inexorable. El resultado es una crisis económica y social de magnitud, como las que repetidas veces experimentó la sociedad argentina en los últimos cuarenta años. Tal parece ser el sendero por el que, una vez más, se encamina la economía argentina.

³³ Datos del BCRA. Información disponible en:
http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp

³⁴ Cabe señalar que la operatoria de *carry trade* o valorización financiera sólo puede ser realizada por particulares con acceso a los mercados de crédito internacionales, lo cual implica necesariamente un alto nivel de solvencia y de poder adquisitivo. En consecuencia, este negociado financiero es inaccesible para la abrumadora mayoría de los argentinos.