UNIVERSIDAD NACIONAL DE AVELLANEDA

OBSERVATORIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS / **MÓDULO DE POLÍTICAS ECONÓMICAS**
Coordinador: **Mg. Santiago Fraschina**

INFOGRAFÍA

# EL AÑO 2018 EN CLAVE ECONÓMICA

En 2018, todos los indicadores económicos tendrán un resultado a la baja.

www.undav.edu.ar

**DICIEMBRE 2018**

# 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 GENERAL

- Cierra 2018 en un contexto de recesión económica que se sigue acelerando conforme pasan los meses. Las perspectivas de recuperación se siguen retrasando, y casi ningún analista proyecta una reversión del ciclo hasta el segundo semestre 2019.
- Diversas son las causas del aciago devenir del año. Se vislumbraba una desaceleración de la actividad ya en el primer trimestre del 2018. No obstante, la consecusión de la crisis financiera en toda su extensión entre abril y octubre, precipitó el deterioro generalizado por "efecto derrame negativo".
- Desde el segundo trimestre todos los indicadores comenzaron a manifestarse a la baja. Esto empezó a traer consecuencias sobre el empleo y la pobreza que, no obstante, aún no encuentran piso.
- En un contexto de retracción de los capitales globales, el resto del mundo tampoco ayudó a sostener la posición macroeconómica argentina: la ventanilla de la deuda en los mercados se cerró, y sólo quedó la opción del Fondo Monetario.
- El fuerte ajuste proyectado para 2019, en suma a una reducción de la inversión y el consumo, replicará la recesión de este año, fenómeno que no se veía desde la crisis de inicios de siglo.
- En la presente infografía desarrollamos un estudio integral sobre el año que se cierra, con foco en las variables económicas de mayor relevancia. Así, exponemos los resultados en materia de deuda pública, comercio exterior, empleo, ingresos, industria, finanzas públicas, entre otros análisis de relevancia.
- De lo general a lo particular, el año cerrará en franca recesión económica. La caída proyectada será cercana al 3% según el FMI, la OCDE y la CEPAL. Estos números contrastan con el 3,5% que había pronosticado el Poder Ejecutivo en el Presupuesto 2018.
- En materia de empleo, 2018 cerrará en terreno negativo en la enorme porción de sectores de actividad. A nivel agregado, ya se destruyó el 1% de los puestos de trabajo. Las caídas más pronunciadas son en industria (-38.000 puestos de trabajo), construcción (-11.900), comercio (-10.400) y transporte (-6.200).
- La inflación, como se sabe, se desbandó significativamente durante 2018. Con un consolidado anual que cerrará cerca del 50%, la brecha promedio con los salarios de los trabajadores registrados se proyecta en no menos de 11 puntos porcentuales.
- El sector industrial es uno de los más agredidos en 2018. La caída acumulada al mes de octubre en materia de producción ya es del 2,5%. Se proyecta que cierre el año con un rojo de casi 4 puntos y con dos de cada tres rubros destruyendo capacidad productiva.
- En relación al comercio exterior, el año cerrará con un déficit del orden de los U$S 6.000 millones. Este fuerte resultado negativo contrasta con una proyección de déficit mucho menor (U$S 4.600 millones) presentado en el Presupuesto recientemente aprobado y, mucho más, con un superávit de U$S 3.300 millones que postulaba el anexo técnico del acuerdo con el FMI.
- A tono con el fuerte endeudamiento del Tesoro Nacional y crédito "stand by" con el Fondo, también el Banco Central incrementó su deuda durante 2018. Sólo en concepto de intereses por Leliqs, el BCRA pagó más de $83.000 millones en los últimos 3 meses.
- En el plano de las cuentas públicas, el déficit no bajó: se reconvirtió. El aumento en el pago de intereses compensa la baja en el déficit primario y, este último, se reduce en base a una menor incidencia de las transferencias a las Provincias (-21,1% neto de inflación) y menor inversión de capital (-35,1%) en 2018.
- Así, por la recesión económica, en 2018, todos los indicadores económicos tendrán un resultado a la baja.

# INTRODUCCIÓN.

Concluye el año 2018 y es una buena ocasión para hacer un balance de lo acontecido en materia económica en el país. Este año se caracteriza por abreviar en un corto período de tiempo los vaivenes que el neoliberalismo somete a una nación cuando sus políticas se aplican aceleradamente. Después de un 2017 signado por la vuelta al crecimiento del PBI, este año parecía romper el retroceso que mostraron los años pares en el último tiempo. La expectativa del gobierno, plasmada en el presupuesto y compartida por muchos analistas, auguraba una inflación en baja, aumento en el consumo y la inversión. Sin embargo, nada de eso sucedió, y al promediar el año, y lo que terminó ganado espacio en agenda de los medios de comunicación fue el desconcierto y la incertidumbre sobre el futuro cercano de Argentina. Para muchos economistas ajenos al mainstream, el ciclo de endeudamiento iniciado por el macrismo encendía las alarmas desde el comienzo, pero pocos vaticinaban una caída tan abrupta de los fundamentales de la economía. La mayor oferta de dólares por el retorno a los mercados internacionales de deuda apuntalaba la venta de autos importados, los créditos indexados estaban en un boom y los viajes al exterior eran moneda corriente para una clase media aún golpeada por la devaluación y los tarifazos de 2016, pero que ahora tenía libre acceso a las divisas extranjeras.

Ese escenario cambió muy vertiginosamente y quienes señalaban las inconsistencias de aplicar un modelo económico basado en la preponderancia acumulativa de los sectores financieros, agroexportadores y oligopolios de los servicios públicos dieron en la tecla. La fuga de divisas en particular y el déficit en cuenta corriente en general, aceleraron la corrida cambiaria que terminó con un aumento del tipo de cambio nominal de más del 100%. A partir de ahí, todo se hizo cuesta arriba. La fuga de divisas y el déficit record en saldo comercial son las principales causas de la crisis de balance de pagos. La primera, está relacionada directamente con la liberación financiero y la política monetaria del gobierno, que fue acumulando enormes pasivos en pesos de muy corto tiempo para pasarse a moneda dura.

Otro hecho significativo en el año es el retorno del FMI al manejo de la política económica argentina. El Fondo se convirtió en e prestamista de última instancia de este modelo, y sin sus dólares el país ya hubiera entrado en cesación de pagos de su deuda. Pero esa función del Organismo implicó, como sucediera en otros periodos, un fuerte ajuste en la economía. Así, el gobierno dispuso un recorte del gasto público primario, una limitación al crecimiento de la base monetaria y la elevación sustancial de la tasa de interés. Esto generó un combo explosivo para la actividad económica. La

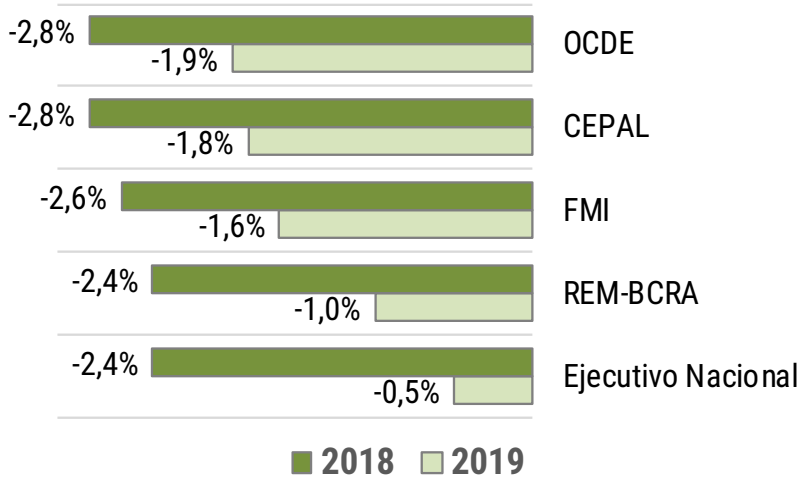
suba de precios, que para todo el año rondará el 50%, erosionó el poder adquisitivo de los ingresos de la población, las ventas minoristas se desplomaron en todos los rubros, cayó la venta de autos, de propiedades y los viajes al exterior. También cayó la venta de combustibles, electrodomésticos y de bienes básicos como alimentos, carnes y medicamentos. El PBI terminará con una contracción y la actividad industrial lleva varios meses con signo negativo. En paralelo, la destrucción de puestos de trabajo elevó el desempleo, la distribución del ingreso se hizo más regresiva y la pobreza es la más alta de las últimas décadas. A la luz de los acontecimientos, 2018 es un año de retrocesos en lo económico y lo social. La apuesta del gobierno sigue siendo la misma: contener al dólar con altas tasas, reducir el déficit y esperar la lluvia de inversiones que motorice la economía, en un ciclo que ya muestra signos de agotameinto.

## NAUFRAGANDO HACIA EL "CRECIMIENTO NEGATIVO"

El año 2018 se ha mostrado esquivo en materia de resultados macroeconómicos. La política económica aplicada por la actual gestión de gobierno tuvo efectos perjudiciales sobre diferentes variables y agregados macro. A contramano de las proyecciones de crecimiento del equipo económico oficial, la actividad económica cerrará el año, luego de la devaluación de la moneda nacional (que se aceleró en abril), con números rojos. Incluso en este escenario negativo, el oficialismo se muestra optimista. Las cifras que tiene proyectadas el Poder Ejecutivo Nacional (PEN), inclusive las que corresponden a las previsiones del año que viene, son más auspiciosas que las proyectadas por diversos organismos internacionales. El PEN afirma que para el 2018 la economía caería 2,4% con respecto a 2015. En la misma línea, las consultoras relevadas por el Banco Central en su Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), adelantan igual resultado. En cambio, distintos organismos internacionales esperan resultados con mayor deterioro. Es así que el FMI estimó que la actividad caerá 2,6% este año. En la misma línea, tanto la CEPAL como la OCDE pronostican que la economía caerá aún más (-2,8%). Con lo cual, alcanzado el tercer año de gobierno, la actual gestión promediará un magro desempeño en materia de crecimiento. Analizando este desempeño en relación al inicio de su gestión, la actual administración terminará 2018 con un PBI 1,4% menor al del 2015.

## CRECIMIENTO ECONÓMICO, SEGÚN ESCENARIOS

*(en % de variación anual)*




**Fuente: Elaboración propia en base a Presupuesto Nacional 2019 y organismos internacionales.**

Por otro lado, este deterioro se amplía si se observan diversas estimaciones de cara a 2019. Mientras que el PEN estima que la economía caería un 0,5% el año entrante, el REM del BCRA pronostica el doble de caída (-1,0%) y organismos internacionales más de tres veces la cifra del ejecutivo nacional. El FMI es el más optimista de estos (-1,6%), en tanto que la CEPAL y la OCDE estiman que la recesión estará en torno al 1,8% y 1,9%, respectivamente. Estos datos ubican a la Argentina como uno de los países con peor desempeño en materia de actividad de la región, incluso en el mundo.

Con todo, estas proyecciones hacen que al final del mandato, el gobierno actual consolide un desempeño claramente negativo en materia de PBI. En el caso de las proyecciones más optimistas, como por ejemplo la del PEN, el producto durante este mandato de gobierno habría caído 1,9%. En cambio, en el escenario más pesimista, que es el de la OCDE, la producción nacional disminuiría en el transcurso de los cuatro años un 3,7%. Con lo cual, la economía argentina decrecería al finalizar el actual mandato en relación al de 2015 en un rango de entre 1,9% y 3,7%.

Según proyecciones oficiales, la demanda global caerá 2% en 2018, influida fundamentalmente por el consumo privado, que disminuirá 3,4%, y por el consumo público, que bajará 2%. Producto de esta caída de la demanda se estacarán las importaciones (-0,7%) y solamente crecerían las exportaciones (pero en un escaso 3,1%). En tanto que la inversión estará prácticamente estancada (+0,6%). Cuando se observa como estaría cerrando 2019 en relación a 2015 prestando atención a los componentes de la demanda y la oferta agregada se encuentra evidencia sobre algunas transformaciones interesantes en materia de participación estatal en la economía, estructura económica y consumo privado.

## PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS

*(en variación % acumulada, 2015/2019)*

| Agregado | Variación % 2015/2019 |
|---|---|
| Importaciones | 24,1% |
| Consumo privado | -2,7% |
| Consumo público | -3,0% |
| Inversión | -4,1% |
| Exportaciones | 31,8% |
| **PBI** | **-1,9%** |

**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda**

Para el final del mandato, se alcanzará una caída de 2,7% del consumo privado y un crecimiento de las importaciones de 24,1%, a lo que hay que sumarle una caída del gasto público de 3% y de la inversión de 4,1%. Con lo cual, puede afirmarse, sobre la base de estos datos, que el actual modelo económico lo que dejará tras finalizar el mandato es un Estado más chico, un consumo doméstico deprimido, mayor dependencia de las importaciones y, paradójicamente, a contramano de las proyecciones oficiales, menor nivel de inversión.

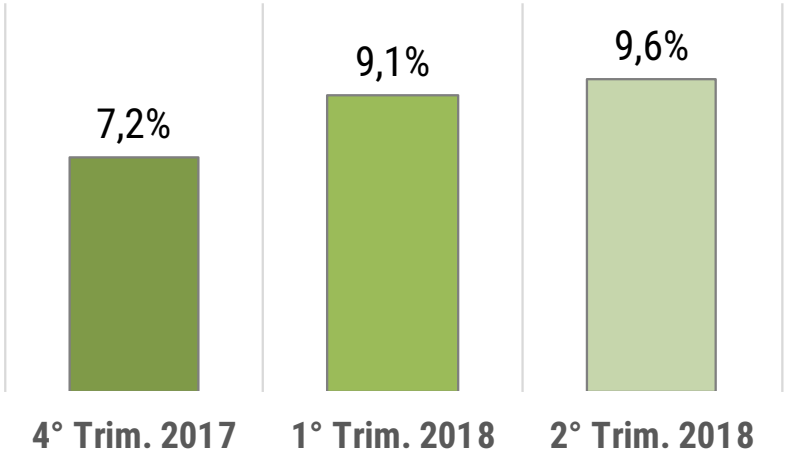
## EN 2018 SE CONSOLIDÓ LA TASA DE DESEMPLEO MÁS ALTA DE LA DÉCADA

En el balance en materia de empleo tanto del último año de la actual gestión nacional como del ciclo de tres años de gobierno que ya lleva transcurrido se puede divisar la evolución de los datos duros de su gestión y desentrañar las contradicciones entre el discurso oficial y la realidad misma. En la campaña electoral de 2015, el actual presidente prometía la creación de 1 millón de empleos durante su gestión. Además, se aseguraba que con el nuevo modelo económico se impulsaría la creación de empleo privado registrado de calidad y se reduciría la creación de empleos públicos. Lejos de suceder tal cosa, lo que se observa es un aumento en la tasa de desempleo, una fuerte caída en la creación de empleos privados registrados -especialmente en la industria- y un crecimiento del trabajo precario (participación creciente del monotributo en el empleo total), lo que implica un empeoramiento general de las condiciones laborales. El mercado laboral argentino sufrió el impacto de diversas medidas de política económica: fuerte devaluación, la aceleración inflacionaria, la pérdida del poder adquisitivo de los salarios, el achicamiento del mercado interno y la crisis de las Pymes. El cóctel generó un empeoramiento de las condiciones del mercado laboral que expulsó a una porción de la población a las filas de los desocupados, y degradó a otra, a través del empleo precario e informal. La tasa de desempleo aumentó 2,4 puntos porcentuales (pp.) desde el cuarto trimestre de 2017 hasta llegar al segundo trimestre de este

año a un porcentaje de 9,6%. Por otro lado, se estima que el desempleo superará el 10% cuando el INDEC publique los datos del tercer trimestre. Estos niveles de desempleo son los más altos de los últimos 10 años (hay que remontarse a 2006 para encontrar una tasa de desempleo mayor).

## TASA DE DESEMPLEO EN ARGENTINA

*(como % del total de población económicamente activa)*

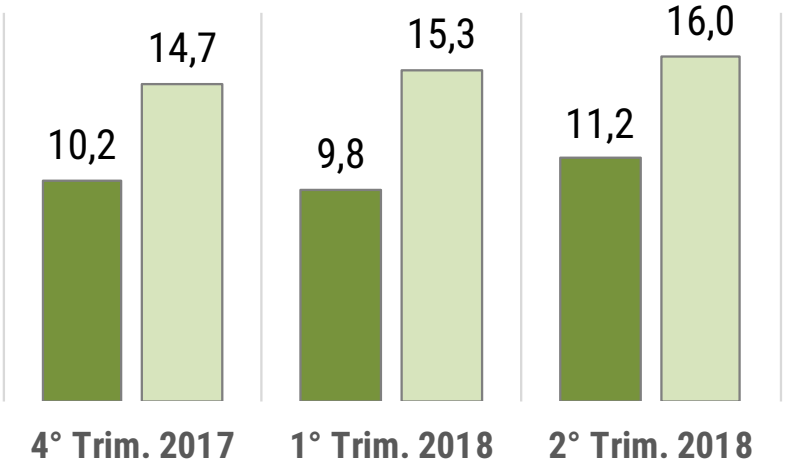



**Fuente: Elaboración propia en base a Indec**

Dicho aumento de la tasa de desocupación implica una caída en los puestos laborales en más 400 mil (excluyendo al sector público). Cuando se observa la composición de la caída en el empleo por sectores, se advierte que la mayor parte se da en el sector rural (77%), el cual a su vez opera en su gran mayoría con trabajadores informales. En este punto se nota que la devaluación, a pesar de haber mejorado la rentabilidad de ciertos segmentos concentrados del sector agropecuario, no contribuyó a mejorar la situación de los trabajadores rurales.

## TASA DE SUBOCUPACIÓN Y OCUPACIÓN DEMANDANTE

*(como % del total de población económicamente activa)*

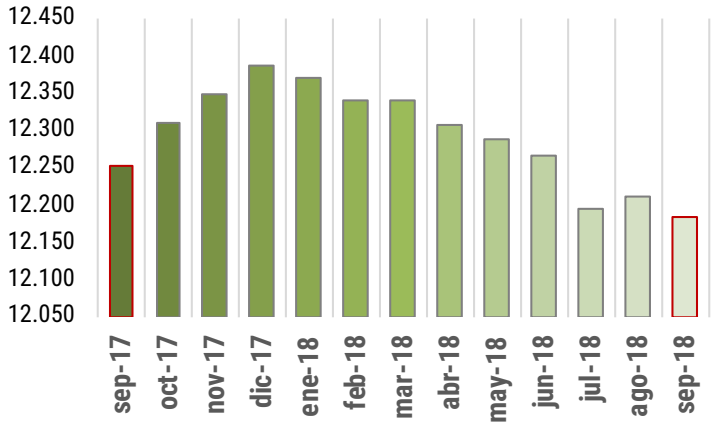



**Fuente: Elaboración propia en base a Indec**

A su vez, se observa un aumento de la cantidad de ocupados que demandan empleo (+1,3 pp.) y de sub-ocupados (+1 pp.). En el primer caso, se nota que los trabajadores, a pesar de cumplir con las horas semanales consideradas normales, demandan mayor cantidad de horas laborales (posiblemente

como una alternativa para recuperar la caída de los ingresos reales). En el segundo caso, se observa como la caída de la demanda laboral arrastra a una porción de los trabajadores a la flexibilización horaria, lo cual reduce de la misma forma los ingresos salariales y representa una forma de precarización.
Por otro lado, el empleo registrado durante la actual gestión tuvo avances y retrocesos. Lejos de crecer en un millón, como se prometió en campaña, el empleo registrado tan sólo subió en poco más que 100 mil puestos laborales desde noviembre de 2015. No obstante, la dinámica ha sido dispar en los tres años y si se tiene en cuenta únicamente el 2018 se nota una pérdida de unos 200 mil puestos.

**EMPLEO REGISTRADO EN LA ARGENTINA**
*(en miles de puestos de trabajo)*

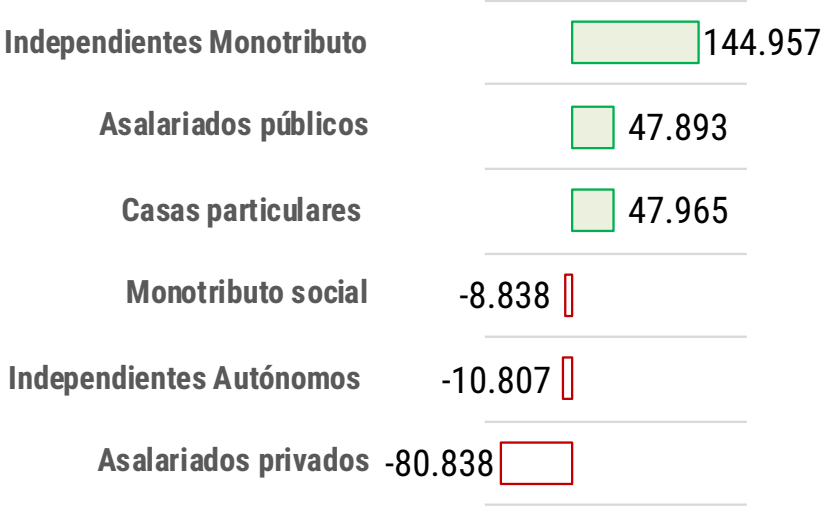



**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Gobierno de Trabajo y Empleo.**

Si se analiza la composición del empleo registrado, se notan algunas cuestiones interesantes. Por un lado, el empleo privado no tuvo un desempeño estable, y por el contrario, mostró fuertes fluctuaciones. Se produjo una fuerte caída del empleo privado en el último año pero también con respecto a 2015, con lo cual no sólo no se crearon empleos asalariados en el sector privado sino que se destruyeron. En total se perdieron más de 110 mil empleos privados en el mes de septiembre de 2018 con respecto a diciembre del año anterior. Si la comparación se realiza contra noviembre de 2015, la caída en el empleo privado supera los 80 mil. Por su parte, en el último año la caída fue de más de 40 mil puestos de trabajo en el sector público y de 5 mil en los autónomos. Los empleos que sí crecieron en el último año fueron los asalariados de casas particulares (+20 mil) y los monotributistas (+6 mil). Por otro lado, resulta notable la caída de los monotributistas sociales en 73 mil entre septiembre e igual mes del año anterior, lo que indica que la población más vulnerable está perdiendo la posibilidad de realizar aportes jubilatorios y acceder a una obra social como también la desarticulación de muchas cooperativas de trabajo subsidiadas por el Estado.

## EMPLEO REGISTRADO, SEGÚN MODALIDAD

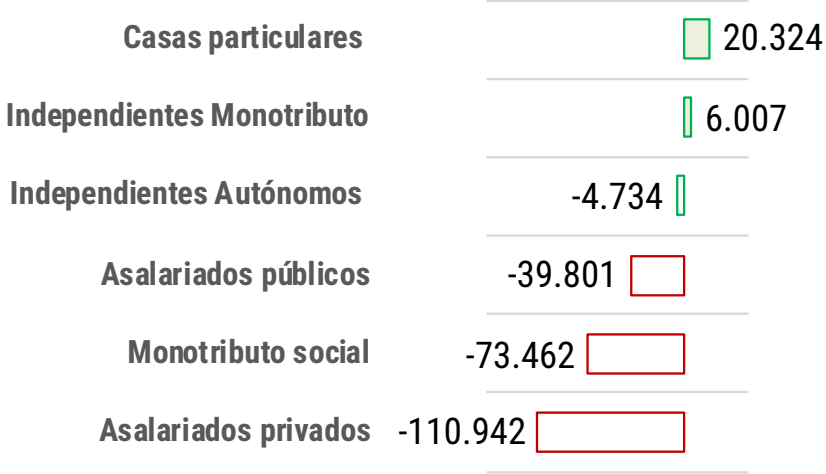
*(variación en la cantidad de empleo nov-2015/sep-2018)*




Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Gobierno de Trabajo y Empleo.

## EMPLEO REGISTRADO, SEGÚN MODALIDAD

*(variación en la cantidad de empleo dic-2017/sep-2018)*




Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Gobierno de Trabajo y Empleo.

A su vez, al interior del desempeño del sector privado registrado se encuentran disparidades que pueden ofrecer cierta caracterización del modelo económico vigente. En particular, se observa el patrón des-industrializador de las políticas económicas actuales en la fuerte caída de los empleos manufactureros, que superan los 42 mil en 2018. Otros sectores también sufrieron fuertes caídas, como son: el sector del comercio (-30 mil), las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (-22 mil), hoteles y restaurantes (-14 mil), transporte, almacén y telecomunicaciones (-8 mil),

agricultura, ganadería, caza y silvicultura (-6 mil), servicios comunitarios, sociales y personales (-5 mil) o construcción (-3 mil). Solamente ha crecido la enseñanza (+ 12 mil), la explotación de minas y canteras (+4 mil), pesca (+ mil), servicios sociales y de salud (+ mil) e intermediación financiera (+ mil).

## EMPLEO REGISTRADO, SEGÚN RAMA DE ACTIVIDAD

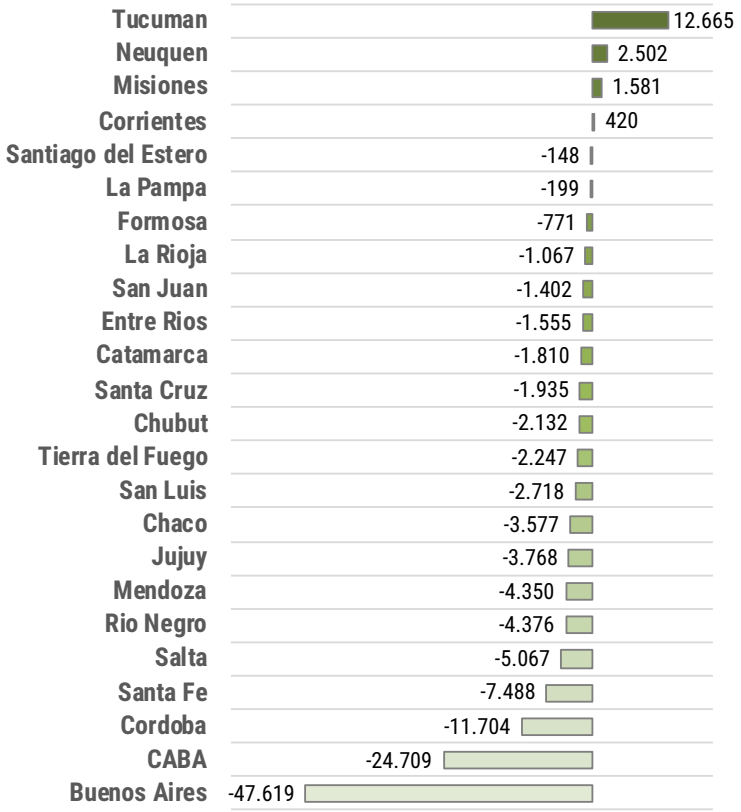
*(variación en la cantidad de empleo dic-2078/sep-2018)*

| Actividad | Variación (en cantidades) |
|---|---|
| Enseñanza | 12.465 |
| Explotacion de minas y canteras | 3.872 |
| Pesca | 1.569 |
| Servicios sociales y de salud | 1.135 |
| Intermediacion financiera | 774 |
| Suministro de Electricidad, gas y agua | -223 |
| Construcción | -3.135 |
| Servicios comunitarios, sociales y personales | -4.731 |
| Agricultura, ganaderia, caza y silvicultura | -6.036 |
| Transporte, almacen. y comunicación | -8.472 |
| Hoteles y restaurantes | -13.849 |
| Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler | -22.066 |
| Comercio y reparaciones | -30.034 |
| Industrias manufactureras | -42.343 |

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Gobierno de Trabajo y Empleo.

## EMPLEO REGISTRADO, SEGÚN RAMA DE ACTIVIDAD

*(variación en la cantidad de empleo dic-2078/sep-2018)*




Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Gobierno de Trabajo

Por otro lado, analizando la evolución por provincia se encuentra que en 20 de las 24 jurisdicciones cayó el empleo registrado. Tan sólo en Tucumán se observa un crecimiento relativamente importante (de unos 12 mil puestos laborales nuevos). Pero se encuentran mermas marcadas en la Concluye el año 2018 y es una buena ocasión para hacer un balance de lo acontecido en materia económica en el país. Este año se caracteriza por abreviar en un corto período de tiempo los vaivenes que el neoliberalismo somete a una nación cuando sus políticas se aplican aceleradamente. Después de un 2017 signado por la vuelta al crecimiento del PBI, este año parecía romper el retroceso que mostraron los años pares en el último tiempo. La expectativa del gobierno, plasmada en el presupuesto y compartida por muchos analistas, auguraba una inflación en baja, aumento en el consumo y la inversión. Sin embargo, nada de eso sucedió, y al promediar el año, y lo que terminó ganado espacio en agenda de los medios de comunicación fue el desconcierto y la incertidumbre sobre el futuro cercano de Argentina. Para muchos economistas ajenos al mainstream, el ciclo de endeudamiento iniciado por el macrismo encendía las alarmas desde el comienzo, pero pocos vaticinaban una caída tan abrupta de los fundamentales de la economía. La mayor oferta de dólares por el retorno a los mercados internacionales de deuda apuntalaba la venta de autos importados, los créditos indexados estaban en un boom y los viajes al exterior eran moneda corriente para una clase media aún golpeada por la devaluación y los tarifazos de 2016, pero que ahora tenía libre acceso a las divisas extranjeras.

Ese escenario cambió muy vertiginosamente y quienes señalaban las inconsistencias de aplicar un modelo económico basado en la preponderancia acumulativa de los sectores financieros, agroexportadores y oligopolios de los servicios públicos dieron en la tecla. La fuga de divisas en particular y el déficit en cuenta corriente en general, aceleraron la corrida cambiaria que terminó con un aumento del tipo de cambio nominal de más del 100%. A partir de ahí, todo se hizo cuesta arriba. La fuga de divisas y el déficit record en saldo comercial son las principales causas de la crisis de balance de pagos. La primera, está relacionada directamente con la liberación financiero y la política monetaria del gobierno, que fue acumulando enormes pasivos en pesos de muy corto tiempo para pasarse a moneda dura.

Otro hecho significativo en el año es el retorno del FMI al manejo de la política económica argentina. El Fondo se convirtió en e prestamista de última instancia de este modelo, y sin sus dólares el país ya hubiera entrado en cesación de pagos de su deuda. Pero esa función del Organismo implicó, como sucediera en otros periodos, un fuerte ajuste en la economía. Así, el gobierno dispuso un recorte del gasto público primario, una limitación al crecimiento de la base monetaria y la elevación sustancial de la tasa de interés. Esto generó un combo explosivo para la actividad económica. La suba de precios, que para todo el año rondará el 50%, erosionó el poder adquisitivo de los ingresos de la población, las ventas minoristas se desplomaron en todos los rubros, cayó la venta de autos, de propiedades y los viajes al exterior. También cayó la venta de combustibles, electrodomésticos y de bienes básicos como alimentos, carnes y medicamentos. El PBI

terminará con una contracción y la actividad industrial lleva varios meses con signo negativo. En paralelo, la destrucción de puestos de trabajo elevó el desempleo, la distribución del ingreso se hizo más regresiva y la pobreza es la más alta de las últimas décadas. A la luz de los acontecimientos, 2018 es un año de retrocesos en lo económico y lo social. La apuesta del gobierno sigue siendo la misma: contener al dólar con altas tasas, reducir el déficit y esperar la lluvia de inversiones que motorice la economía, en un ciclo que ya muestra signos de agotamiento.

de Buenos Aires (-47 mil), en Capital Federal (-25 mil), en Córdoba (-12 mil), Santa Fe (-7 mil), Salta (-5 mil), Río Negro (-4 mil), Mendoza (-4 mil), Jujuy (-4 mil), Chaco (-3 mil), San Luis (-3 mil), Tierra del Fuego (-2 mil), entre otras. Estos datos muestran la situación acuciante que viven la gran mayoría de las provincias, en especial las que tienen grandes centros urbanos: como Buenos Aires, Córdoba o Santa Fe.

## 2018 SERÁ EL AÑO MÁS INFLACIONARIO DESDE LA HIPERINFLACIÓN DE 1989-91

Resulta paradigmático que la fuerza gobernante haya caracterizado como uno de sus principales objetivos de gobierno previo a su asunción al combate de la inflación, considerándolo uno de los problemas que se consideraban centrales y, además, fácil de resolver según declaraciones del propio presidente. Sin embargo, a un año de terminar su mandato, la variación de los precios minoristas en 2018 será la más elevada desde la salida de la hiperinflación, en 1991. Pero más allá de la elevada cifra con la que cerrará el año, resulta trascendental el impacto que dicha alza de precios está teniendo sobre el poder adquisitivo de todos los ingresos que reciben los distintos grupos poblacionales en Argentina. La elevada inflación de 2018 ha sido un duro golpe al poder de compra de asalariados, jubilados, pensionados y beneficiarios de distintos programas sociales, como la Asignación Universal por Hijo. A continuación se pasa revista a la evolución de precios, salarios y otros ingresos durante 2018. Se toma nota de la evolución de los distintos componentes del nivel general de precios que tienen distintos grados de importancia en la canasta de los distintos grupos poblacionales, dispongan estos de más o menos poder adquisitivo y por lo tanto presenten canastas de consumo diferentes. Por otro lado, se estudia la evolución de los distintos conceptos seleccionados de ingresos de las clases trabajadoras. Y por último como los precios han impactado en el poder de compra de los mismos.

Tras la devaluación de abril, los precios entraron en una nueva espiral ascendente. Ya en junio el IPC con cobertura nacional que mide el INDEC alcanzaba el 3,7% mensual y la inflación interanual se acercaba al 30%, luego de la desaceleración de 2017. Pero con el segundo salto en el tipo de cambio, el IPC mostró un nuevo salto en septiembre, donde la inflación interanual se aproximaba al 40%. En noviembre alcanzó el 48,5% i.a. y se convertirá en la más alta desde 1991, año que arrastraba el alza de precios de la hiperinflación del 89/90, superando a la de los años 2002, 2014 y 2016.

## PERÍODOS DE ALTA INFLACIÓN

*(en % de variación interanual)*

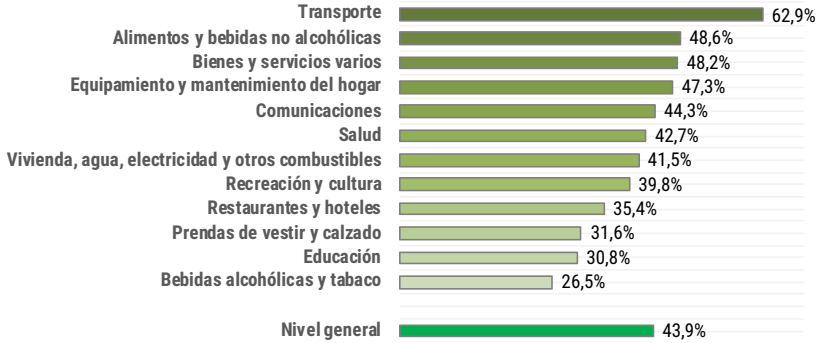
| Período | Inflación 12 meses |
|---|---|
| nov-18 | 48,1% |
| jun-16 | 43,5% |
| may-14 | 43,4% |
| dic-02 | 40,9% |

**Fuente: Elaboración propia en base a IPC-INDEC, IPC-CABA y REM-BCRA.**

Esta aceleración inflacionaria no es sino un brutal mecanismo de erosión de los ingresos de los asalariados, jubilados, pensionados y beneficiarios de programas sociales. Pero si se observa la evolución de sus componentes, se comprenderá que determinados precios han crecido por encima del nivel general, en especial, aquellos rubros sensibles en el consumo de los hogares, impactando de forma diferenciada sobre los deciles de menores ingresos.

## INFLACIÓN, SEGÚN CAPÍTULOS, AÑO 2018

*(en % de variación diciembre 2017/noviembre 2018)*




**Fuente: Elaboración propia en base a IPC-INDEC.**

Se observa que, a noviembre, el nivel general de precios acumulado en 2018 creció un 43,9%, pero los rubros más sensibles crecieron por encima de este nivel general. Como se puede ver, Transporte, con los aumentos de los precios del combustible y de las tarifas del transporte público, promedió un 62,9%, convirtiéndose en el ítem que más subirá en 2018. Este rubro impacta de forma especial en todos aquellos sectores que deben utilizar un medio de transporte para concurrir a su lugar de trabajo u otros fines. Este rubro es el segundo más ponderado por el IPC en la canasta de consumo de los hogares (11,6% en el GBA), lo que demuestra la importancia que tiene para determinar el poder adquisitivo de los ingresos de los hogares. En segundo lugar, tenemos otro rubro extremadamente sensible como es el de Alimentos y Bebidas, que aumentó un 48,6%. Este rubro es el de mayor

importancia en el consumo de los hogares, con una ponderación del 23,4% en GBA (Gran Buenos Aires). Con estos dos rubros se puede estimar que el impacto de la inflación en los sectores más vulnerables es todavía mayor a la medida por nivel general del IPC del INDEC. En séptimo lugar se encuentra vivienda, agua, electricidad y otros combustibles (41,5%), un rubro que ha sido foco de la política de dolarización tarifaria de la actual administración. Si bien en este caso se encuentra por debajo del nivel general, si se toma el valor interanual, se encuentra que este alcanza el 66,7%, escalando al segundo lugar entre los rubros que mayor aumento tuvo, solo superado por transporte (68,2%). Con esto, se puede constatar que el proceso inflacionario argentino erosiona particularmente con más intensidad a los sectores de menores recursos, que deben destinar una mayor proporción de sus ingresos a bienes y servicios esenciales, como alimentos, electricidad, gas, agua y transporte, rubros que han aumentado por encima de la media.

## INFLACIÓN, SEGÚN CAPÍTULOS, NOVIEMBRE

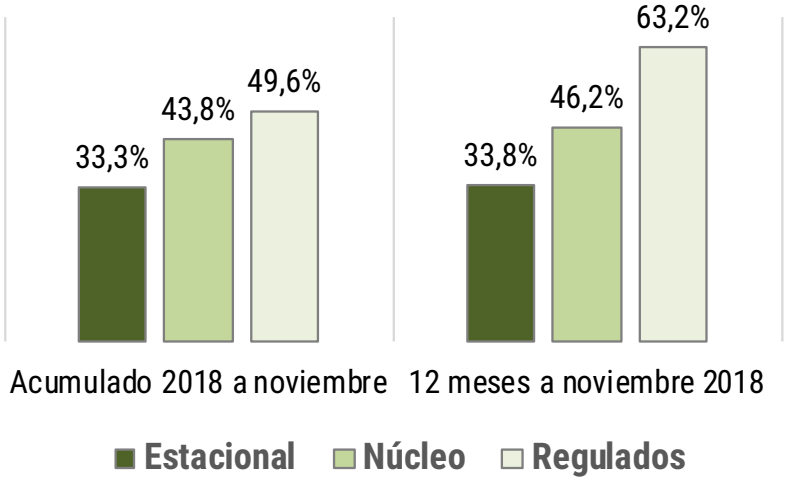
*(en % de variación interanual 12 meses)*

**Fuente: Elaboración propia en base a IPC-INDEC.**

La variación general de precios, particularmente elevado, está fuertemente traccionada por el alza en los precios regulados, hecho que demuestra que las decisiones de política económica oficial es una de las causas que impulsa el ascenso de los precios. Los regulados en octubre han crecido 63,2% interanual, mientras que la inflación núcleo lo hizo por 46,2%.

## INFLACIÓN, SEGÚN CATEGORÍAS

*(en % de variación acumulado, para el período correspondiente)*

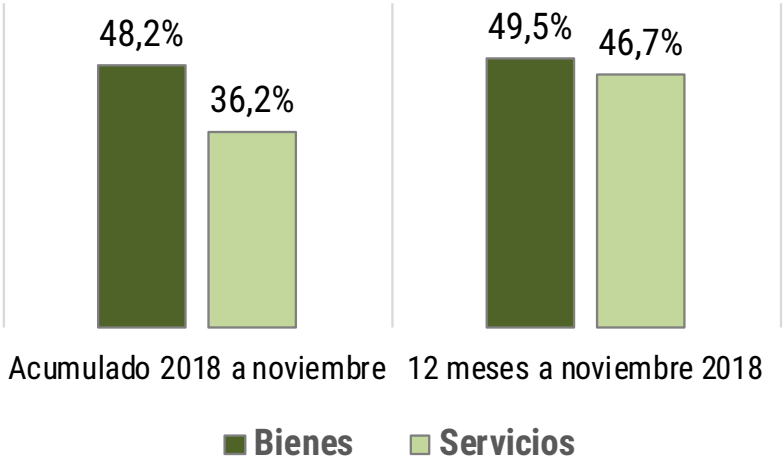



**Fuente: Elaboración propia en base a IPC-INDEC**

Desde otro punto de vista, los precios de los bienes subieron más que los de los servicios, lo que va en línea con los efectos de una devaluación, que eleva el precio de los transables y disminuye el de los no transables. Uno de los precios no transables más importantes se sabe es el de la mano de obra, el cual, como se verá, es uno de los grandes perjudicados por el proceso inflacionario del corriente año.

## INFLACIÓN, SEGÚN BIENES Y SERVICIOS

*(en % de variación acumulado, para el período correspondiente)*

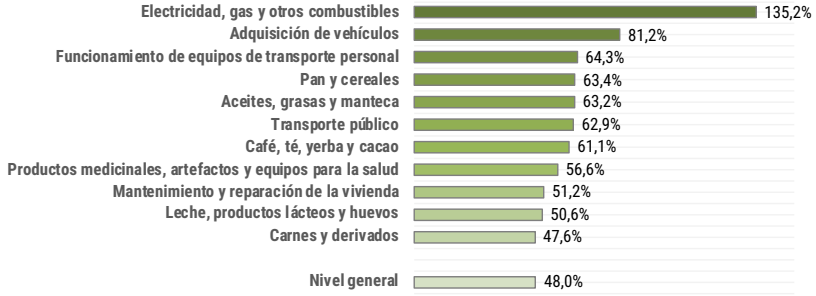



**Fuente: Elaboración propia en base a IPC-INDEC**

A su vez, se repasa la evolución de los precios en el Gran Buenos Aires, sector metropolitano que contiene a más 13 millones de argentinos. Si bien la inflación general aumentó apenas por debajo del nivel general en octubre en términos interanuales, hay determinados rubros que han tenido aumentos particularmente elevados y que constituyen rubros sensibles para los consumos hogareños de menores recursos.

## INFLACIÓN, PRINCIPALES AUMENTOS EN GBA, MES DE NOVIEMBRE

*(en % de variación interanual 12 meses)*




**Fuente: Elaboración propia en base a IPC-INDEC.**

Se destaca el fuerte aumento de electricidad, gas y otros combustibles (135,2%) que impacta en el consumo energético de los hogares del AMBA. Luego, el precio en la adquisición de vehículos automotores ha crecido un 81,2%, el funcionamiento de equipos de transporte de personal un 64,3% y el transporte público un 62,9%. También aparecen los aumentos en alimentos como pan y cereales (63,4%), aceites, grasas y manteca (63,2%) y café, té, yerba y cacao (61,1%). Nuevamente, todos consumos que afectan a las clases más vulnerables pero se destacan otros consumos típicos de clases medias, como los correspondientes al uso de un vehículo personal, lo cual implica que los impactos están erosionando también fuertemente los ingresos de segmentos medios.

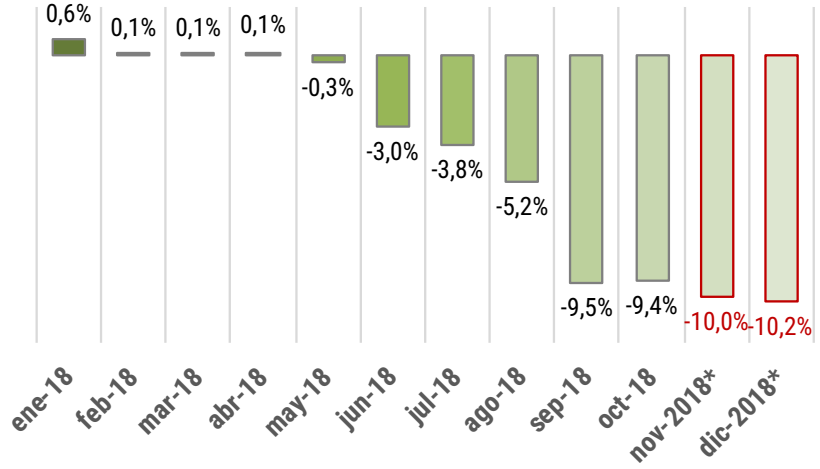
## El PODER ADQUISITIVO SE DERRUMBA EN MÁS DE DOS DIGITOS EN 2018

La aceleración de los precios ha erosionado el poder adquisitivo de los distintos ingresos que perciben trabajadores, jubilados, pensionados y beneficiarios de programas sociales. Esto no solamente produce un achicamiento del mercado doméstico, que hace que muchas de las empresas vean restringida la posibilidad de ventas internas, sino que representa un verdadero cuello de botella para el sustento de los hogares que deben reducir niveles de consumo que antes se consideraban normales.

El deterioro en el poder adquisitivo de los hogares comienza por expresarse en la caída de los ingresos salariales. Es así que el salario medio registrado acumula al mes de octubre una pérdida de 9,4% del poder adquisitivo. Para los meses que siguen se supone un incremento mensual de 2,5% en los salarios y se utiliza el pronóstico del REM para para inflación. Con esto, los salarios registrados habrán perdido más del 10% de su poder de compra en 2018.

## VARIACIÓN DE PODER ADQUISITIVO DE SALARIOS DE TRABAJADORES REGISTRADOS

*(en % de variación acumulada a cada período)*

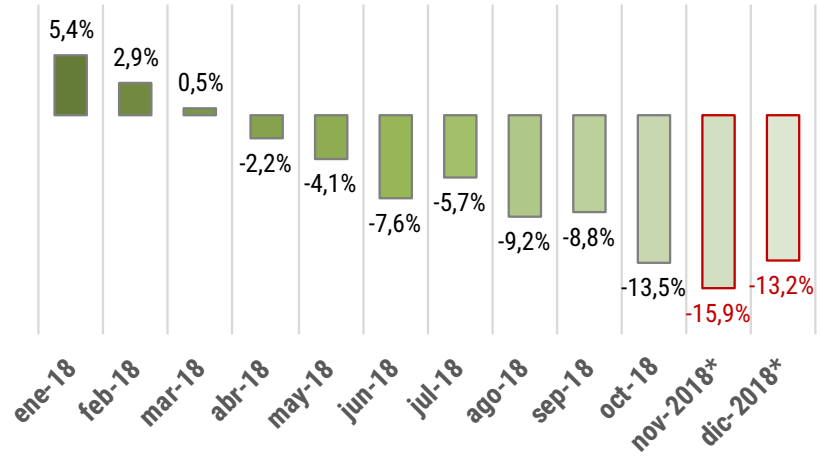



**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Gobierno de Trabajo y Empleo, IPC-INDEC y REM-BCRA.**
***Noviembre y diciembre 2018, proyectados.**

Si se toman referencias del índice de variación salarial que elabora el INDEC, se tiene que para los no registrados o para el empleo público la situación es aún más alarmante. Al mes de septiembre (último dato disponible) los salarios del sector privado registrado habían variado un 20,5%, mientras que los del sector público lo hicieron un 19,1%. Los informales acumularon un alza de tan solo 13,5% en nueve meses.
Ayudan a explicar estos números el desenvolvimiento del SMVM (Salario Mínimo Vital y Móvil), que pone suele piso a las remuneraciones, aunque estas no se encuentren registradas. Al igual que con los salarios, pero con mayor intensidad, se observa una erosión de la capacidad de compra del SMVM. En este caso, en noviembre de 2018 el SMVM alcanza una caída del 15,9%, sustancialmente mayor que en el caso del salario medio.

## VARIACIÓN DE PODER ADQUISITIVO DEL SALARIO MÍNIMO, VITAL Y MÓVIL

*(en % acumulado a cada período)*

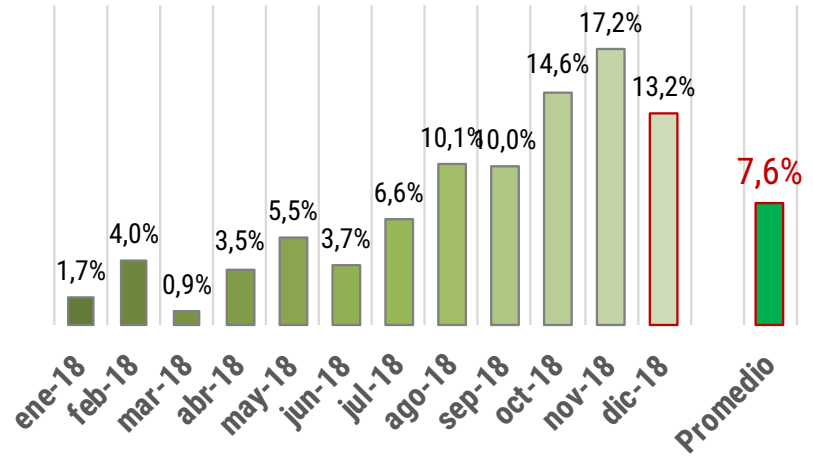



**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Gobierno de Trabajo y Empleo, IPC-INDEC y REM-BCRA.**
***Noviembre y diciembre 2018, proyectados.**

No obstante, es todavía mayor el impacto que tendrá la inflación de 2018 sobre el poder adquisitivo tanto del haber mínimo jubilatorio como de la asignación universal por hijo (AUH). Ambos cabe aclarar, se ajustan bajo la misma fórmula que fue establecida en diciembre de 2017 luego de la aprobación en el Congreso Nacional de la Reforma Previsional. Esta fórmula ajusta en relación con la inflación pasada y a la variación de salarios. Entonces, en un contexto de inflación creciente y paritarias a la baja, la pérdida de poder de compra es inminente. Como se observa, dicha merma en el poder adquisitivo tanto de la jubilación mínima como de la AUH es sustantiva, especialmente a partir de agosto, cuando se profundiza el proceso inflacionario tras el fuerte salto del tipo de cambio. En noviembre la pérdida alcanza el 17,2% y terminará el año en un 13,2%.

## DETERIORO REAL DE LOS HABERES JUBILATORIOS EN 2018

*(en % acumulado a cada período)*

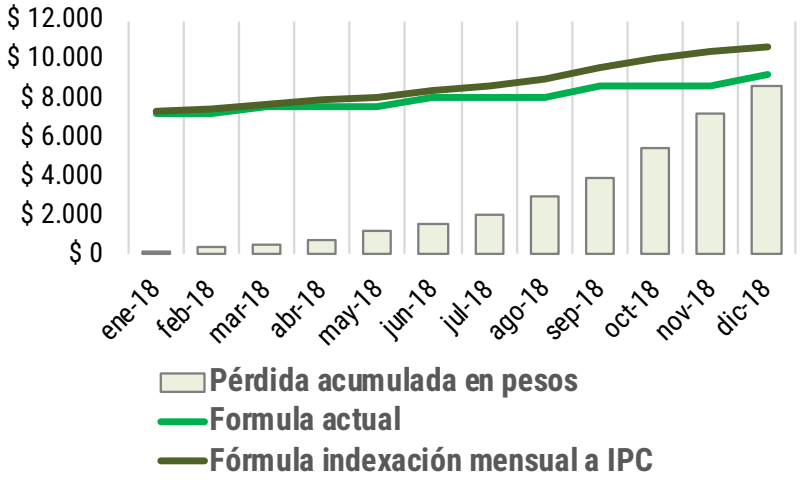



**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Gobierno de Trabajo y Empleo, IPC-INDEC y REM-BCRA.**
***Diciembre 2018 proyectado.**

Si se compara la actual formula con una indexación perfecta al IPC, un jubilado que percibe el haber mínimo, hubiera recibido casi $8500 más, prácticamente un haber adicional.

## DETERIORO MONETARIO DE LOS HABERES JUBILATORIOS EN 2018

*(en $ y monto acumulado a cada período)*



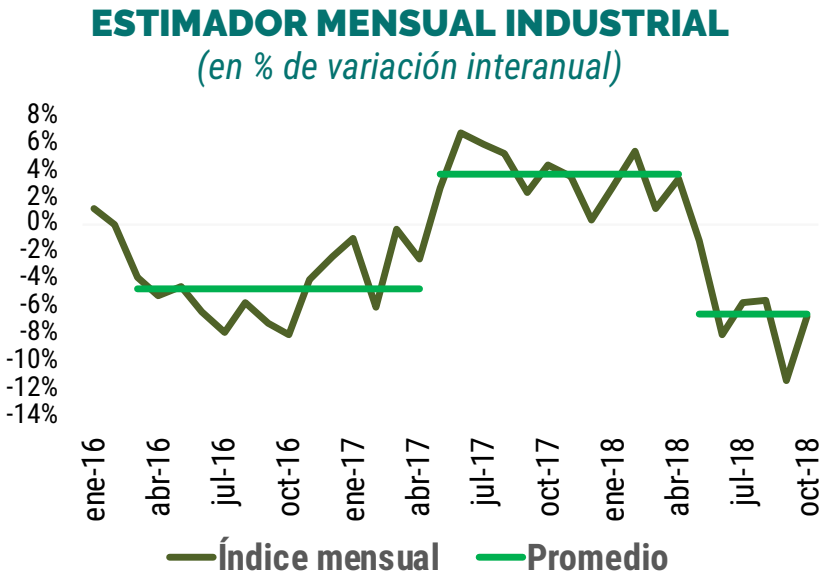

**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Gobierno de Trabajo y Empleo, IPC-INDEC y REM-BCRA.**
***Diciembre 2018 proyectado.**

En conclusión, el impacto en el poder de compra de los ingresos de los hogares superará el 10% en 2018 y en algunos casos meses, como en noviembre, superará el 15%. Teniendo en cuenta que el PBI estaría cayendo entre un 2,4 y un 2,8% según se tome las cifras calculadas en el presupuesto 2019 o se tome las estimaciones de algún organismo internacional como la OCDE o la CEPAL, la caída sería menor a la correspondiente a los ingresos salariales y no salariales. De esto subyace una fuerte transferencia de ingresos desde los hogares asalariados argentinos hacia el capital, mucho más concentrado.

## LA INDUSTRIA YA ENTRÓ EN TERAPIA INTENSIVA

La profunda recesión de 2018 condujo a un estrangulamiento del mercado interno argentino. Con lo cual los segmentos productivos que abocan la mayor parte de su producción al mercado interior se vieron resentidos por esta vía. Esto se ve reflejado en diversos indicadores de fuentes oficiales y no oficiales que muestran cómo los sectores industriales sufrieron el impacto en su volumen de producción.
El Estimador Mensual Industrial (EMI) elaborado por el INDEC muestra cómo ha evolucionado la industria durante la actual gestión de gobierno. Se observa que en el primero año de gestión, la producción industrial se desploma durante gran parte del año, promediando una caída de 4,7% para el periodo comprendido entre marzo de 2016 y abril de 2017. Recién cambia la tendencia en mayo del 2017, mostrando una variación positiva. A partir de ahí se produce un repunte industrial que sin embargo no logra compensar la caída del año anterior (es decir, la industria no alcanzó los valores de producción previos a 2016). En promedio el crecimiento en este periodo (may17 / abr18) fue de 3,6%. Sin embargo, la corrida cambiaria de abril volvió a producir un desplome del

mercado doméstico y con él, una profunda caída del sector industrial. En mayo comenzaron los números rojos y en septiembre la caída alcanzó el 11,5%. En promedio, desde mayo, la producción industrial cayó un 6,5%. Además, si se compara el índice de octubre en relación al del mismo mes de 2015, los valores de producción industrial se encuentran un 10,5% por debajo.




**Fuente: Elaboración propia en base a EMI-INDEC**

Sin embargo, se encuentran ciertas heterogeneidades al interior de la industria. Por un lado, se observa que la crisis de 2018 no ha impactado en todos los sectores de igual manera.

Si bien se encuentran fuertes caídas en la mayor parte de los segmentos de la industria se pueden observar crecimientos en algunos como por ejemplo en refinación de petróleo (+8%) y productos alimenticios y bebida (+2,5%). Sin embargo, el resto de los sectores han sufrido caídas muy pronunciadas. El más azotado por el desplome del mercado interno es la producción textil que cayó un 23,4% en octubre. Le siguen el sector de metalmecánica (-21,3%), caucho y plástico (-17,2%), vehículos automotores (-10,8%), edición e impresión (-7,3%), sustancias y productos químicos (-6,5%), productos minerales no metálicos (-4,8%), papel y cartón (-3,7%), productos de tabaco (-1,1%) e industria metálicas básicas (-0,2%).

## ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL, SEGÚN APERTURA PRINCIPAL

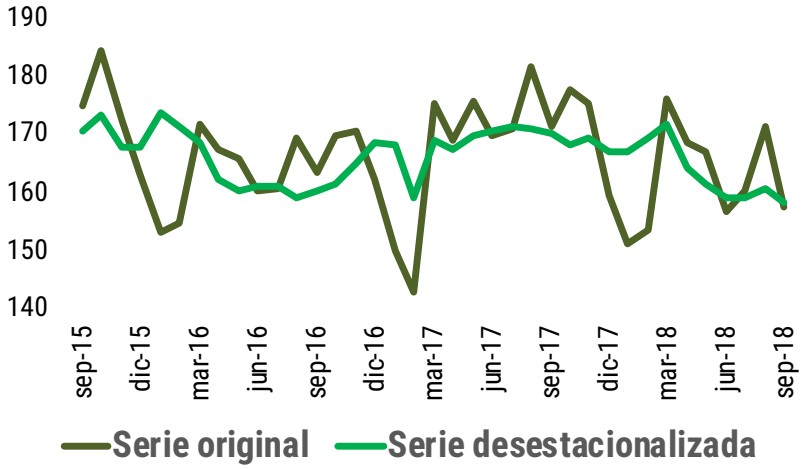
*(en % de variación acumulada, para cada período)*

Fuente: Elaboración propia en base a EMI-INDEC

No obstante, cuando se toma un horizonte de mediano plazo, en particular desde octubre de 2015, se constata que toda la industria ha sufrido una caída. Incluso la más dinámica, alimentos y bebidas, presenta un resultado negativo (-2,2%). El resto de los sectores han reducido su producción en un mayor porcentaje. El caso más paradigmático es el de la industria textil, que ha tenido una reducción en su producción de un 40%. Por otro lado, otros sectores fuertemente golpeados han sido caucho y plástico (-25%), productos de tabaco (-15,4%), metalmecánica (-14,1%), edición e impresión (-11,1%), y vehículos automotores (-9,4%). Con lo cual, el año 2018 ha sido particularmente negativo para el sector industrial argentino. Sin embargo, al mirarlo desde una perspectiva más amplia, el modelo económico en términos generales ha sido perjudicial para la producción industrial, al encontrar que todos los sectores de la industria han debido reducir su producción ante la caída de la demanda doméstica y la apertura importadora.

## ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAÑ

*(en número índice, base 1993=100)*



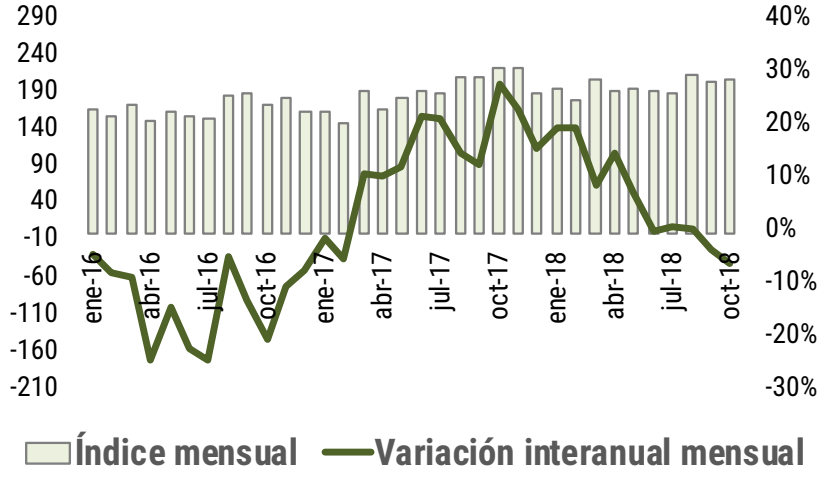

**Fuente: Elaboración propia en base a Orlando J. Ferreres y Asociados.**

El desplome industrial puede visualizarse tomando también indicadores del sector privado, como es el caso del Índice de Producción Industrial elaborado por el Estudio de Orlando Ferreres y Asociados (IPI-OJF). Observando el índice desestacionalidado se visualiza la volatilidad que ha tenido la producción industrial durante la actual gestión y el estancamiento secular que esta presenta. En cambio, mirando el segundo gráfico, que presenta el índice ajustado por estacionalidad, se observa más claramente los periodos de crisis de la industria, especialmente el que comienza con la devaluación de abril que hace caer a la producción industrial un 7,5% en apenas 3 meses (entre abril y junio). Este profundo desplome industrial todavía no ha mostrado señales de recuperación.

A su vez, el sector de la construcción también ha sido uno de los perjudicados con la actual crisis. El Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) que elabora el INDEC muestra cómo a partir de junio el sector se desacelera fuertemente y que a partir de septiembre empieza en franca caída, alcanzando un -6,4% en octubre, aunque todavía no muestra desplomes de la magnitud que sufrió durante 2016, cuando las caídas alcanzaban el 24% en algunos casos.

## INDICADOR SINTÉTICO DE CONSTRUCCIÓN

*(en núnero índice y % de variación interanual)*



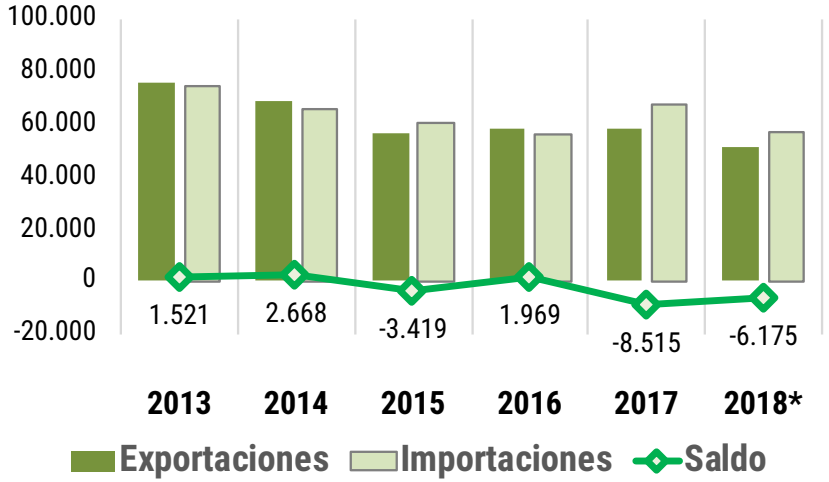

**Fuente: Elaboración propia en base a ISAC-INDEC**

# EN 2018 EL ROJO COMERCIAL CERRARÍA EN U$S 6.000 MILLONES

En diciembre de 2015, se produjo un viraje en la política comercial externa. Desde el punto de vista del nuevo oficialismo, Argentina debía tomar otro rumbo en materia de política exterior. En primer lugar, debía "re-insertarse" en el mundo, lo que significaba no solamente desarmar los mecanismos de administración del comercio exterior, sino también priorizar otros socios comerciales: Estados Unidos y la Unión Europea. En este sentido, se minimizaba la importancia de vínculos comerciales y de inversión que promueve el Mercosur y por otro lado se proponía la necesidad de "flexibilizar" el bloque sudamericano, avanzar en acuerdos de libre comercio, especialmente en el acuerdo con la Unión Europea, y converger hacia la integración con la Alianza del Pacífico. Sin embargo, el triunfo de Trump y el auge de un nuevo proteccionismo mundial, dieron por tierra las expectativas de éxito de la política de apertura comercial sobre el comercio exterior argentino. Los resultados en materia comercio exterior son magros y, con la excepción de la apertura de algunos mercados a los productos agrícolas argentinos (como el de los limones en Estados Unidos), la política comercial externa llevada adelante cada vez se muestra más como una respuesta para un escenario mundial que ya no existe. Ni las devaluaciones de 2016 y 2018 han servido para modificar sustancialmente el balance comercial argentino.

## COMERCIO DE BIENES, ÚLTIMO QUINQUENIO

*(en millones de U$S corrientes)*



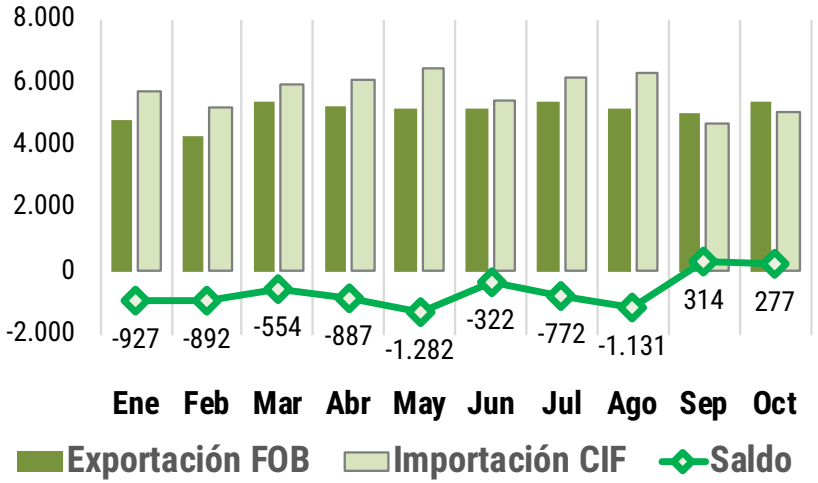

**Fuente: Elaboración propia en base a ICA-INDEC.**

2018, a los primeros diez meses del año.

Por un lado, la desregulación cambiaria y la devaluación competitiva de 2016, alcanzó para que las exportaciones alcanzaran los USD 58.384 millones en 2017, apenas un 2,8% superior al valor de 2015 (unos USD 1.600 millones más). Sin embargo, la apertura importadora llevó a las importaciones a incrementarse hasta los USD 66.899 millones, en dicho año, los que implicó un crecimiento de 11,1% con respecto a 2015 (es decir, unos USD 6.696 adicionales). Con lo cual, el déficit comercial se agravó, hasta alcanzar los USD 8.515 millones, el más alto de la historia económica argentina medido en

dólares corrientes.

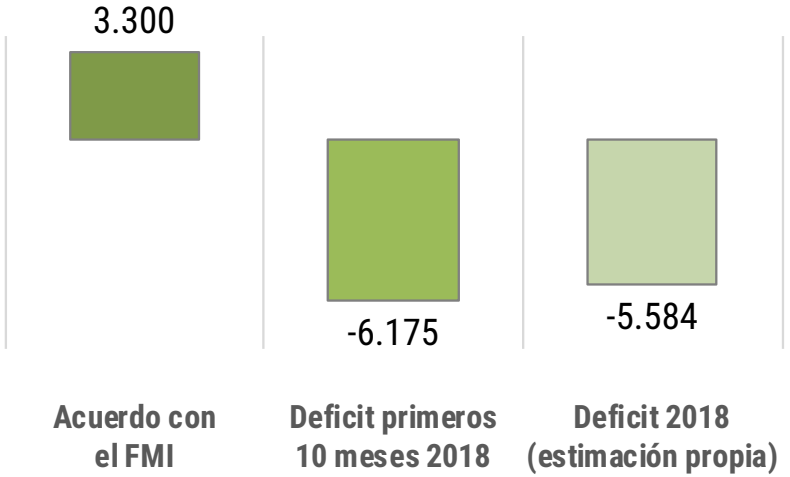
**COMERCIO DE BIENES EN 2018**
*(en millones de U$S corrientes)*




**Fuente: Elaboración propia en base a ICA-INDEC.**

La fuerte devaluación de 2018 implicó que la economía ingrese en una profunda recesión. Esto permitió reducir el apetito importador, por la caída de la demanda doméstica. Pero si bien se produjo un cambio de signo en la balanza comercial argentina, que pasó a ser positiva en septiembre y en octubre, principalmente por el desplome de las importaciones a consecuencia de la recesión del mercado doméstico, esto no alcanzará para que el año 2018 cierre con un rojo comercial que podría rondar los USD 6 mil millones. Esto implicará un nuevo incumplimiento con respecto al acuerdo suscripto con el Fondo Monetario Internacional, en el cual se establecía que la Argentina llegaría a fin de año alcanzando un superávit en su balanza comercial de unos UDS 3.300 millones.

**BALANZA COMERCIAL. SEGÚN ESCENARIOS**
*(en millones de U$S)*



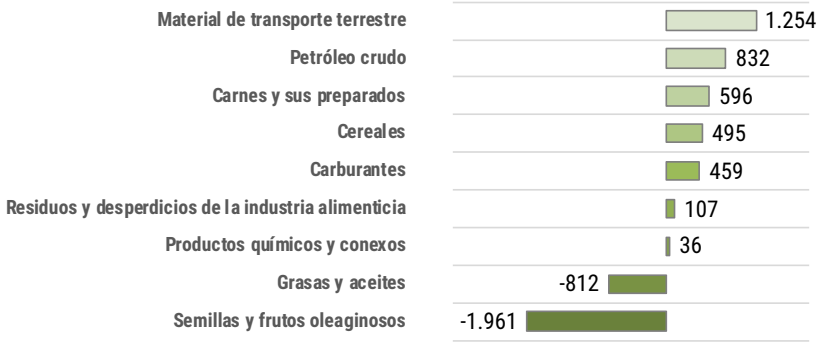

**Fuente: Elaboración propia en base a ICA-INDEC, Presupuesto 2019 y Country Report Nº18/297.**

A su vez, cuando se observa el crecimiento de las exportaciones por rubro y por destino, se encuentra de nuevo que el diagnóstico inicial dista de ser acertado a la hora del desempeño comercial externo. Por un lado, se afirmaba que lo que la idea era volver a colocar a la Argentina como gran

proveedora mundial de alimentos, convertirse en el "supermercado del mundo". No obstante, poco ha sido la importancia del comercio de bienes primarios y por el contrario en los últimos meses han cobrado relevancia las exportaciones de manufacturas, en especial automotores, producto de la tibia recuperación de la economía brasilera.

## CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES EN EL AÑO, SEGÚN RUBRO

*(en millones de U$S, primeros 10 meses de cada año)*



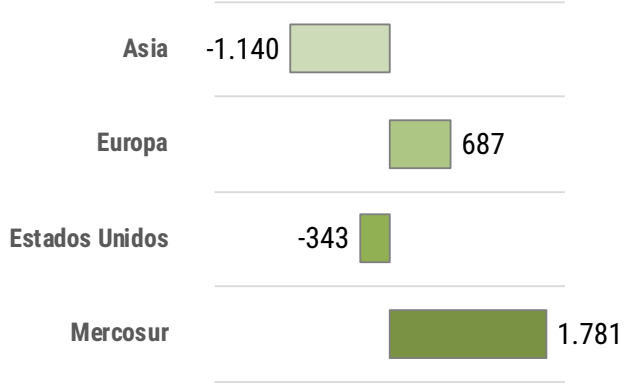

**Fuente: Elaboración propia en base a ICA-INDEC.**

Por ejemplo, en los primeros 10 meses de 2018, el rubro que más ha aportado al crecimiento de las exportaciones es el de material de transporte terrestre (+USD 1.254 millones). En cambio, el complejo agroalimentario hasta el momento no ha superado el valor de las exportaciones de 2017. Es cierto que la producción agropecuaria argentina se ha visto azotada por sequías de magnitud, pero eso sólo demuestra que la economía doméstica no puede depender de uno o dos productos primarios, sino que expresa la necesidad de diversificar su matriz exportadora. Por su parte, Argentina sí está aumentando sus exportaciones de combustibles, mientras los consumidores deben enfrentarse a las tarifas dolarizadas de servicios públicos como el gas, la luz o el transporte público y al aumento de las naftas.

Otro de los errores en cuanto a la estrategia de inserción internacional es la referida a los socios comerciales elegidos para desarrollar la política externa comercial. Se ha optado por socios que tradicionalmente se mostraron reacios a abrir sus mercados para los productos agropecuarios argentinos, como es el caso de Estados Unidos y la Unión Europea.

## CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES EN EL AÑO, SEGÚN RUBRO

*(en millones de U$S, primeros 10 meses de cada año)*




**Fuente: Elaboración propia en base a ICA-INDEC.**

Por un lado, se encuentra que las exportaciones a los Estados Unidos cayeron en unos USD 343 millones en los primeros 10 meses de 2018 en relación al mismo período del año anterior. Además, Argentina presenta una balanza comercial deficitaria desde hace tiempo con dicho país. Al mismo tiempo, si bien las exportaciones a Europa han crecido en el período analizado en unos USD 687 millones, persiste el déficit comercial que se tiene con el viejo continente alcanzando los USD 1.032 millones. En cambio, los mayores volúmenes de compras externas están asociados al denostado Mercosur. En los primeros 10 meses, las exportaciones a estos países (incluyendo Venezuela), han aumentado en unos USD 1.781 millones, con lo cual han aportado incluso más dólares que el comercio con toda Europa.

## EL DÉFICIT NO BAJA: SE RECONVIERTE

El año 2018 terminará cerrando con un achicamiento del sector público nacional. Los ingresos en aunque sin embargo se destinarán mayores fondos para el pago de los intereses de la deuda. La actual gestión entiende que el gasto público no debe ser utilizado como un impulsor de la demanda doméstica y que es necesario converger al equilibrio fiscal en 2019. Sin embargo, los intereses de la deuda continúan creciendo al ritmo del endeudamiento público por lo que el déficit financiero no cede y se da la situación que el ahorro fiscal va a parar al pago de los mismos.

### RESUMEN FISCAL DE LA ADMIN. NACIONAL

*(en millones de $ y % de variación interanual, primeros diez meses de cada año)*

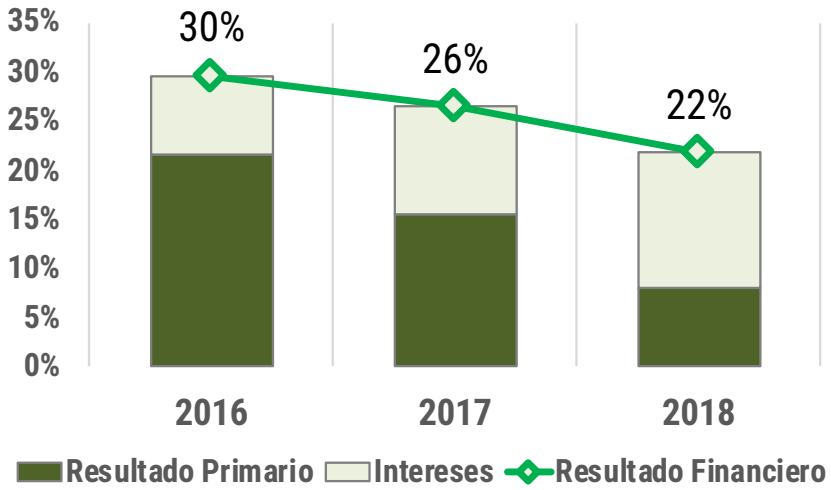
| Concepto | 2016 | 2017 | 2018 | 2016/2017 | 2017/2018 |
|---|---|---|---|---|---|
| | En pesos corrientes | | | Variación % anual | |
| INGRESOS TOTALES | $ 1.249.572 | $ 1.634.907 | $ 2.124.010 | 30,8% | 29,9% |
| GASTOS PRIMARIOS | $ 1.521.029 | $ 1.889.781 | $ 2.293.910 | 24,2% | 21,4% |
| RESULTADO PRIMARIO | -$ 271.457 | -$ 254.874 | -$ 169.901 | -6,1% | -33,3% |
| Intereses | $ 99.621 | $ 178.047 | $ 292.368 | 78,7% | 64,2% |
| RESULTADO FINANCIERO | -$ 371.078 | -$ 432.921 | -$ 462.269 | 16,7% | 6,8% |

**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.**

En los primeros 10 meses de 2018 en relación al mismo periodo de 2017 los ingresos aumentaron un 30. Los gastos en cambio lo hicieron en un 21%, con lo cual, se vislumbra una reducción en el déficit primario del 33%, que alcanza los $ 169 mil millones. En cambio, debido a que los intereses han aumentado 64% en el periodo, el déficit financiero aumentó un 7%. La inflación en el periodo (octubre contra octubre del año anterior) alcanza el 46%, con lo cual, la caída tanto de los ingresos como de los gastos es significativa, a diferencia del periodo anterior, primeros 10 meses del 2017 cuando los ingresos y gastos crecieron por encima de la inflación (23%).
Déficit Primario y Financiero como % de los Ingresos Totales. Años 2016-2018.

## DÉFICIT PÚBLICO

*(como % de los ingresos totales)*

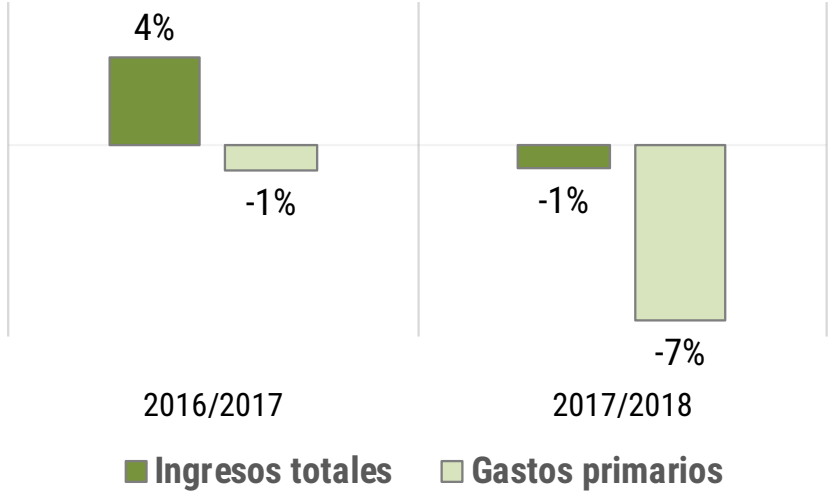



**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.**

Asimismo, se puede observar como el peso de los intereses crecen en relación a los ingresos alcanzando el 14% en 2018, lo cual retarda la política de convergencia hacia el déficit cero, ya que si bien el déficit primario se ha reducido desde el 22% en 2016 hasta el 8% en 2018, el déficit financiero como porcentaje de los ingresos todavía se encuentra en el orden del 22% de los ingresos. Además de 14 puntos que se ha reducido el déficit primario medido como porcentaje de los ingresos, 6 han ido adicionalmente a pagar intereses. Con lo cual, en el caso que el peso de los intereses siga creciendo no resulta claro cuál sería el nivel de superávit primario necesario para poder alcanzar un equilibrio financiero. Teniendo en cuenta las variaciones reales del gasto y de los ingresos, es decir, descontando el impacto de la inflación, se encuentra que en los primeros 10 meses de 2018 los gastos caen un 7% en relación al mismo periodo del año anterior y los ingresos un 1%.

## INGRESOS Y GASTOS DE LA ADM. NACIONAL

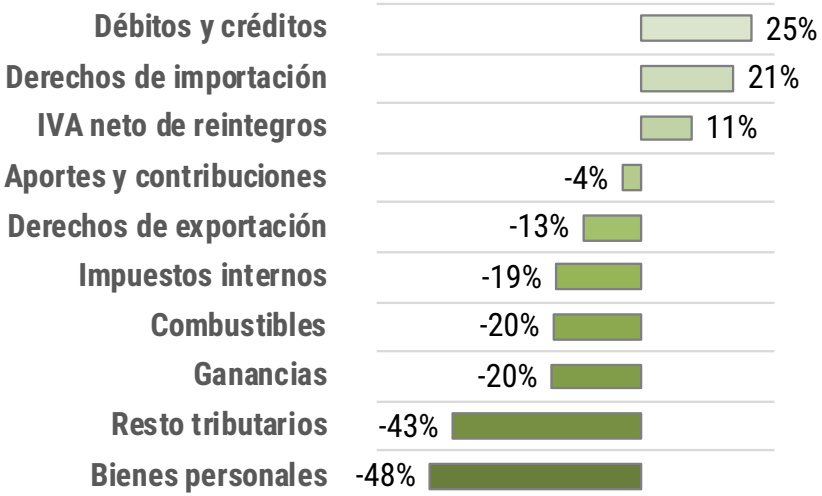
*(en % de variación anual real, primeros diez meses de cada año)*




**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.**

## INGRESOS TRIBUTARIOS

*(en % de variación anual real, primeros diez meses de cada año)*




**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.**

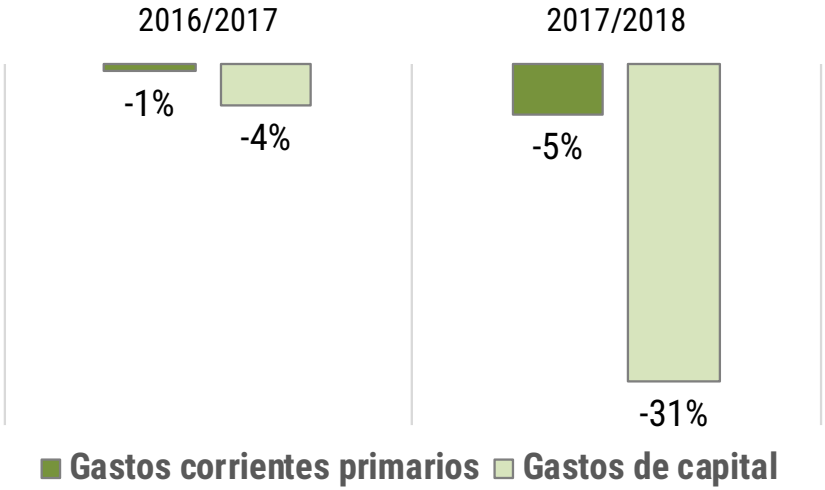
La caída de los ingresos está explicada fundamentalmente por una caída del 5% de los ingresos tributarios en términos reales. Estos a su vez, están explicados en primer lugar por la caída en ingresos tributarios no especificados (-43%) que también caen en términos nominales un 23% (-$ 28.246 millones), en segundo lugar por ganancias (-20%) y en tercero por aportes a la seguridad social (-4%). Además destaca la caída en términos nominales de bienes personales por un valor de $ 2.505 millones (-33%) lo que en términos reales representa una caída del 48%. Solamente ha crecido en términos reales la recaudación por IVA (11%), débitos y créditos (25%) y los derechos de importación (21%). Es decir, se puede decir que la recaudación ha evolucionado regresivamente en 2018. Caen los ingresos por ganancias, bienes personales, derechos de exportación, y aumentan los que gravan con más intensidad a la población de menores recursos como el IVA. Por otro lado, cae la recaudación de aquellos impuestos relacionados con la actividad cómo por ejemplo combustibles, impuestos internos o aportes a la seguridad social. Sin embargo, a pesar de la recesión, crece la recaudación por derechos de importación debido a la mayor entrada de productos del exterior y crece también la recaudación relacionada con la actividad financiera como son los impuestos a los débitos y a los créditos.

A su vez, las rentas de la propiedad aumentaron un 113% en términos reales, donde se destaca las rentas que recibe el FGS por sus inversiones, las cuales se incrementaron un 118%. Este crecimiento en vez de ser destinado para sostener el gasto en jubilaciones y pensiones se está reteniendo para favorecer la reducción de los déficit primario y financiero. Por otro lado, otros ingresos corrientes cayeron 6%, donde se destaca una caída del 1% en los ingresos no tributarios, del 76% en transferencias corrientes, y del 8% en otros ingresos corrientes.

En cuanto a los gastos se observa una fuerte contracción en términos reales de los gastos corrientes en un 5% pero mucho más caen los gastos de capital ya que se desploman un 31% en 2018. Esto impacta especialmente en variables claves para el desarrollo como por ejemplo infraestructura.

## GASTOS DE LA ADM. NACIONAL, SEGÙN TIPO

*(en % de variación anual real, primeros diez meses de cada año)*

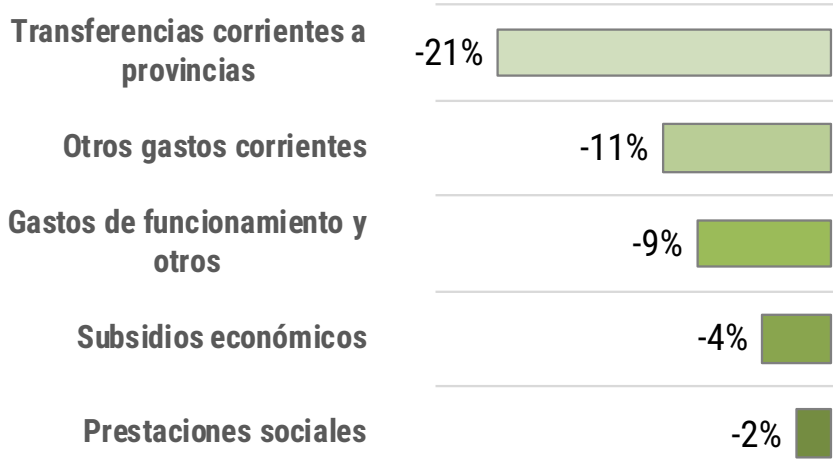



**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.**

Dentro de los gastos corrientes los que más caen son las transferencias a provincias que caen un 21%, lo que no es otra cosa que un traslado aguas abajo hacia los gobiernos provinciales. Por otro lado también caen otros gastos corrientes (-11%), gastos de funcionamiento (-9%), subsidios económicos (-4%) y prestaciones sociales (-2%).

## GASTOS CORRIENTES, SEGÙN CONCEPTO

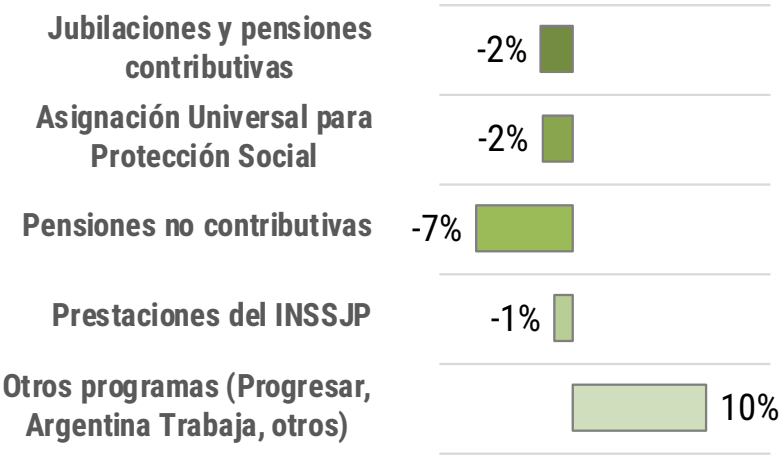
*(en % de variación anual real, primeros diez meses de cada año)*




**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.**

## GASTOS EN PRESTACIONES SOCIALES

*(en % de variación anual real, primeros diez meses de cada año)*



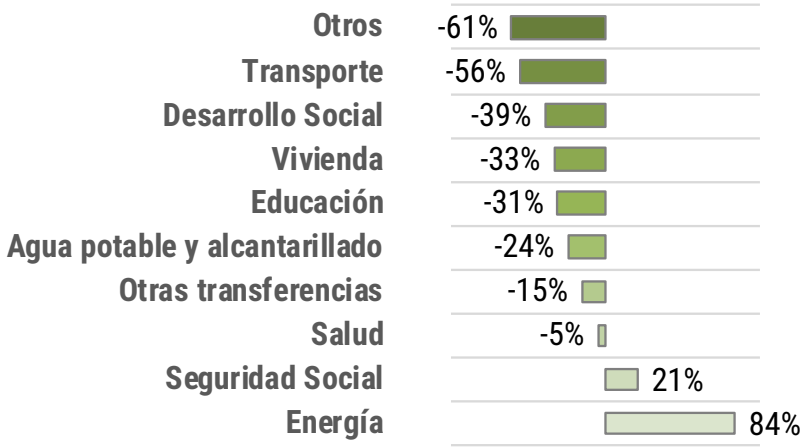

**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.**

Dentro de las caídas en prestaciones se tiene que pensiones no contributivas es la que más cae (-7%), seguidas por jubilaciones y pensiones (-2%), asignaciones (-2%) y prestaciones del INSSJP (-1%). Otros programas donde se incluye el programa Haciendo Futuro (Antes Argentina Trabaja y Ellas Hacen) aumento un 10%.

A su vez, las transferencias a provincias han caído casi en todos los conceptos. Solamente los gastos destinados para capital en Energía han crecido (84%) y el gasto corriente en seguridad social (21%). En cambio han caído las transferencias para gastos corrientes en materia de salud (-5%), educación (-29%), y desarrollo social (-39%). EN cuanto a transferencias para gasto de capital ha caído agua potable y alcantarillado (-24%), educación (-2%), vivienda (-33%), transporte (-56%) y otros (-61%).

## TRANSFERENCIAS A PROVINCIAS, SEGÚN CONCEPTO

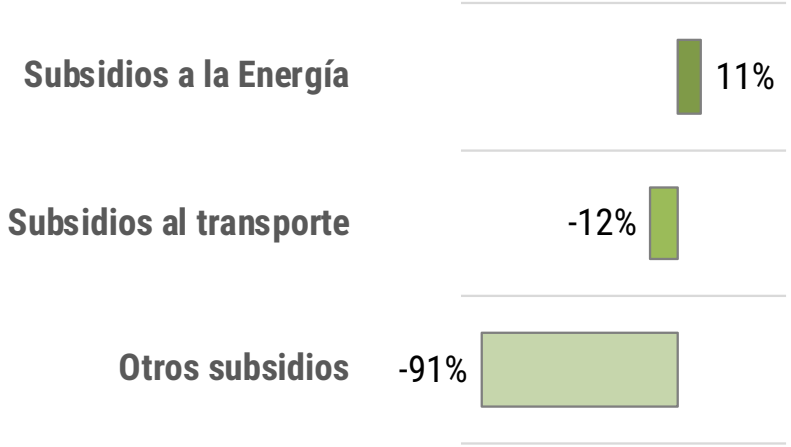
*(en % de variación anual real, primeros diez meses de cada año)*




**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.**

## SUBSIDIOS ECONÓMICOS, SEGÚN CONCEPTO

*(en % de variación anual real, primeros diez meses de cada año)*



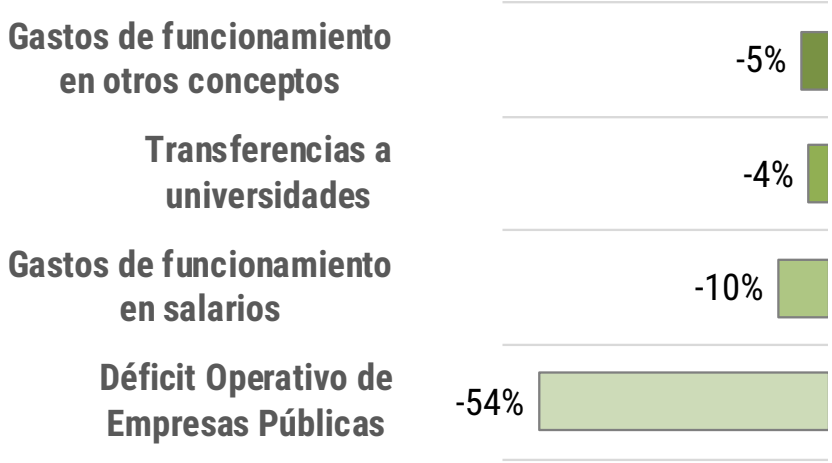

**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.**

Por otro lado, en cuanto a los subsidios económicos, se observa que si bien en términos generales cayeron un 4% en términos reales, no se ha reducido en todos los conceptos. Se han aumentado los subsidios a la energía (11%) a pesar de los tarifazos, con lo cual, se sobreentiende que este canon va a parar a la rentabilidad de las empresas del sector energético. En cambio, se han reducidos los subsidios al transporte (-12%), en línea con los aumentos de las tarifas del transporte público, y se han reducido otros subsidios (-91%).

En cuanto al funcionamiento del sector público, los gastos en salarios se han achicado un 10% y otros gastos lo han hecho por un 5%. A su vez, las transferencias en términos reales a las Universidades nacionales se han reducido en un 4% en términos reales. Y los fondos destinados a las empresas públicas han caído en un 54%.

## GASTOS DE FUNCIONAMIENTO DEL ESTADO NACIONAL, SEGÚN CONCEPTO

*(en % de variación anual real, primeros diez meses de cada año)*

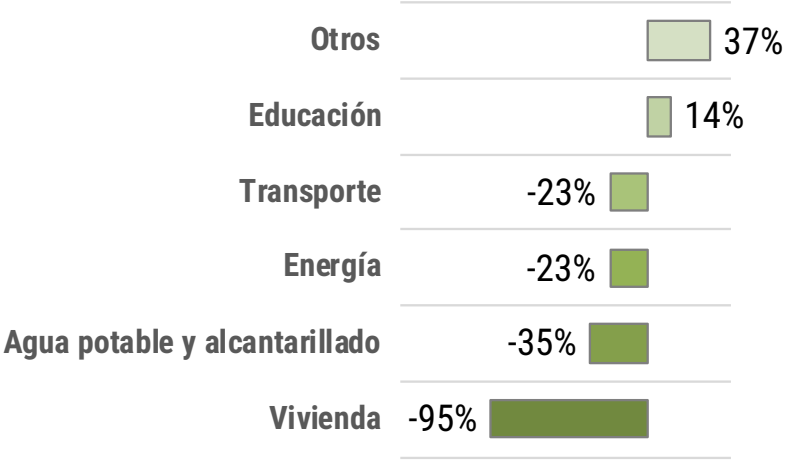



**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.**

Al mismo tiempo, los gastos de capital se han reducido para energía (-23%), transporte (-23%), vivienda (-95%), agua potable y alcantarillado (-35%) y solamente han crecido los

gastos destinados a gastos de capital en educación (14%) y otros gastos (37%).

**GASTOS DE CAPITAL, SEGÚN CONCEPTO**
*(en % de variación anual real, primeros diez meses de cada año)*




**Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.**

A su vez, se destaca la eliminación del Fondo Federal Solidario (Fondo Sojero) el cual reportaba al Estado Nacional y a las Provincias y Municipios unos $ 20 mil millones en 2017.

## EL AÑO DEL RETORNO AL FONDO

La brutal transferencia de ingresos de los sectores bajos y medios a los sectores concentrados, la fuga de capitales, la remisión de utilidades y dividendos de las multinacionales a sus casas matrices, el turismo de las clases altas y medias-altas en el exterior, y la apertura importadora no pudieron haber sido posibles de no ser por el fenomenal proceso de endeudamiento llevado adelante desde diciembre de 2015. Al mismo tiempo, este proceso fue posible gracias a las condiciones heredadas de la anterior gestión que había tenido vedado en parte el acceso a los mercados financieros internacionales producto de un conflicto contra un grupo minúsculo de acreedores pero revoltosos, los llamados "fondos buitres", que habían comprado bonos argentinos en default para luego, no aceptando el ingreso en los canjes de deuda, litigar contra la Argentina para conseguir ganancias siderales. Se presentaba como condición acordar con los mismos para poder abrir el grifo financiero mundial. En adición a esto, los indicadores de sostenibilidad financiera de la deuda argentina habían mejorado sustancialmente desde la crisis y el default de 2001. Con lo cual, estaban dadas las condiciones para que el nuevo gobierno, con tan sólo resolver el conflicto con los acreedores litigantes, tenga luz verde para acceder en forma masiva a los mercados financieros internacionales. El principal factor del fracaso del actual modelo económico es que dicho endeudamiento no fue volcado al desarrollo económico, a la inversión en infraestructura, al desarrollo de la ciencia y la tecnología, a la

salud y a la educación, sino que fue canalizado hacia grupos rentísticos y hacia la apertura indiscriminada de la economía. Como consecuencia, no sólo las condiciones de vida generales de las clases trabajadoras y populares argentinas se han deteriorado desde diciembre de 2015, sino que la bola de nieve de la deuda está convirtiéndose nuevamente en una auténtica pesada carga para las futuras administraciones, lo cual deja en una encrucijada a la economía nacional en la cual deberá elegir en un horizonte no muy lejano entre pagar los intereses crecientes de la deuda u ocuparse de las necesidades elementales del pueblo argentino.

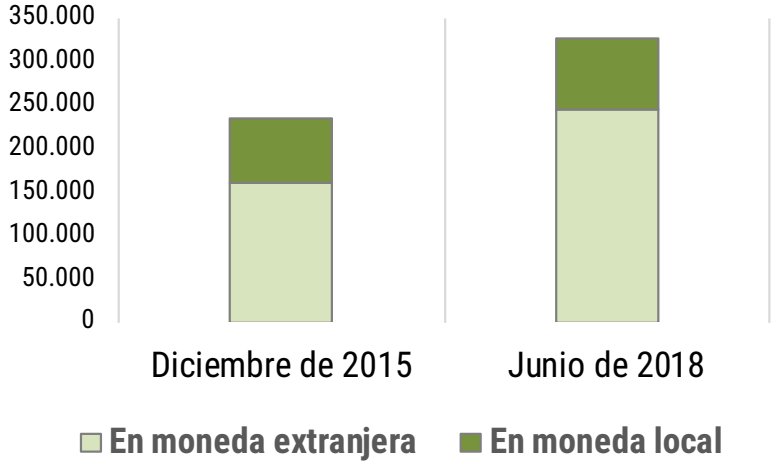
Para entender todo este proceso es necesario tener presente las condiciones de que se parte. La deuda alcanzaba en diciembre de 2015 los USD 224.703 millones (sin incluir la deuda consolidada de provincias/municipios, Banco Central, Empresas Públicas, Organismos Nacionales, Fondos Fiduciarios y juicios contra el Estado con sentencia en firme), de los cuales un 67% estaba nominada en moneda extranjera. Además, se mantenían USD 11.520 millones en poder de los holdouts, es decir, tenedores de bonos argentinos que no ingresaron a los canjes de 2005 y 2010, dentro de los cuales, los conocidos "buitres", representaban la porción más combativa manteniendo de ese monto unos USD 1.330 millones. Con esto, la deuda bruta en total alcanzaba los USD 234.224 millones (incluyendo la deuda con los holdouts pero descontando los intereses compensatorios que posteriormente se acordaría pagarles y sin contar los valores negociables atados al PBI) y representaba el 52,6% del PBI lo que era considerado un indicador de buena salud de las condiciones financieras argentinas. A los pocos meses de asumido el mandato, el Tesoro Argentino debió desembolsar USD 9.300 millones, es decir, un pago 600% superior sobre el capital. Sin embargo, esto allanó el camino para un nuevo ciclo de colocación de deuda en los mercados internacionales. A partir de aquí, el modelo económico requirió de crecientes emisiones, pero además debió acelerar una política de endeudamiento interno, particularmente a través del Banco Central (Lebacs), que terminó convirtiéndose en otro de los factores que terminó más temprano que tarde, promoviendo la corrida cambiaria de abril y la profunda recesión en la que se encuentra la economía doméstica. Es así que las Lebacs alcanzaban un monto de $ 345.124 millones al finalizar el 2015 y superaban los $ 1.100.000 millones en diciembre del año pasado, lo que implicó un crecimiento del 219% en apenas dos años cuando la inflación en el mismo periodo promedió un 176%. Luego de la corrida de abril y tras el acuerdo con el Fondo se prosiguió a desarmar estas posiciones apareciendo un nuevo instrumento que es la nueva estrella de la política monetaria: las letra de liquides del BCRA, o Leliq. Esta letra sólo puede ser adquirida por los bancos, con lo cual los ahorristas sólo pueden valorizar sus tenencias en pesos realizando depósitos tradicionales en los bancos, mientras que estos colocan los fondos en Leliq para obtener una jugosa tasa de interés que le permite al BCRA secar la plaza. No obstante, a todo esto hay que sumarle, otro de los puntos cruciales que propició el actual descalabro económico: en los primeros meses de 2018, los mercados internacionales empezaron a cerrarse para la deuda argentina ante la evidencia clara de que el rumbo económico se dirigía indefectiblemente hacia el barranco. Con lo cual, ante la imposibilidad de aportar por

parte del tesoro argentino dólares financieros para saciar el apetito cambiario, la estabilidad se quiebra, los inversores empiezan a desarmar sus posiciones en pesos, y queda como única opción el inversor internacional de última instancia: el Fondo Monetario. El salto devaluatorio, los dólares del fondo y la fuertísima contracción monetaria han permitido recobrar la estabilidad cambiaria a costa de una profunda recesión que cae sobre las espaldas de los sectores medios y populares y sobre las pequeñas y medianas empresas. No obstante, los riesgos de cara al futuro no son menores. El programa financiero presentado por el ejecutivo nacional para cerrar el segundo acuerdo con el FMI, afirma que las necesidades de financiamiento hasta 2019 están cubiertas utilizando las reservas del préstamo histórico del organismo multilateral, y renovando el 60% de las Letes (en pesos y en dólares). No obstante, este escenario supone estabilidad del tipo de cambio y del frente externo. En el caso de resultados adversos en la cuenta corriente, sea por el frente comercial o por la remisión de utilidades y dividendos, o en el flujo de capitales privados del exterior, la situación financiera general de la economía argentina puede avanzar hacia un estrangulamiento y la refinanciación de los vencimientos de deuda entrar en un callejón sin salida, lo que adelantaría los problemas de financiamiento que tendrá sin lugar a dudas la economía nacional en 2020, luego de finalizado el actual mandato presidencial. En este panorama se enmarca la crisis actual y las perspectivas económicas para 2019.

La deuda pública bruta al II trimestre de 2018 alcanza los USD 327.166 millones, es decir, que la deuda creció en USD 92.942 millones en relación a diciembre de 2015, o bien, se incrementó en un 40%. No obstante, lo que más se incrementó dentro de este monto es la deuda en moneda extranjera, que alcanzó en junio de 2018 los USD 244.669 millones, es decir, creció un 53%, unos USD 84.336 millones. Con lo cual, del incremento de la deuda en 2 años y medio, el 91% correspondió a deuda en moneda extranjera. En cambio la deuda en pesos creció tan sólo un 12%, unos USD 8.605 millones. A su vez, el incremento del endeudamiento en moneda extranjera llevó a que el porcentaje de esta sobre el total alcanzase el 75% (de un 68% en 2015). Esto pone de manifiesto la diferencia sustancial de la composición de la deuda entre uno y otro periodo.

**DEUDA PÚBLICA BRUTA**

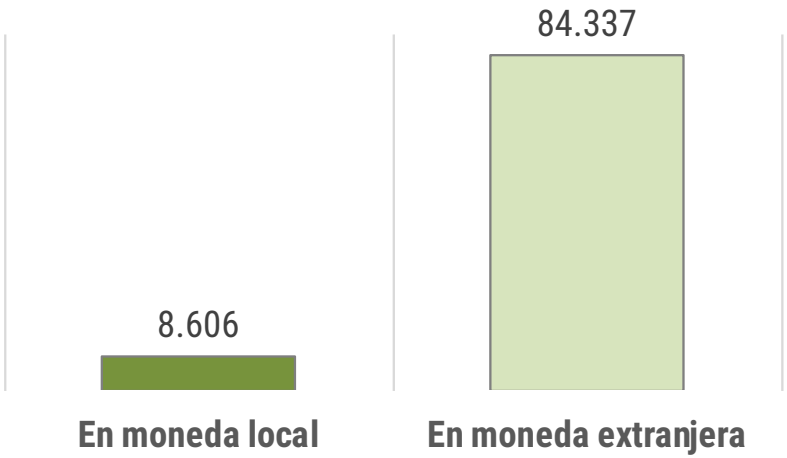
*(en millones de U$S)*




**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, Ministerio de Hacienda.**

## AUMENTO DE LA DEUDA PÚBLICA, SEGÚN MONEDA

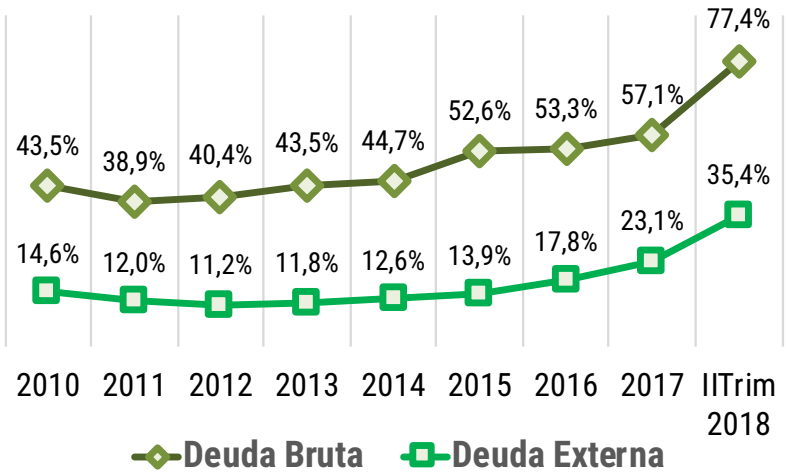
*(en millones de U$S, período dic-2015/junio2018)*




**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, Ministerio de Hacienda.**

## DEUDA PÚBLICA BRUTA Y DEUDA EXTERNA

*(como % del PBI)*

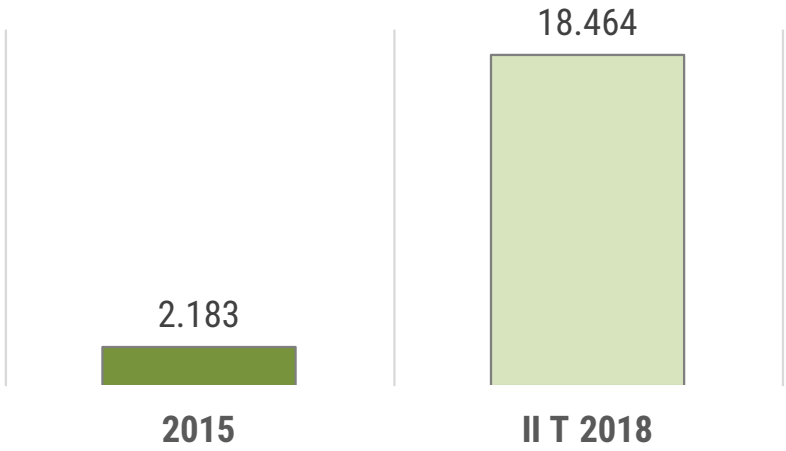



**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, Ministerio de Hacienda.**

Además esta deuda ya alcanza al 77,4% del PBI, con lo cual este ratio creció 25 puntos porcentuales en relación a 2015 e ingresa en un terreno en el cual la capacidad de repago argentino está en serias dificultades. Pero aún más rápido fue el crecimiento de la deuda pública en manos de tenedores extranjeros, o deuda pública externa, que pasó de rondar el 11,2-13,9% durante el periodo 2011-2015, hasta elevarse hasta el 35,4% en el segundo trimestre de 2018, con lo cual el aumento fue de 22 puntos porcentuales en apenas 2 años y medio. Es por todo esto, y especialmente ante el cierre del

financiamiento privado internacional que el Estado Argentino debió recurrir a los préstamos del FMI.
Además, dentro de este escenario, se observa un cambio en el perfil de la deuda del Tesoro por deuda de corto plazo. De esta forma, mientras lo vencimientos que vencen en menos de un año representaban el 8% en 2015 ya representan el 10,6%. Dentro de los instrumentos que componen esta porción de la deuda tenemos que las Letes han sido las principales protagonistas ya que pasaron de un stock de apenas USD 2.183 millones en 2015 hasta alcanzar la suma de USD 18.463 millones en junio de 2018. Es decir, que el stock de Letes se incrementó en un 746%. En total, el stock de Letes (con vencimiento a corto y a largo plazo), alcanzó los USD 28.292 millones con un incremento de 268% en relación a 2015 (+ USD 20.605 millones).

**LETRAS DEL TESORO A MENOS DE UN AÑO**
*(en millones de U$S)*



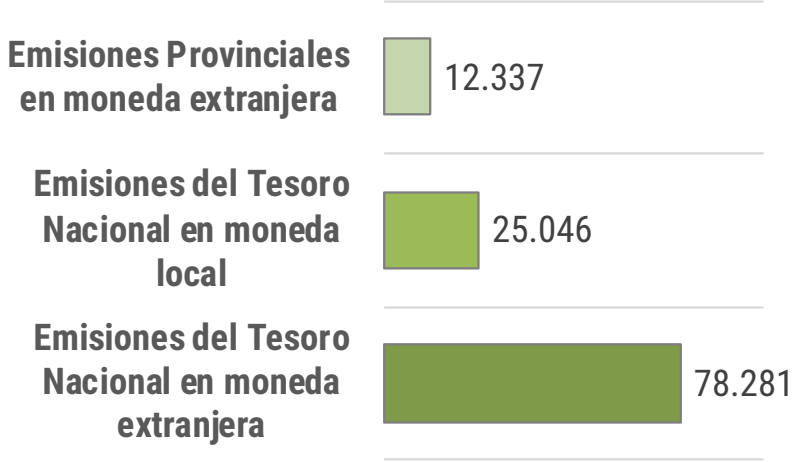

**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, Ministerio de Hacienda.**

Para poder alcanzar semejante proceso de endeudamiento público el Ministerio de Hacienda tuvo realizar colocaciones masivas de distintos instrumentos en los mercados interno e internacional. Es así que incluso para pagarle a los "fondos buitre" se realizaron emisiones, lo que sería tan sólo el principio de muchas más licitaciones tanto en moneda local como en distintas monedas duras extranjeras, pero especialmente en monedas que no emite el BCRA. Es así que desde diciembre de 2015 y hasta agosto del corriente año el Tesoro Nacional lleva emitidos instrumentos por un valor de

USD 78.281 millones en moneda extranjera y USD 25.046 en moneda local. Si a esto se le suma colocaciones que han realizado distintas provincias argentinas, por valor de USD 12.337 millones, se alcanza una deuda del Sector Público Consolidado (restaría sumar las deudas en moneda extranjera de Gobiernos Locales) de USD 115.664 millones. Esto implica que el sector público argentino ha colocado unos USD 119 millones por día, USD 5 millones por hora o USD 82 mil por minuto, desde diciembre de 2015.

**EMISIONES, SEGÚN JURISDICCIÓN**

*(en millones de U$S, acumulado dic-2015/dic-2018)*




**Fuente: Elaboración propia en base a UMET.**

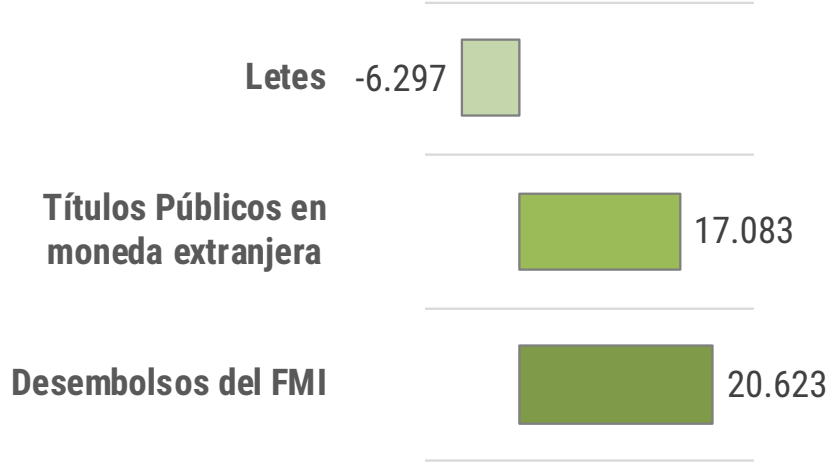
Como se pudo repasar, los desequilibrios de la economía argentina se fueron acumulando durante 2016 y 2017 y terminaron estallando en el año 2018. Esto se puso especialmente de manifiesto cuando el mercado le cerró las puertas al financiamiento argentino lo que derivó en una corrida contra el peso. En este escenario, la "bola de nieve" de las letras del Banco Central (Lebacs) que venían sirviendo de dique de contención y permitían la llega de dólares financieros privados pero de corto plazo y especulativos, se volvió en contra y finalmente se convirtió en una avalancha que aceleró la salida de los capitales, vía mercado de cambios, y terminó llevando el precio del dólar a niveles inéditos, no sin antes producirle fuertes pérdidas al BCRA, que vendió barato sin poder contener el precio de la divisa norteamericana, con lo cual terminó convalidando las ganancias que buscaba el bando comprador. Es así que llega el Fondo para asegurarle el financiamiento a los acreedores privados de la deuda argentina y, también, para permitirle reeditar una estabilidad cambiaria que re-abra nuevamente la entrada de los capitales privados especulativos y de corto plazo. Una fórmula que ya se mostró no ser efectiva, salvo para el sector de las finanzas y los bancos. Con lo cual, durante el corriente año el incremento en el endeudamiento público no vino tanto desde el sector privado sino desde el organismo multilateral que desembolsará USD 36.200 millones en 2018 (hasta el momento lleva desembolsados USD 20.623 millones y se esperan otros USD 7.600 antes de Navidad) y USD 22.800 millones en 2019 para evitar un nuevo default de la deuda.

Es así que, según el Ministerio de Hacienda, a junio de 2018 la deuda pública bruta sólo se incrementó en USD 6.231 millones, y si contamos los valores vinculados al PBI, lo hizo por USD

5.874 millones. Además con un importante desarme de Letes por USD 6.296 millones (incluyendo las que vencen en más de un año). Por otro lado, el Ministerio de Hacienda aumentó la deuda en títulos públicos en moneda extranjera por valor de USD 17.082 millones, lo que junto con los desembolsos del FMI, representan los factores que permitieron el financiamiento en moneda extranjera por parte del Tesoro Nacional.

## VARIACIÓN DE DEUDA PÚBLICA EN 2018, SEGÚN INSTRUMENTO

*(en millones de U$S, stock a junio, salvo acuerdo FMI)*

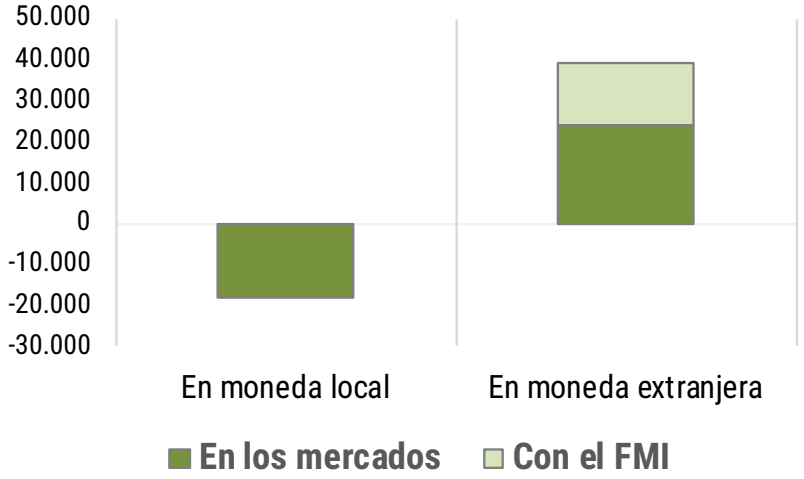



**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, Ministerio de Hacienda.**

Con lo cual, el aumento de la deuda pública en 2018 vino acompañado de un fuerte cambio en cuanto a la composición por monedas. El corolario de un aumento modesto en comparación con los dos años anteriores de la deuda y la fuerte caída en la deuda pública en moneda nacional, es un fuerte aumento de la deuda en moneda extranjera, de unos USD 24.103 millones en 2018. De estos USD 24 mil millones, de los cuales casi USD 15 mil millones corresponden al primer desembolso que realizó el FMI en junio.

## VARIACIÓN DE DEUDA PÚBLICA EN 2018, SEGÚN MONEDA Y CONTRAPARTE

*(en millones de U$S, stock a junio, salvo acuerdo FMI)*

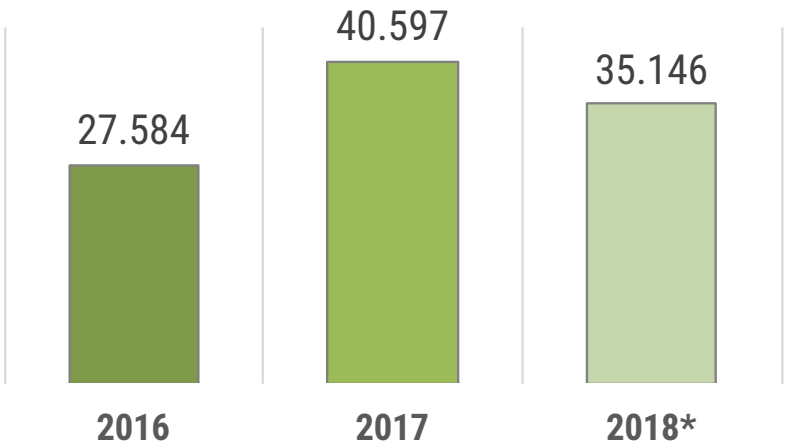



**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, Ministerio de Hacienda.**

Hasta agosto, Hacienda llevaba emitidos unos USD 35.146 millones, lo cual, a pesar de la asistencia del Fondo Monetario Internacional, no representa una desaceleración en relación a las emisiones de años anteriores ya que en todo 2017 el Tesoro Nacional emitió por valor de USD 40.597 y en 2016 por USD 27.584. Es decir, aún en un contexto de dificultades para colocar deuda en los mercados internacionales, las emisiones no han cedido.

## EMISIONES DE DEUDA PÚBLICA DEL TESORO

*(en millones de U$S)*



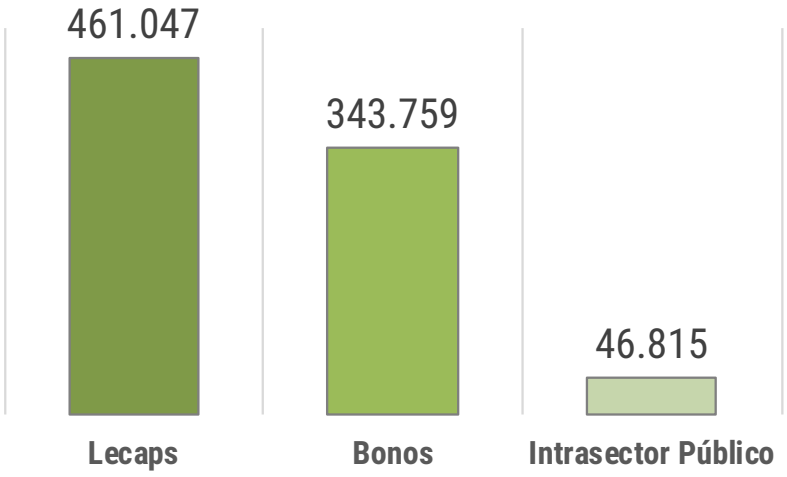

**Fuente: Elaboración propia en base a UMET.**
*2018, primeros ocho meses del año.

Por otro lado, el financiamiento privado del Tesoro en 2018 ha estado concentrado en la colocación de bonos en dólares durante el primer semestre (BIRAD, BONAR y BONAR DUAL) las cuales alcanzaron los USD 15.019 millones. A su vez, también en el primer semestre se realizaron colocaciones de Letes en dólares por USD 10.689 millones. Posteriormente también se conseguiría colocar un BONAR DUAL y una Letra a la empresa China Machinery Engineering Argentina Sociedad Anónima (quien también financia el proyecto Belgrano Cargas), en total por valor de USD 1.888 millones, más Letes hasta octubre por un valor de USD 5.884 millones. Con lo cual, el endeudamiento en dólares alcanza los USD 33.480 millones. En cuanto a las colocaciones en pesos, se tienen distintos instrumentos que se han utilizado. Por un lado, por medio de un conjunto de Bonos (BONTE, BONAR, BONCER, BOGATO, BOTE) se han alcanzado los $ 342.759 millones a lo largo del año (hasta octubre inclusive). Pero el instrumento que más ha servido para colocar deuda en moneda local ha sido la Letra Capitalizable (Lecap), que en parte, fue utilizada para canalizar el desarme de las Lebacs. Este instrumento ha conseguido para el financiamiento del Tesoro unos $ 461.047. Asimismo, y a contramano del discurso oficial (que pregona por evitar la deuda intra-sector público), el Tesoro Nacional ha colocado deuda en la ANSES por $ 32.000 millones. A su vez, se ha financiado a través del Fondo Fiduciario del Sistema de Infraestructura de Transporte (FFSIT), creado para apoyar proyectos de infraestructura en materia de transporte, con el cual se colocó deuda por $ 14.732 millones. Por último se suscribió deuda con la Superintendencia de Riesgos de Trabajo por $ 83 millones. Lo cual, da un monto total de $ 46.815 de deuda colocada intra-sector público. En total, la

deuda colocada por el Tesoro en 2018, tomando para la deuda en pesos un tipo de cambio de $ 38 por dólar, asciende a USD 55.891, hasta octubre.

## EMISIONES EN PESOS DE DEUDA PÚBLICA DEL TESORO, EN EL AÑO 2018

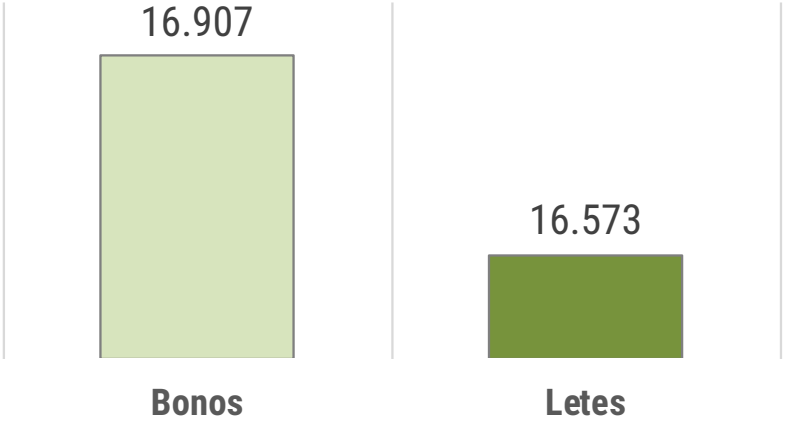
*(en millones de $, primeros 10 meses del año)*




**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, Ministerio de Hacienda.**

## EMISIONES EN DÓLARES DE DEUDA PÚBLICA DEL TESORO, EN EL AÑO 2018

*(en millones de $, primeros 10 meses del año)*




**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, Ministerio de Hacienda.**

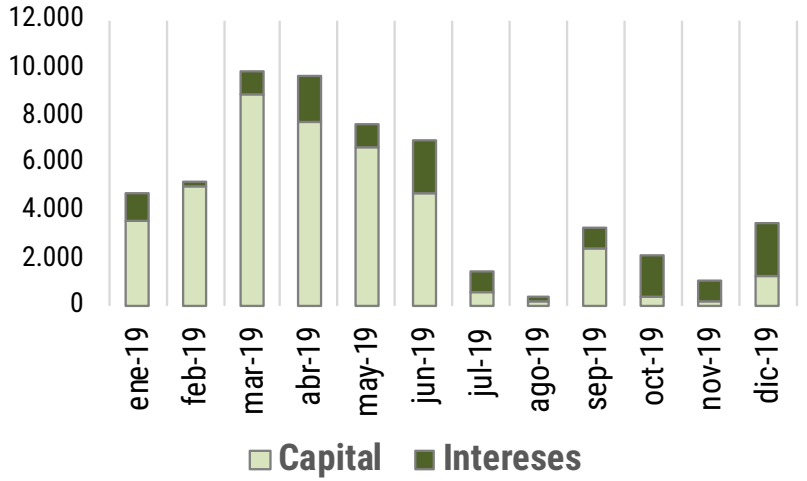
Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

Por otro lado, se puede observar cómo los mayores montos a vencer en 2019 están concentrados en los primeros 6 meses del año, donde hay una fuerte presencia de cancelaciones de capital por valor de USD 36.441 millones e intereses por USD 7.579 millones. En total en el primer semestre el Tesoro deberá desembolsar o refinanciar unos USD 44.020 millones. Para lo que resta del año los vencimientos alcanzan los USD 11.629

millones incluyendo capital e intereses, con la característica que los intereses empiezan a pesar más que la amortización del capital. Los vencimientos para todo el año alcanzan los USD 55.649 millones. Estos datos son del Informe del Ministerio de Hacienda a junio de 2018, con lo cual, con las emisiones posteriores estos vencimientos pueden ser todavía mayores. Según el programa financiero presentado por el ejecutivo nacional, con los dólares del FMI y renovando el 60% de las Letes, se alcanzarían a cubrir las necesidades financieras para el año 2019. Teniendo en cuenta que a junio de 2018, las Letes alcanzan un valor de USD 28.292 millones, al renovarse el 60% restaría cancelar unos USD 11.317 millones. Es decir, en total en 2019, se necesitan cancelaciones con fondos de caja por USD 38.673 millones. Con lo cual, los USD 22.800 millones del FMI y los USD 4.400 millones de BID+Banco Mundial+CAF, lucen escasos ante las abultadas necesidades financieras de 2019, lo que pone un manto de duda y siembra incertidumbre en relación a que la situación económica pueda tener un repunte el próximo año.

**PERFIL DE VENCIMIENTOS DE DEUDA 2019**

*(en millones de U$S, datos a junio de este año)*

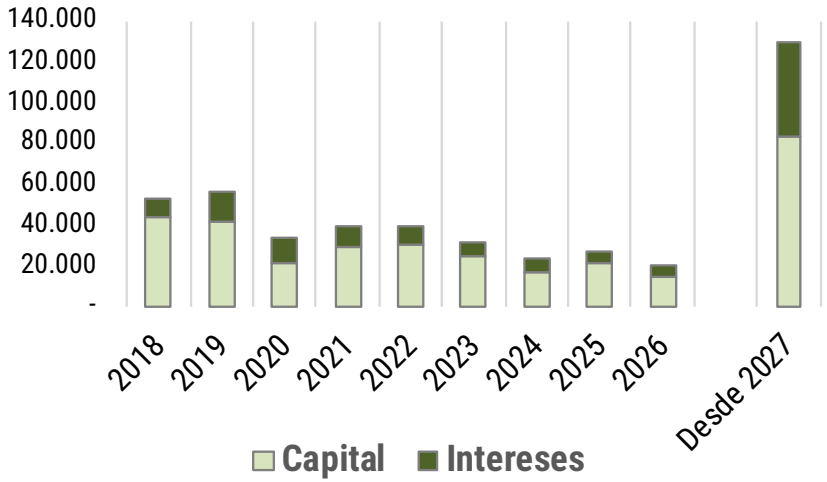



**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, Ministerio de Hacienda.**

Por otro parte, se presentan vencimientos particularmente altos para los años subsiguientes a 2019, es decir, luego del actual mandato de gobierno. En total, de capital e intereses, en 2020-2021 el Tesoro debe desembolsar USD 89.412 millones. El principal riesgo es que ante un aumento de la incertidumbre con respecto a que el Tesoro no pueda refinanciar sus obligaciones, se termine adelantando un cierre de los mercados, y se produzca un desarme masivo de posiciones en pesos, y con lo cual, una nueva corrida, lo que volvería a la situación financiera nuevamente inviable.

## PERFIL FUTURO DE VENCIMIENTOS DE DEUDA

*(en millones de U$S, datos a junio de este año)*

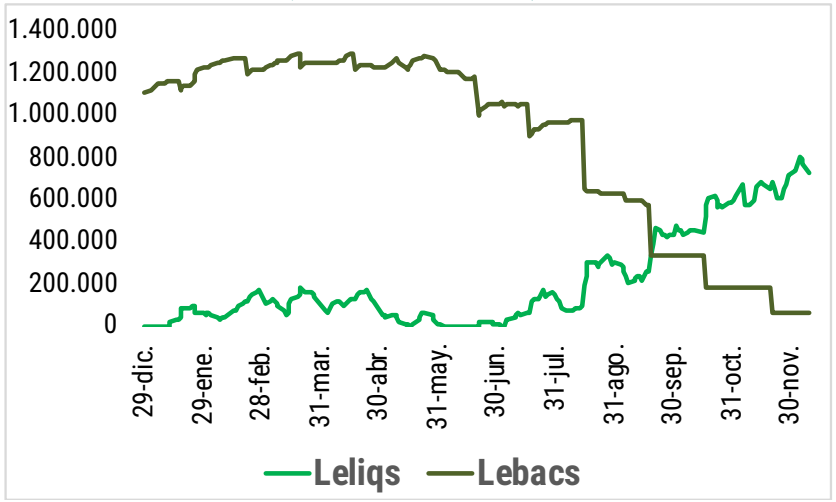



**Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, Ministerio de Hacienda.**

En la nueva etapa del Banco Central bajo la tutela del FMI, su política ha cambiado sustancialmente. Ha terminado con las metas de inflación, para pasar a una política de metas cuantitativas que frente a un virtual combate contra la inflación y para despejar cualquier nuevo escenario de corrida contra el dólar, se propone un crecimiento cero de la base monetaria. El correlato es una tasa de interés por las nubes (del 60% en diciembre) que socaba las bases de cualquier actividad productiva. Pero ahora el instrumento para llevar adelante la política monetaria ha pasado a ser la Leliq en lugar de la Lebac, destronándola después de 2 años y medio de ocupar el centro de la escena.

## STOCK DE DEUDA DE CORTO PLAZO BCRA

*(en millones de $)*




**Fuente: Elaboración propia en base a BCRA**

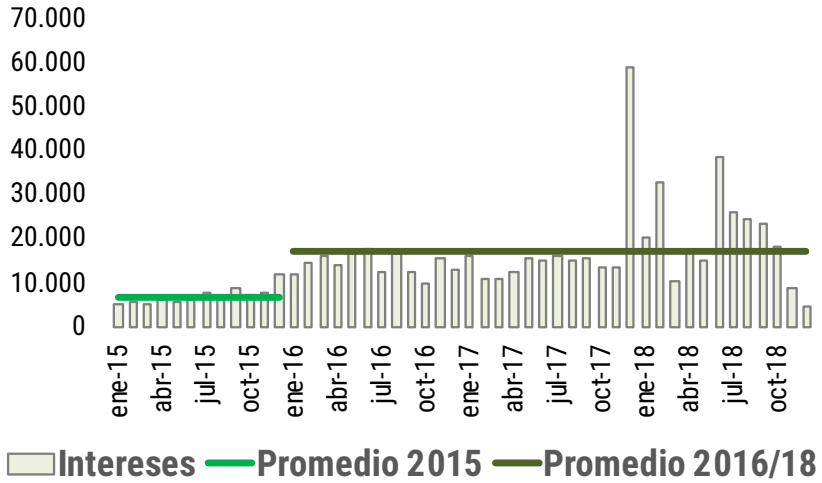
Se puede observar que el desarme de las Lebacs en 2018 tuvo como una de sus contrapartidas el crecimiento del stock de Leliq que pasó de prácticamente cero a valores que superan los $ 700 mil millones, es decir, que ya en apenas 6 meses se encuentra en un 60% del monto que llegaron a alcanzar las Lebacs, aunque obviamente con la variación de precios de los últimos meses, este monto es incluso menos medido en

términos reales. Este instrumento tiene un riesgo sustancialmente menor ya que no participan privados en su tenencia sino que solamente los bancos pueden adquirirlos, con lo cual son menos jugadores los que la gerencia del BCRA debe tener en la mira, a diferencia de las Lebacs que estaban en manos de múltiples inversores, con distintos perfiles de riesgo y expectativas de cara al futuro.

Es así que las Lebacs están próximas a dejar de existir. Para 2019 dejarán de circular, pero dejarán ganancias siderales para quienes han sabido colocarse en ellas y salir en el momento apropiado y dejando costos considerables para el balance del Banco Central que se han visto reflejados este año en la pérdida de reservas. Los montos desembolsados mes a mes en concepto de los intereses implícitos por las Lebacs a su vencimiento, dado el esquema macroeconómico en el cual se introdujo la gestión de gobierno a partir de diciembre de 2015, fueron escalando aceleradamente, pero por otro lado atrajeron a inversores especulativos no residentes. El sector financiero se vio ampliamente beneficiado por este instrumento ya que otorgaba una altísima rentabilidad mientras hubiera estabilidad en el tipo de cambio como puede verse a continuación. El promedio de desembolsos en estos conceptos alcanzó los $ 17.544 millones por mes a partir de 2016 lo que explica la velocidad de crecimiento del stock de Lebacs ante un interés implícito que crecía al ritmo de la incertidumbre con el tipo de cambio y con la economía en general. Con respecto a 2015, el pago de intereses significó desembolsos que crecieron en un 151%. Finalmente en diciembre se pagarán los últimos intereses implícitos de Lebacs; serán unos $ 4.951 millones. Posterior a eso, quedará la Leliq como el instrumento exclusivo de absorción monetaria del Central.

**PAGO DE INTERESES POR LEBACS**

*(en millones de $)*

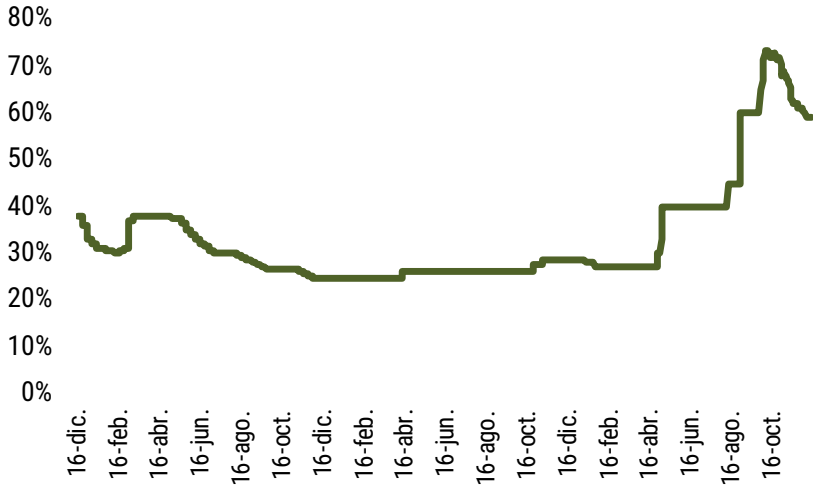



**Fuente: Elaboración propia en base a BCRA**

No obstante, las Lebacs van camino a extinguirse pero el problema de la asfixia de la tasa de política monetaria sobre la actividad económica lejos está de haberse resuelto. Por el contrario, la tasa de interés de referencia está en niveles históricos, a pesar de haber bajado desde el 73% a principios de octubre hasta el actual 59%.

## TASA DE POLÍTICA MONETARIA

*(en % de TNA)*




Fuente: Elaboración propia en base a BCRA