

# **FIDE** Coyuntura y Desarrollo

**Las herencias económicas del neoliberalismo. Control de cambios, deuda y fuga: el alivio del sector externo. El desafío de poner la economía en marcha. Reversión del ciclo financiero global: la amenaza sobre los emergentes. Argentina y el FMI a la luz de la renegociación de la deuda.**

***Escriben: Roberto Lampa y Pablo Nemiña***

## Datos básicos de la economía argentina

	2017	2018	2019				
			I trim.	II trim.	III trim.	Octub.	Nov.
P.I.B Total(% igual período del año anterior)	2,7	-2,6	-5,8	0,6	-1,7	s/i	s/i
P.I.B Agropecuario(% igual período del año anterior)	2,5	-15,3	8,2	46,0	s/i	s/i	s/i
P.I.B Industria(% igual período del año anterior)	2,6	-5	-10,9	-6,7	s/i	s/i	s/i
Formación bruta de capital fijo(% igual período del año anterior)	12,2	-5,7	-24,5	-18,0	s/i	s/i	s/i
P.I.B Total(en millones de pesos corrientes)	10644779	14605790	17555535	21502304	s/i	s/i	s/i
Tipo de cambio nominal (peso/dólar)	16,87	28,70	40,15	45,13	52,40	61,31	63,01
Exportaciones(millones de dólares)	58622	61782	14170	16620	17170	5889	s/i
Importaciones(millones de dólares)	66930	65483	12166	12988	13307	4121	s/i
Saldo comercial(millones de dólares)	-8308	-3701	2004	3632	3863	1768	s/i
Balance de la cuenta corriente(en millones de dólares)	-31598	-27479	-3685	-2561	s/i	s/i	s/i
Deuda externa(millones de dólares)	313878	352468	354270	359576	s/i	s/i	s/i
Términos de intercambio(2004=100)	130,2	131,4	129,9	129,4	130,1	s/i	s/i
Total reservas internacionales(millones de dólares)	55055	65806	66187	64278	48703	43260	43734
Base monetaria(en millones de pesos)	1001113	1336800	1314389	1341940	1342100	1386354	1541226
M1(en millones de pesos)	1154433	1292526	1280626	1377551	1547111	1615252	1595635
M2(en millones de pesos)	1604510	1863277	1849566	1979340	2171878	2237706	2173606
M3(en millones de pesos)	2326940	3273295	3354643	3516753	3705811	3713059	3688668
Tasa de interés activa(efectiva anual,%)	25,6	48,4	57,9	70,9	75,6	71,0	64,2
Tasa de interés pasiva para ahorristas(efectiva anual,%)	19,0	31,9	40,3	48,7	52,6	54,1	45,5
Recaudación tributaria (en millones de pesos)	2578609	3382645	1022687	1256054	1331416	446172	474870
Resultado primario(en millones de pesos)	-404142	-338987	10347	19875	-7329	8527	s/i
Intereses de la deuda(en millones de pesos)	224907	388940	125129	192293	161560	72774	s/i
Resultado financiero(en millones de pesos)	-629049	-727927	-114782	-172418	-168889	-64247	s/i
Precios al consumidor (en tasa de variación)	24,8	47,6	11,8	9,5	12,6	3,3	s/i
Precios al por mayor (en tasa de variación)	18,8	73,5	8,2	11,6	15,9	3,6	s/i
Precios costo de la construcción (en tasa de variación)	26,6	44,8	6,0	11,7	10,5	4,2	s/i
Tasa de actividad (% de la población total)	45,9	46,6	47,0	47,7	-	-	-
Tasa de empleo (% de la población total)	42,1	42,3	42,3	42,6	-	-	-
Tasa de desocupación (% de la PEA)	8,4	9,2	10,1	10,6	-	-	-
Tasa de subocupación (% de la PEA)	10,5	11,2	11,8	13,1	-	-	-

(\*) Provisorio. s/i: Sin información.

FUENTE: FIDE, con datos de fuentes oficiales y privadas.

**FIDE** Coyuntura  
y Desarrollo

Se distribuye por venta directa  
o suscripción anual

Valor de la suscripción:

Exterior: u\$s 170  
Países limítrofes: u\$s 140

Noviembre 2019

Una publicación de la Fundación  
de Investigaciones para  
el Desarrollo (FIDE)

**Consejo Directivo y de Administración:**

**Presidente:**

Mercedes Marcó del Pont  
(en uso de licencia)

**Vicepresidente:**

Virgilio Tedín Uriburu  
(a cargo de la Presidencia)

**Secretario:**

Sebastián Soler

**Vocales:**

Rafael Prieto  
Silvia Traverso

La reproducción total o parcial del  
contenido de esta revista está  
permitida únicamente indicando a  
FIDE como fuente.  
Las notas de opinión reflejan  
la posición de sus autores, y no  
necesariamente la de la Fundación.

FIDE, Reconquista 962 - 2º Piso,  
C1003ABT - Buenos Aires.  
Tel. 4313-9494 / 5137  
email: info@fide.com.ar  
http://www.fide.com.ar

Inscripto en la Dirección Nacional de  
Derechos de Autor bajo el N° 119.566.  
Queda hecho el depósito que marca la  
ley N° 11.723. ISSN 0325-5476.

Fotomecánica e Impresión:  
Altuna Impresores  
Doblas 1968. Ciudad de Buenos Aires.

Suscripciones en la Argentina:  
Reconquista 962 - 2º Piso, C1003ABT  
Buenos Aires. Tel. 4313-9494 / 5137

## La etapa de la reconstrucción

*Si hay una palabra que se ha repetido en estas editoriales en estos cuatro años, es “neoliberalismo”. Sintetiza, a nuestro entender, la naturaleza del proyecto económico, político, social y cultural que se buscó consolidar desde fines de 2015. Como era previsible, el derrotero de esta nueva oleada neoliberal fue el mismo que el registrado en los ensayos anteriores. Sin embargo, a la hora de interpretar la celeridad de su fracaso y la imposibilidad para construir hegemonía no se encuentra una explicación única. Se combinaron una serie de circunstancias que precipitaron su desenlace crítico y frustraron la aspiración refundacional que alentaba el proyecto macrista.*

*Pensamos que el Gobierno saliente hizo una pésima lectura del contexto internacional y, con un dogmatismo extremo, desplegó una desregulación comercial, financiera y cambiaria claramente inconsistente con la actual fase del ciclo de este capitalismo de globalización financiera. Tal opción financiarizó rápidamente nuestra economía, intensificando hasta niveles críticos la restricción externa –génesis, una vez más, de la profunda crisis macroeconómica y social que deja como legado al nuevo Gobierno–.*

*Cambiamos subestimó además los anticuerpos que gran parte de la sociedad había generado durante la década larga kirchnerista en contra de las políticas de ajuste y recorte de derechos. A diferencia de lo ocurrido en muchos países de la región, el malestar contra el neoliberalismo (al menos, contra sus consecuencias) encontró en nuestro país el canal de la política, que se materializó en una alianza capaz de condensar la unidad en torno a un proyecto alternativo. El neoliberalismo se ha replegado, pero también ha logrado articular un espacio político relevante que no debemos subestimar.*

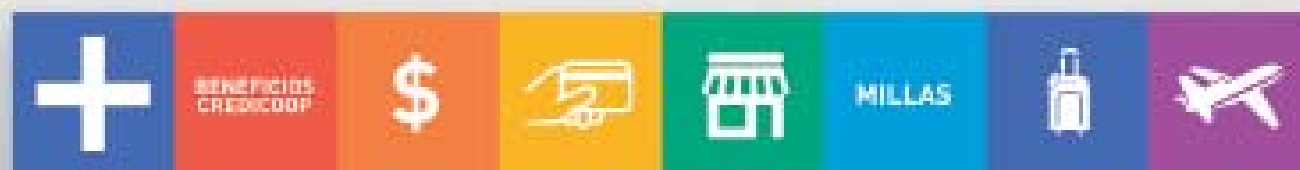
*El nuevo Gobierno enfrenta, en consecuencia, fuertes desafíos económicos, pero también políticos. En ambos casos, la capacidad para impulsar un acuerdo económico y social amplio, que involucre no solo a la dirigencia política, sino también social y económica –sindicatos, movimientos sociales, sectores productivos y empresarios, entre otros–, es decisiva. Articular las urgencias de corto plazo con las orientaciones de mediano y largo plazo tendientes a abordar los problemas estructurales del subdesarrollo requiere de consensos y compromisos muy fuertes de parte de tales actores.*

*Las herencias recibidas en términos de deuda financiera, social y deterioro del entramado productivo se conjugan con un contexto internacional y regional muy adverso. El desfiladero a recorrer es estrecho. En el corto plazo, armonizar la puja distributiva en un marco de estabilización de la economía y recuperación del crecimiento debería estar en el centro de la agenda del Acuerdo Social. En el mediano, esos consensos deberían incorporar cuestiones esenciales para garantizar la sostenibilidad del crecimiento, la industrialización y el empleo. Inversión, productividad, cambio tecnológico, distribución del ingreso, fuentes de acumulación son, entre otras, problemáticas que no pueden estar ausentes en el debate del desarrollo y la equidad.*

*En la etapa que se abre, y después de cuatro años de permanente confrontación con el proyecto neoliberal que concluye, desde FIDE queremos aportar a esos debates imprescindibles. El equipo que continúa con esta posta asume el compromiso de encarar esa tarea con la misma capacidad crítica y la misma coherencia con las ideas del desarrollo que han guiado desde sus orígenes los objetivos de esa Fundación.*

**Mercedes Marcó del Pont**

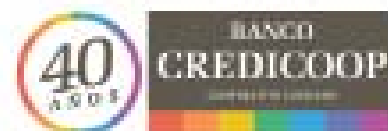
# BENEFICIOS CREDICOOP



UNA IDEA QUE FUNCIONA.

**Tenés Credicoop.  
Tenés quien te acompañe.**

Más información en [www.bancocredicoop.coop](http://www.bancocredicoop.coop)



La Banca Solidaria



## La herencias económicas del neoliberalismo

### Un relato de retirada

El nuevo Gobierno tiene por delante el arduo trabajo de desandar el camino recorrido por cuatro años de neoliberalismo en la Argentina. Y no será sencillo, ya que heredará una economía muy golpeada.

La crisis de 2018/2019 no fue una crisis externa más. En ella se condensa una política económica de más largo alcance, que tuvo como objetivo reconfigurar las bases del modelo de acumulación de la economía argentina desde un régimen basado en la protección del mercado, la distribución y el consumo hacia otro de apertura financiera, desregulación cambiaria, endeudamiento y financierización.

Y las consecuencias de este intento han sido muy malas. Cualquier indicador económico, social o productivo que se elija para comparar la situación inicial con la actual será para peor. En muchos casos, la gravedad es tal que, para tener un correlato equivalente, hay que remontarse a crisis de 2001/2002.

Y en ese sentido, en la comparación de la situación actual con la post-convertibilidad se destacan dos puntos negativos. Primero, la deuda. Y aunque la administración

que se va re-perfiló vencimientos la deuda pateándolos para 2020, ésta continúa pagándose con relativa normalidad, representando una carga fiscal y de divisas muy importante y dejando la responsabilidad de qué hacer con ello para el próximo Gobierno. Segundo, la economía internacional no aportará el impulso adicional que tuvo décadas atrás. Se espera que el comercio internacional continúe estancado (según el *World Economic Outlook* del FMI, los volúmenes de intercambio global cayeron un 1% para la primera mitad de 2019) y los precios de las commodities permanezcan en valores similares a los de 2019.

---

***La crisis de 2018/2019 no fue una crisis externa más. En ella se condensa una política económica de más largo alcance, que tuvo como objetivo reconfigurar las bases del modelo de acumulación de la economía argentina, desde un régimen basado en la protección del mercado, la distribución y el consumo hacia otro de apertura financiera, desregulación cambiaria, endeudamiento y financierización.***

---

En esta retirada, el Gobierno que se va buscó activamente elaborar una suerte de relato que muestre algún elemento positivo sobre la economía a heredar. Y hay varias muestras de ello. La más visible fue el discurso de despedida del presidente Macri, transmitido por cadena nacional una semana antes de dejar su cargo. Allí, y con tono enciclopédico, el mandatario saliente se esforzó por enumerar un conjunto de presuntos logros

y consideraciones positivas que su gestión dejaría para el Gobierno entrante, con la finalidad de alimentar la idea-fuerza de que la economía argentina hoy está en condiciones de iniciar rápidamente un nuevo ciclo de crecimiento. Y de hecho, según esa “perspectiva”, ya lo estaba haciendo, hasta que la incertidumbre electoral frustró ese camino. Nada más lejos de la realidad.

Tal argumento tuvo conceptualmente su origen en el *paper* del Jefe de Gabinete titulado “Ocho puntos de la economía: la herencia que dejamos”, publicado poco después de las PASO. El informe dice: “a fin de 2019 el país está listo para crecer. Sin magia, sin mentira, sin ficción. Gracias al esfuerzo de los argentinos de todos estos años, hemos revertido la herencia de 2015 (...) El esfuerzo de

este último año y medio fue muy exigente para todos. Pero no es menos cierto que veníamos recuperándonos (la actividad en julio creció 1,2% mensual y la inflación de agosto apuntaba a 1,8%), y que la incertidumbre electoral interrumpió la recuperación”.

Para demostrar esta opinión, ese informe se vale de un conjunto de puntos en torno a temas como inflación, situación fiscal, impuestos, deuda, energía y empleo. Vale decir que el estudio de la situación a heredar allí presentado es muy superficial y no resiste un análisis bajo rigor técnico riguroso: abundan las calificaciones políticas, información parcial o directamente errónea. Estos puntos serán el foco de atención en el análisis que desarrollamos a continuación.

## Indicadores seleccionados

	2002	2015	2019
PIB (%)	-10,9	2,7	-3,1 (1)
PIB industria (%)	-11,0	0,8	-7,4 (2)
PIB construcción (%)	-33,4	3,0	-5,5 (2)
Inversión (%)	-36,4	3,5	-23,4 (3)
Inversión (% del PIB)	11,3	19,5	14,8 (3)
Consumo total (%)	-12,8	4,2	-5,2 (3)
Utilización capacidad instalada en la industria (%)	55,7	68,9	59,2 (2)
Desocupación (% de la PEA)	22,5	6,5	10,4 (4)
Pobreza (%)	55,3	28,2	35,4 (4)
Salario real (%)	62,9	100,0	75,7 (2)
Saldo cuenta corriente (%)	8,2	-2,7	-1,2 (1)
Saldo comercial (millones de dólares)	16.661	-3.419	16.100 (3)
Demanda de dólares para atesoramiento bruta (millones de dólares)	s/i	10.977	67.048 (5)
Deuda externa total (% del PIB)	162,6	37,7	91,5 (8)
Resultado primario (% del PIB)	0,7	-3,8	-0,5 (3)
Intereses (% del PIB)	-2,1	-1,3	-3,3 (3)
Resultado financiero (% del PIB)	-1,4	-5,1	-3,8 (3)
IPC dic./dic. (%)	41,0	26,9	54,9 (5)
Tipo de cambio promedio (\$/U\$S)	3,16	9,29	48,92 (6)
TCRM (índice 17/12/2015=100)	165,3	85,1	125,4 (7)
Tasa de interés BCRA (%)	6,80	29,00	63,00 (7)
Crédito al sector privado (% del PIB)	11,5	13,2	11,3 (7)
M2 (% del PIB)	11,4	14,1	9,2 (6)
M3 (% del PIB)	22,6	21,7	16,2 (6)

(1) FMI. (2) Nueve meses. (3) Proyecto de presupuesto. (4) Primer semestre. (5) Diez meses. (6) Once meses. (7) Noviembre. (8) Proyectado.

FUENTE: FIDE, con datos del INDEC, BCRA, Ministerio de Hacienda, FMI.

## Tierra arrasada

En primer lugar, debemos decir con claridad que la afirmación sobre que la economía argentina heredada está en condiciones de iniciar rápidamente un sendero de crecimiento no tiene asidero.

***El mandatario saliente se esforzó por enumerar un conjunto de presuntos logros y consideraciones positivas que su gestión dejaría para el Gobierno entrante, con la finalidad de alimentar la idea-fuerza de que la economía argentina hoy está en condiciones de iniciar rápidamente un nuevo ciclo de crecimiento. Nada más lejos de la realidad.***

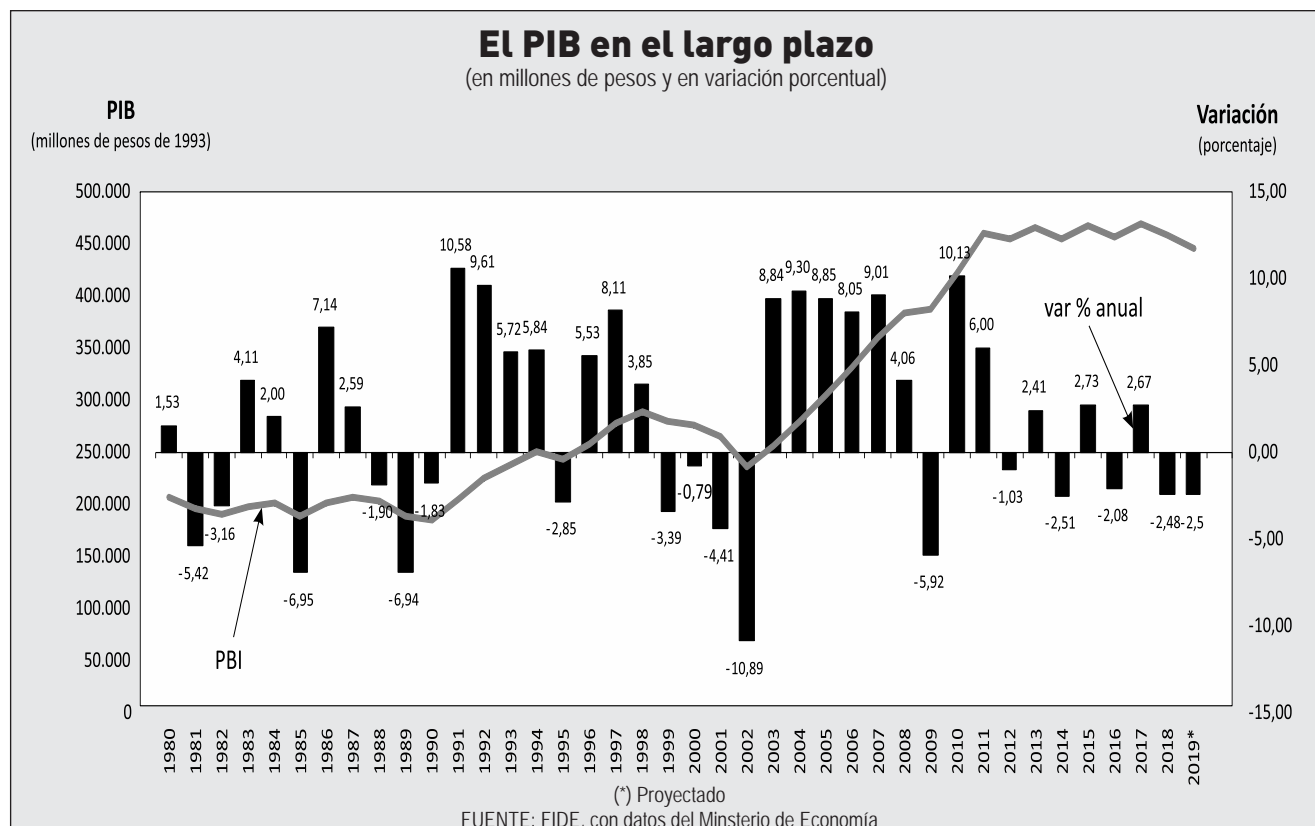
Por el camino del ajuste ortodoxo la economía argentina no tiene bases sobre las cuales crecer. El achicamiento del Estado, el endeudamiento y la fuga de capitales implican una pérdida de recursos y capacidades productivas muy difíciles de recomponer completamente en el corto plazo. Para crecer hay que hacer lo inverso a

lo que hizo el Gobierno en estos últimos 4 años. Esto es: liberar recursos del Presupuesto para frenar el ajuste, fortalecer el consumo, distribuir ingresos y terminar con el drenaje de divisas.

Desde la economía real, la situación a heredar es de tierra arrasada. Cuando el presidente saliente asumió en 2015 la economía crecía al 2,7%, y, aunque existía un acentuado problema de falta estructural de divisas, el consumo y los niveles de ingresos se mantenían en valores similares a los de 4 años atrás.

***El estudio de la situación a heredar allí presentado es muy superficial y no resiste un análisis bajo rigor técnico riguroso: abundan las calificaciones políticas, información parcial o directamente errónea.***

En cambio, para 2019 la economía caerá un 2,5%, en el balance de estos 4 años la producción se habrá contraído más de un 3,5% (punta a punta 2015 a 2019). Asimismo, de los 48 meses que duró el gobierno neoliberal, la economía registró crecimiento solo en 17 (menos de un



tercio de ese tiempo). En términos históricos, una caída de tal duración y magnitud solo es comparable con lo sucedido durante 2001, la hiperinflación o la crisis de 1982, situando a la crisis de 2018/2019 entre las más graves de nuestra historia reciente.

**La afirmación sobre que la economía argentina heredada está en condiciones de iniciar rápidamente un sendero de crecimiento no tiene asidero.**

En cuanto al sector industrial en particular, septiembre de 2019 contabiliza el decimoséptimo mes consecutivo de caída en la producción. En la comparación con 2015, las mayores bajas se registran en la producción de bienes destinados al mercado interno y a Brasil: motocicletas, con una caída del -48%; televisión, celulares y equipamiento electrónico, con -41%; textiles, con -33%; calzados, -27%; productos químicos, -27%; automotores, -19%; muebles y colchones, -16%, entre otros. Entre los sectores con

crecimiento, solo se destaca la producción de carne vacuna, con un 20% y gases industriales (propano), con el 9%.

Tal contracción industrial tiene como consecuencia que los niveles de capacidad instalada estén en un 59%, el nivel más bajo desde el año 2002, cuando fue del 55%.

En segundo lugar, tenemos el tema de la inflación. A pesar que lo que plantea el informe de la Jefatura de Gabinete, la dinámica actual de precios es mucho peor que la del año 2015, previo a la devaluación. La inflación cerrará el año 2019 en torno al 50%, mientras que, para finales de 2015, la inflación era menor al 28%.

**Por el camino del ajuste ortodoxo la economía argentina no tiene bases sobre las cuales crecer.**

Y lo curioso es que, en lugar de dar una explicación

**Capacidades estadísticas aplicadas a la calidad**

Desarrollar competencias y habilidades para el trabajo en el mundo de hoy.

- Análisis de datos
- Toma de decisiones
- Comunicación efectiva
- Resolución de problemas
- Trabajo en equipo
- Creatividad e innovación
- Liderazgo
- Gestión de recursos
- Adaptabilidad
- Aprendizaje continuo

**Desarrollo de habilidades**

- Habilidades técnicas
- Habilidades blandas
- Habilidades digitales
- Habilidades de pensamiento crítico
- Habilidades de comunicación
- Habilidades de colaboración
- Habilidades de resolución de problemas
- Habilidades de liderazgo
- Habilidades de gestión de recursos
- Habilidades de adaptación
- Habilidades de aprendizaje continuo

**Desarrollo de habilidades para el mundo de hoy**

**Minutab 73**

**Comparación y análisis**



del desmanejo monetario y cambiario que llevó a esta situación, el informe solo da una justificación ideológica, subrayando el vínculo entre emisión monetaria, déficit fiscal e inflación. El *paper* dice: “en estos cuatro años hemos dado los pasos necesarios para empezar a ver una reducción sostenida y sostenible de la inflación: corregimos las tarifas y el tipo de cambio; y equilibramos las cuentas públicas”.

---

**Desde la economía real, la situación a heredar es de tierra arrasada. Cuando el presidente saliente asumió en 2015 la economía crecía al 2,7%, y aunque existía un acentuado problema de falta estructural de divisas, el consumo y los niveles de ingresos se mantenían en valores similares a los de 4 años atrás.**

---

Sin embargo, la realidad contradijo con creces el manual monetarista. Entre octubre de 2018 y octubre de 2019, y en un contexto de tasas de interés altísimas y la actividad económica por el piso, los precios crecieron más de un 50%, mientras que la base monetaria creció

solo un 10,5%.

En Argentina el principal componente de la ecuación inflacionaria es el tipo de cambio. Este determina el costo de todos los insumos dolarizados y la tasa de ganancia de los sectores concentrados de la economía, que suele estar dolarizada.

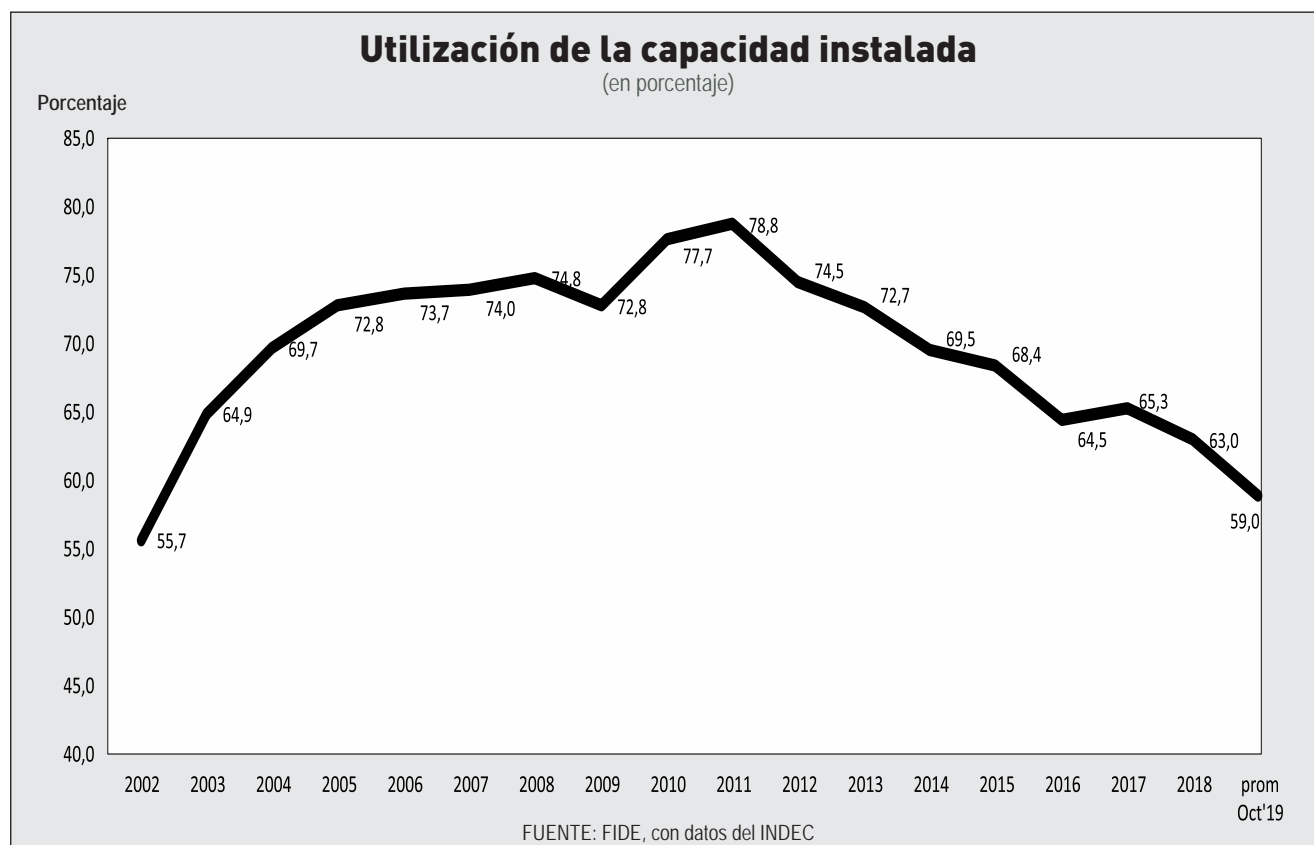
De modo que la historia de la inflación puede contarse de manera muy simple a partir de la dinámica que tiene el sector externo. La liberalización cambiaria inicial y la devaluación “inaugural” de 9,7 pesos a 13,9 pesos por dólar, más los aumentos de los servicios a valores dolarizados, hicieron que la inflación se duplicara en el transcurso de pocos meses de 2016.

---

**Una caída de tal duración y magnitud solo es comparable con lo sucedido durante 2001, la hiperinflación o la crisis de 1982, situando a la crisis de 2018/2019 entre las más graves de nuestra historia reciente.**

---

El deterioro fiscal llegó después, producto de la baja de impuestos y la recesión. Luego, el ingreso de dólares



financieros por deuda y capital especulativo hizo que se estabilizara el tipo de cambio, y con ello los precios. El movimiento de segunda vuelta se produjo a partir de marzo de 2018, cuando la crisis cambiaria volvió a acelerar la inflación a tasas mayores al 30%, con consecuencias que perduran hasta el día de hoy. En el camino, el BCRA adoptó el esquema de metas de inflación con el objetivo de “ordenar las expectativas hacia la desinflación”, cosa que nunca pasó; y ese esquema debió ser abandonado muy caóticamente septiembre de 2018, luego del estallido de la burbuja de las LEBAC.

---

**La realidad contradijo con creces el manual monetarista. Entre octubre de 2018 y octubre de 2019, y en un contexto de tasas de interés altísimas y la actividad económica por el piso, los precios crecieron más de un 50%, mientras que la base monetaria creció solo un 10,5%.**

---

El tercer punto es la cuestión fiscal. El informe del Gobierno dice: “Hay equilibrio fiscal primario. Cuando

se suman los intereses, el déficit total es la mitad del de 2015”. Aquí hay una parte cierta y otra falsa.

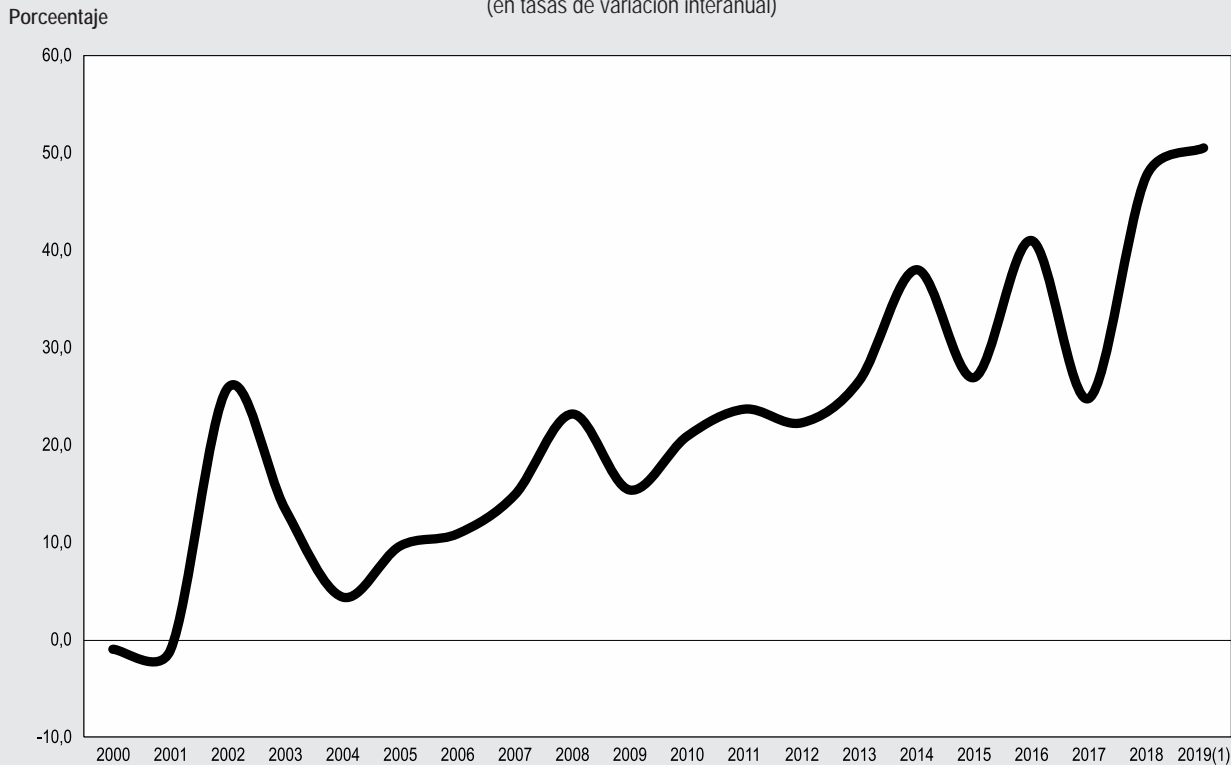
Si bien es cierto es que el resultado fiscal primario mejoró respecto a 2015, el balance final no va a ser de equilibrio. Ello se debió fundamentalmente a la suba de retenciones (que el mismo Gobierno había bajado en 2016), la devaluación y el efecto de la aceleración inflacionaria sobre la consolidación fiscal. Sucede que, mientras los impuestos se cobran a precios de hoy, los gastos se cobran a precios del mes pasado.

Sin embargo, es falso que el déficit presupuestario sea la mitad del de 2015. Aquí hay una trampa estadística sobre el déficit primario, ya que el Gobierno saliente modificó la metodología sobre el cómputo del ingreso corriente de las rentas de la inversión (especialmente del Fondo de Garantía de Sustentabilidad), desinflando los ingresos y aumentando el déficit heredado.

Una forma de tratar este problema es considerar directamente el resultado financiero (que incluye rentas y pagos de intereses de la deuda). Mientras que el

### Evolución de los precios al consumidor<sup>(\*)</sup>

(en tasas de variación interanual)



(\*) Precios implícitos del consumo entre 2007 y 2012. IPC GCBA: 2013-2016. A partir de 2017, INDEC.  
(1) Octubre.

FUENTE: FIDE, con datos de la Dirección General de Estadísticas y Censos GCBA e INDEC.

déficit financiero en 2015 era de 5,7% del PIB, en 2019 el Presupuesto cerrará con un balance total deficitario del 4% del PIB. Es decir, el resultado fiscal mejoró, pero mucho menos que lo anunciado.

Para llegar a ese valor de ingreso total, se suman dos ventas de activos del Estado “inusuales” para 2019. Según un informe del *Instituto de Trabajo y Economía German Abdala* titulado “*La trampa fiscal 2020*”, se registran ingresos de capital por la venta de dos centrales térmicas (que habían sido construidas para ese fin por el Gobierno que terminó en 2015) y por acciones de empresas privadas en poder del Fondo de Garantía de Sustentabilidad.

Y todavía falta agregar todas las otras herencias presupuestarias “bajo la línea”, fuentes y aplicaciones financieras que no entran en los movimientos tributarios corrientes y que no fueron mencionadas en el informe citado, como es el tema de la deuda. Ha-blando exclusivamente de la de los pesos, la nueva administración se encontrará con un mercado de deuda doméstico y en moneda local totalmente cerrado, producto del reperfilamiento de las LETES y las LECAP. Hacia 2020 el Gobierno nuevo deberá refinanciar (o renegociar) 590

mil millones de pesos de vencimientos de capital, la mayoría de ellos devengando financiamiento el primer trimestre de 2020.

---

***La historia de la inflación puede contarse de manera muy simple a partir de la dinámica que tiene el sector externo. La liberalización cambiaria inicial y la devaluación de 9,7 pesos a 13,9 pesos por dólar, más los aumentos servicios a valores dolarizados, hicieron que la inflación se duplicara en el transcurso pocos meses de 2016. El deterioro fiscal llegó después, producto de la baja de impuestos y la recesión.***

---

En cuarto lugar, tenemos la cuestión social y del empleo. El informe afirma que “*El desempleo está en niveles similares a los que dejó el gobierno anterior. Debería ser más bajo, y probablemente baje a medida que la economía vuelva a crecer. De todas maneras, la cantidad de personas que trabajan sigue creciendo. En nuestra gestión se crearon 1.250.000 puestos de trabajo, incluidos los informales.*”

## Visite nuestra página web



**Indicadores de coyuntura - Publicaciones - Material de consulta**

**www.fide.com.ar**

Esta afirmación solo es posible a partir de una manipulación estadística para mostrar una recomposición del empleo que no es tal. Ese dato se obtiene a partir de considerar

la tasa de empleo de la Encuesta Permanente de Hogares (Población Económicamente Activa sobre Población Total), multiplicada por el crecimiento poblacional. Pero sucede

## Sector público nacional no financiero

(en millones de pesos corrientes)

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 10 meses
(1)	Ingresos totales	717.914	1.023.219	1.203.395	1.629.309	1.998.083	2.600.560	3.179.598
(2)	Gastos primarios (sin intereses)	740.393	1.061.781	1.427.990	1.972.834	2.402.225	2.939.547	3.148.180
(3)=(1)-(2)	Resultado Primario	-22.479	-38.562	-224.595	-343.525	-404.142	-338.987	31.418
(4)	Intereses	41.998	71.158	79.166	131.260	224.907	388.940	551.757
(5)=(3)-(4)	Resultado Financiero	-64.477	-109.720	-303.761	-474.785	-629.049	-727.927	-520.339

Nueva metodología a partir de 2015: Excluye rentas de la propiedad generadas por el BCRA, por activos en posesión del FGS y por activos en posesión de organismos del Sector Público no financiero.

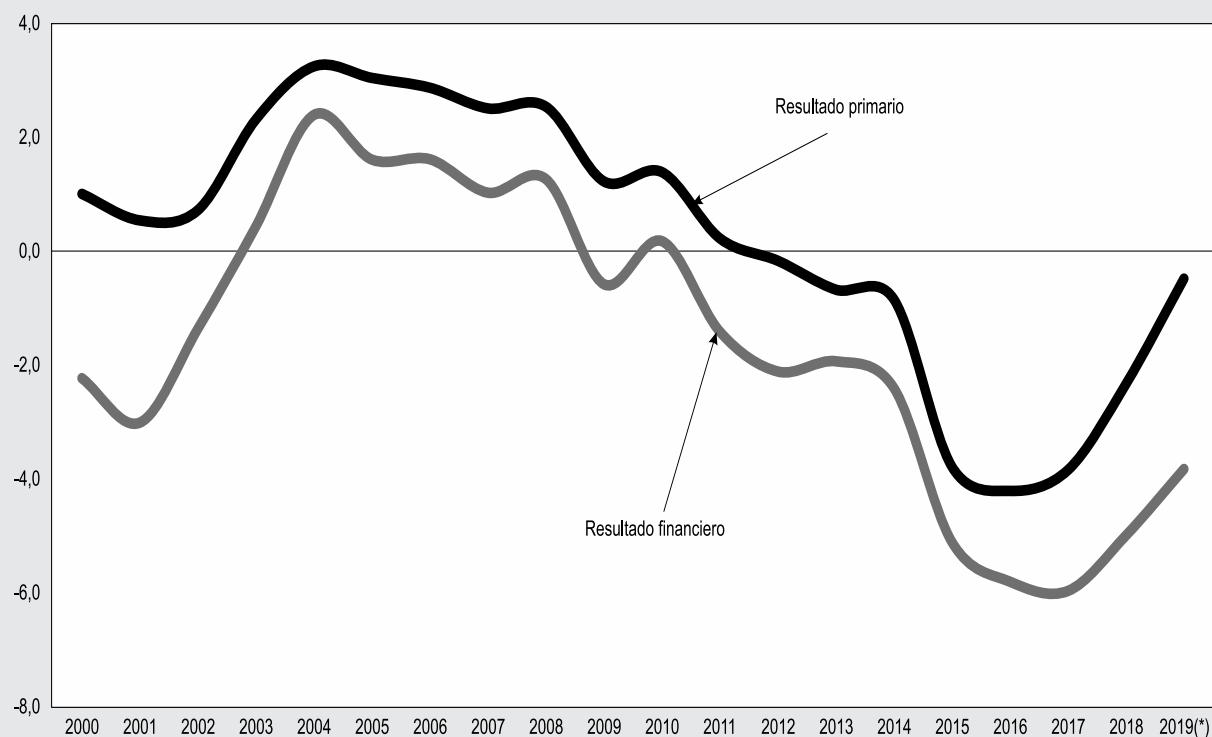
Excluye intereses pagados Intra-Sector Público Nacional.

FUENTE: FIDE, con datos de la Secretaría de Programación Económica, Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas.

## Resultado del sector público nacional no financiero

(como porcentaje del PIB)

Porcentaje



(\*) Proyecto de presupuesto 2020.

FUENTE: FIDE, con datos del Ministerio de Hacienda.

que, como la tasa de empleo permaneció relativamente estable y la población creció, el empleo total proyectado creció y de allí “concluye” que se crearon más empleos. De

modo que este número solo se corresponde a un efecto estadístico producto del crecimiento poblacional, y no debido a la creación de empleo.

## Evolución de la ocupación registrada y el salario

### Indicadores seleccionados

(índice 2012=100)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	9 meses'19
Trabajadores registrados	100,0	103,5	106,0	108,2	108,9	110,7	110,6	110,0
Sector privado(1)	100,0	102,1	103,1	103,9	103,8	105,3	106,2	103,6
Sector público	100,0	106,3	110,3	115,5	118,4	119,8	120,5	121,1
Independientes(2)	100,0	129,0	177,4	198,9	206,1	224,7	216,9	201,0
Industriales	100,0	100,8	99,5	99,8	97,7	95,3	92,8	87,7
Salario promedio	100,0	126,7	167,0	218,8	290,8	376,5	479,1	739,8

(1) El sector privado incluye a los asalariados en empresas privadas y en casas particulares, y trabajadores independientes inscriptos en los regímenes de monotributo y autónomos.

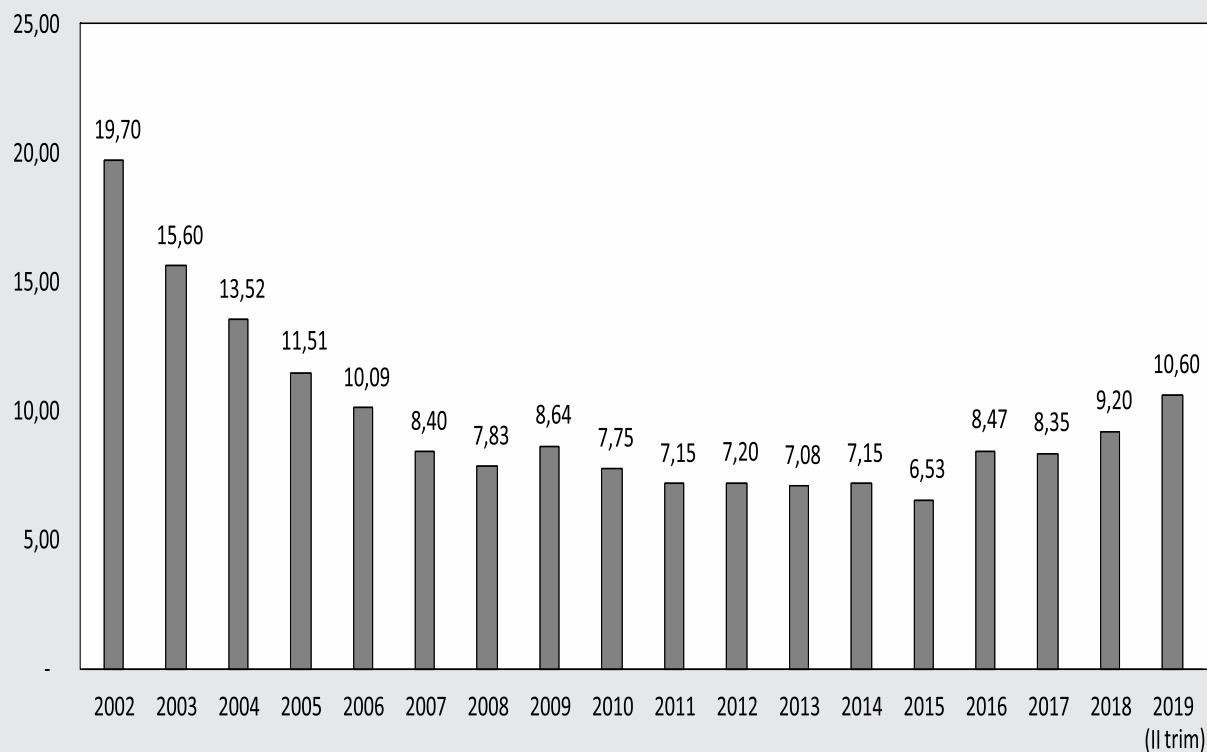
(2) Monotributo social.

FUENTE: FIDE, con datos del Ministerio de Trabajo.

## Desempleo Evolución 2002 - 2019

(como porcentaje de la PEA)

Porcentaje



FUENTE: FIDE, con datos del INDEC

Por el contrario, otras estadísticas oficiales dan cuenta de un deterioro significativo en el empleo y su calidad. Según el INDEC, el desempleo se incrementó del 6,5% en 2015 al 10,6% en el II trimestre de 2019. Y en el caso de la creación de puestos de trabajo, se sustituyó trabajo registrado privado por trabajo precario. Según estadísticas del *CETyD* de la Universidad Nacional de San Martín en base al SIPA, entre 2015 y 2019 solo se crearon 165 mil empleos registrados en el sector privado, y de ellos, 137 mil fueron trabajadores autónomos y monotributistas. Es decir, solo se crearon 28 mil empleos registrados en el sector privado. El resto, que corresponde a casi la totalidad del empleo, fue empleo público, precario o en negro.

### Mejor no hablar de ciertas cosas

A todo lo anterior se suma un conjunto de herencias de las cuales el Gobierno eligió hacer caso omiso. Y justamente allí se observan dimensiones en donde la gravedad de la situación a heredar es aún peor.

Uno de ellos es el tema del endeudamiento. El nuevo Gobierno asumirá con una deuda impagable y un riesgo país altísimo, que imposibilita cualquier plan de refinanciarla. Y, para peor, casi un 40% de toda esa deuda es con el FMI.

---

***A fines de 2015 la deuda pública externa era del 38% del PIB, en tanto que en 2019 el nuevo Gobierno recibirá una deuda externa equivalente al 86% del PIB. De los 115 mil millones de dólares de nueva deuda externa en moneda extranjera, 113 mil millones tuvieron como destino la fuga de capitales y los pagos de intereses de la inversión extranjera (dolarización privada, remisión de utilidades y pago de intereses de la deuda).***

---

En diciembre de 2015 la deuda pública externa era del 38% del PIB, en tanto que en 2019 el Gobierno entrante recibirá una deuda externa equivalente al 86% del PIB.



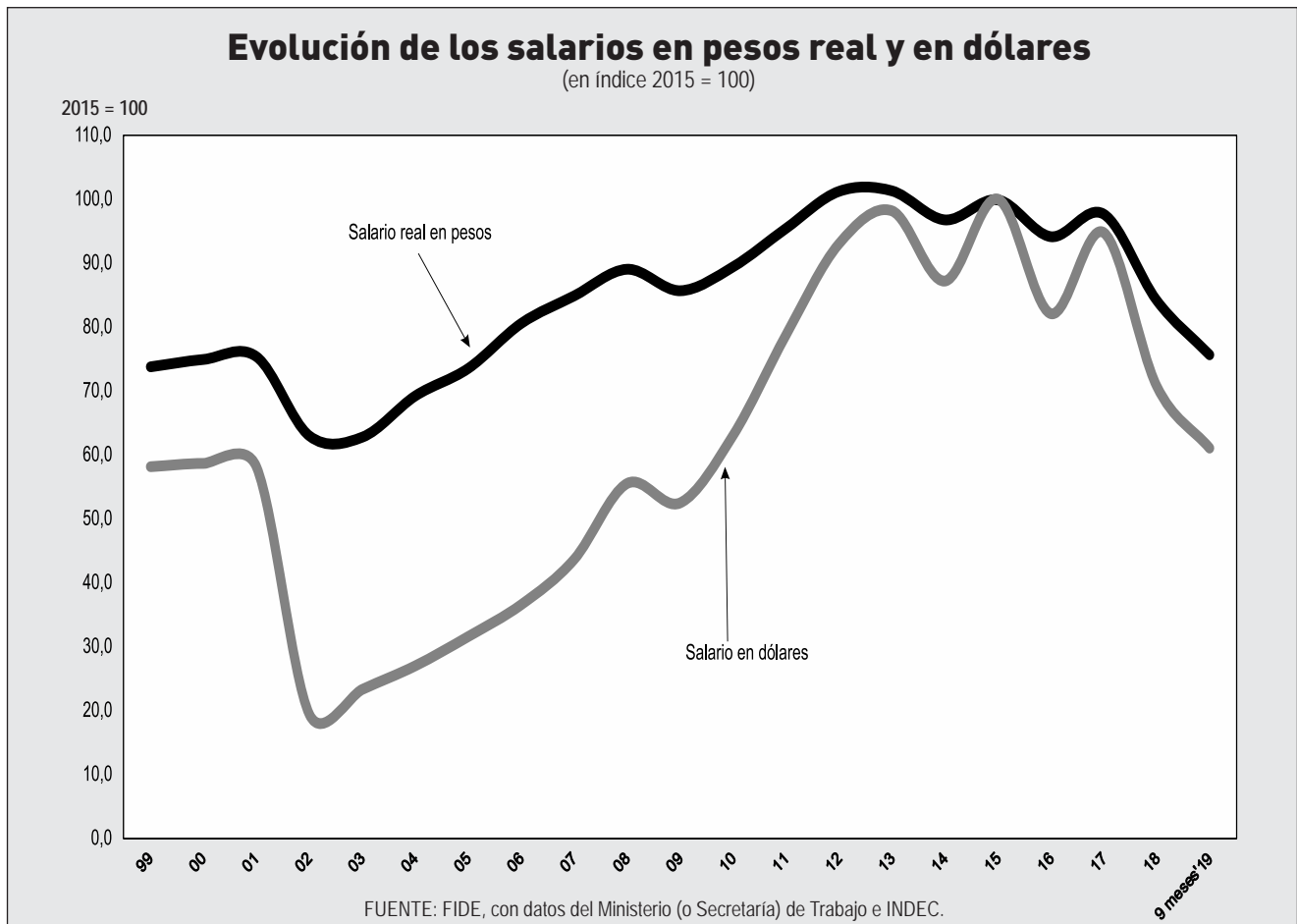
Y el destino de ese financiamiento no fue ni para hacer obras de infraestructura ni desarrollo tecnológico ni acrecentar nuestra capacidad exportadora. De los 115 mil millones de dólares de nueva deuda externa en moneda extranjera, 113 mil millones de dólares tuvieron como destino la fuga de capitales y los pagos de intereses de la inversión extranjera (dolarización privada, remisión de utilidades y pago de intereses de la deuda).

**Entre noviembre 2015 y agosto 2019 los salarios del sector privado perdieron un 14% del poder adquisitivo, los del sector público un 15,7%, el salario mínimo vital y móvil (SMVM), un 22,3%, la jubilación mínima, un 16,4% y la AUH, un 12,3%. En dólares, el deterioro del poder adquisitivo del salario fue de más del 65% para el salario privado y más del 50% para la AUH, jubilaciones y SMVM.**

El segundo tema es la situación social, el deterioro

de ingresos y el aumento de la pobreza. De eso sí que no se habla. En la comparación entre noviembre de 2015 y agosto de 2019, los salarios del sector privado perdieron un 14% del poder adquisitivo, los del sector público un 15,7%, el salario mínimo vital y móvil (SMVM), un 22,3%, la jubilación mínima, un 16,4% y la AUH, un 12,3%. Medido en dólares, el deterioro del poder adquisitivo del salario es superior al 65% para el salario privado y superior al 50% para la AUH, jubilaciones y SMVM.

Una consecuencia directa de tal pérdida de ingresos es el empeoramiento de la vida de gran parte de la población, el incremento de la pobreza y la indigencia. Para octubre de 2019 una familia necesitó \$ 35.600 para no ser pobre, un 34,8% más que a comienzos de este año. Según información del INDEC, para el segundo trimestre de 2019 el 38% de la población se encuentra bajo la línea de pobreza, lo que equivale a 15,9 millones de personas. Y aún falta lo peor de la crisis de 2019. Al considerar las edades, la mitad de los niños y niñas menores a 14 años son pobres.



# MEJOR NO HABLAR DE LA DEUDA...

## Las falacias del uso del préstamo del FMI

A pocas semanas del traspaso de mando, el Gobierno que se va buscó estar muy presente en la opinión pública tratando de explicar (y justificar) el conjunto de medidas erróneas y perjudiciales para la dinámica económica de los últimos 4 años. Sin lugar a dudas, una de las decisiones que la sociedad tiene peor ponderadas es la de haber recurrido a un programa de asistencia financiera del FMI.

En este espíritu, en una de sus últimas ruedas de prensa el ministro de Hacienda presentó un balance de su gestión en la cartera económica. Un ministerio que, podríamos decir entonces, recibió sin beneficio de inventario. Allí afirmó que la mayor parte de los fondos del crédito del FMI fueron destinados a pagar servicios de deuda pública pre-existente. Según su afirmación, el *stand-by* del FMI habría implicado un “cambio de manos”

entre acreedores de la deuda pública, sin que ello afecte la situación patrimonial del sector público como tal.

Algo similar había dicho en septiembre, poco después de asumir como ministro, en el 40º aniversario de la convención anual de IAEFF. Ello es muestra de que tal afirmación no es una mera opinión del ministro, sino que constituye una versión generalizada del Gobierno, y que, de un modo más general, forma parte del balance de gestión que quiere trasladarse a la sociedad desde los espacios más altos de ejercicio del poder económico de estos últimos 4 años.

El informe oficial afirma que, de los 44.150 millones de dólares del préstamo del FMI, unos 6.025 millones de dólares (equivalentes al 14% de esos fondos) fueron utilizados para pagar servicios de la deuda en moneda local y 35.294 millones de dólares (equivalentes al 80% de los fondos) fueron utilizados para pagar servicios de la deuda en moneda extranjera.

Sin embargo, esto no fue así. Tal afirmación es una interpretación tergiversada de los datos y de poca utilidad para evaluar con rigor técnico el verdadero uso de los fondos del crédito.

### Pasivos en moneda extranjera de la Administración Pública Central

(en millones de dólares)

Fecha	Concepto	Mill USD
30-jun-18	A- Stock deuda en USD (Oficial M. Finanzas)	244.669
22-jun-18	B- Primer desembolso FMI	14.797
22-jun-18	C- Stock deuda en USD (neto desembolso) (C=A-B)	229.872
30-sep-19	D- Stock deuda en USD	249.900
	E- Variación (E=C-D)	20.028

FUENTE: FIDE, con datos de la Sec. Finanzas y BCRA



En primer lugar, salta a la vista el error obvio de equiparar el endeudamiento externo en dólares con el endeudamiento doméstico en moneda nacional. Si el contexto económico se complica, el Estado fácilmente puede obtener financiamiento en pesos, ya sea mediante deuda intra-Estado o en el mercado doméstico, con bancos u otros inversores institucionales. Existen amplios grados de libertad para la gestión financiera de vencimientos e intereses. Sin embargo, no sucede lo mismo con los dólares. Nuestra condición de economía periférica hace que el repago del capital dependa en última instancia con nuestra capacidad exportadora.

Junto con ello, cuando sucede una crisis, ésta viene acompañada de una devaluación, de modo que el indicador de solvencia financiera “deuda total/PIB” empeora a medida que mayor sea la composición de la deuda en moneda extranjera, esto es porque la deuda externa se mide en dólares y el PIB en moneda nacional. Tal fenómeno fue lo que sucedió durante la cuarta revisión del préstamo *stand-by* con el FMI: el indicador de solvencia financiera del modelo utilizado por el FMI excedió los parámetros máximos de solvencia y repago luego de la devaluación de agosto de 2019, dejando virtualmente congelados los desembolsos y todo el acuerdo.

En segundo lugar, el informe tergiversa las cifras de fuentes y usos de los dólares, o, mejor dicho, toma arbitrariamente como única fuente el financiamiento del FMI y la asigna arbitrariamente a un único uso: el repago de deuda. Esto implica desconocer el concepto más básico de fungibilidad del dinero y que el impacto sobre la solvencia de una operación de crédito público debe evaluarse a partir de lo que genera en la totalidad de la hoja de balance del Gobierno, incluyendo el efecto sobre la hoja del BCRA y las reservas.

Por el lado de los activos, la deuda pública en moneda extranjera no solo no permaneció constante, sino que aumentó en 20.028 millones de dólares. Según información de la Secretaría de Finanzas, la deuda externa (neta del primer desembolso del FMI) pasó de 229.872 millones dólares en junio de 2018 a 249.900 millones de dólares en septiembre de 2019. Igualmente, consideremos que, si las reservas internacionales hubiesen subido precisamente en un monto de 20.231 millones de dólares, el patrimonio neto del Estado nacional en dólares no habría cambiado y los datos de Hacienda serían correctos. En tanto, los activos en dólares del sector público financiero consolidado (incluyendo reservas internacionales del BCRA), no sólo no subieron, sino que cayeron en 4.149 millones de dólares.

En consecuencia, tenemos que, desde la suscripción del acuerdo con el FMI, la Administración Pública Central registró simultáneamente un aumento de los pasivos (+20.028 millones dólares) y una reducción de sus activos (-4.149 millones de dólares), ambos en moneda extranjera, que, combinados, dan un deterioro del patrimonio neto en dólares de 24.924 millones de dólares.

Por todo ello, vemos que las cifras están muy alejadas del engañoso mensaje del ministro de Hacienda. Y esto no es un error; el mensaje tiene una clara intencionalidad política y trata de ocultar lo que es evidente: el acuerdo con el FMI tuvo como principal destino la financiación de la fuga de capitales del sector privado, que en el mismo período acumuló 40.508 millones de dólares, y la intervención cambiaria, que, con fines electoralistas, sacrificó más de 11.300 millones de dólares de las reservas durante la vigencia del acuerdo.

### Activos en moneda extranjera de la Administración Pública Central

(en millones de dólares)

Fecha	Concepto	RRII brutas	Encajes dep. USD en BCRA	RRII (netas encajes)
20-jun-18	A- Stock reservas internacionales	48.477	12.954	35.523
17-dic-18	B- Incremento reservas swap chino	8.725		8.725
30-sep-19	C- Stock reservas internacionales	48.703	8.604	40.099
	D- Variación (D=C-B-A)	-8.499		-4.149

FUENTE: FIDE, con datos de la Sec. Finanzas y BCRA

# ANÁLISIS DE LA COYUNTURA II

## Poner la economía en marcha

de flotación cambiarias, adoptó y abandonó metas de inflación, vendió reservas por licitación en el mercado *spot* e intervino con ventas en el mercado de dólar futuro, pero las presiones del mercado de cambios y la fuga de capitales persistieron. Recién con la implementación de un control de cambios más estricto, la autoridad monetaria encontró tranquilidad.

### El alivio del sector externo

La decisión político-económica de haber desregulado la cuenta capital y financiera tan radicalmente y en un lapso tan corto dejó grandes costos para la economía argentina. Desde el inicio de la crisis cambiaria en marzo de 2018, la sobredemanda financiera de dólares fue permanente. Desorientado y sin posibilidad de seguir colocando deuda en los mercados, el Gobierno recurrió al FMI y a la receta tradicional del ajuste ortodoxo con recorte de gastos y una fuerte suba de tasas de interés buscando contener la situación, cosa que no se logró.

En el camino, el BCRA estableció y eliminó bandas

---

***Desde el inicio de la crisis cambiaria en marzo de 2018, la sobredemanda financiera de dólares fue permanente. Desorientado y sin posibilidad de seguir colocando deuda en los mercados, el Gobierno recurrió al FMI y a la receta tradicional.***

---

Como era de esperarse, el camino intermedio de “controles light” fue insuficiente para administrar las presiones. Ello quedó confirmado en los datos del Balance Cambiario de octubre: la fuga de capitales neta fue de 4.125 millones de dólares, uno de los valores más

### Principales fuentes de dólares en Argentina

#### Datos del Balance cambiario

(en millones de dólares)

	2016	2017	2018	10 meses'19
Deuda	67.822	61.256	98.684	52.561
Cobro de exportaciones	58.081	58.599	50.998	46.716
Venta de dólares residentes (FAE)	18.602	25.788	30.125	40.169
Capitales financieros de corto plazo	1.925	15.783	11.289	8.984
IED	2.605	2.580	2.643	2.306

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

altos desde que se inició ese registro, en el año 2003, con un récord de participación de 2.556.000 personas que concurrieron a comprar dólares en el mercado oficial, la mayor cantidad de compradores desde la desregulación cambiaría en 2015, con el 67% de operaciones que no superaron los 1.000 dólares cada una. Esto sucedió porque el perfil regulatorio de hasta 10.000 dólares dejaba adentro a la mayoría de los minoristas que, por las características estructurales de dolarización del

excedente de la economía argentina, habían sido un componente significativo de la fuga en los últimos cuatro años. Y octubre no era la excepción.

A todas luces, la dinámica externa de la economía argentina era insostenible. De haberse mantenido ese perfil regulatorio, las reservas netas habrían llegado a cero en poco menos de cuatro meses. Era un desfiladero muy peligroso, dado el riesgo cierto de que el dólar se



## El uso de los dólares en la Argentina

### Datos del Balance cambiario

(en millones de dólares)

	2016	2017	2018	10 meses'19
Dolarización de ahorros de residentes	28.554	47.931	57.354	67.048
Amortización de deuda	31.943	23.729	51.526	52.697
Importaciones	49.988	54.573	42.675	28.026
Capitales financieros de corto plazo	386	5.850	17.453	13.503
Servicios reales	18.415	20.422	17.177	11.576
Intereses	13.940	10.574	11.991	11.143
Utilidades	3.162	2.279	1.273	1.067

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

desmadrara, y con ello los precios. Recién con la llegada de los controles cambiarios la autoridad monetaria encontró tranquilidad. Tal fue así que, además, se estabilizó la salida de depósitos en dólares de las cajas de ahorro, una ventanilla de demanda de divisas que nunca estuvo alcanzada por los controles cambiarios.

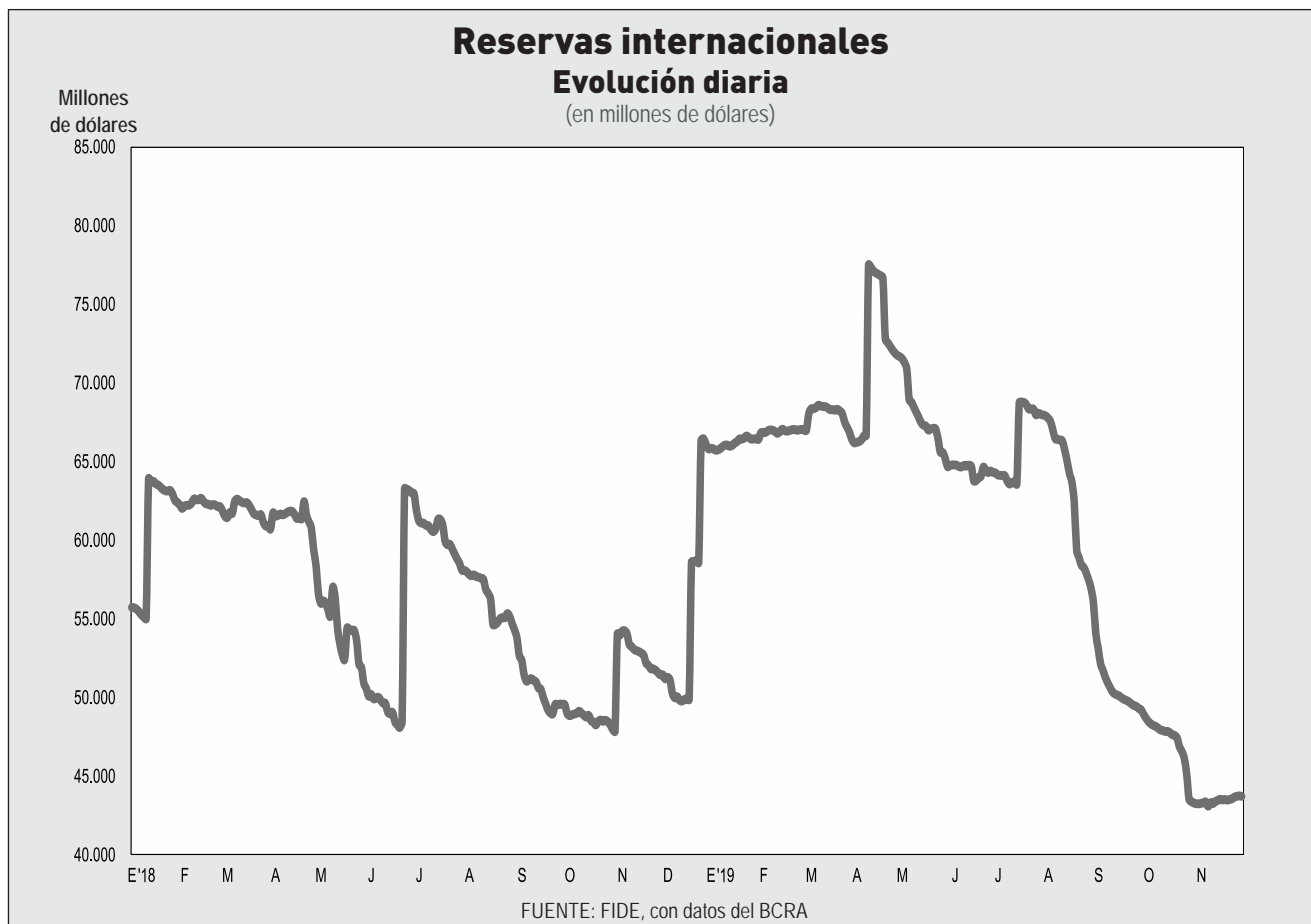
***La dinámica externa de la economía argentina era insostenible. De haberse mantenido ese perfil regulatorio, las reservas netas habrían llegado a cero en poco menos de cuatro meses. Era un desfiladero muy peligroso, dado el riesgo cierto de que el dólar se desmadrara, y con ello los precios.***

El freno del drenaje de divisas incluso le permitió al BCRA comprar dólares. Durante las dos semanas que siguieron a las elecciones generales, el Banco Central intervino tomando activamente más de 1.700 millones de dólares, que luego de ser utilizados por el Gobierno para pagar deuda con organismos internacionales, tuvieron un efecto positivo sobre las reservas. Y aunque

éstas aún permanecen en niveles bajos, la regulación da lugar a previsiones que ubican la trayectoria futura en un sendero estable. Durante el mes noviembre la entidad compró más de 1.800 millones. Las reservas en términos netos en (deducido el *swap* con China, los encajes de los bancos por depósitos en dólares y otros pasivos) contabilizan unos 10.400 millones dólares.

Por el lado de la economía real, el saldo comercial resulta superavitario desde hace varios meses. Y es previsible que el comercio exterior siga arrojando un saldo positivo elevado en 2020. Los datos oficiales indican que, a octubre de 2019, el resultado comercial fue positivo en 1.768 millones de dólares. Para el acumulado anual se proyecta un superávit en torno a los 14.000 millones de dólares. Tal resultado no se da precisamente por las razones más virtuosas, sino que es fundamentalmente producto de la caída en las importaciones –del 25,6% hasta octubre– y de un tímido incremento de las exportaciones –del 5,4% en diez meses de 2019–.

Incluso si la recuperación trajese mayores niveles de importaciones, hay un colchón para que en 2020 los



saldos positivos se mantengan. En un reciente informe elaborado por el Departamento de Economía Política del Centro Cultural de la Cooperación, titulado "Proyecciones del intercambio comercial argentino", se estima la

demanda de importaciones en base a elasticidades ingreso sectoriales. Bajo un escenario de crecimiento optimista y exportaciones estancadas, es decir de alto stress sobre el Balance comercial, el superávit se

## Valores, precios y cantidades de las exportaciones e importaciones

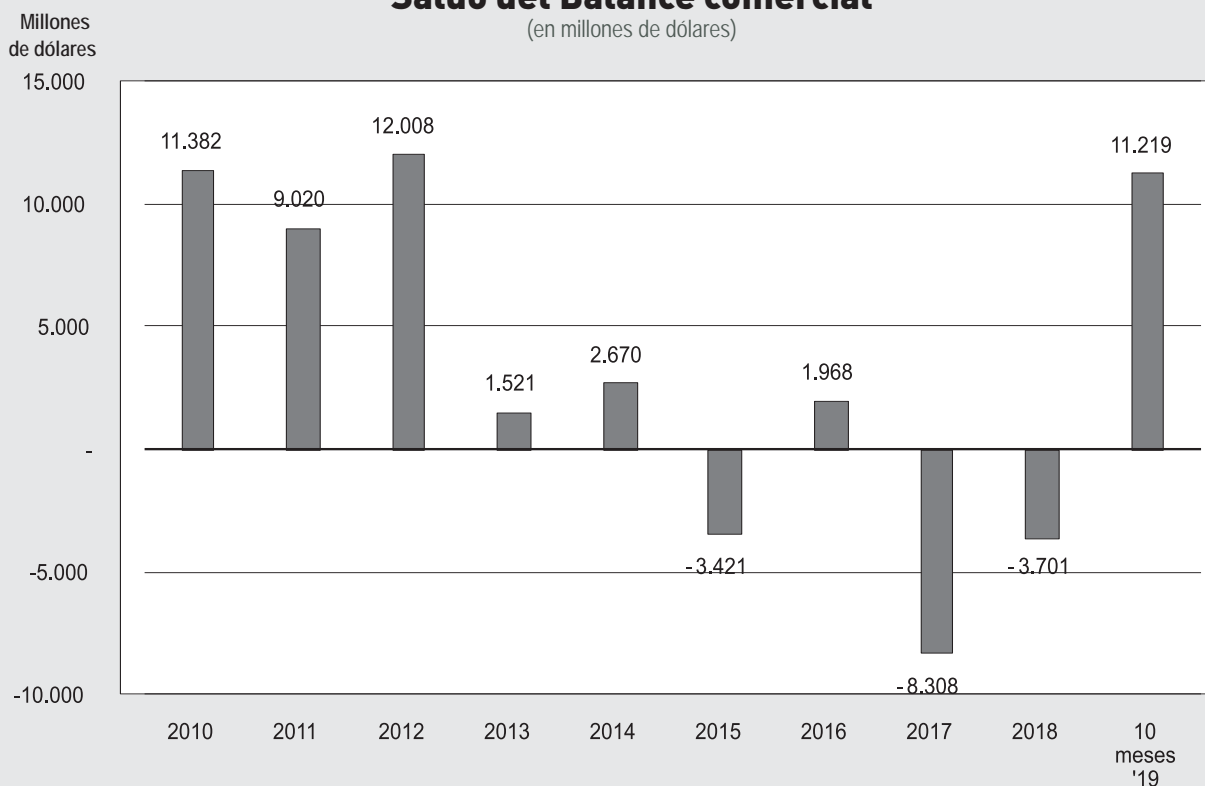
(en tasa de variación respecto a igual período del año anterior)

	Octubre de 2019 % igual período año anterior			Diez meses de 2018 % igual período año anterior		
	Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
<b>Exportación</b>	<b>9,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>13,0</b>	<b>5,4</b>	<b>-6,9</b>	<b>13,2</b>
Productos primarios	45,5	-2,1	48,7	27,9	-6,3	36,6
Manufacturas de origen agropecuario(MOA)	10,0	-1,6	11,7	3,3	-10,0	14,8
Manufacturas de origen industrial(MOI)	-10,0	-0,1	-9,8	-7,5	-2,8	-4,9
Combustibles y energía	-8,5	-26,2	24,2	5,7	-9,5	16,8
<b>Importación</b>	<b>-18,8</b>	<b>-10,7</b>	<b>-9,0</b>	<b>-25,6</b>	<b>-5,2</b>	<b>-21,4</b>
Bienes de capital	-12,0	-1,8	-10,5	-32,5	-8,3	-26,3
Bienes intermedios	-21,8	-13,5	-9,5	-14,4	-6,5	-8,4
Combustibles y lubricantes	-43,5	1,5	-44,3	-33,8	-0,6	-33,5
Piezas y accesorios para bienes de capital	3,4	-15,5	22,4	-17,2	-4,5	-13,4
Bienes de consumo	-22,4	4,3	-25,6	-28,0	-0,4	-27,6
Vehículos automotores de pasajeros	-52,9	5,7	-55,1	-56,3	5,9	-58,7
<b>Resto</b>	<b>4,5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-7,1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

FUENTE: FIDE, con datos del INDEC.

## Saldo del Balance comercial

(en millones de dólares)

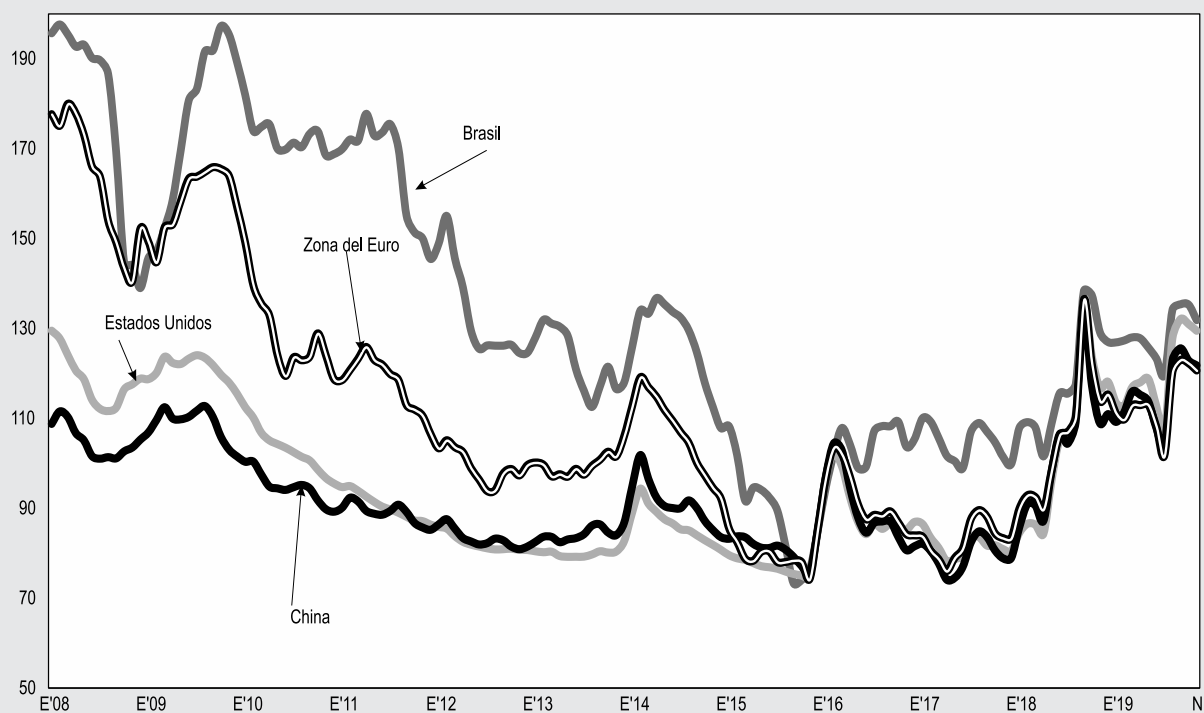


FUENTE: FIDE, con datos del INDEC

## Tipo de cambio real bilateral

(en índice 17/12/2015 = 100)

17/12/75 = 100



FUENTE: FIDE, con datos del BCRA

## Balance comercial argentino

### Años 2016 - 2019

(en millones de dólares)

Período	Exportaciones				Importaciones				Saldo			
	2016	2017	2018(*)	2019(*)	2016	2017	2018(*)	2019(*)	2016	2017	2018(*)	2019(*)
Enero	3.881	4.291	4.810	4.586	4.123	4.344	5.737	4.214	-242	-53	-927	372
Febrero	4.141	3.899	4.304	4.464	4.096	4.117	5.196	4.004	45	-218	-892	460
Marzo	4.421	4.564	5.406	5.136	4.556	5.475	5.960	3.953	-135	-911	-554	1.183
I trim.	12.443	12.754	14.520	14.186	12.775	13.936	16.893	12.171	-332	-1.182	-2.373	2.015
Abril	4.740	4.867	5.215	5.305	4.423	4.973	6.102	4.174	317	-106	-887	1.131
Mayo	5.377	5.493	5.164		4.874	6.064	6.447		503	-571	-1.283	
Junio	5.307	5.152	5.136		5.048	5.898	5.458		259	-746	-322	
II trim.	15.427	15.512	15.515		14.345	16.935	18.007		1.082	-1.423	-2.492	
I sem.	27.871	28.266	30.035		27.122	30.871	34.900		749	-2.605	-4.865	
Julio	4.991	5.298	5.407		4.713	6.043	6.179		278	-745	-772	
Agosto	5.770	5.265	5.179		5.175	6.317	6.310		595	-1.052	-1.131	
Septiembre	5.042	5.268	5.013		4.800	5.966	4.699		242	-698	314	
III trim.	15.803	15.831	15.599		14.688	18.326	17.188		1.115	-2.495	-1.589	
Octubre	4.729	5.280	5.355		4.783	6.207	5.077		-54	-927	278	
Noviembre	4.848	4.668	5.349		4.723	6.162	4.365		125	-1.494	984	
Diciembre	4.628	4.577	5.282		4.595	5.364	3.913		33	-787	1.369	
IV trim.	14.205	14.525	15.986		14.101	17.733	13.355		104	-3.208	2.631	
II sem.	30.008	30.356	31.585		28.789	36.059	30.543		1.219	-5.703	1.042	
<b>Año</b>	<b>57.879</b>	<b>58.622</b>	<b>61.620</b>		<b>55.911</b>	<b>66.930</b>	<b>65.443</b>		<b>1.968</b>	<b>-8.308</b>	<b>-3.823</b>	

(\*) Provisorio

FUENTE: FIDE, con datos del INDEC.

mantendrá hasta 2021. De acuerdo a tales estimaciones, en 2020 habría un saldo comercial positivo de alrededor de los 10.000 millones de dólares, y en 2021 alrededor de los 7.000 millones de dólares.

De continuar las regulaciones cambiarias, la fuga de capitales proyectada se mantendría en valores mínimos. Para el año 2020 se estima que la demanda financiera por dolarización del sector privado sea de entre 200 y 600 millones de dólares por mes, es decir, alrededor de una décima parte del volumen del esquema regulatorio previo.

### La reprogramación de la deuda como condición necesaria

Si bien los controles cambiarios han aliviado el peso de la restricción externa, ello no exime al contexto actual de lo delicado de la situación del endeudamiento externo.

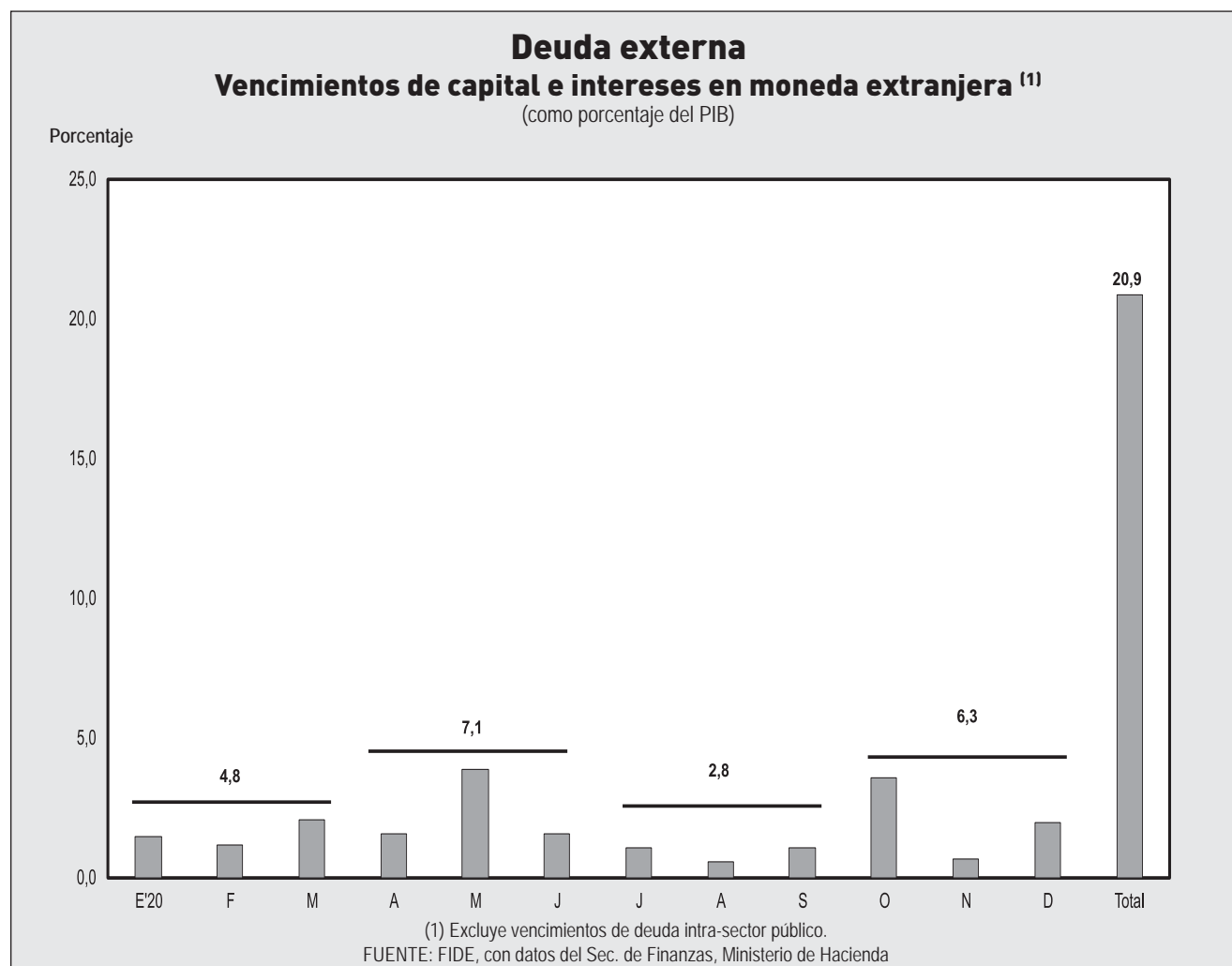
El volumen de vencimientos de deuda en moneda extranjera de los próximos años hace que no sea posible atenderlos sin agravar aún más la crisis actual.

---

***Si bien los controles cambiarios han aliviado el peso de la restricción externa, ello no exime al contexto actual de lo delicado de la situación del endeudamiento externo. El volumen de vencimientos de deuda en moneda extranjera de los próximos años hace que no sea posible atenderlos sin agravar aún más la crisis actual.***

---

Para 2020 los vencimientos de capital e intereses en divisas (excluida la deuda intra sector público) ascienden a 21.000 millones de dólares, de los cuales 5.900 millones corresponden a intereses y 15.000 millones a pagos de capital. Dentro del capital, la mayor parte está



concentrada en vencimientos de LETES reperfiladas y dos bonos Ley Nacional: el Bonar24, que paga capital en mayo, y el Bonar2020, que paga capital en octubre. Los vencimientos de capital van aumentando hasta 2022 y 2023, los años clave en donde debe reintegrarse el préstamo del FMI.

---

***El único resultado que trajo el ajuste fiscal acordado con el FMI fue el de deteriorar la solvencia de la economía argentina. De manera creciente se observa cómo los recursos públicos se reasignaron desde sus funciones sociales y productivas hacia el pago de intereses de la deuda. Y ello sin que la tan deseada consolidación fiscal primaria se logre.***

---

La reprogramación de la deuda constituye uno de los frentes prioritarios que debe abordar el próximo Gobierno, especialmente durante los meses de verano. Y aunque los tiempos no son holgados, tampoco son apremiantes. Las mayores necesidades de deuda en dólares con el sector privado para el próximo año caen en el segundo trimestre de 2020. Hay tiempo para negociar, ya que no por hacerlo rápido se va a resolver mejor.

Según se desprende de las declaraciones del nuevo equipo económico, la negociación de la deuda tendrá como objetivo obtener tiempo para que la economía vuelva a crecer y, así, recomponer su capacidad de pago, tanto en términos de divisas como de recursos fiscales.

Ya conocemos lo que sucedió estos últimos dos años: el único resultado que trajo el ajuste fiscal acordado con el FMI fue el de deteriorar la solvencia de la economía argentina. De manera creciente se observa cómo los recursos públicos se reasignaron desde sus funciones sociales y productivas hacia el pago de intereses de la

deuda. Y ello sin que la tan deseada consolidación fiscal primaria se logre. El año 2019 cerrará con un leve déficit primario, del orden del 1% del PIB y, luego del pago de intereses por el 3,3% del PIB, el resultado financiero será del orden del 4,5 % del PIB.

Por el lado de la deuda en pesos, estos vencimientos también deben renegociarse para poder liberar recursos del Presupuesto con los que atender la emergencia social e impulsar la reactivación de la economía. Solo el pago de intereses demandará 235.000 millones para 2020, equivalentes a 1,2% del PIB. A ello se suman los vencimientos de capital de LECAP y LETES re-perfiladas, por 546.000 millones de pesos. Y, a diferencia de la deuda en dólares, estos compromisos caen mayoritariamente en el primer trimestre del 2020. El peso fiscal de estos vencimientos (sobre todo los de capital) condiciona muy fuertemente las cuentas públicas en 2020.

Sumado a lo anterior, es previsible que el rol anti-cíclico de la política fiscal se profundice y el déficit primario se mantenga, producto de los diversos programas de asistencia social a implementarse en el marco de la Emergencia Económica.

---

***En un contexto como el que estamos describiendo, resulta fundamental poder contar con diversas ventanillas intra-Estado a partir de las cuales conseguir financiamiento, como son los adelantos transitorios del BCRA y los títulos a instituciones de seguridad social.***

---

En un contexto como el que estamos describiendo, resulta fundamental poder contar con diversas ventanillas intra-Estado a partir de las cuales conseguir financiamiento, como son los adelantos transitorios del BCRA y los títulos a instituciones de seguridad social.



**Desayunos de Trabajo FIDE:**  
**Ultimos miércoles de cada mes**

Información e inscripciones en [info@fide.com.ar](mailto:info@fide.com.ar)



Asimismo, en el marco del control de cambios vigente la liquidez en pesos que se inyecte tiene una demanda de dólares regulada. Si en el proceso de reordenamiento de la deuda pública se lograra restablecer una curva de tasas consistente con el nuevo horizonte macroeconómico, con rendimientos en moneda local positivos, con instrumentos diversos y de fácil acceso para el público en general, podría darse un avance significativo en la política de desdolarización del ahorro en la Argentina.

### El camino de la recuperación

La política macro del nuevo Gobierno –fiscal, monetaria, financiera y de ingresos– estará orientada a recuperar el crecimiento y el empleo a partir de una estrategia diametralmente opuesta a la receta ortodoxa, que fallidamente insiste una y otra vez en deprimir la demanda como forma de estabilizar los precios internos. Por el contrario, reactivar la economía y desacelerar el ritmo de la inflación son dos metas consistentes. La clave de esta estrategia es que continúe la tranquilidad cambiaria.

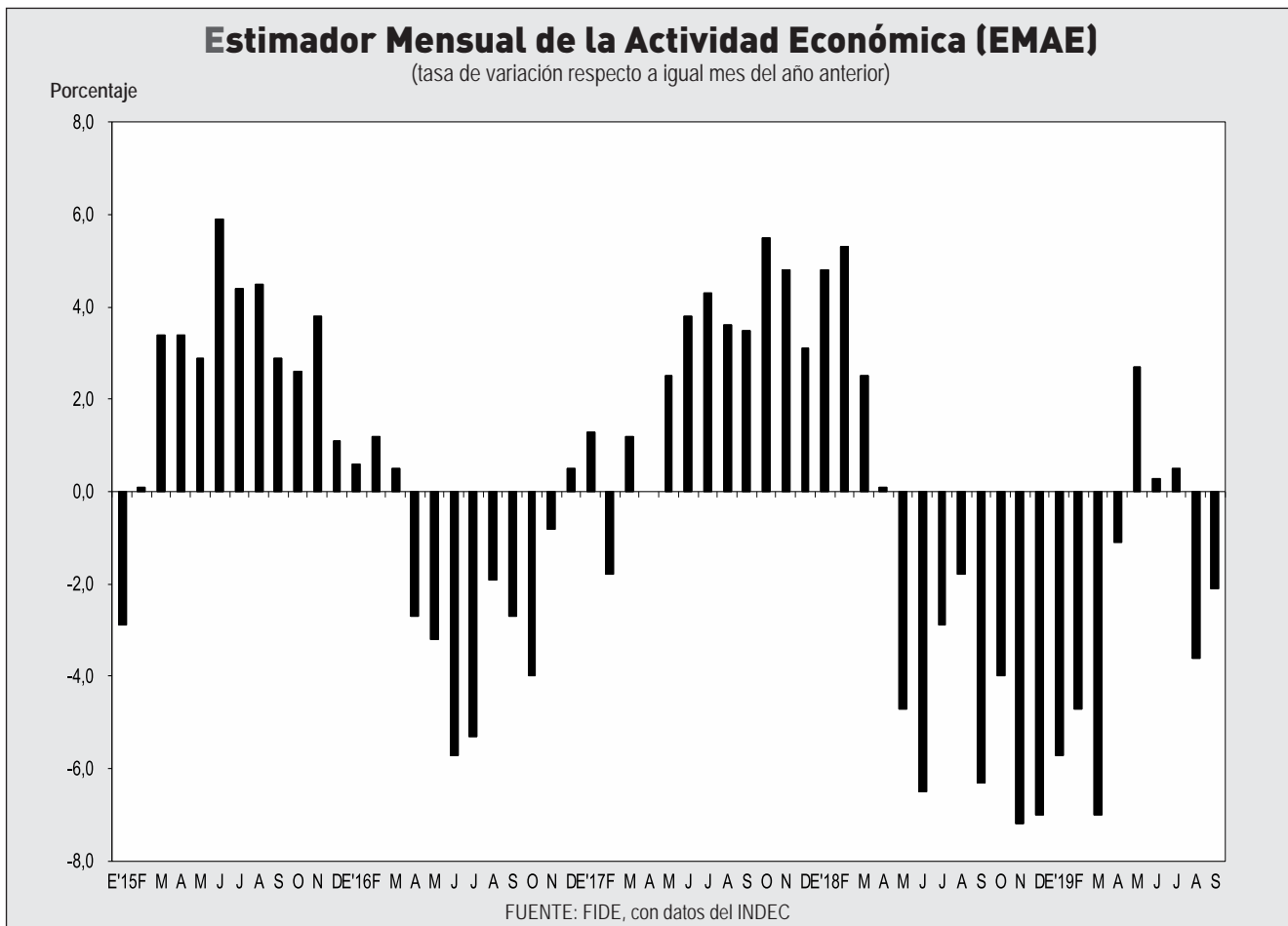
Como se ha dicho, si se mantiene regulada la fuga de capitales y se despeja el horizonte de vencimientos de deuda se amplían sustancialmente los grados de libertad en materia de oferta de divisas para financiar el crecimiento.

---

***La política macro del nuevo Gobierno –fiscal, monetaria, financiera y de ingresos– estará orientada a recuperar el crecimiento y el empleo a partir de una estrategia diametralmente opuesta a la receta ortodoxa, que fallidamente insiste una y otra vez en deprimir la demanda como forma de estabilizar los precios internos.***

---

Por el lado de la inflación, si bien no parece probable que el próximo Gobierno utilice el atraso cambiario como ancla de los precios, tampoco cabe esperar que esa variable vuelva a desenvolver el rol de acelerador de la suba de los mismos desempeñado en los últimos años.



En cuanto a la política fiscal, todo indica que una de las medidas a impulsar será la de recomponer los ingresos de los estratos más bajos. El plan alimentario centrado en la crítica situación de los niños, el otorgamiento de sumas fijas para beneficiarios de la Seguridad Social y trabajadores integrarán probablemente el menú de medidas implementadas en el corto plazo. Los sectores de menor poder adquisitivo son los que consumen proporcionalmente una mayor porción de su ingreso, de modo que el efecto multiplicador de esa política de gasto sobre la economía es mayor.

---

***Sería deseable que el Consejo Económico y Social incorporara más temas, en vistas de garantizar la sostenibilidad del crecimiento.***

---

Y un punto directamente vinculado con esto será la serie de lineamientos que se desprendan del Acuerdo Social. Y aunque, como institución político-económica, la idea de abrir un espacio de dialogo sobre las líneas a seguir no es nueva en la historia económica argentina (quizá el más famoso pacto social sea el de 1973, durante el tercer gobierno de Perón) y hasta estuvo presente en los años recientes (Cristina Kirchner buscó un ámbito similar con la “sintonía fina” en el año 2012), el nuevo Gobierno buscará darle un carácter más formal a este ámbito. Se habla de la

conveniencia de que esté amparado por una ley e integrado por los sectores productivos y sociales, como una especie de consejo económico y social donde se delinee los principales lineamientos de política económica.

Desde lo económico, el principal rol de la mesa del Acuerdo Social será armonizar la puja distributiva con el objetivo de disminuir el factor inercial de la ecuación inflacionaria. Y aquí los empresarios deberán comprometerse a que la rentabilidad pase por el volumen de ventas y el aprovechamiento creciente de su capacidad instalada ociosa, en lugar de la remarcaación. Junto con ello, los últimos aumentos también deberán ponerse sobre la mesa, ya que muchos formadores de precios anticiparon subas para llegar con mayor colchón a un eventual acuerdo de precios y salarios.

En el mediano plazo, sería deseable que el Consejo Económico y Social incorporara más temas, en vistas de garantizar la sostenibilidad del crecimiento. No puede ignorarse la enorme heterogeneidad de situaciones que se da hacia el interior del mercado y del entramado productivo. Identificar esas diversidades y pensar políticas para atender situaciones disimiles debería ser un objetivo no solo del Estado Nacional, sino también de los actores involucrados. La industrialización, el empleo, la infraestructura, el impacto del cambio tecnológico,

### **Estimador mensual industrial (EMI)**

(en tasas de variación)

		Serie original		Serie desestacionalizada
		Variación respecto a igual mes del año anterior	Variación acum. respecto a igual período del año anterior	Variación respecto al mes anterior
2018(*)	Septiembre	-12,6	-2,4	-6,3
	Octubre	-8,4	-3,1	3,3
	Noviembre	-13,8	-4,1	-5,1
	Diciembre	-14,8	-5,0	-2,6
2019(*)	Enero	-11,1	-11,1	4,6
	Febrero	-8,4	-9,8	2,9
	Marzo	-14,0	-11,4	-5,0
	Abril	-8,9	-10,7	2,8
	Mayo	-6,9	-9,9	0,8
	Junio	-7,2	-9,5	-1,5
	Julio	-1,7	-8,4	3,9
	Agosto	-6,4	-8,1	-3,4
	Septiembre	-5,1	-7,8	-5,0

(\*) Datos provisorios.  
FUENTE: FIDE, con datos del INDEC.

la política tributaria, la inclusión social e igualdad de género, entre tantos otros, son dimensiones que suelen estar ausentes en los debates, pero son temas básicos para encarar un modelo de desarrollo y equidad.

Nuestras proyecciones implican que, con un tipo de cambio aumentando en un rango del 27% hacia finales de 2020, la inflación podría transitar un sendero descendente, desde una variación anual del orden del 53% del IPC para fines de 2019 hacia el entorno del 34% para diciembre del año próximo. Este escenario sería consistente con una mejora del orden del 3% en los salarios reales. Si el contexto internacional ayuda y las exportaciones en 2020 son las mismas que en 2019, con las importaciones creciendo a algo más del 1,5%, el resultado del balance comercial sería superavitario por 15.000 millones de dólares y la cuenta corriente, en torno a los 8.000 millones de dólares. El saldo sobre el crecimiento para 2020 será positivo en el orden del 0,6%, considerando un efecto arrastre de caída de 1,1%

en el primer trimestre, nulo crecimiento en el segundo trimestre (efecto estadístico por la cosecha gruesa 2017/18) y recuperando crecimiento en 1,5% en el tercero y 2,4% para el cuarto trimestre de 2020.

### Proyecciones 2020

(variación % respecto al periodo anterior)

	2019	2020
PBI	-2,5	0,6
Consumo	-5,7	0,5
Inversion	-21	0,6
Precios (IPC)	53	34
Salarios	41	37
Dólar (fin de año)	72	27
Tasa interés (fin de año)	60	36
Balance comercial (ICA) (mill.dólares)	14.000	15.000
Cuenta corriente (mill.dólares)	6.600	8.000
Dolarizacion ahorros (mill.dólares)	26.279	2.400

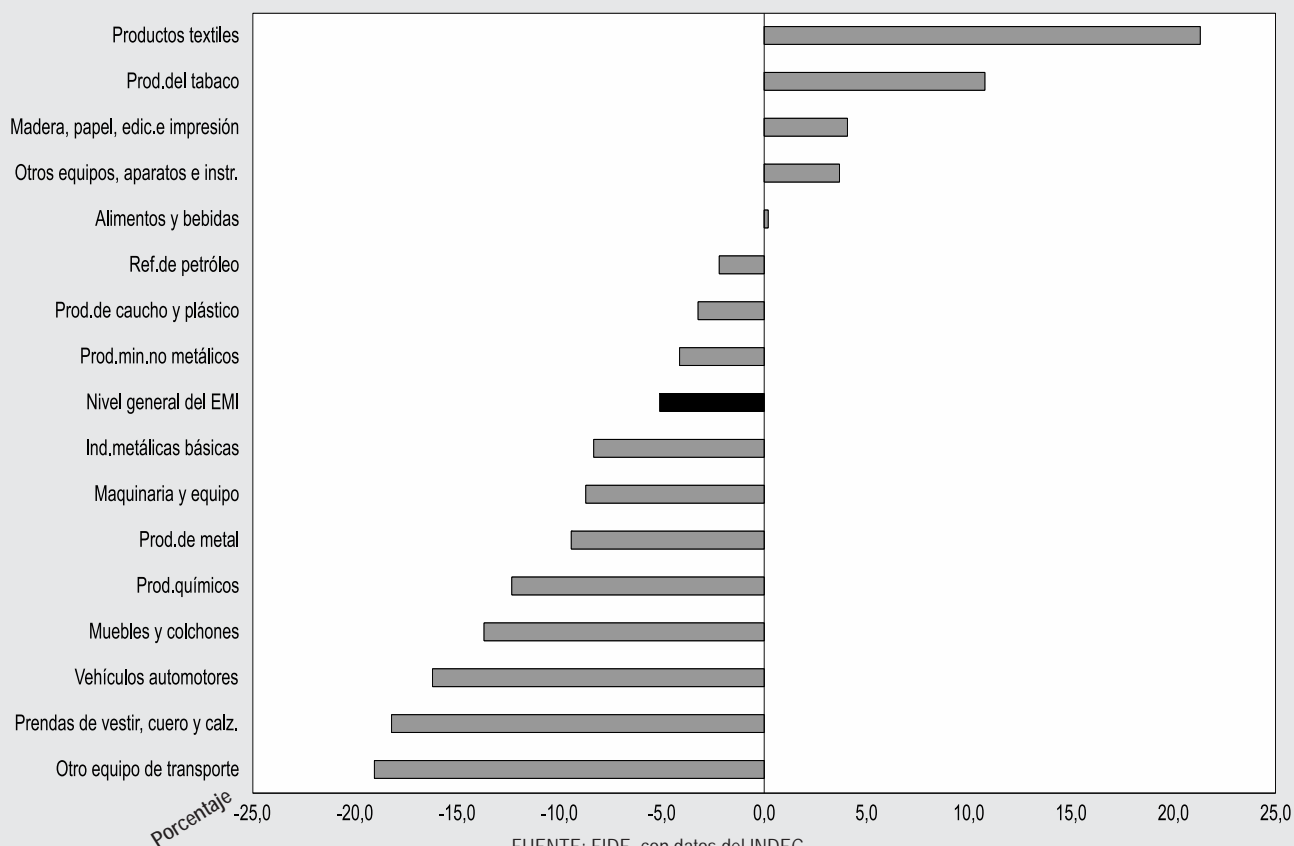
FUENTE: FIDE, con datos de fuentes oficiales

### Estimador Mensual Industrial (EMI)

#### Nivel general y bloques

Septiembre 2019

(en tasas interanuales de variación)



FUENTE: FIDE, con datos del INDEC

# La amenaza financiera sobre los emergentes

El énfasis que los medios de comunicación suelen poner sobre la guerra comercial entre EE.UU. y China o el supuesto retorno del proteccionismo por mano de Trump, nos está llevando a un mal entendimiento sobre la evolución próxima de la coyuntura externa y los posibles riesgos para las economías periféricas.

En perfecta continuidad con una tendencia empezada con la crisis de las “*punto com*” en 2001, las amenazas más fuertes para la estabilidad global no provienen del sector real y comercial, sino desde lo financiero.

En este sentido específico, hace falta destacar cómo la misma literatura económica *mainstream* viene discutiendo sobre la existencia de un ciclo global de liquidez, empezado después de la crisis de 2008, y sobre los peligros implícitos en este nuevo mecanismo de circulación financiera global.

La crisis de 2008 ha determinado la aparición de las

---

Roberto Lampa \*

---

políticas monetarias no convencionales en el primer mundo, los famosos planes de *quantitative easing*, implementados por la Federal Reserve, el Bank of England y finalmente por el Banco Central Europeo (BCE). La consecuencia más evidente ha sido la abrupta caída de las tasas de interés en las naciones desarrolladas. En este marco, muchos países emergentes han alentado el ingreso de capitales financieros desde el hemisferio norte, garantizando altos retornos en dólares a través de las estrategias de *carry trade* o con la masiva emisión de bonos denominados en dólares.

---

***La crisis de 2008 ha determinado la aparición de las políticas monetarias no convencionales en el primer mundo. La consecuencia más evidente ha sido la abrupta caída de las tasas de interés en las naciones desarrolladas.***

---

En el caso de América Latina, este ha sido un circuito de financiamiento barato en que han participado tanto gobiernos como grandes empresas privadas. Como se observa en el cuadro a continuación, el stock de bonos en mercados financieros de América Latina y el Caribe al segundo trimestre de 2019 alcanza los 855 miles de millones de dólares, mientras que para el primer trimestre de 2008 este monto era de 322 miles de millones. El stock de deuda en bonos en mercados de capitales creció un 166%, donde el componente más dinámico fue

---

(\*) Economista, Ph. D Università degli Studi di Macerata, Italia. Investigador Adjunto CONICET y profesor Maestría en Desarrollo Económico, IDAES, UNSAM. Email: [robertolampa@gmail.com](mailto:robertolampa@gmail.com)

la emisión de deuda de empresas no financieras (que creció un 425%) y de empresas financieras y bancos (que creció un 220%).

Como ya observó Raúl Prebisch en varios trabajos publicados en la revista del Banco Nación entre 1928 y 1934 al estudiar las consecuencias de la crisis del '29, los flujos de capitales financieros que ingresan desde el exterior conllevan enormes riesgos para los países emergentes. Al estabilizarse la situación, la tasa de interés de los países del primer mundo sube y se produce un flujo de capitales en sentido contrario, que, en el caso de que las reservas internacionales no sean lo suficientemente abundantes, hace que el riesgo de una crisis cambiaria y financiera sea muy alto.

---

***La tremenda crisis de la economía argentina es producto de un intento muy mal implementado de beneficiarse por la llegada de capitales extranjeros a través de la cuenta financiera de la balanza de pagos, que tropezó con la política de tapering (es decir de paulatino aumento de la tasa de descuento) de la Federal Reserve en la primavera de 2018.***

---

En cierto sentido, la experiencia argentina reciente es una muestra a pequeña escala de los riesgos de esta estrategia. La tremenda crisis de la economía argentina

es producto de un intento muy mal implementado de beneficiarse por la llegada de capitales extranjeros a través de la cuenta financiera de la balanza de pagos, que tropezó con la política de *tapering* (es decir de paulatino aumento de la tasa de descuento) de la Federal Reserve en la primavera de 2018.

---

***La búsqueda de ganancias financieras empuja los fondos de aseguradoras y jubilaciones del primer mundo hacia títulos más riesgosos y menos líquidos.***

---

Dada esta premisa, la novedad más importante (y nada alentadora) de los últimos dos meses ha sido la decisión del Banco Central Europeo de reactivar la así llamada "bazuca monetaria", bajando la tasa de descuento al valor de -0,4%. Es decir, la tasa que el Banco Central Europeo le aplica a los bancos privados de ese continente es negativa en términos nominales. En consecuencia, un número importante de bonos y obligaciones emitidas por los países europeos tiene un rendimiento negativo en términos nominales.

Los bonos a diez años están bajo cero en países como Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Holanda, Suecia, Suiza y, sobre todo, Alemania y Japón. Según estimaciones del FMI, esta situación duraría hasta por lo menos 2022, determinando que un quinto de los bonos emitidos en todo el mundo dará un retorno negativo.

## América Latina y el Caribe

### Stock de bonos y emisiones

(en millones de dólares y en porcentaje del total)

Sector emisor	I trim. 2018		II trim. 2019		Variación %
	(Millones de dólares)	% del total	(Millones de dólares)	% del total	
Empresas no financieras	61.862	19,2	323.932	37,9	423,6
Gobierno	223.857	69,5	415.629	48,6	85,7
Empresas financieras y bancos	36.292	11,3	116.011	13,6	219,7
<b>Total</b>	<b>322.011</b>	<b>100,0</b>	<b>855.572</b>	<b>100,0</b>	<b>165,7</b>

FUENTE: Elaboración propia en base a el Banco Internacional de Pagos (BIS).

El gráfico de esta página muestra la evolución del porcentaje de bonos con retorno negativo entre septiembre de 2016 y agosto de 2019. Como se puede observar, el 100% de los bonos alemanes y suizos está bajo cero. En el caso alemán, la banda es -0,2% para los bonos trimestrales y -0,6% para los bonos a treinta años.

**A nivel mundial, el aumento de la relación deuda/PIB ha sido impresionante durante los últimos diez años: en 2007 era equivalente a un 194% pero en 2017 había llegado al 225%. Semejante aumento ha sido determinado largamente por la emisión de deuda por parte de las economías emergentes.**

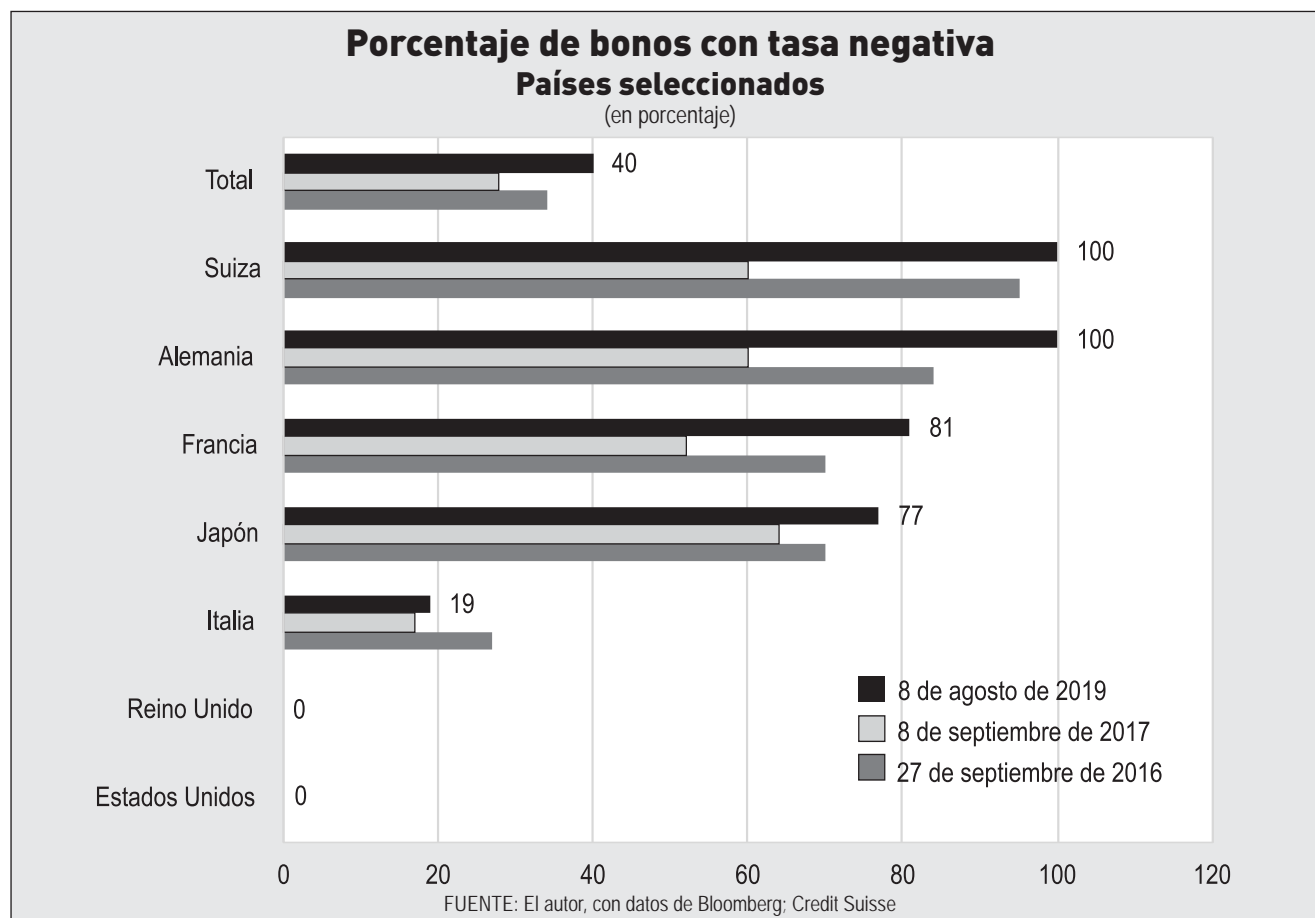
Semejante novedad podría ser alentadora para los países emergentes, abaratando el costo del financiamiento en divisa internacional de reserva, como demuestran los 115mil millones de euros de deuda

emitida por los países de Europa del este con retornos negativos, por primera vez en la historia.

Sin embargo, un análisis más cuidadoso nos lleva a afirmar que los riesgos potenciales a futuro superan ampliamente las ventajas de corto plazo. Esto lo señala el último *Fiscal Monitor* del FMI: las tasas ultra bajas tienen importantes efectos colaterales.

En primer lugar, la búsqueda de ganancias financieras empuja los fondos de aseguradoras y jubilaciones del primer mundo hacia títulos más riesgosos y menos líquidos.

Desde el comienzo de 2019, la consultora *EPFR Global* estimó que los fondos que invierten en deuda soberana de los países emergentes tuvieron un ingreso neto de unos 36mil millones de dólares, equivalente a un +7,7% de la masa total de liquidez manejada por dichos fondos. El principal disparador de este proceso ha sido el retorno promedio de los bonos emergentes (5% anual), significativamente más alto que el de los países desarrollados, cuyo promedio es alrededor de un 1,5%.



En segundo lugar, el hecho de que importantes fondos de inversión se hayan dirigido hacia semejantes activos representa un enorme incentivo para los países emergentes para emitir masivamente deuda denominada en divisa internacional de reserva.

A nivel mundial, el aumento de la relación deuda/PIB ha sido impresionante durante los últimos diez años: en 2007 era equivalente a un 194% pero en 2017 había llegado al 225%. Semejante aumento ha sido determinado largamente por la emisión de deuda por parte de las economías emergentes. En particular, según el FMI el fuerte aumento de la relación deuda PIB en los países del G20 (de 236% a 269%) ha dependido casi enteramente de India, Argentina, Brasil, Turquía y China (cuya deuda durante el periodo examinado creció desde un 100% a un 190% del PIB).

Dicho de otra manera, la persistencia de las tasas ultra bajas sigue fomentado una corrida a endeudarse, empujando al mismo tiempo a los inversores institucionales hacia los activos de mayor riesgo, aumentando así la fragilidad y la vulnerabilidad de los mercados financieros globales.

Es interesante destacar que el FMI haya activado recientemente sus alarmas en el último *Global Financial Stability Report*. En este informe el Fondo destaca la dinámica hacia el endeudamiento del sector privado no financiero de los países emergentes, que representaba un 64% del PIB en 2007 y que hoy equivale a un 140%. Asimismo, en los países más pobres (las así llamadas economías de frontera) la deuda externa representa hoy en día el 160% del valor de las exportaciones. En 2008 era un 100%.

De modo que los países periféricos están extremadamente expuestos hacia los riesgos de un cambio abrupto de la política monetaria de las naciones centrales que, al estado actual, podría tener consecuencias catastróficas sobre sus gobiernos y empresas privadas fuertemente endeudadas.

Si además consideramos la fuerte volatilidad determinada por un conjunto de tensiones económicas y políticas en el hemisferio norte (guerra Estados Unidos-China; Brexit; Catalunya...) que podría llevar a dicho cambio abrupto, podemos afirmar sin intención de

exagerar que existe una seria amenaza de tipo financiero sobre los países periféricos.

Una señal implícita de semejantes tensiones es representada por el retorno de popularidad del oro entre las economías emergentes. Recientemente, tanto el Banco Central de Rusia como el de China han aumentado fuertemente la cantidad de oro presente en sus reservas, llegando a tener los dos tercios de las 6mil toneladas de oro de los países emergentes.

Es en este contexto internacional tan delicado que la Argentina debe desenvolver una difícil restructuración de su deuda. Por un lado, existen los tradicionales obstáculos que toda restructuración de deuda implica. Por el otro, la dinámica financiera global que ha llevado a la crisis de mayo de 2018 sigue sustancialmente inalterada.

---

***Los países periféricos están extremadamente expuestos hacia los riesgos de un cambio abrupto de la política monetaria de las naciones centrales que, al estado actual, podría tener consecuencias catastróficas sobre sus gobiernos y empresas privadas fuertemente endeudadas.***

---

Este último elemento representa una doble amenaza para las autoridades económicas y monetarias argentinas. La tentación de la salida fácil con una reestructuración rápida y amigable, que reflote el circuito de valorización financiera, está latente. En primer lugar, va a ser extremadamente difícil desarmar el esquema de acumulación financiera pre existente a la crisis, dado que los flujos ingresantes de capitales financieros siguen representando el principal canal de financiamiento de las economías emergentes. En segundo lugar, la creciente fragilidad financiera de las economías emergentes podría dar lugar a nuevas crisis, afectando los flujos comerciales, complicando aún más la recuperación económica argentina.

Sería recomendable, por lo tanto, que el proceso de restructuración de la deuda sea acompañado con una discusión más amplia a nivel regional sobre la necesidad de pensar medidas macro prudenciales y controles de capitales más eficaces.

# RENEGOCIACION DE LA DEUDA

## Repensar el vínculo entre Argentina y el FMI

### La economía de *Cambiamos*

Luego de pagar los más de 9.300 millones de dólares que los fondos buitres demandaban en la Justicia de los Estados Unidos, durante los dos primeros años de gestión del actual gobierno se produjo un inédito ingreso de capital a través de inversiones financieras especulativas (atraídas por las altas tasas reales positivas en moneda nacional) y la emisión de 88 mil millones de dólares de nueva deuda externa pública y privada (equivalentes al 13% del PIB) (Bortz y Zeolla, 2018).

Pero *pasaron cosas*. La escalada en el conflicto comercial y tecnológico entre EE.UU. y China aumentó la incertidumbre económica y generó una caída en la liquidez global. En el plano local, el creciente déficit de cuenta corriente y la persistencia del déficit fiscal (influido por la disminución de impuestos progresivos como el de los bienes personales y las retenciones) en un contexto de apreciación real del tipo de cambio, disparó una corrida cambiaria que generó una depreciación del 40% del tipo de cambio. A la salida de capitales externos de portafolio, se sumó el aumento del ritmo de dolarización

---

Pablo Nemiña\*

---

de excedentes por parte de los actores económicos locales. La Argentina pasaba de “país estrella” de los mercados internacionales de deuda a paria de los fondos de inversión.

A pesar de que su regreso rememoraba la traumática crisis de 2001, el Gobierno suscribió un acuerdo –inicialmente precautorio– con el FMI por 50 mil millones de dólares, buscando infundir confianza entre los inversores. Pero, ante la falta de coordinación del equipo económico en torno a la gestión de la crisis cambiaria, el riesgo país se disparó, la moneda acentuó su depreciación frente al dólar y la inflación subió a una tasa mayor al 50% anual.

---

***El acuerdo del FMI con Argentina muestra tres novedades que marcan un contrapunto con anteriores acuerdos. Primero, incluye un inédito piso de gasto en asistencia social como condicionalidad. Aunque es un paliativo y está lejos de resolver la pobreza en su dimensión estructural, parecen haber contribuido a que el profundo ajuste fiscal no haya derivado en estallidos sociales masivos...***

---

En la primera revisión, Fondo y Gobierno buscaron reforzar la confianza ante los inversores: se endureció el ajuste fiscal, se agregaron siete mil millones de dólares de financiamiento y se adelantó el cronograma de

---

(\*) *Sociólogo y Doctor en Ciencias Sociales, en ambos casos por la Universidad de Buenos Aires. Investigador Adjunto del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas, con sede en el Instituto de Altos Estudios Sociales de la Universidad Nacional de San Martín. Investigador Asociado del Área de Relaciones Internacionales de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales – Argentina. E-mail: pablonemina@yahoo.com.ar.*



desembolsos para cubrir la mayor parte de los pagos de las obligaciones externas hasta el final de 2019, cuando Macri debía revalidar su mandato en las urnas.

El programa tuvo como eje acelerar el ritmo del ajuste fiscal para eliminar el déficit en 2020, con énfasis en la reducción de la inversión pública, las transferencias a las provincias y la masa salarial; al respecto, entre finales de 2017 y agosto de 2019 el promedio de salarios reales del sector privado cayó un 10%, pero el de los trabajadores de la administración pública nacional lo hizo en más de 20 puntos (Basualdo y otros, 2019). Por el lado de los ingresos, se continuó con el aumento de las tarifas para reducir los subsidios y, contra la opinión del Gobierno, se incrementaron las retenciones a los granos y cereales y se instauraron inéditas retenciones a las exportaciones de servicios.

---

***...Segundo, atendiendo al clima de época y a la agenda personal de Christine Lagarde, expresa intenciones –algo imprecisas– de promover la equidad de género a través de la política impositiva y laboral...***

---

En términos cambiarios, el programa pasó por diferentes etapas que reflejan la impericia del Gobierno para controlar la crisis. Primero se especuló con mantener el esquema de flotación libre sin intervención apoyado en el –supuesto– *shock* de confianza que brindaría el acuerdo, pero la aceleración de la fuga de capitales llevó a establecer subastas prefijadas de dólares; luego se establecieron bandas cambiarias móviles y la posibilidad de intervenir en el mercado de cambios cuando la cotización del dólar se saliera de aquéllas, para finalmente establecer en la práctica un esquema de flotación sucia. Con relación a la política monetaria, el programa pasó de sostener las metas de inflación a un esquema ortodoxo tradicional de control de los agregados monetarios, acompañado por la eliminación del financiamiento del BCRA al Tesoro y el establecimiento de una de las tasas de interés más altas del mundo.

El acuerdo del FMI con Argentina muestra tres novedades que marcan un contrapunto con los acuerdos por los que el organismo cobró triste notoriedad en la década de 1990. Primero, incluye un inédito piso de

gasto en asistencia social como condicionalidad, que se enmarca en las políticas asistenciales del Consenso Post Washington (Vetterlein, 2015). Aunque son un paliativo y están lejos de resolver la pobreza en su dimensión estructural, parecen haber contribuido a que el profundo ajuste fiscal no haya derivado en estallidos sociales masivos como el de 2001.

Segundo, atendiendo al clima de época y a la agenda personal de Christine Lagarde, expresa intenciones –algo imprecisas– de promover la equidad de género a través de la política impositiva y laboral. Al respecto, es recordada la crítica que la ex Directora Gerente le hizo al entonces ministro de Hacienda por la ausencia de mujeres en el equipo económico.

Por último, el acuerdo tuvo una relativamente baja exigencia de reformas estructurales. Las más relevantes fueron la reforma de la Carta Orgánica del BCRA para dotarlo de más autonomía (aunque sólo se llegó a la presentación del proyecto de ley), y la migración de la cuenta del Tesoro del Banco Nación al BCRA (un compromiso pautado para mediados de 2020), y ambas como criterios de ejecución (*benchmarks*), cuyo incumplimiento no amerita necesariamente una sanción formal. Esto último refleja la simplificación de la política de condicionalidades estructurales del FMI, pero también el interés político de evitarle al Gobierno medidas impopulares que erosionaran sus chances electorales. Al respecto, los sucesivos Reportes del Staff se encargaron de explicitar la voluntad de los técnicos de avanzar más rápidamente en la agenda de reformas fiscal, previsional, laboral, comercial y anti corrupción.

---

***...Por último, el acuerdo tuvo una relativamente baja exigencia de reformas estructurales. Las más relevantes fueron la reforma de la Carta Orgánica del BCRA para dotarlo de más autonomía y la migración de la cuenta del Tesoro del Banco Nación al BCRA, cuyo incumplimiento no amerita necesariamente una sanción formal.***

---

No obstante, en términos sustantivos el acuerdo se ajusta al libreto tradicional de estabilización vía ajuste fiscal, política monetaria astringente y depreciación

del tipo de cambio, que en países semiindustrializados como Argentina posee un fuerte impacto recesivo e inflacionario. Si bien el FMI ha intentado algunos cambios, estos han sido más visibles en lo discursivo. En los aspectos sustantivos, las continuidades expresan la oposición de las potencias dominantes y la persistencia de la adscripción al paradigma ortodoxo en buena parte de los economistas que integran la institución. Esto último, a pesar de que los pares del Departamento de Investigaciones vienen bregando por revisar muchas de las premisas en las que se basan sus recomendaciones, como la subestimación de los multiplicadores fiscales y el efecto positivo que la reducción de la desigualdad posee sobre el crecimiento. Asimismo, la visión ortodoxa del equipo económico del Gobierno, que en muchos aspectos se mostró más a la derecha que el organismo, impidió aprovechar las pocas ventanas tibiamente heterodoxas del FMI, como la posibilidad de avanzar en controles a la cuenta de capital.

---

***En términos sustantivos el acuerdo se ajusta al libreto tradicional de estabilización vía ajuste fiscal, política monetaria astringente y depreciación del tipo de cambio, que en países semiindustrializados como Argentina posee un fuerte impacto recesivo e inflacionario. Si bien el FMI ha intentado algunos cambios, estos han sido más visibles en lo discursivo.***

---

El programa logró ajustar la cuenta corriente, pero a costa de un desplome de las importaciones como resultado del enfriamiento de la actividad. El efecto combinado de la devaluación, la caída del salario real y la alta tasa de interés fue una profunda recesión. Esto agravó la sostenibilidad de la deuda y aceleró la fuga de capitales. Ante el triunfo del *Frente de Todos* en las elecciones primarias de agosto por el 50% de los votos, el FMI suspendió de hecho la revisión, a pesar de que las metas hasta finales de junio habían sido cumplidas. Tardía y confusamente, el Gobierno reperfiló la deuda de corto plazo (incluida, notablemente, la denominada en moneda local) e implementó un control de cambios para evitar que la crisis cambiaria y de deuda se convirtiera en un crac bancario.

El resultado se repitió en la elección presidencial de octubre, aunque con una diferencia más estrecha entre el *Frente de Todos* y la coalición oficialista. El futuro Gobierno se enfrenta a un contexto aciago. Al deterioro de los indicadores sociales y la suba de la inflación, se suma entre los temas urgentes renegociar la deuda con los acreedores privados y reactivar la relación con el FMI. En la sección siguiente se analiza la economía política del acuerdo con el Fondo y los posibles escenarios para el futuro inmediato.

---

***El programa logró ajustar la cuenta corriente, pero a costa de un desplome de las importaciones como resultado del enfriamiento de la actividad. El efecto combinado de la devaluación, la caída del salario real y la alta tasa de interés fue una profunda recesión. Esto agravó la sostenibilidad de la deuda y aceleró la fuga de capitales.***

---

#### La política del acuerdo

El acuerdo con Argentina no sólo es el crédito más importante (el programa con México es precautorio) de los otorgados luego de la crisis financiera de 2008, sino que supera en magnitud en más de la mitad al que le sigue (Grecia 2010, por 26.400 millones de dólares). Por otra parte, se trató de un acuerdo cuyo cronograma de desembolsos estuvo fuertemente concentrado en el inicio del programa: durante el primer año de los tres estipulados de duración del programa, el FMI desembolsó el 78% del financiamiento disponible.

La magnitud y anticipo de los desembolsos pueden leerse como un indicador del apoyo político y financiero del FMI al anterior Gobierno. Asimismo, el FMI tuvo otros dos incentivos. Primero, apuntalar su regreso a América Latina y, en particular, al Cono Sur. Si bien luego de la crisis financiera aprobó cuantiosos programas a México y Colombia, no conllevaron desembolsos, ya que fueron precautorios. Sí hubo créditos, pero a pequeñas economías de Centroamérica y el Caribe, como Jamaica y República Dominicana. Estimulados por la “*ola rosa*” de gobiernos progresistas y el auge de los precios de

las materias primas, durante una década los países de América del Sur no recibieron desembolsos significativos del organismo. Al respecto, al acuerdo con Argentina se le suma el suscrito con Ecuador a comienzos de este año.

Por otro lado, el acuerdo constituye una excepcionalidad que reflejó la necesidad financiera del Gobierno, el interés político del Fondo por sostener el programa económico pro mercado de un gobierno con el cual compartía –como pocos– afinidad ideológica y política, y el visto bueno de las potencias por apoyar económicamente a una administración que se posicionó como pivote del giro hacia la derecha en la región.

### En búsqueda de consensos

La renegociación de la deuda pública será un tema primordial en la agenda económica del próximo gobierno. La caída de las reservas y la concentración de altos

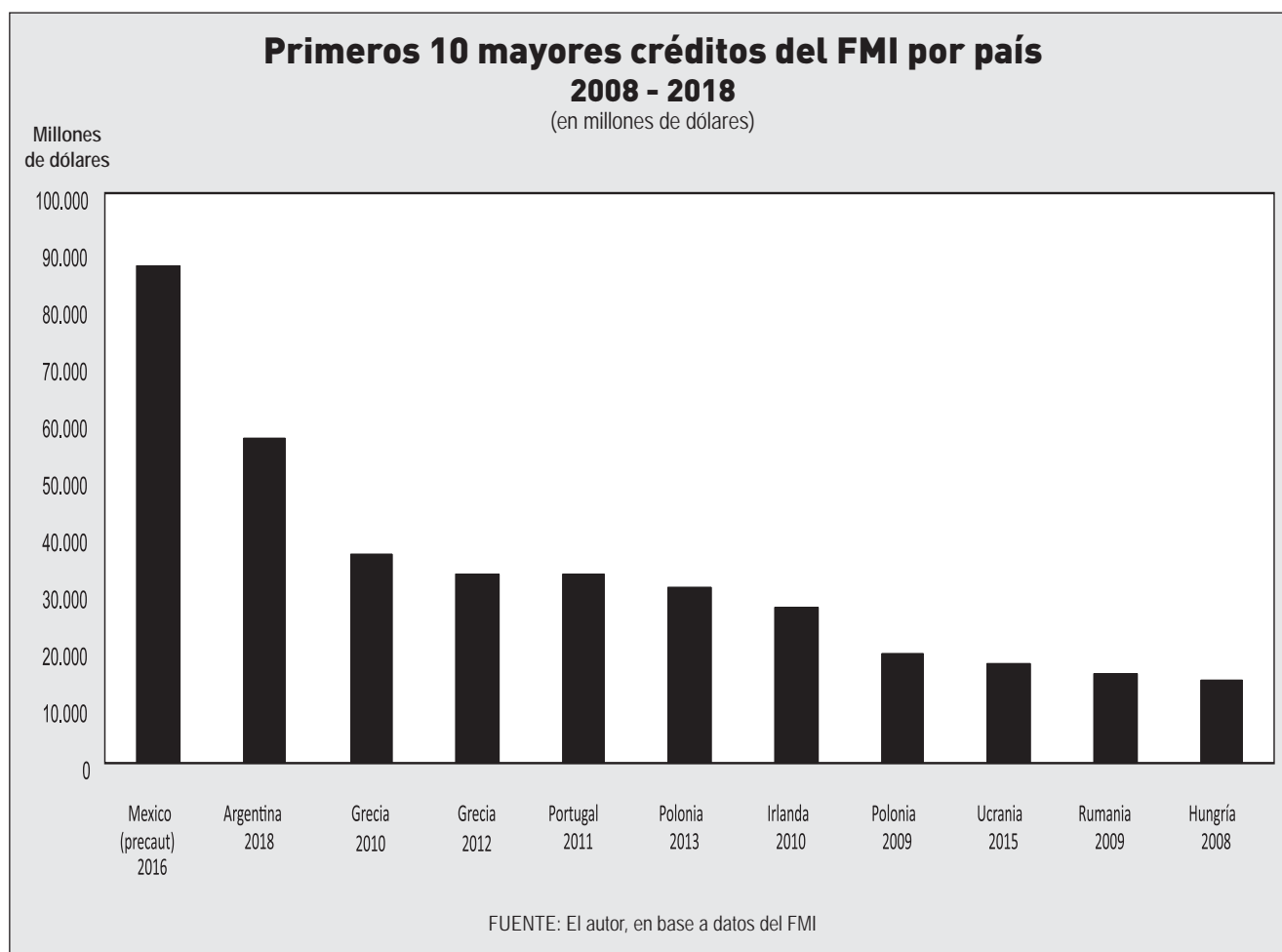
compromisos con acreedores privados y multilaterales durante el período que abarque el primer mandato de Alberto Fernández obligan a idear estrategias que permitan abordar y resolver este tema contemplando la pluralidad de intereses en juego. Un actor central de este proceso es el FMI, que desempeña un triple rol en la Argentina: es acreedor, garante de la renegociación futura y copartícipe del programa económico.

---

***Un actor central del proceso de renegociación de la deuda es el FMI, que desempeña un triple rol en la Argentina: es acreedor, garante de la renegociación futura y copartícipe del programa económico.***

---

Entre 2022 y 2023 los repagos al FMI comprometen desembolsos netos por parte de Argentina de entre 4 y 5 mil millones de dólares por trimestre, un flujo que supone



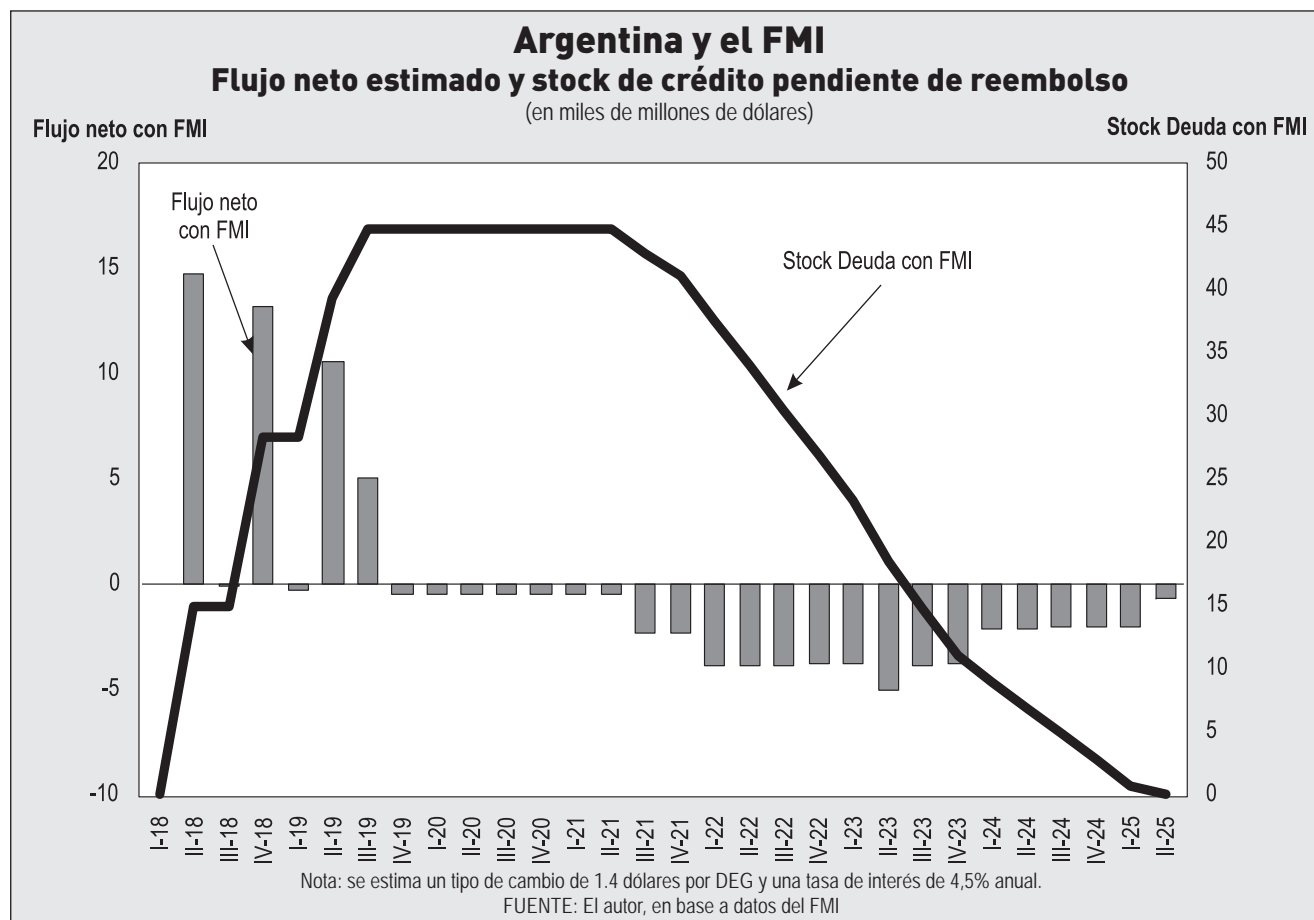
una carga financiera muy severa para cualquier economía periférica. La elevada concentración de vencimientos con el Fondo vuelve improbable una renegociación limitada a los acreedores privados, quienes requerirán conocer la decisión del FMI para evaluar la sostenibilidad de la propuesta. Y la política del organismo de concesión de préstamos a países con atrasos (*Lending into Arrears*) condiciona cualquier nuevo acuerdo –imprescindible para extender los vencimientos con el Fondo– a que haya negociaciones de “buena fe” con los privados. En teoría, esto remite a compartir información no sensible y escuchar la opinión de los deudores; en la práctica, ha servido como mecanismo para presionar por ofertas más generosas.

Argentina y el FMI se han transformado en socios: nuestro país debe uno de cada dos dólares que tiene prestados el organismo, y éste posee el 11% de la deuda bruta de la Nación; la situación económica es resultado de políticas consensuadas entre el gobierno de *Cambiamos* y el FMI; y los riesgos financieros de jugar en solitario obligan a cada uno a sostener el vínculo en el futuro inmediato. Existe espacio para reconfigurar de manera

constructiva este vínculo para evitar caer en un juego de suma cero. La clave es construir un nuevo sentido sobre la crisis económica a partir de las posibles coincidencias en cinco puntos entre el programa económico del *Frente de Todos* y la cosmovisión del FMI, que facilite una resolución cooperativa.

**La elevada concentración de vencimientos con el Fondo vuelve improbable una renegociación limitada a los acreedores privados, quienes requerirán conocer la decisión del FMI para evaluar la sostenibilidad de la propuesta.**

Esto supone resaltar el rol perjudicial que un cúmulo de políticas jugaron durante la gestión de *Cambiamos*: a) la liberalización extrema de la cuenta de capital, b) la flotación libre del tipo de cambio, c) el endeudamiento externo para financiar el déficit y la fuga, d) el enfoque monetarista para enfrentar la inflación y e) la austeridad como receta para enfrentar la crisis de balanza de



# Impulsando la industria nacional

59 cámaras sectoriales y regionales.

24.000 empresas en actividad.

300.000 puestos de trabajo directos.

Y un compromiso con el federalismo,  
la producción nacional y la integración  
entre gremios y empresarios.



**ADIMRA**

ASOCIACIÓN DE INDUSTRIALES METALÚRGICOS  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

[www.adimra.org.ar](http://www.adimra.org.ar)

pagos. La crítica a estas variables permite vincular los fundamentos de la perspectiva económica –más intervencionista– del *Frente de Todos* con cambios prácticos o discursivos que durante la última década ha ensayado el FMI.

A pesar de su sesgo ortodoxo, el Fondo muestra tolerancia ante regímenes administrados del tipo de cambio; al inicio de la gestión Macri señaló el excesivo optimismo en el monetarismo como receta para bajar la inflación, y recientemente sus funcionarios han expresado atención al acuerdo de precios como mecanismo de coordinación (Bloomberg, 20/11/19); y, en el marco de una crisis de deuda –y siguiendo su mandato–, debería reconocer la importancia de destinar el escaso endeudamiento externo disponible a ampliar la capacidad productiva o repagar deuda en moneda extranjera. Con respecto a los controles de cambio y el margen para desplegar una política fiscal contracíclica, el staff ha mostrado más disposición que la Gerencia y el Directorio, donde las presiones directas de acreedores o crudos intereses geopolíticos limitaron esos cambios solo al plano discursivo. De cualquier modo, los controles fueron incorporados en algunos programas pos-crisis 2008, como los de Islandia y Ucrania.

---

***Argentina y el FMI se han transformado en socios: nuestro país debe uno de cada dos dólares que tiene prestados el organismo, y éste posee el 11% de la deuda bruta de la Nación; la situación económica es resultado de políticas consensuadas entre el gobierno de Cambiemos y el FMI; y los riesgos financieros de jugar en solitario obligan a cada uno a sostener el vínculo en el futuro inmediato.***

---

Un consenso en torno a estos puntos contribuiría a varios objetivos: a) reforzar la viabilidad económica de una estrategia de renegociación que condicione el repago al crecimiento; b) emplazar el esperable giro estratégico del FMI, quien, cual consultor errado, deberá justificar ante sus accionistas mayoritarios el fracaso del acuerdo previo, hacia políticas e instrumentos convergentes con el crecimiento y la inclusión; c) facilitar la negociación con los privados, que contarían

con expectativas de mayores recursos derivados del crecimiento.

---

***Si crecer para pagar es el norte, esto requiere un aporte de todos los actores relevantes. Para los privados, significa aceptar alguna combinación de extensión de plazos y/o quitas; para el FMI, excluir condicionalidades que ahoguen el crecimiento; y para el Gobierno implica agudizar la creatividad y la audacia, sin renunciar a las alianzas políticas en las que se apoyó su victoria.***

---

Si crecer para pagar es el norte, esto requiere un aporte de todos los actores relevantes. En el caso de los privados, significa aceptar alguna combinación de extensión de plazos y/o quitas de capital o interés; para el FMI, facilitar un nuevo acuerdo que refuerce la posición externa de la economía, incluya financiamiento que permita –al menos– compensar los vencimientos y, atendiendo a su propia autocrítica y el mensaje explícito de la sociedad argentina, excluya condicionalidades que ahoguen el crecimiento, impongan una erosión de derechos de los llamados acreedores sociales (es decir, la sociedad) o demanden reformas estructurales que no cuentan con apoyo social o exceden el mandato del organismo; y para el Gobierno implica agudizar la creatividad y la audacia para promover un programa de crecimiento reconociendo la trascendencia de la resolución de este conflicto, sin renunciar a las alianzas políticas en las que se apoyó su victoria.

#### **Bibliografía:**

- Basualdo y otros (2019), “Informe de coyuntura” CIFRA, Nº 32, <http://www.centrocifra.org.ar/docs/32.pdf>
- Bloomberg (20/11/19), “IMF Says Mexico Credit Line May be Cut from Current \$74 Billion”, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-11-20/imf-says-mexico-credit-line-may-be-cut-from-current-74-billion>
- Bortz, Pablo y Zeolla, Nicolás (2018) “Argentina: From the ‘confidence fairy’ to the (still devilish) IMF”, <https://criticalfinance.org/2018/05/17/argentina-from-the-confidence-fairy-to-the-still-devilish-imf/>
- Vetterlein, A. (2015), “Understanding Policy Change as Position-Taking”. *After’08: Social Policy and the Global Financial Crisis*, 87.

## Estimación del Balance Cambiario

### Primeros diez meses de cada año

(en millones de dólares)

Conceptos	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Cuenta Corriente cambiaria</b>	<b>5.537</b>	<b>6.750</b>	<b>-8.658</b>	<b>-2.302</b>	<b>-8.363</b>	<b>-13.092</b>	<b>-12.573</b>	<b>-10.461</b>	<b>4.352</b>
Balance transferencias por bienes	12.718	13.268	3.781	7.356	3.925	7.020	4.283	6.042	18.690
Cobros por exportaciones de bienes	66.416	68.037	64.890	59.227	49.552	48.874	49.811	43.302	46.716
Pagos por importaciones de bienes	53.698	54.769	61.109	51.871	45.628	41.854	45.528	37.259	28.026
Servicios	-1.056	-3.118	-7.808	-4.637	-7.236	-7.765	-9.004	-8.699	-4.877
Ingresos	9.663	8.435	7.121	6.774	6.124	7.488	7.954	6.448	6.699
Egresos	10.719	11.553	14.929	11.411	13.360	15.253	16.958	15.147	11.576
Ingreso primario	-6.756	-3.841	-4.814	-5.163	-5.104	-12.629	-8.177	-8.032	-9.595
Intereses	-3.210	-3.780	-3.760	-3.851	-4.883	-10.255	-6.423	-6.985	-8.719
Ingresos	645	788	702	716	828	1.260	1.855	2.410	2.423
Egresos	3.855	4.568	4.462	4.568	5.712	11.515	8.278	9.395	11.143
Pagos de intereses al FMI	11	3	2	3	1	1	8	64	917
Pagos de intereses a otros Org. Int. y otros bilat.	367	385	447	429	728	1.204	873	886	1.196
Otros pagos de intereses	1.369	1.812	1.652	1.507	1.450	1.720	2.159	1.847	2.196
Otros pagos del Gobierno Nacional	2.108	2.368	2.361	2.628	3.533	8.590	5.239	6.597	6.834
Utilidades y Dividendos y otras rentas	-3.546	-61	-1.054	-1.312	-220	-2.374	-1.754	-1.047	-876
Ingresos	115	52	17	36	11	31	94	59	192
Egresos	3.660	112	1.071	1.348	231	2.405	1.848	1.106	1.067
Ingreso secundario	630	440	183	142	52	282	325	228	134
Ingresos	1.368	1.389	789	572	512	768	643	657	636
Egresos	738	949	606	430	459	486	317	429	502
<b>Cuenta capital y financiera cambiaria</b>	<b>-7.079</b>	<b>-7.438</b>	<b>643</b>	<b>102</b>	<b>4.433</b>	<b>24.785</b>	<b>22.083</b>	<b>4.311</b>	<b>-31.641</b>
Cuenta de capital cambiaria	97	52	41	67	77	130	162	-87	95
Cuenta financiera cambiaria	-7.176	-7.491	602	35	4.357	24.655	21.921	4.397	-31.736
Inversión directa de no residentes	2.644	3.004	2.132	1.529	1.200	1.981	1.916	1.982	2.212
Ingresos	3.030	3.212	2.279	1.603	1.216	2.014	2.081	2.170	2.306
Egresos	386	209	147	73	15	32	165	188	94
Inversión de portafolio de no residentes	-113	-99	-18	-25	-41	1.660	8.216	-5.229	-4.520
Ingresos	14	17	15	17	8	1.760	13.198	10.227	8.984
Egresos	127	116	33	42	49	100	4.982	15.456	13.503
Préstam. financ., títulos de deuda y líneas de cré.	4.400	-2.533	-3.158	-413	-482	11.387	8.196	-144	-5.497
Ingresos	12.020	7.640	3.989	6.103	8.085	21.178	23.173	24.237	19.982
Egresos	7.620	10.173	7.148	6.516	8.567	9.790	14.977	24.381	25.479
Operaciones con el Fondo Monetario Internacional	49	0	0	0	0	0	0	20.623	16.226
Ingresos	49	0	0	0	0	0	0	20.623	16.226
Egresos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Préstamos de otros Org. Int. y otros bilaterales	4.939	-1.931	-1.772	-474	7.361	-1.387	-371	779	-310
Ingresos	10.191	29.252	20.070	4.340	12.371	16.639	3.430	18.095	26.909
Egresos	5.253	31.183	21.842	4.814	5.010	18.027	3.802	17.316	27.218
Form. de activos extern. del sect. priv. no financ.	-21.221	-3.548	343	-2.924	-5.663	-11.088	-17.480	-25.959	-26.879
Ingresos	9.906	3.054	507	1.289	2.156	9.692	20.781	23.344	40.169
Egresos	31.127	6.602	164	4.213	7.819	20.779	38.262	49.303	67.048
<b>Operaciones de canje por transfer. con el exterior</b>	<b>-7</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-6.447</b>	<b>-11.200</b>	<b>-101</b>	<b>5.540</b>
Form. de activos externos del sect. financ. (PGC)	-15	74	484	308	502	-1.539	1.946	-760	719
Form. de activos externos del sect. público	3.943	706	1.369	595	276	495	4.143	5.848	2.003
Compra-venta de títulos valores	-398	-324	0	666	-599	-401	-1.160	-5.029	-8.378
Otras operaciones del sector público (neto)	517	-1.608	170	-91	-3.867	24.865	22.770	12.599	-10.556
Otros movimientos netos	-1.865	-1.230	1.055	864	5.669	5.129	4.945	-212	-2.298
Concepto no informado por el cliente (neto)	0	0	0	0	0	0	2.134	5.415	4.732
<b>Variac. de Reservas Internac. por transacciones</b>	<b>-5.435</b>	<b>-1.394</b>	<b>-9.384</b>	<b>-2.199</b>	<b>-3.894</b>	<b>11.606</b>	<b>11.639</b>	<b>-160</b>	<b>-22.557</b>
Variac. contable de Reservas Internac. del BCRA	-4.666	-1.102	-10.058	-2.488	-4.438	11.647	12.501	-1.100	-22.545
Ajuste por tipo de pase y valuación	769	293	-675	-289	-545	41	862	-940	11

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.



Ayudarte a vivir tu casa es  
**BANKING HOME**

