

# INFORME DE COYUNTURA ECONÓMICA N°7

Septiembre 2015

**UDAV**  
UNIVERSIDAD  
NACIONAL DE  
AVELLANEDA

OBSERVATORIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS  
MÓDULO DE "POLÍTICAS ECONÓMICAS"



## AUTORIDADES

### RECTOR

Ing. Jorge Calzoni

### SECRETARIA GENERAL

Dra. Patricia Domench

### DIRECTOR DEL OBSERVATORIO DE POLITICAS PÚBLICAS

Lic. Eric Calcagno

### COORDINADOR GENERAL DEL OBSERVATORIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS

Dr. José Amiune

### COORDINADOR DEL MÓDULO DE POLÍTICAS ECONÓMICAS

Lic. Santiago Fraschina

## INFORME DE COYUNTURA NRO. 7

Módulo de “Políticas Económicas” del Observatorio de Políticas Públicas de la Universidad Nacional de Avellaneda.

modulodepoliticaeconomica@undav.edu.ar

**Septiembre 2015**

*Este documento fue elaborado por:*

Jerónimo Rodríguez Use e Iván Weigandi (Coordinación y Edición General),

Andrea Luna, Pablo Paredes, Iván Reisenman, Luciana Sosa, Breno Nunes Chas, Yessica Ríos, Martin Novella, Noelia Torres, Lucia Giambroni, Camila Matrero, Pablo Barni, Javier Cernadas, Sergio Chouza, Julian Otero



EDITORIAL

# Economía y Política en el trimestre electoral

La dinámica económica del tercer trimestre del corriente año se desarrolla en el marco del proceso electoral presidencial. Disociar ambos fenómenos sería sumamente perjudicial para el desarrollo de un análisis profundo de la coyuntura actual. Es por ello que un abordaje de los fenómenos sociales desde la Economía Política enfatiza los múltiples lazos comunicantes entre los acontecimientos políticos y los resultados económicos. Por otra parte, la agenda mediática electoral focaliza los análisis en determinados hechos y variables de manera de influir en la opinión pública y en las expectativas del electorado. Si en nuestro informe coyuntura de Marzo<sup>1</sup> advertíamos que la estabilidad cambiaria y la desaceleración de la inflación convivían con un escenario político enrarecido por el episodio Nisman, en el corriente número a una (moderada) reactivación económica y firmeza del empleo se le contraponen las denuncias de fraude electoral, focalizadas en los distritos de peor desempeño de la oposición. El triunfo del oficialismo en las Primarias Abiertas y Obligatorias de Agosto y la posibilidad de una victoria de Daniel Scioli en primera vuelta en octubre potenciaron los esfuerzos y la inventiva de los agentes comunicacionales del poder económico en pos de mejorar el desempeño opositor de cara a un ballottage.

En el plano económico como suele suceder en épocas de transición presidencial, el dólar se posiciona como la variable central y ocupa todas las miradas en el debate público. Como consecuencia de una historia signada por grandes crisis (Hiperinflación del 89, crisis de 2001 y devaluación de 2002, entre otras), el incremento en la dolarización de las personas con capacidad de ahorro es una constante en los momentos previos a las elecciones. Es por ello que la especulación con respecto a la cotización del dólar y la generación de escenarios de incertidumbre que propicien corridas bancarias y cambiarias acompaña el desenvolvimiento del trimestre electoral.

A esta realidad local, se le suma un escenario internacional adverso donde los países de la región devalúan su moneda. Entre agosto de 2014 y el mismo periodo de este año Brasil devaluó 55%, México un 55% y Uruguay un 20%. Estos datos potencian los argumentos sobre la existencia de un retraso cambiario y la necesidad de una devaluación que recupere la competitividad de la economía y revierta el mal desempeño de las economías regionales. Como advertimos en nuestro análisis del sector externo, la estructura económica Argentina hace que los movimientos bruscos del tipo de cambio se trasladen más que proporcionalmente a precios, como sucedió en enero de 2014. Por otro lado, la competitividad de las economías regionales y su comportamiento exportador dependen en mayor medida de la dinámica del comercio mundial y el crecimiento de nuestros socios comerciales que del valor de la moneda.

<sup>1</sup> <http://undav.edu.ar/general/recursos/adjuntos/9955.pdf>



Asimismo, los costos en concepto de transporte de mercadería, ciertos desafíos en materia de infraestructura y comercialización reflejan aspectos estructurales cuyo abordaje mejoraría la competitividad sistémica de nuestras exportaciones.

La caída en el comercio mundial y la devaluación de las economías emergentes nos trasladan a un tema económico central que es olvidado o mitigado en la agenda mediática y refiere a la existencia de un contexto internacional desafiante para las economías en desarrollo. Como analizamos en el sector internacional, la devaluación y caída de la bolsa de Shanghái evidenció signos de desaceleración en el crecimiento de la economía China. Si sumamos los problemas que enfrentan Brasil y Rusia, el panorama para los BRICS no resulta tan alentador como hace unos años.

Dado el carácter estratégico y las profundas interrelaciones que conectan nuestras economías, el caso brasilero merece especial atención. Tras la implementación de políticas de ajuste por parte del ministro de economía brasilero Joaquim Levy, la economía brasilera entró en recesión y se espera una caída del PBI de más de un 1%. El plan económico perpetuado por el gabinete más ortodoxo de los mandatos del Partido de los trabajadores (PT), tenía como objetivo conservar el “grado de inversión” que la economía brasilera había alcanzado en 2008. Sin embargo, las políticas del manual ortodoxo: Ajuste presupuestario + Incremento de la tasa de interés + Devaluación, solo debilitaron la economía brasilera. En lugar de equilibrar las cuentas públicas, el estancamiento económico redujo la recaudación impositiva y profundizó los desequilibrios fiscales, finalmente nuestro vecino perdió supreciado “investment grade”. El caso brasilero refleja la falta de correspondencia entre los criterios económicos utilizados por las calificadoras y el desempeño de la economía real y desacredita la utilización de políticas de ajuste como incentivo a las inversiones.

A los problemas económicos de Brasil se le suma un escenario de alta conflictividad política, con denuncias de corrupción vinculadas a PETROBRAS, quiebres en las alianzas políticas entre el Partido de los Trabajadores (PT) y el Partido del Movimiento Democrático Brasileiro (PMDB) y pérdida de representatividad de Dilma en el Congreso. A la rebeldía del presidente de la cámara de diputados, Eduardo Cunha (PMDB) y sus iniciativas para realizarle un juicio político a Dilma Rouseff (impeachment), se le suman los intentos de imponer una agenda política contraria al Mercosur del presidente de la cámara de senadores Renan Calheiros. En este último punto, la pronta respuesta de Dilma y la reaparición pública de Lula Da Silva dan cuenta de una fuerte iniciativa presidencial por profundizar los lazos con el Mercosur.

Por último, el escenario mundial permite pronosticar para los próximos años menores precios de los productos primarios, una apreciación del dólar y un flujo de capitales de las economías en desarrollo hacia las economías centrales. En el plano local, tal escenario siempre trajo como resultado crisis económicas en un marco de las denominadas políticas de estabilización: Ajuste presupuestario y devaluación.

Con todo, el desempeño económico argentino para el primer semestre del año ha sido positivo. La desaceleración en el nivel de variación de precios permitió que las



políticas de ingresos pudieran mejorar el poder de compra de la población, potenciando el consumo y las ventas del mercado interno. Son numerosas las estimaciones tanto públicas como privadas que dan cuenta una recuperación económica presente desde el último cuatrimestre del 2014. La continuidad de la política fiscal expansiva resultó ser exitosa para reactivar la actividad. La volatilidad de la inversión en un contexto internacional donde persisten los efectos de la crisis financiera de 2008 y la reducción en los volúmenes exportables, hace del consumo el sostén del crecimiento y constituyen al gasto público como una herramienta necesaria y eficaz (ver sector público). Traccionada por el consumo, la actividad económica acumula un crecimiento del 0.5% y se proyecta finalizar el año con un aumento del PBI cercano al 1%.

Esta recuperación económica en un contexto desfavorable no es tenida en cuenta por la agenda mediática electoral, al igual que el desempeño positivo del empleo. Los niveles de desempleo alcanzados en el segundo trimestre del corriente año (6.6%) pasan desapercibidos, a pesar de constituir los guarismos más bajos de los últimos 24 años. Hay que retrotraernos al año 1991, previo a la instauración del esquema de convertibilidad para observar valores similares. A partir de esa fecha, el modelo de valorización financiera tuvo en el empleo su variable de ajuste y los niveles de desempleo no pararon de subir hasta alcanzar en mayo de 2002, tras la crisis de la convertibilidad, el 21.5% de la población económicamente activa.

Los desafíos actuales en materia de empleo presentan grandes diferencias respecto a los de los últimos veinte años. Si antes la problemática del desempleo dominaba los debates, la mayor estabilidad laboral de la actual coyuntura presenta una oportunidad para avanzar en materia de formalidad laboral y mejora en las condiciones de trabajo. Persisten aún importantes sectores del mercado laboral con alta informalidad, donde no se respetan los derechos de los trabajadores. Asimismo, existen nichos poblacionales con trayectorias laborales precarias y discontinuas. Mejorar estos indicadores requiere de políticas focalizadas que potencien el desarrollo industrial fundamentalmente de las PYMES, principales fuentes de generación de empleo de calidad.

En materia económica, frente a la protección del consumo propia de los últimos años y en el marco de un contexto mundial desfavorable, potenciar y mejorar los indicadores de inversión y las alternativas de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas se posicionan como desafíos para los próximos años. La centralidad del dólar en la discusión política desvía la atención de los debates que hacen a la agenda del desarrollo. A poco más de un mes de las elecciones de octubre, el dólar seguirá dominando la escena y su dinámica será seguida con atención por quienes tengan capacidad de ahorro. A diferencia de otras transiciones presidenciables, aún con numerosas dificultades, la economía presenta la robustez necesaria para sostener el ciclo de crecimiento y la política ha alcanzado la madurez necesaria para transitar el trimestre electoral sin turbulencias.



# Actividad Económica

Como advertimos en el informe anterior (junio 2015), luego del estancamiento de la actividad económica del año 2014, a partir del cuarto trimestre de dicho año comenzó a vislumbrarse una reactivación impulsada por el consumo en un contexto de recuperación del poder adquisitivo y desaceleración en la variación de precios. Del tenue crecimiento del primer trimestre de 2015, para el acumulado del primer semestre se observa una heterogeneidad en la dinámica económica, con sectores con cierta pujanza y otros en los que persiste la tendencia negativa, influenciada en gran parte por el contexto mundial (ver sector internacional).

**8.7%**

Es el crecimiento acumulado a agosto de los despachos de cemento. Con casi 8 millones de toneladas la dinámica de este insumo refleja el crecimiento vigoroso del sector de la construcción en el segundo trimestre del año, impulsado por la obra pública.

En este sentido, por un lado los sectores vinculados a los servicios y a la producción de bienes de consumo crecen a la par del poder adquisitivo, influenciados por las políticas de ingreso. Por otra parte, la construcción también muestra un desempeño vigoroso en un contexto de incremento sustancial de la obra pública.

En contraste, sectores de bienes transables presentan cierta tendencia negativa vinculada con la menor demanda externa por la recesión de nuestro principal socio comercial, Brasil. El sector automotriz refleja de manera acabada las dos caras del desenvolvimiento económico del corriente año: por un lado los patentamientos y las ventas internas se recuperan de la brutal caída del año pasado, los sectores de autopartes y las ventas al exterior se ven reducidos sustancialmente debido a los problemas de Brasil.

La actividad industrial mostró en junio un leve crecimiento que cobra relevancia ya que es el primer guarismo positivo luego de casi un año y medio de caída (traccionada por el sector automotriz).

Los datos públicos y privados dan cuenta de la recuperación económica y se proyecta un crecimiento del 1% de la actividad para el corriente año. Esta dinámica es impulsada fundamentalmente por el Consumo mientras que el resto de los componentes de la demanda (exportaciones e Inversión) exhiben un comportamiento menos pujante. Por el lado de las exportaciones, las dificultades radican en la menor demanda internacional y la caída del volumen del comercio mundial. Con respecto a la inversión, si bien el corriente año muestra un comportamiento similar que el del resto de la región, se convierte en la variable fundamental para consolidar el camino hacia el desarrollo en el próximo año.

Las políticas económicas expansivas y contra-cíclicas permitieron poner nuevamente en marcha la economía tras el escenario mundial actual menos amistoso para nuestros países. Entre los nuevos desafíos económicos encontramos caída en los precios de exportación de nuestros productos, caída del comercio mundial, apreciación



del dólar y desplazamiento de capitales hacia Estados Unidos en un contexto de alta volatilidad financiera.

El buen desempeño del consumo cobra relevancia al comparar la variación local con el desempeño que dicha variable presenta en Brasil. Mientras que en Brasil la confianza del consumidor alcanzaba en agosto el menor nivel desde 2005, en Argentina para agosto la variación interanual fue positiva y del orden del 29.4% (CIF-Di Tella).

La agenda para el próximo año se corresponderá con un mayor énfasis en la inversión como motor de crecimiento de manera de superar la escasez relativa de divisas que se ha posicionado como la restricción histórica al crecimiento y el desarrollo sostenido de nuestra economía y nuestra industria.

- **INDUSTRIA: Según datos del Estimador Mensual de Actividad Industrial (EMI), la industria tuvo un incremento del 0.3% en julio.**

**0.3%**  
Creció la actividad industrial en Julio, luego de casi un año de retroceso.

El escenario mundial de estancamiento de nuestros socios comerciales presenta desafíos para el desenvolvimiento de la actividad industrial, principalmente en el sector automotriz dado el importante nivel de integración de las cadenas productivas locales con las de Brasil. Según el INDEC, la industria automotriz evidencia una caída del 11.5% para los primeros siete meses del año. La recesión del país vecino impacta en el desenvolvimiento de un sector que, a su vez es afectado por el contexto local de escasez relativa de divisas. Dado la participación que tiene en la matriz industrial argentina, la caída del sector automotriz explica gran parte de la desaceleración industrial, dinámica presente también en los países de la región. No obstante el cambio de tendencia observado en los datos de crecimiento industrial en el mes de julio cobra relevancia ya que significan el primer guarismo positivo luego de un año y medio de caída.

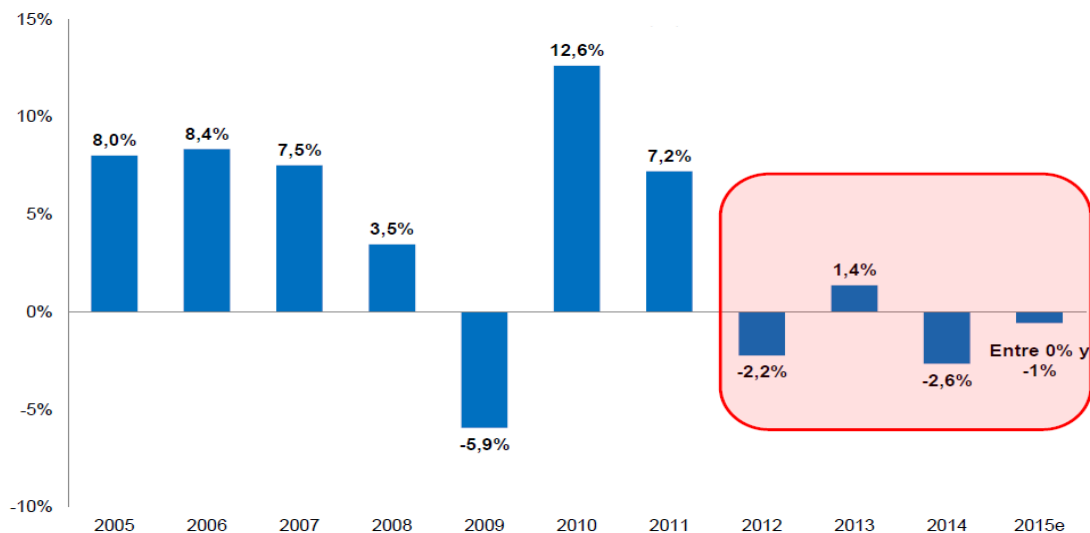
Tras una importante caída de la industria en 2014 (-2.6% según el Centro de Estudios –CEU- de la UIA), se espera un significativo repunte del sector para cerrar el año con indicadores levemente positivos. Una de las actividades que encabeza este repunte es la metalúrgica. Según la Asociación de Industriales Metalúrgicos del a Republica Argentina, en el primer semestre de 2015, la producción del sector se incrementó un 1% interanual, revirtiendo la caída evidenciada en 2014 (-2.6%). Asimismo, si se toma la actividad metalmecánica (excluyendo la automotriz), se observa un crecimiento a julio del 3.8%

La trayectoria de la industria en los últimos años ha sido positiva con crecimientos por encima del resto de las actividades económicas. Pero el escenario internacional impuso a partir de 2012 mayores dificultades para el sector. El contexto del día de la industria celebrado el 2 de septiembre dio lugar para el análisis del desenvolvimiento del sector bajo el mandato kirchnerista evidenciando un saldo más que positivo



respecto a otras experiencias históricas. Sin ir más lejos, durante la última década se pudo revertir la brutal destrucción industrial propia del neoliberalismo. Entre los desafíos que se marcaron en la celebración industrial, cobra relevancia la necesidad de profundizar la inversión y la sustitución de importaciones para garantizar un crecimiento sustentable. La escasez relativa de divisas de la actual etapa suponen desafíos para hacerse de los dólares necesarios para un desenvolvimiento saludable y robusto de un sector que explica gran parte de los avances en materia de empleo de la última década (ver sector empleo, precios e ingresos).

**Gráfico 1: Evolución de la Actividad Industrial. Variación Interanual.**



Fuente: EU-UIA en base a datos de cámaras empresariales y organismos del sector público y privado

- PYMES: Entre agosto y septiembre se lanzaron 10 iniciativas vinculadas a las pequeñas y medianas empresas. Las mismas están orientadas a facilitar el financiamiento Pyme y mejorar los canales de comercialización.**

51%

Del empleo es generado por el las PYMES, quienes explican a su vez el 44% del Producto Bruto Interno.

En junio de 2015, la fundación Observatorio Pyme dio a conocer el informe anual 2013-2014 sobre el desenvolvimiento del sector. Uno de los aspectos que explicaba el menor dinamismo pyme durante el periodo relevado refería a problemas de financiamiento y a demanda de crédito insatisfecha. Con el objetivo de profundizar el desarrollo del sector y hacer frente a esta demanda genuina, el Ministerio de Economía junto con la Comisión Nacional de Valores lanzo en agosto 7 medidas para mejorar el financiamiento de las pymes y su inserción en el mercado de capitales. A saber:

- 1. Nuevo régimen PyME para la CNV.** Con nuevas reglamentaciones y modalidades para que las PyMEs puedan emitir acciones. La emisión de





acciones es una forma de financiarse, pero también para convertirse en sociedades abiertas.

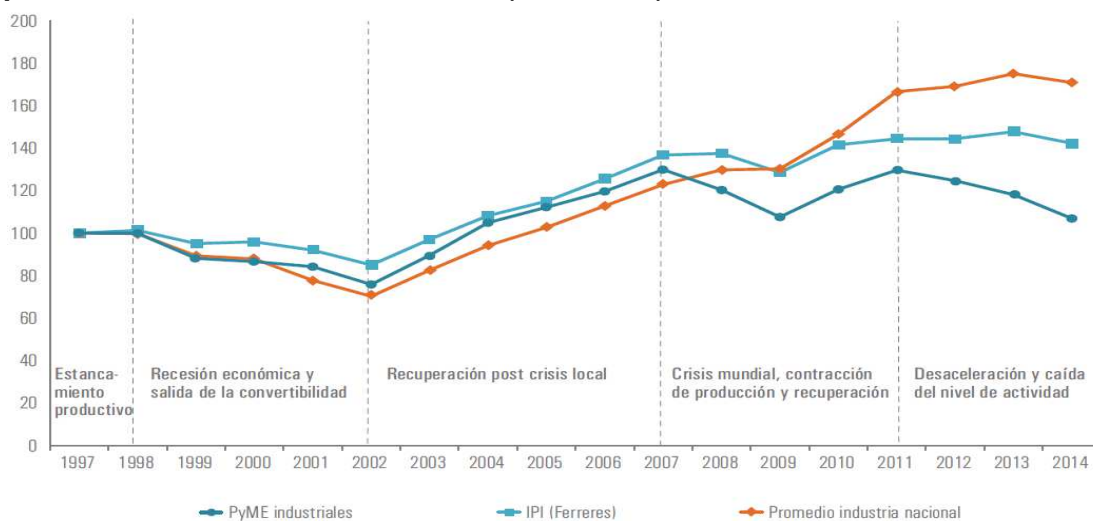
2. **Cheque pago diferido.** Se ampliará el plazo de subasta y la liquidación se hará en 24 horas, para subsanar la falta de transparencia que limitaba la demanda.
3. **Pagarés.** Los nuevos no tendrán designaciones de beneficiarios, serán a mediano plazo (3 años). Se podrán emitir hasta \$ 100 mil, sin necesidad de prospecto. Se agiliza el plazo, se amplía el monto y beneficiará a 10 mil PyMES.
4. **Creación de la OAF** (Oficina de Asistencia Financiera). Brindará cursos presenciales y virtuales gratuitos, que antes eran pagos. Se buscará democratizar la información y el conocimiento. También recibirá las propuestas para cambios normativos. Dispondrá de una página Web, un número telefónico 0800 y una dirección de correo electrónico, además de agencias en el interior del país.
5. **Fondo Asistir.** Cubrirá hasta el 100% de la primera colocación. El objetivo es alcanzar un monto de hasta \$ 500 millones anuales.
6. **Obligaciones Negociables.** Se incrementa tope a \$ 50 millones, con la finalidad de duplicar el número de PyMES que las emiten.
7. **Fondos comunes de inversión.** Al menos 2,5% del patrimonio deberá orientarse obligatoriamente a “fondear” iniciativas privadas. Aportarán financiamiento adicional de \$ 4.500 millones para proyectos elegibles.

A estas medidas se le sumaron 3 iniciativas anunciadas en el marco del día de la industria y vinculadas con la comercialización y la defensa de los derechos de las Pymes frente a potenciales situaciones de abuso de posición dominante de parte de las grandes empresas.

8. **Consejo Consultivo de Micro y Pequeña Empresa:** Con el objetivo de constituir un espacio institucional de intercambio entre el sector público y los representantes de las PYMES para el análisis, diseño e implementación de políticas vinculadas al sector.
9. **Defensoría PYME:** instancia donde se documenten las denuncias de abusos por parte de otras empresas (incumplimientos de contrato, abusos de posición dominante, etc.).
10. **Nuevos canales de comercialización para Productos Regionales Argentinos** que favorecerán el acceso de pequeñas y medianas empresas a canales masivos de comercialización.



**Gráfico 2: Evolución de las cantidades vendidas por las Pyme industriales y producción de la industria nacional (1997-2014). Índice Base 1997=100.**



Fuente: Encuesta estructural Pyme industriales 2002-2014. Fundación Observatorio Pyme. Índice Volumen Físico (IVF). Encuesta Mensual Industrial (INDEC) e IPI (O.F. Ferreres)

Estas medidas ponen en evidencia la importancia de recuperar el crecimiento sostenido de la pequeña y mediana empresa como condición necesaria para garantizar el salto al desarrollo, mejorando los canales de financiamiento de las mismas y potenciando sus niveles de inversión.

- CONSUMO: Continúa la tendencia alcista en el consumo, factor que explica el crecimiento de la actividad económica. Las políticas de Ingreso, la desaceleración de la inflación y la extensión del financiamiento en cuotas explican esta dinámica.**

41.4%

Crecieron las ventas en centros de compras (Shoppings Centers) en el mes de julio.

En un contexto donde las exportaciones se encuentran resentidas por la menor demanda mundial y la inversión refleja la volatilidad de un mercado de capitales expuesto a shocks externos (ejemplo el derrumbe de la bolsa de Shanghái), el Consumo es el componente de la demanda que permite evitar que la economía se estanque. Las políticas de Ingreso (paritarias, Asignaciones familiares, jubilaciones) sumada a una moderación en la dinámica inflacionaria, permiten incentivar el consumo y potenciar los intercambios comerciales vinculados al mercado interno. El financiamiento vía tarjeta de crédito con tasas accesibles también repercute en el mismo sentido. Sostener el nivel de ventas se presenta como una política contra cíclica efectiva en momentos de turbulencias externas. No obstante, como mencionamos al principio es necesario que esta dinámica sea acompañada por la inversión de manera de garantizar la sustentabilidad del crecimiento económico.



# Empleo, Precios e Ingresos

La agenda económica electoral, a menos de dos meses de las elecciones presidenciales, dominada por los movimientos del dólar (ver sector monetario), el desempeño del gasto público (y los subsidios) y la variación de precios, no deja lugar para el análisis de la evolución del empleo. Esta ausencia cobra relevancia al observar la importancia que dicha variable tiene a nivel internacional<sup>2</sup>, así como al estudiar el rol que ocupó en las experiencias electorales pasadas.

Los niveles de desempleo alcanzados en el segundo trimestre del corriente año (6.6%) pasan desapercibidos, a pesar de constituir los guarismos más bajos de los últimos 24 años. Hay que retrotraernos al año 1991, previo a la instauración del esquema de convertibilidad para observar valores similares. A partir de esa fecha, el modelo de valorización financiera tuvo en el empleo su variable de ajuste y los niveles de desempleo no pararon de subir hasta alcanzar en mayo de 2002, tras la crisis de la convertibilidad, el 21.5% de la población económicamente activa.

El carácter expulsivo del esquema neoliberal generaba escenarios de alta conflictividad cristalizados en los movimientos de desocupados que dominaban la protesta callejera. En este marco, la cuestión laboral adquirió una posición central en los debates electorales y en la agenda económica de la época. Realizaremos en la presente edición, un análisis comparado de la dinámica del mercado laboral en los años electorales.

Los desafíos en materia de empleo de la actual coyuntura presentan grandes diferencias respecto a los de los últimos veinte años. Si antes, la problemática del desempleo dominaba los debates, la mayor estabilidad laboral de la actual coyuntura presenta una oportunidad para avanzar en materia de formalidad laboral y mejora en las condiciones de trabajo. Persisten aún importantes sectores del mercado laboral con alta informalidad, donde no se respetan los derechos de los trabajadores. Asimismo, existen nichos poblacionales con trayectorias laborales precarias y discontinuas. Mejorar estos indicadores requiere de políticas focalizadas que potencien el desarrollo industrial fundamentalmente de las PYMES, principales fuentes de generación de empleo de calidad.

En materia de precios e ingresos, durante el presente periodo comienza a sentirse el impacto en el nivel de consumo de los incrementos salariales vía paritaria, aumento del mínimo no imponible y actualización de las políticas de ingresos. La desaceleración de la inflación (aunque con una subida de precios en julio) permitió una recomposición del poder de compra de los salarios reflejada en el aumento en el nivel de compras en los supermercados y los shoppings (ver actividad). Aun con una alta

<sup>2</sup> Según la OIT, la brecha mundial de empleo, variable que mide el número de puestos de trabajo perdidos desde el inicio de la crisis en 2008, se sitúa, hoy, en 61 millones de personas. Lo alarmante de esta cifra es que para eliminar esta brecha sería necesaria la creación de 280 millones de puestos de trabajo para el 2019.



nominalidad, el escenario actual permitió una recuperación del terreno perdido por los salarios durante el 2014

- **Desempleo: La reactivación de la actividad económica durante el primer semestre del año permitió reducir los niveles de empleo en el segundo trimestre del año, dinámica que también estuvo influenciada por una caída en la oferta laboral.**

**6.6%**

Es el desempleo para el segundo trimestre del año. 0.9p.p. menos que en el mismo periodo del año anterior y el menor valor de desempleo para el periodo de los últimos 24 años.

A mediados de agosto, el INDEC publicó los indicadores de mercado de trabajo de la Encuesta Permanente de Hogares. La tasa de desocupación para el segundo trimestre del 2015 fue de 6,6%, 0,9 puntos porcentuales menos que el mismo período del año pasado (7,5%). Con estos guarismo, existen en la actualidad 783 mil trabajadores sin trabajo que están en la búsqueda. Haciendo una comparación interanual, se redujo un 12% el total de desocupados (-107 mil). Esta caída se debe en parte a la caída en la tasa de actividad; es decir la proporción de la Población Económicamente Activa<sup>3</sup> sobre la población total que cayó 0.3 p.p. La baja en la tasa de actividad es un fenómeno compartido de la economía mundial exhibe una advertencia a la dinámica económica. De retornar a los niveles previos a la crisis de 2008, sería necesario mejorar los niveles de generación de empleo para sostener los actuales niveles de desempleo.

Por otro lado, la totalidad de ocupados crecieron un 1.3% i.a. lo que supone la creación de 143 mil empleos, incrementando la tasa de empleo en un 0.1 p.p

De esta manera, el escenario actual del mercado laboral refleja dinámica positiva pero que se explica menos por la generación de empleo (fenómeno que caracterizo el periodo 2003-2008) y más por una preservación de los altos niveles de empleo en un escenario internacional conflictivo.

Potenciar las políticas para la pequeña y mediana empresa así como profundizar el desarrollo industrial mediante un incremento en el nivel de inversiones suponen el escenario macro necesario para profundizar la creación de empleo de calidad.

- **Desempleo y elecciones. A diferencia de las anteriores etapas de transición electoral donde la cuestión laboral ocupaba un rol central, en un escenario de creciente desempleo, la estabilidad en materia de empleo alcanzada en la actual coyuntura aleja al empleo de la agenda económica-mediática.**

Durante los noventa, el esquema de valorización financiera, alejado del entramado productivo, significó una destrucción de la industria, principal fuente generadora de

<sup>3</sup> Personas mayores de 18 años que buscaron activamente empleo en la semana de referencia de la encuesta.



trabajo genuino. Asimismo, el esquema era muy permeable a las crisis externas, momentos en los cuales el empleo se transformaba en la variable de ajuste. Durante la crisis del tequila (1994) el desempleo ya se ubicaba arriba del 12% y en la crisis rusa (1998) y de Brasil (1999) el desempleo casi alcanzaba al 15% de la población económicamente activa. El carácter expulsivo del esquema neoliberal generaba escenarios de alta conflictividad cristalizados en los movimientos de desocupados que dominaban la protesta callejera. En este contexto, cuestión laboral adquiría una posición central en los debates electorales y en la agenda económica de la época.

Esta lógica se derrumbó con la crisis de 2001-2002 con un notable deterioro y retroceso de las condiciones de vida de los trabajadores y abrió paso a otro modelo económico totalmente distinto en el año 2003 cuyo eje era la promoción de la actividad económica y la ponderación del empleo como eje central de las políticas públicas (promoción de las Convenciones Colectivas de Trabajo, incrementos continuo del Salario Mínimo Vital y Móvil, recuperación de leyes en beneficio de los trabajadores, entre muchísimas otras).

A continuación, se puede observar en el gráfico N° 1 los distintos períodos electorales que se analizarán con un breve desarrollo de las condiciones sociales, económicas y laborales por ese entonces:

**a) Elección presidencial de 1995.** El entonces Presidente de la Nación Carlos Menem fue reelecto con casi el 50% de los votos logrando un respaldo político para la profundización de su proyecto político-económico; en tanto, la “problemática del empleo” llegó a ser superior al 31% de la totalidad de la Población Económicamente Activa (PEA) en el cual la desocupación rondaba el 20% mientras que la tasa de empleo (la cantidad de Ocupados con respecto a la Población Total) era del 36%. A todo ello, había que sumarle el contexto recesivo que vivía la economía por la crisis conocida como “Tequila” de fines de 1994 que generó una caída del Producto Interno Bruto (PIB) entre el 3,6% y 5% interanual para el año 1995.

**b) Elección presidencial de 1999.** La fórmula De la Rúa-Álvarez de la Alianza salió victoriosa con el 48,4% de los votos, el panorama seguía siendo sombrío: a pesar que la tasa de empleo incrementó su valor con respecto a la de 1995 (38%, +3 p.p.), los problemas de empleo seguían en los mismos valores aunque la tasa de desocupación había descendido levemente y la tasa de subocupación subió simultáneamente. Esto se debió a que post “efecto Tequila”, la economía argentina retomó el sendero de crecimiento pero la tasa de desocupación se mantenía en niveles bastante altos. Sin embargo, ya para 1999, la economía estaba en un período de recesión muy importante (que se inició en 1998) que culminó con el estallido político y social del año 2001 con la salida de la Rúa y la caída de la Convertibilidad en 2002.

**c) Elección presidencial de 2003.** En esta elección, Néstor Kirchner fue elegido Presidente luego de la decisión de que Carlos Menem (ganador de la primera vuelta con 24,5% de los votos) decidió no presentarse a la segunda vuelta. Con un ritmo de crecimiento económico del 11,7% interanual (lo que sería el inicio de la recuperación



post caída de la Convertibilidad), los valores de la tasa de empleo, desocupación y subocupación revierten la tendencia ascendente y empieza a gestarse un proceso de generación de puestos de trabajo, liderado por el sector privado.

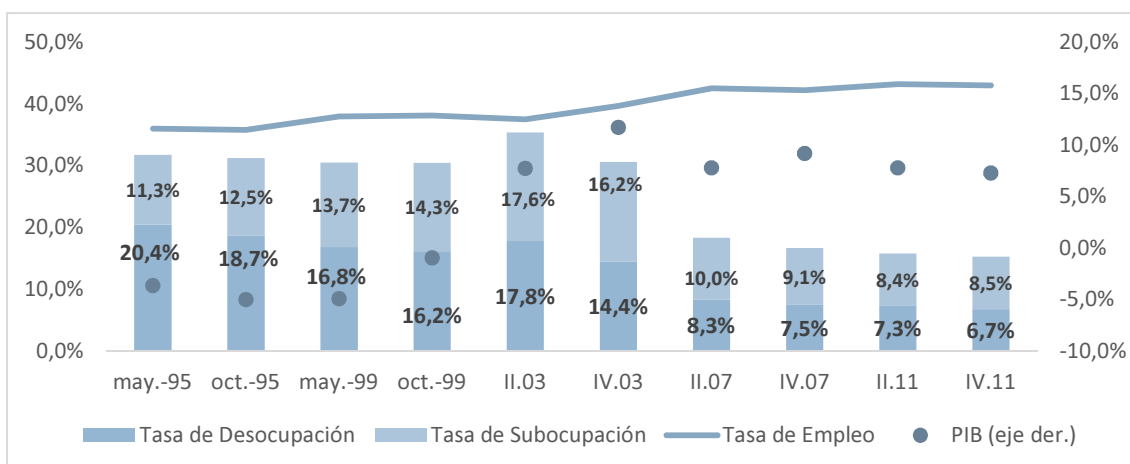
**d) Elección presidencial de 2007.** Cristina Fernández de Kirchner gana las elecciones con el 46,3% (más de 23 puntos de diferencia con el segundo puesto), la economía mantenía su vigorosidad (crecía en torno al 9% anual, a “tasas chinas”) y las condiciones del mercado mejoraron notablemente: tanto la desocupación como la subocupación se redujeron alrededor del 50% con respecto al año 2003 (pico de las pésimas condiciones laborales) en el cual la tasa de desocupación era del 7,5% al IV-2007.

**e) Elecciones presidenciales de 2011.** Cristina Fernández de Kirchner logró su reelección con el 54,1% de los votos con una diferencia de más de 37 puntos con la segunda fuerza política. En este entonces, tanto la actividad económica como el mercado de trabajo tuvieron valores similares al acto electoral previo. Se puede pensar que no hubo mejora alguna entre 2007-2011 pero debe tenerse en cuenta que, durante su primer mandato, surgió la mayor crisis financiera-económica mundial (mediados de 2008) nunca vista desde el crack de 1930 que impactó en todo el mundo de diversas maneras que todavía no está resuelta. En nuestro país, impactó tanto en la economía (en el 2009, el PIB se estancó) mientras que la desocupación al III-2009 era de 9,1% (+1,3 p.p. con respecto a III-2008). Para revertir dicha situación, se puso en marcha una serie de medidas que tenía como objetivo mantener los puestos de trabajo que la crisis amenazaba en destruirlos (plan RePro) como medidas de mantenimiento del consumo de las gran mayorías (Asignación Universal por Hijo), entre otras.

En lo que respecta al futuro, sin duda el próximo Presidente electo en las próximas elecciones recibirá un país con índices de empleo relativamente estables desde hace 5 años pero sin dudas tendrá el desafío de incluir a la mayor cantidad de argentinos en el mercado de trabajo debido a que todavía existen núcleos duros de fragilidad laboral. Uno de ellos es el alto nivel de empleo no registrado. Según los últimos datos del INDEC, la tasa de asalariados sin descuento jubilatorio para el primer trimestre de 2015 ascendió al 31,9%, una caída de 17 p.p. frente al pico alcanzado bajo la crisis de la Convertibilidad, afectando a más de 4,7 millones de trabajadores. Además, está focalizado en los más jóvenes, microempresas (de hasta cinco trabajadores) y en varios sectores como el agrícola, construcción y trabajo doméstico.



**Gráfico N° 1:** Mercado de Trabajo y actividad económica (en %, eje derecho) en periodos electorales. 1995-2011



Fuente: Elaboración propia en base a EPH-INDEC.

Nota n° 1: En el eje izquierdo, los gráficos de la tasa de desocupación, subocupación (en barras) y la tasa de empleo (en líneas) no son comparables ya que se basan en distintos denominadores (los dos primeros en base a la PEA mientras que el último, a la Población Total).

Nota n° 2: Debido a los cambios metodológicos en el cálculo del Producto Interno Bruto, entre los periodos may-95 a IV-03 es a precios de 1993 y II-07 en adelante, precios a 2004.

- El nivel educativo y la edad como barreras de acceso al empleo:** Un informe de CITRADIS del mes de julio señaló que si bien a lo largo de la última década se evidenciaron mejoras significativas en el nivel general de empleo y en la disminución de la desocupación, aún persisten segmentos de trabajadores que no logran insertarse laboralmente. Es por eso que en Argentina existe un mercado laboral segmentado en el que por un lado encontramos cada vez más cantidad de trabajadores con un empleo registrado y estable, mientras que por otro lado, coexiste una masa de trabajadores que aún se encuentran en una situación de riesgo.

La edad y el nivel educativo son factores que operan excluyendo personas con necesidad y voluntad de trabajar. Esto condiciona la oferta de trabajo, principalmente a los jóvenes y adultos mayores de 45 años que no poseen título secundario. Estas barreras al acceso a puestos de trabajo, no suele estar en concordancia con las tareas a ejercer como la edad o el nivel educativo ya que muchas en innumerables cantidad de casos estos requisitos se presentan como barreras de acceso incluso para tareas de poco valor agregado. De esta manera, aún persisten situaciones de desempleo contrastando con la teoría de la mano invisible que fue un estandarte de los teóricos del mundo del trabajo en la década de los 90 con la implementación de las políticas neoliberales, de las



cuales el mercado de trabajo aún no se ha podido recuperar plenamente. Contrariamente a lo que profesa esta la teoría, la capacidad autorreguladora del libre mercado no ha logrado insertar a muchos trabajadores, sino que generó una elevada exclusión y expulsión de personas con el deseo y la necesidad de trabajar.

La edad es uno de los mayores determinantes en cuanto a la posibilidad que tienen los individuos de desempeñarse en la actividad económica. Las limitaciones etarias se concentran en los más jóvenes y en adultos de 45 años de edad o más. Estos últimos poseen mayores riesgos de expulsión del mercado laboral y difícil reinserción. Otro factor determinante a la hora de buscar y encontrar un trabajo es el nivel educativo; por un lado el requisito de haber completado mínimamente los estudios secundarios, y poseer conocimientos en materia de informática (manejo de procesadores de texto y planillas de cálculo, entre otros). A pesar de que para ciertas labores el nivel medio completo de educación no es necesario, este sigue siendo un requisito formal y una barrera de acceso incluso en puestos de baja calificación.

Por otro lado, aún persiste un porcentaje de empleo no registrado. Las situaciones en las cuales las relaciones laborales no parecen ser estables, la identidad del trabajador se torna vulnerada, y surge en él y en su entorno temor acerca de lo que le depara el futuro. Al verse sus derechos laborales y sociales en peligro, esta incertidumbre se traslada a su familia, debido a que sus derechos laborales y sociales se encuentran vinculados al empleo.

Es muy importante destacar, que este gobierno ha realizado importantes logros para disminuir las cifras de empleo no registrado. Tal es así que en el último trimestre de 2004 la tasa de empleo no registrado era de 47,9%, mientras que, una década después, en el último trimestre de 2014 esta cifra se redujo 14 p.p. alcanzado el 33,9%. No obstante, la baja de los niveles de informalización es uno de los grandes desafíos en el mediano plazo.

- AUMENTO DEL SALARIO MINIMO. A fines del mes de julio, el Gobierno Nacional, junto con el Consejo del Empleo, la Productividad y el Salario Mínimo Vital y Móvil cerraron una nueva suba del Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM). Esta suba será otorgada en dos tramos.**

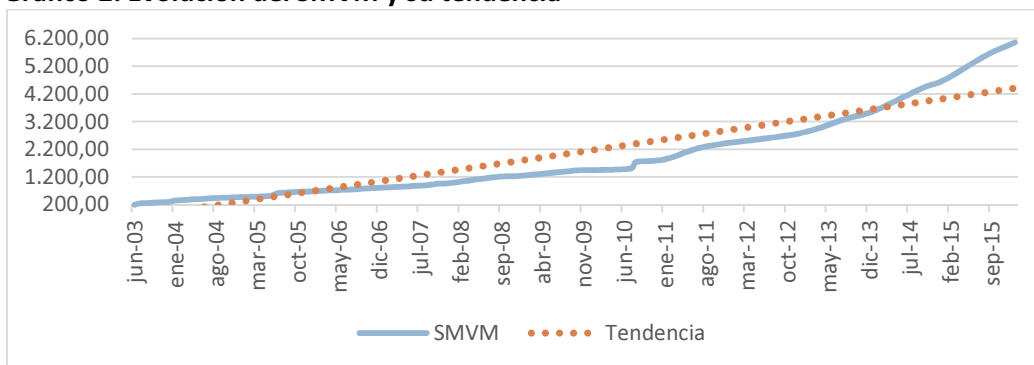
La primera suba ya se dio en el mes de agosto, en la que el SMVM pasó de 4716 pesos a \$5588 (+18,5%) y la segunda suba se dará en el mes de enero y el SMVM llegará a \$6060 (una suba de 8,4% respecto a agosto y un 28,5% respecto al valor de julio del corriente año).





Este año se cumplen doce años de la reapertura del anteriormente mencionado Consejo en el que participan empleados y patrones. En términos nominales, el SMVM creció un 2930% en estos años, con una tasa de crecimiento anual que ronda el 31%.

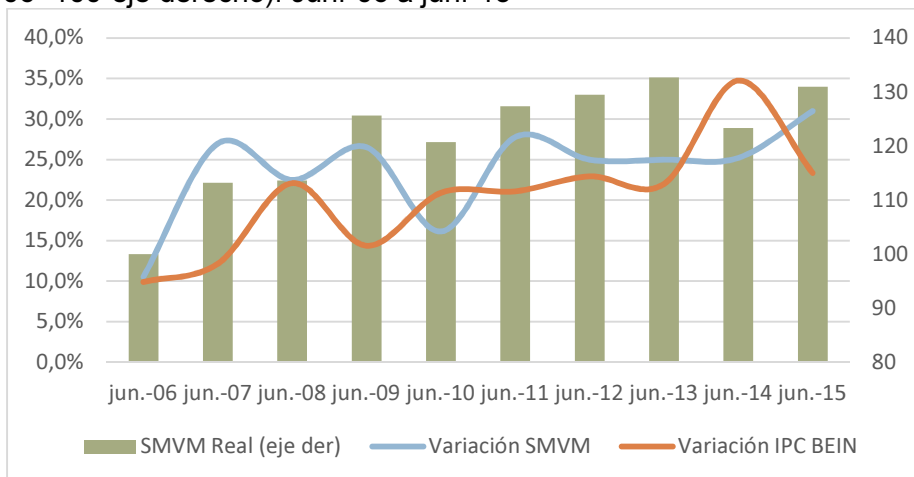
**Gráfico 2: Evolución del SMVM y su tendencia**



Fuente: Elaboración propia en base a EPH-INDEC.

Ahora bien, ¿qué pasa con el SMVM si introducimos el efecto de los precios? Luego de dos fuertes subas iniciales en 2004 y 2005 (+75% y +63% respectivamente)<sup>4</sup> que se dieron con el fin de aumentar la demanda agregada vía un aumento del consumo de las clases populares, el SMVM se movió por encima de los precios durante la mayoría de los años, lo que implica un aumento del poder adquisitivo de los trabajadores con menores ingresos. Los únicos dos años en los que no ocurrió esto fue en el año 2010 (el SMVM experimentó una suba interanual de 16% mientras que los precios aumentaron un 21%) muy probablemente como una consecuencia de la crisis financiera internacional y en el año 2014 (el SMVM aumentó un 25% mientras que los precios variaron casi un 35%) debido a la corrección del tipo de cambio implementada a principios del año anterior.

**Gráfico 3: Variación del SMVM y precios (en %) y evolución del SMVM real (base jun.-06=100-eje derecho). Jun.-06 a jun.-15**



Fuente: Elaboración Propia en base a BEL-MTEySS y Estudio Bein & Asociados

<sup>4</sup> Esta fuerte variación se debió a que el aumento partió de un piso muy bajo y de varios años de congelamiento del SMVM.



La suba del SMVM viene a colación de los acuerdos salariales de los gremios más importantes cerrado en los meses anteriores (se puede ver en el anexo I los aumentos más significativos).

Desde un punto de vista teórico, existen diferentes perspectivas acerca de la regulación del SMVM. Por un lado, desde las usinas neoliberales sostienen que en los países como la Argentina las personas más pobres trabajan en el sector informal y por lo tanto no se benefician de las regulaciones en el SMVM. Además, como las personas que perciben los salarios más bajos suelen ser aquellos con bajos niveles de productividad (sin experiencia laboral o bajos niveles de productividad), el aumento del SMVM puede incrementar los costos laborales más de lo esperado, lo que generaría desvinculaciones en el sector formal, con lo cual la regulación generaría un impacto regresivo.

Por otro, desde nuestra perspectiva heterodoxa, se alienta una activa política acerca del SMVM porque favorece el poder de compra de los trabajadores de menor ingreso, lo que tiene un impacto expansivo del consumo y es una manera de redistribuir el ingreso progresivamente. Asimismo, es un incentivo para que las empresas busquen la manera de aumentar la productividad.

Un dato importante es que según un informe de Partnership of Economic Policy<sup>5</sup> (2015) concluyó que para nuestro país aproximadamente una tercera parte de los asalariados (considerando a los trabajadores con remuneraciones inferiores al SMVM y a los que recibieron ingresos en el tramo del mínimo legal) están expuestos a los efectos que tendría un cambio en la legislación vigente. Por otro lado, las estimaciones realizadas en este mismo informe mostraron que las modificaciones hechas sobre el SMVM no produjeron efectos negativos sobre el nivel de empleo y tampoco tuvieron una incidencia significativa sobre las probabilidades de perder el empleo en un puesto “en blanco” e ingresar a una ocupación informal.

Por otro lado, el sector pasivo de la población también se encuentra en la agenda ya que a partir del mes de septiembre las jubilaciones recibirán su segundo aumento en el marco de la ley de movilidad y pasarán de \$3822 a \$4299, lo que implica un 12,49% respecto al anterior aumento y en el año acumuló un 33%.

- **CONTINÚA LA DESACELERACIÓN DE PRECIOS. A partir de marzo, la inflación interanual perdió los altos niveles de nominalidad que había alcanzado tras la devaluación de enero y su consecuente suba de precios.**

Los índices de precios al consumidor, sin importar su emisor, registran continuas caídas en sus variaciones interanuales, significando menores niveles de inflación. El IPC Nacional Urbano del INDEC, mantiene su variación interanual estable en los

<sup>5</sup> Groismann, F “Protección social para el sector informal: el rol del salario mínimo y de las transferencias de ingresos” Working Paper 2015-05, Partnership of Economic Policy.



últimos cuatro meses en torno al 15%, con leves bajas del 0,1% mensual. Este nivel de bajas es similar o hasta mayor en los registros provinciales o privados que, si bien están en mayores valores nominales (en torno al 25%), registran la misma baja.

La baja de los precios internacionales de las materias primas (el índice de precios de las materias primas del FMI proyecta dos años más de estabilidad y leves caídas), ofrece una gran oportunidad para reducir la variación nominal de los productos transables, factor principal de la inflación internacional y cambiaria, en lo que refiere al aumento de precios internos.

**El futuro de los precios**

La continua reducción de la nominalidad da por sentado que, la estabilidad cambiaria es más que necesaria a la hora de reducir la inflación. Asimismo, las variaciones volátiles de los tipos de cambio paralelos, no generan mayores tensiones en los precios al consumidor en su totalidad. Los acuerdos de precios como política de Estado, aseguran los principios de un compromiso social, donde todos los factores de la producción tengan como objetivo común la reducción paulatina de la variación de precios, para volver a discutir las distintas remuneraciones de trabajo, renta y beneficio sin variaciones tan pronunciadas. Si bien esta estabilidad parece estar asegurada para lo que queda del año, el gran desafío en lo que respecta a precios refiere a la política pública y la administración de la puja distributiva. Una vez finalizadas las elecciones presidenciales, la población habrá elegido entre dos opciones en lo que respecta a precios.

Por un lado los presidenciables que buscan ajustar los niveles de la economía a la baja, reduciendo consumo e importaciones vía bruscas subas de precios, (tarifas y tipo de cambio) y una suba del desempleo que enfríe la recomposición salarial. Subir la inflación para después bajarla, con salarios reales más bajos.

Por el otro lado, el Frente para la Victoria propone la continuidad del apoyo estatal a la defensa de la remuneración al trabajo, tratando de modificar ciertas distribuciones y precios relativos intra sectores, con la estabilidad cambiaria necesaria. De ahí las propuestas de re direccionamiento de subsidios para reducir los beneficios de sectores en donde el servicio subsidiado significa menor participación en sus gastos, y donde sus ingresos le permiten mayor nivel de ahorro (en parte por el esfuerzo fiscal) a favor de los sectores vulnerables de menores ingresos y nula capacidad de ahorro. Por otra parte el equipo económico de Daniel Scioli propone reducciones fiscales a sectores exportadores que estén sufriendo la caída de los precios internacionales. Esto no es otra cosa que la aplicación de facto, de las truncadas retenciones móviles. Por último, el plan del oficialismo contempla la implementación de planes de inversión público-privado para mejorar la productividad sistémica de la producción nacional, será de por más necesaria para cumplir con los objetivos remunerativos que tiene cada sector, sin que ello requiera la ruina de otro.



# Sector Monetario y Financiero

## El dólar y las elecciones

Como ha históricamente en nuestro país, el dólar vuelve a ser el tema más importante cuando se acercan las elecciones presidenciales. Luego de unos meses donde el mercado cambiario se encontró relativamente calmo, resurgió cierto grado de inestabilidad por motivos tantos externos como internos.

Por un lado, entre los motivos externos se pueden mencionar:

- La fuerte devaluación que aplicaron tanto en Brasil como en China (los principales socios comerciales de nuestro país) en el último tiempo.
  - a. Por el lado del real, en lo que va del año, acumula una tasa de depreciación del 32% debido a que el Banco Central de Brasil (BCB) decidió no intervenir en el mercado cambiario a pesar que cuenta en su poder más de USD 368 mil millones, es decir tiene la capacidad absoluta de frenar cualquier ataque especulativo, más en un país como Brasil que tiene libertad en los movimientos de capitales.
  - b. Por el lado del país asiático, el Banco Central chino depreció su moneda más del 3% luego de varios años en que la moneda china (el yuan) se apreciara constantemente. Se especulan con dos motivos de este cambio de política:
    - i. Incrementar las exportaciones abaratando sus productos en relación al resto del mundo;
    - ii. El gobierno chino ha decidido liberalizar gradualmente su mercado de cambios oficial, con el objetivo de profundizar la expansión del yuan como moneda de reserva
- La considerable incertidumbre proveniente de Estados Unidos donde se espera que la tasa de interés de la FED (parámetro de referencia mundial) se eleve “en septiembre”. Una medida de esas características generaría un flujo de capitales desde los emergentes hacia la economía del EE.UU., con especial impacto en los países endeudados en moneda extranjera y con libre movimiento del sistema financiero, impactando en una serie de variables (por ejemplo, los precios de los principales commodities se podrían reducir).

Por el otro, las razones internas se pueden considerar:

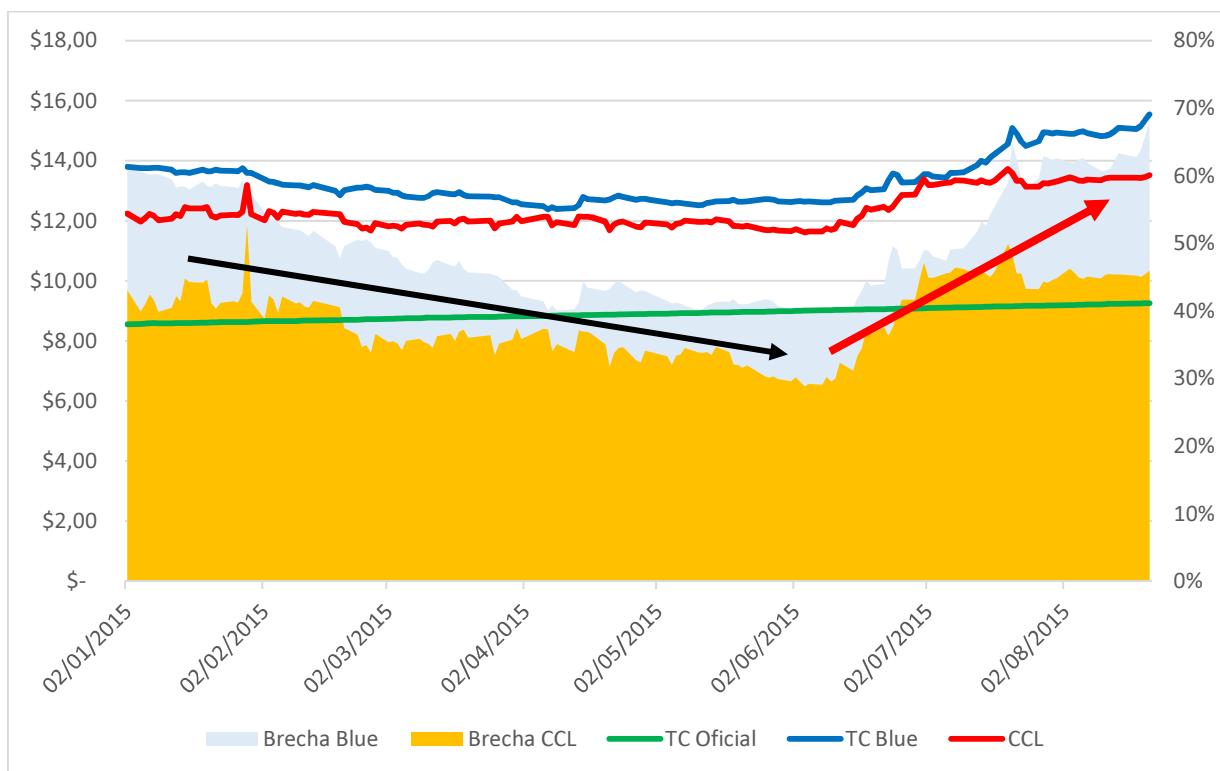
- El repunte en la brecha entre los dólares “financiero” e ilegal (Contado con Liquidación –CCL- y “Blue”, respectivamente) luego de un tiempo que venían en un sendero descendiente como resultado de una serie de medidas implementadas por el Banco Central de la República Argentina (BCRA).



- El aumento de las expectativas de devaluación para el próximo año.

Como se observa en el gráfico n° 1, en lo que va en el año, la brecha cambiaria (entre CCL como del “Blue” con respecto al Tipo de Cambio Oficial) se redujo entre 10 p.p. y 18 p.p. respectivamente. Entre las medidas que realizó el BCRA para la caída de las brechas y de las expectativas devaluatorias (que se desarrollará a continuación) se pueden mencionar: la profundización de los control de las entidades financieras, la activación del “swap” con el Banco Central chino, el mantenimiento del tipo de cambio estable (con leves variaciones), el incremento de reservas internacionales gracias a las distintas colocaciones de deudas por parte del Estado (bonos ajustadas a la variación del tipo de cambio oficial, BONAR 24, Obligaciones Negociables de YPF y acceso a nuevo endeudamiento en divisas con organismos internaciones). Asimismo, se decidió incrementar las tasas de interés de las LEBAC (se explicará en mayor detalle en el próximo punto). No obstante, a partir de mediados de junio-2015, se nota un cambio de tendencia de los recorridos de ambas brechas: ambos ascendieron entre 13 p.p. y 22 p.p. llegando a tener valores superiores a los de comienzos del año. Este cambio de tendencia se debe principalmente a las causas explicadas al comienzo (elecciones y “guerra de devaluaciones” que está sucediendo en el mundo).

**Gráfico n° 1 – Evolución del dólar oficial, paralelo y contado con liquidación (en \$) y brecha cambiaria (en %, eje izquierdo). Enero 2015 a Agosto 2015.**

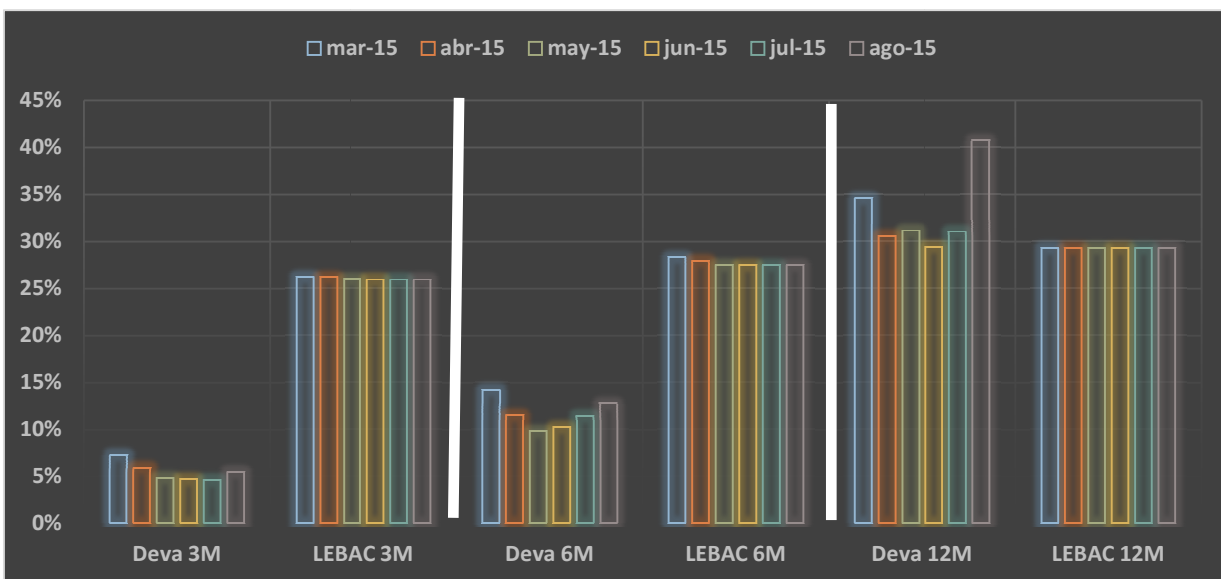


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y Ámbito Financiero.



En el gráfico n° 2, se puede contemplar el nivel y la evolución de las expectativas de devaluación a tres, seis y doce meses y las tasas de interés que ofrecen las Letras del BCRA para los mismos lapsos en los últimos seis meses (mar-15 a ago-15). Como se observa, la tasa de devaluación esperada venía de un proceso descendente hasta agosto que tuvo un cambio de tendencia (hasta el momento). El salto más considerable sucedió en los contratos realizados a un año: de un mes a otro, se incrementó 10 p.p., pasando de 31% al 41% (los acuerdos pactados se establecen a un precio cercano a \$13). Esto choca con la política del Banco Central de fomentar la rentabilidad de activos en moneda local en vez de aquellos en moneda extranjera (dólar)<sup>6</sup>. La dificultad no se observa tanto en el “corto plazo” (tres y seis meses: las tasas de intereses son ampliamente superior a las expectativas devaluatorias) sino en las de un año ya que la tasa de interés quedó rezagada en 11 p.p. promedio (29% vs 41%). Un claro ejemplo de esta fuerte inestabilidad es la cantidad de dólares que la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) autoriza para tenencia. En lo que va en el año, ya se efectivizaron más de seis millones de operaciones que significó un monto total de casi 4.100 millones de dólares<sup>7</sup> menos en las Reservas Internacionales (que se ubican en más de US\$ 33.000 millones).

**Gráfico n° 2 – Expectativas de devaluación y tasas de interés LEBAC (en %) – Marzo 2015 a Agosto 2015.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA y ROFEX.

<sup>6</sup> De manera simplificada, la regla consiste en si la tasa de devaluación futura es mayor a la tasa de interés de referencia (en este caso, LEBAC), los distintos actores dolarizarán sus activos ya que tiene expectativas de obtener una ganancia por medio de una devaluación de la moneda. En caso contrario, si la tasa de interés supera la tasa de depreciación, se volcarán en activos financieros en pesos.



La AFIP autorizó efectivizar los siguientes montos en el último cuatrimestre (mayo-2015 a agosto-2012):

Fecha	Monto USD
may-15	443.367.167
jun-15	512.905.872
jul-15	680.852.571
ago-15	561.143.928

- **Cambios en las tasas pasivas y rentabilidad de los bancos.**

A fines del mes de julio, el Banco Central dispuso una nueva regulación que elevó las tasas pasivas de interés<sup>8</sup> de los plazos fijos. La novedad es que esta medida ahora incluye también a los depósitos en plazo fijo de pequeñas y medianas empresas (personas jurídicas) por montos de hasta 1 millón de pesos. Hasta entonces, los titulares de plazos fijos no podían superar los \$350.000 y el resto de los grandes depositantes solo accedían con las tasas de mercado, cercanas al 20%. Ahora, como se elevó el tope (a \$ 1.000.000), tanto los particulares como empresas podrán acceder de tal beneficio. Asimismo, los rendimientos de los depósitos se elevarán entre 1% y 2,1% para personas físicas, de acuerdo con el plazo, y entre 4,7% y 7,6% en el caso de personas jurídicas. El objetivo es, principalmente, hacer más atractivas las inversiones en pesos, determinando un fuerte aumento de los costos de fondeo para los bancos y una caída en los márgenes del “spread bancario”.

Según explica la norma, la tasa no podrá ser inferior a la que surja del producto entre la última “tasa de interés de referencia” y un coeficiente conforme al cuadro n° 1:

**Cuadro n° 1 – Detalle de la reglamentación del BCRA y las nuevas tasas de interés mínimas aplicables.**

Depósitos (días)	Coeficiente	Detalle	Tasas de interés mínimas
30-44	0,91	Multiplican por tasa LEBAC de referencia de 90 días.	23,58%
45-59	0,93		24,10%
60-89	0,97		25,13%
90-119	0,97	Multiplican por tasa LEBAC de referencia de 120 días.	25,61%
120-179	0,98		25,87%
180 o más	0,99		26,14%

Fuente: BCRA.

<sup>8</sup> Las tasas pasivas de interés son aquellas que los bancos pagan al público por sus depósitos. Se denominan de tal manera debido a que el dinero que el público deposita constituye una deuda para el banco, es decir un pasivo.



Hasta el momento, los bancos han sabido trasladar este aumento de las tasas pasivas, a las tasas activas (las que cobran por colocar los créditos), a los fines de mantener (y en algunos casos aumentar) su rentabilidad. Para evitar esto, el Central, mediante Comunicación “A-5640”, establece limitaciones en las tasas vigentes para que los bancos no puedan cobrar más que cierto nivel de tasa por un crédito.

En forma paralela, se dispuso una suba de las tasas a las que opera en las ruedas de pases pasivos (se ubican en el 18% a 1 día y el 20% a 7 días) y pases activos (del 23% a 1 día, del 24% a 7 días y del 26% a 60 días). De este modo se nivelan las tasas de interés proporcionándolo respecto de la estructura del mercado, con la finalidad de acentuar la estabilidad financiera que permita equilibrar los factores de oferta y demanda de dinero.

Un punto interesante es analizar la rentabilidad bancaria del sistema local. La lógica común del sector a nivel mundial es si se cuenta con un importante flujo de fondos, representa un beneficio para el sistema financiero. No obstante, desde el ámbito local, los mayores representantes del sector manifiestan una gran preocupación alegando que esta medida disminuye su rentabilidad.

La pregunta que se puede hacer es ¿qué tan cierto es esto? Lo que se hará a continuación es comparar los niveles de rentabilidad que obtienen los bancos argentinos con respecto al nivel mundial. Como se observa en el gráfico n° 3, los datos que se desprenden son elocuentes: el sistema financiero argentino presenta el ROA<sup>9</sup> más alto del G-20, 150% superior a Indonesia, que le sigue en el ranking y muy lejos de países industrializados como Estados Unidos, Japón, Reino Unido o China, e incluso de Turquía, uno de los emergentes tomado como modelo en muchas publicaciones internacionales. (Ver gráfico 3)

Al haberse limitado el traslado al precio del crédito, su amenaza, entonces, apunta a los fondos totales a prestar. Encerrado en la lógica de una banca que olvidó cómo es el financiamiento a la producción al tiempo que se aferró a las operaciones de corto plazo, muestra miopía al no registrar que los mayores rendimientos en los plazos fijos van a incentivar mayores depósitos tal como lo prueba su crecimiento que subió un 40% desde octubre del año pasado.

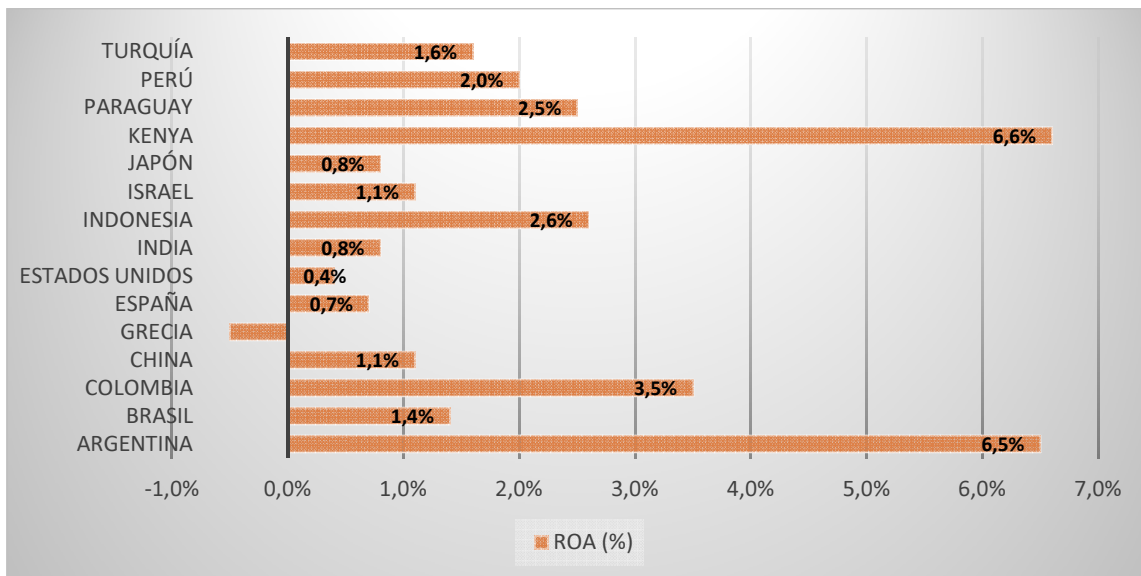
Como muestran los datos oficiales del Banco Mundial en el gráfico n° 4, puede observarse que, a menor rentabilidad de los bancos, mayor es el peso del crédito en el PBI. Mientras el crédito al sector privado por parte de los bancos tiene una participación sobre el PBI de solo el 35,9%, países que regulan hace años sus tasas, tienen ROA mucho más bajas con participaciones mucho más altas en el financiamiento al sector privado: Brasil 1,4% y 108% respectivamente, Colombia 3,5% y 71,1%, España 0,7% y 207,1%, Japón 0,8% y 374,2%, Estados Unidos 0,4% y 245% (ver gráfico 4).

<sup>9</sup>El ROA (Return on Assets) es un indicador que mide la rentabilidad sobre activos totales medios, expresándose habitualmente en porcentaje. Su cálculo consiste en dividir el beneficio neto de la entidad entre los activos totales medios de la misma.



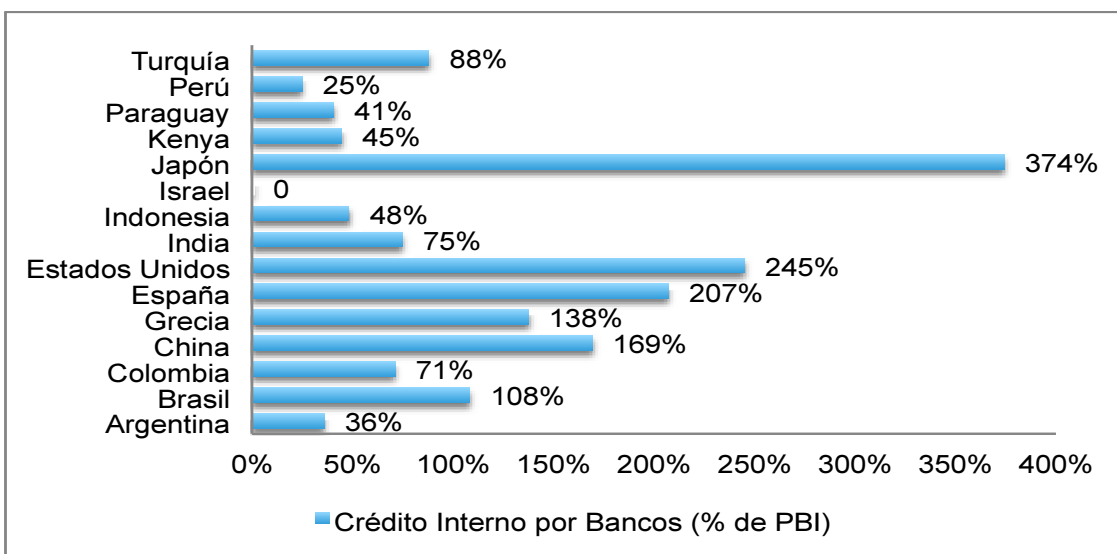


Gráfico n° 3 - Rentabilidad bancaria de Argentina y otros países (en%). I-2015.



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico n° 4 - Participación del Crédito Interno Provisto por el Sector Bancario (en % de PBI). I-2015.



Fuente: Banco Mundial

El mayor costo de fondeo, sin haber subido la tasa de las Lebacs o los títulos públicos, es más que compensado por la mayor cantidad de préstamos a una demanda solvente ya que, aunque el margen de intermediación financiera sea menor, la masa de ganancia es mayor.



Además, El Banco Central bloqueó el año pasado la posibilidad de que el incremento de los fondos que reciban los bancos vía aumento de plazos fijos, se destine a dolarizar carteras. Que la autoridad monetaria y financiera haya puesto un límite a la posición neta de divisas de las entidades bancarias hace posible que destinen, por ejemplo, los incrementos de fondos a la Línea de Crédito para la Inversión Productiva que provee de préstamos a Pymes con plazos de más de tres años y a tasa preferencial. Esta línea de crédito viene aumentando los cupos alrededor de entre 0,5% y 1% desde 2012. Actualmente se encuentra en el 7,5% y contiene no solo al universo de miPymes sino también a las personas físicas que deseen comprar, construir o ampliar su vivienda, con un plazo mínimo de 10 años.



# Sector Público

En lo referente a las **Cuentas Públicas**, durante la primera mitad del año 2015, la continuidad de la política fiscal expansiva resultó ser exitosa para reactivar la economía (ver actividad económica). La volatilidad de la inversión en un contexto internacional donde persisten y se expanden los efectos de la crisis financiera de 2008 (la caída de la bolsa de Shanghai es un ejemplo de esta dinámica nociva para la economía real) y la reducción en los volúmenes exportables (ver sector externo) hacen del consumo el sostén del crecimiento y constituyen al gasto público como una herramienta necesaria y eficaz. Producto de esta expansión, el déficit para el primer semestre se posiciona en el 3.9% del PBI, según cifras del FMI. Frente a la advertencia de algunos economistas sobre la insostenibilidad del desequilibrio financiero, teniendo en cuenta que el resultado negativo promedio de América Latina es del 4.9%, el de Estados Unidos del orden 4.2% y el mundial 3.4%, los guarismos argentinos no resultan alarmantes. Esto no quiere decir que la perpetuación del déficit sea neutral para la económica. En el marco de políticas contra cíclicas, el déficit, puede constituir un incentivo al crecimiento. Una vez consolidado el mismo, una armonización entre la tasa de expansión de los ingresos con los gastos se torna necesaria.

Mientras tanto, desoyendo las demandas de los pueblos, en Europa los políticos persisten con el ajuste: La ministra de economía española continúa con la “senda de consolidación fiscal” y para reducir el déficit planean rebajar el gasto otros 7.000 millones de euros. Este monto equivale a todo el importe gastado en investigación y desarrollo o dos tercios de la política de infraestructuras realizada por el gobierno español. En Grecia, el primer ministro, Alexis Tsipras alcanzó un acuerdo (capitulación) con la Unión Europea. A partir del nuevo compromiso, cuyas condiciones fueron comparadas al Tratado de Versalles, Grecia obtendría un préstamo por 86.000 millones de euros, que no se destinará a reactivar la economía o a mejorar la situación económica del pueblo griego sino que servirá para pagar los intereses de su deuda (que asciende a los 360 mil millones de euros) hasta 2018. De esta manera evitaría su salida forzosa de la moneda común. A cambio del financiamiento Grecia deberá realizar más ajuste a través de reducción del empleo público, subas de impuestos, reforma jubilatoria y laboral y privatizaciones. El arreglo según el ex ministro de Finanzas de ese país, Yanis Varoufakis, está destinado al fracaso. Además, el experto alertó que el nuevo programa económico que la troika impuso a Grecia "entrará a la historia como uno de los más grandes desastres de manejo macroeconómico".

En lo referente a la **Deuda Pública** en nuestro país, la continuidad del proceso de desendeudamiento se tradujo en un ratio de deuda externa sobre el PBI del 45%, muy inferior de la media mundial y de potencias mundiales como China (91% del PBI) o Estados Unidos (101% del PBI). Además es inferior a la de nuestros vecinos y



principales socios como Uruguay y Brasil, que reportan un 61% y un 59% de deuda sobre PBI respectivamente.

En octubre, el gobierno nacional va a realizar el pago del Boden 2015 por un monto de alrededor de U\$S 6.000 M. El Boden 2015 va a ser el mayor pago de deuda desde la cancelación de las obligaciones del estado nacional con el Fondo Monetario Internacional realizada en el 2005 por el presidente Néstor Kirchner de 9810 millones de dólares. Según el ministro de economía, Axel Kiciloff, el vencimiento del Boden 2015 no representa ningún problema para la Argentina ni va a significar una caída de reservas. Además señaló que cuando ofrecieron pagar de contado el BODEN 2015 el año pasado, se presentó menos de uno por ciento para hacerlo.

Si bien existen montos considerables en 2016 y 2017, los pagos anualizados de la deuda pública total son ampliamente tolerables, ya que gran parte de estos vencimientos son intra sector público facilitando su refinanciación. De esta manera, el gobierno que inicie su gestión en diciembre encontrará un perfil de vencimientos para los años venideros más que sustentables.

Por último, la recaudación tributaria y las transferencias a las provincias tuvieron un crecimiento vigoroso permitiendo mantener los desequilibrios fiscales en montos manejables.

- DEUDA PÚBLICA. El éxito de la política de desendeudamiento del gobierno nacional se consolidará en octubre con el pago del Boden 2015. El nivel de deuda externa sobre PBI descendió al 45%, uno de los más bajos en el mundo, superando a potencias mundiales como China y Estados Unidos.**

**US\$6.000 M**

Es el monto a pagar del Boden 2015 en octubre, va a ser el mayor pago de títulos públicos desde el 2005

Las miradas en materia de deuda pública, se posicionaron sobre el pago del BODEN 2015 a realizarse en octubre. En concreto, los debates versaron sobre la solvencia del Banco Central, en un contexto de escasez relativa de divisas para hacer frente a dicho pago. La dinámica electoral y el manejo de las expectativas por parte de la economía mediática agregan confusión sobre una temática de gran sensibilidad. El actual nivel de reservas y el manejo de la política crediticia dan por tierra las posibilidades de no cumplir con una de las obligaciones más importantes de los últimos 10 años. Por otro lado, una vez pagado dicho bono el monto de deuda descendería sustancialmente dando por finalizado el proceso de desendeudamiento y saneamiento de la política crediticia iniciado luego de la crisis de la deuda que implicó el default de 2001.



- **Finanzas Públicas: Los gastos totales del sector público en la primera mitad del 2015, incluyendo el pago de interés, crecieron un 38%, y como resultado el déficit total, fue de 107.135 millones, equivalente al 3.4% del PBI.**

Los **Gastos Totales y los Ingresos Totales** del sector público en junio del 2015 crecieron en forma proporcional un 38%, demostrando un cierto equilibrio de las cuentas públicas a pesar del contexto económico hostil. El resultado financiero en el mes de junio fue de un déficit total de 19.800 M de pesos. Mientras que el resultado primario en los primeros 6 meses el déficit primario previo el pago de intereses fue de 46.594 M de pesos. De esta manera en vez de optar por afectar la inversión social, el gobierno ha decidido no hacer recortes del gasto público. Además el gobierno impulsó la inversión como herramienta de política contra cíclica a través de un fuerte aumento de los Gastos de Capital que en el mes de junio crecieron un 68% y acumulan en el año una suba del 54,5%. Este gasto fue dirigido principalmente hacia las provincias y municipios para la realización de distintos programas inherentes a la infraestructura habitacional e infraestructura social básica (con los recursos originados en el Fondo Federal Solidario) y al Procrear. Este último plan creado por decreto de la presidenta Cristina Fernandez de Kirchner en el 2012, lanzó una nueva inscripción para la construcción de casas en Córdoba en las localidades de Cavanagh, Leones y Viamont.

- **RECAUDACION TRIBUTARIA: La recaudación tributaria continuó siendo récord durante agosto. Este comportamiento responde a un panorama de mayor dinamismo de la economía doméstica en un contexto de crisis internacional. En lo que lleva acumulado durante el año 2015 la recaudación continúa mostrando un comportamiento positivo.**

**34.4%**

Es la variación interanual de la recaudación para agosto de 2015.

La recaudación tributaria continúa exhibiendo un gran dinamismo para el mes de agosto de 2015. Cabe destacar que este comportamiento se produce en un contexto internacional desfavorable que repercute en algunos conceptos.

Los ingresos tributarios para alcanzaron \$145.789 M, lo que representa un aumento del +34,4% con respecto al mismo período de 2014. Es importante subrayar que el monto alcanzado ha superado la meta presupuestaria en un +3,4%, lo que equivale a \$999.566 M más que lo previsto. Asimismo, el Estado Nacional acumuló hasta agosto de 2015 en concepto de ingresos tributarios \$1.099.720 M de pesos. (+33,0% i.a).



La variación observada en agosto se explica a partir de la mayor recaudación obtenida principalmente en Ganancias (+41,7% i.a.), Impuesto al Valor Agregado (+39,2% i.a.) y Seguridad Social (+39,6% i.a). Estos tres conceptos en su conjunto explican el 80% de la variación interanual respecto al mismo período del año 2014.

La recaudación obtenida de Ganancias, se ubicó en 32.324 M de pesos en agosto, con un incremento del 52 por ciento interanual. Este comportamiento responde a un panorama de mayor dinamismo de la economía nacional. En tanto, el desempeño del Impuesto al Valor Agregado, se explicó por la recomposición de las ventas en el mercado interno en los últimos meses. Como por ejemplo el avance del consumo de combustibles, las compras minoristas en supermercados, el uso de servicios públicos y de mayores despachos de cemento, entre otros. Asimismo, la negociación de paritarias, el incremento de las asignaciones para sectores postergados de la población y la suba de las jubilaciones potenciaron la demanda interna. En cuanto, al buen comportamiento de la Seguridad Social se explica por la estabilidad de los puestos de trabajo en el mercado laboral y la suba de las remuneraciones debido a la negociación de Convenios Colectivos de Trabajo en torno del 28%.

En la tributación de los recursos aduaneros se reflejó la crisis que atraviesa el panorama internacional. La reducción de los precios internacionales de las principales commodities que vende la Argentina al mundo explica el incremento moderado de los derechos de exportación. En este sentido, el fortalecimiento del mercado interno a partir de aumentos salariales, políticas destinadas al consumo y de infraestructura para el sector privado están sosteniendo la recaudación, a pesar de la reducción de los valores del comercio exterior.

**Recaudación Tributaria Mensual. En millones de pesos.**

Concepto	Jun			Jul			ago		
	2014	2015	Var% (i.a)	2014	2015	Var% (i.a)	2014	2015	Var% (i.a)
Ganancias	29.296.269,1	43.050.190,6	47,0%	21.929.972,5	33.332.711,8	52,0%	22.316.947,3	32.324.122,3	41,7%
IVA	25.367.435,4	34.052.352,1	34,2%	27.996.698,1	35.911.099,6	28,3%	28.191.303,3	39.234.562,7	39,2%
Derechos de importación	2.208.857,8	2.822.502,7	27,8%	2.647.880,4	3.176.300,5	20,0%	2.486.129,6	3.022.407,3	21,6%
Derechos de exportación	8.546.102,2	10.412.379,2	21,8%	9.382.573,9	10.756.074,1	14,9%	6.633.828,6	6.592.493,3	-0,6%
Etiénes personales	1.904.660,5	2.445.697,6	28,4%	1.046.754,8	1.391.322,8	32,9%	1.430.094,3	1.843.599,3	29,9%
Créditos y Débitos en cla. de.	6.043.726,9	7.756.159,5	28,3%	6.925.473,6	8.827.592,2	27,5%	6.796.041,9	8.196.695,3	20,5%
Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social	30.297.895,3	42.037.608,9	38,7%	43.205.984,7	60.707.923,2	40,5%	32.401.363,7	45.238.781,2	39,6%
Otros	6.028.789,2	10.189.009,0	69,0%	5.819.974,3	8.399.061,0	44,2%	7.711.064,8	9.347.920,1	21,2%
<b>Total</b>	<b>109.694.766,3</b>	<b>152.765.888,7</b>	<b>39,3%</b>	<b>118.938.322,3</b>	<b>162.496.065,2</b>	<b>36,6%</b>	<b>108.466.663,3</b>	<b>145.788.813,5</b>	<b>34,4%</b>

Fuente: Secretaria de Hacienda. MECON

- **COPARTICIPACION: Los Recursos Tributarios de Origen Nacional (RON) que se transfirieron a las Provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (C.A.B.A.) durante el mes de agosto**

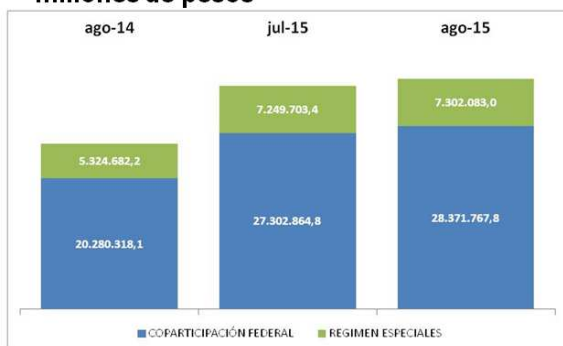


**alcanzaron \$35.673 M. Esto significó un incremento del 39,3% (+\$10.068 M) respecto al mismo período del año anterior.**

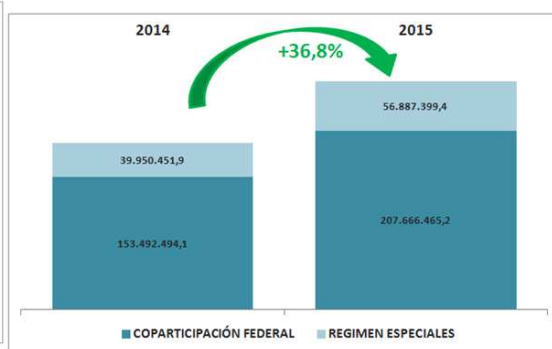
Particularmente, se observa que lo distribuido en el año durante el mes de agosto en concepto de Coparticipación Federal de Impuestos (CFI) fue superior en un 39,9% respecto al mismo período de 2014, lo que representó un incremento nominal de \$8.091,5 M. En tanto los Regímenes Especiales evidenciaron un incremento del 37,1% impulsado por Combustibles y Ganancias, los cuales aumentaron un 39,5% y 46,3%, respectivamente.

En lo que respecta al acumulado entre enero y agosto de 2015, los RON aumentaron un 36,8% con respecto al mismo período del año 2014 donde se destaca lo distribuido en concepto de CFI (+35,3% i.a.), esto representa nominalmente \$ 71.111 M.

**Comparativo RON mensual. En millones de pesos**



**Comparativo RON acumulado. En millones de pesos**



Fuente: Secretaria de Hacienda. MECON



# Sector Externo

Mantener el superávit comercial será una tarea sumamente desafiante para los años venideros. A la caída brusca de los alimentos a fines de 2014, se le puede sumar otro descenso de los precios, una vez que la Reserva Federal de Estados Unidos se decida a subir las tasas de interés. Las exportaciones primarias podrían crecer en su totalidad, pero solo en cantidades. Y ese aumento no alcanzaría para contrarrestar el efecto precios. Por otro lado las exportaciones industriales tienen un panorama peor, ya que se espera una brusca caída de las cantidades. Las devaluaciones de los países (ex) emergentes, sumadas a algunas políticas fiscales contractivas, están desacelerando bruscamente el crecimiento de nuestros socios comerciales. Brasil es el ejemplo máximo. No solo por ser nuestro principal comprador de bienes industriales, sino por su combo de política económica recesiva, que está achicando su producción y (necesariamente con ello) sus importaciones brutalmente.

Si Argentina decide seguir creciendo, recurrirá en un déficit comercial, sumándose al déficit de cuenta corriente que ya registra hace pocos años.

¿Qué tan grave es esto?

El saldo de la cuenta corriente es interpretado habitualmente como un indicador de las necesidades de financiamiento externo de una economía. Aquí se visualiza la relación entre los bienes y servicios que exportamos, mejor conocido como saldo de la balanza comercial, los egresos e ingresos (casi nulos) por giros de dividendos y utilidades de empresas extranjeras radicadas en nuestro país, y empresas nacionales ubicadas en el exterior. Por último, registra los pagos (y algún que otro cobro) de intereses.

El superávit/déficit de la cuenta corriente expresa las necesidades de financiamiento, pero sin contar los egresos (en nuestro caso significativos) de los pagos de vencimiento de capital de deuda, como tampoco los elementos de fuga de capitales, aún significativos pese a los controles de cambio. Un cociente para considerar que tan sostenible se vuelve el déficit de cuenta corriente, es la relación entre éste, con la única fuente real de pagos de obligaciones: las exportaciones. A primera vista, los datos de los últimos 40 años son esclarecedores. Nuestro país registra una altísima volatilidad en este indicador, donde pueden verse sostenidos y profundos déficits, tan solo revertidos en los ajustes recesivos más recordados de nuestra historia, no por dar solvencia externa, sino por los altos costos sociales en lo que atañe a desempleo, pobreza y desigualdad. Tan solo en los últimos años, puede registrarse un sostenido superávit con crecimiento económico, y a partir de la crisis internacional, un estable y reducido déficit, a pesar de la brusca caída de los precios de las materias primas exportables de nuestro país.

En parte, esta estabilidad también fue gracias a la caída de otra materia prima, el petróleo. La caída del precio del barril de más de 120 dólares a menos de 45, en conjunto de una política energética impulsada desde el Estado, con su participación



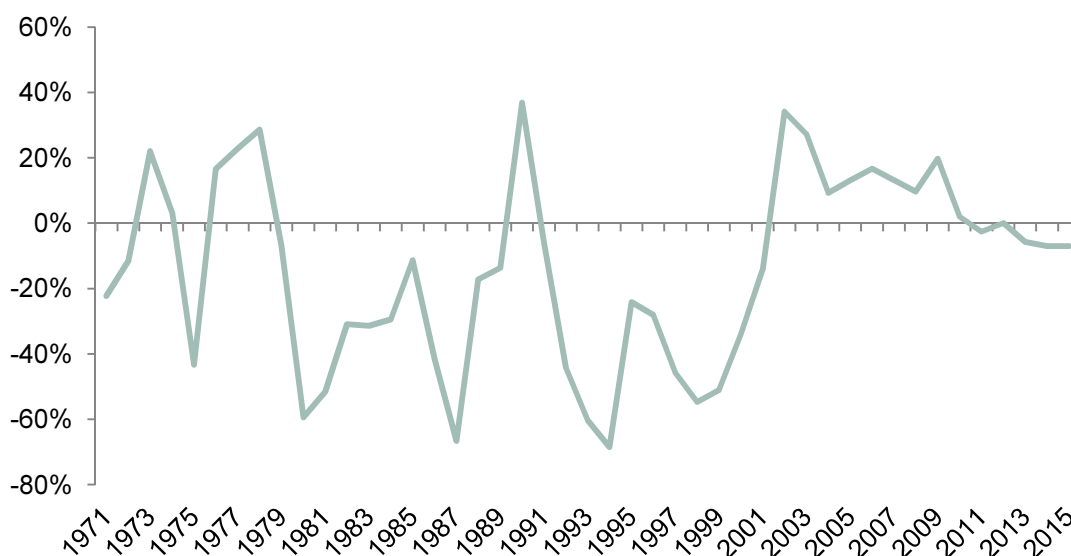


accionaria en YPF, permitió reducir las importaciones de petróleo del primer semestre de 2015 en un 45%.

En este esquema, pensar en financiar el déficit de cuenta corriente por algunos años no parece mala idea. Desde inversiones extranjeras hasta financiamientos de organismos de crédito para la inversión en infraestructura, sin excluir una moderada y responsable emisión de deuda en los mercados financieros.

¿Tiene más sentido financiar momentáneamente el déficit, que ajustar el nivel de actividad para que “alcancen” las divisas? Si se tiene en cuenta, que la tanto la inversión como la productividad son frutos del crecimiento, relegar el crecimiento, no solo tendrá costos sociales altos, sino que no mejorara la potencialidad de nuestro país de alejar la escasez de divisas. Las inversiones solo llegan, si las expectativas de crecimiento, de mayores ventas, y de beneficios efectivos, son positivas. Y la mayor productividad que permitirá tener mayor competitividad y reducir las tensiones distributivas solo es posible con mayores inversiones y por el *aprender haciendo* que solo es posible en niveles altos de uso de la capacidad instalada.

**Gráfico 1: Déficit de la cuenta corriente como porcentaje de las exportaciones**



Según el balance cambiario del Banco Central de la República Argentina, las exportaciones de los primeros seis meses del 2015 fueron por US\$30.213 millones, 17,9% por debajo de lo observado para el mismo lapso en 2014. Las incidencias se dividieron en dos, por un lado una caída en las cantidades exportadas de las manufacturas de origen industrial (MOI) del 16% y por el otro lado una caída de los precios de los productos primarios y de las manufacturas de origen agropecuario del 17 y del 19% respectivamente.



Dentro de las caídas de las MOI, la mitad del retroceso de la caída se explica por menores ventas de automotores a Brasil, país vecino y principal socio comercial que se encuentra en plena recesión.

Le siguieron en importancia los productos químicos con una caída del 17,4%, los metales comunes y sus manufacturas con una merma del 30,5% y de máquinas y aparatos con una caída del 26,6%. Por el lado de las subas, la puesta en funcionamiento de la mina de Cerro Negro aumento las exportaciones de metales preciosos y sus manufacturas en 23,6% y de oro de uso no monetario en 98,5%.

La caída de los precios de los productos primarios, se vio contrarrestada por el aumento en las cantidades exportadas (22,4%). Los volúmenes embarcados aumentaron en un 131,7% para el trigo, un 68,4% para el de maíz y un 42,5% para la soja. Las importaciones en lo que va del 2015 se redujeron en un 13,5% , con una incidencia de la baja de los precios más alta(-9,9%), y una caída más moderada de las cantidades (4,0%), aunque en los últimos meses, puede observarse un repunto, en conjunto con la mayor actividad económica.

La mayor caída de precios se concentra en los combustibles y lubricantes (36,8%) y en los bienes intermedios (9,6%), relacionado con los menores costos energéticos. Esto mejoro balanza, bajando el déficit en U\$S1.431 millones

En los primeros seis meses del año, el superávit comercial registró US\$1.232 millones de resultado, US\$2.094 millones menos que en el mismo periodo del año anterior.



# Economía Internacional

Mientras en el mundo, los movimientos especulativos parecen condicionar o distorsionar las políticas económicas de los Gobiernos “no alineados”, como el caso de la presión de la Troika para que Grecia acepte las condicionalidades del plan de rescate e imponga un duro ajuste estructural –contrario a la plataforma original de Syriza- o los golpes de mercado que azotan al gobierno de Dilma Rousseff desde su reelección, condicionando su capacidad de ejercer políticas contra cíclicas, al tiempo que se reducen los precios de los commodities y las Inversiones Extranjeras Directas. La Argentina protagonizó a principios de septiembre una batalla diplomática contra el capital financiero especulativo, en dónde obtuvo un amplio respaldo de la Comunidad de Naciones.

Los coletazos de la crisis financiera internacional que estalló en los países desarrollados en 2008, se están traspasando a los países emergentes desde el año pasado. Uno de los canales de transmisión es la reducción brusca de los precios de sus productos de exportación. El petróleo pasó de rondar los 100 dólares en 2013 a 45 dólares el barril en agosto de 2015; la soja superó los 500 dólares en 2013 para bajar a 347 dólares la tonelada en agosto de 2015; por nombrar algunos de los commodities más significativos.

De esta manera, los países que en los últimos años no acompañaron el proceso de financiarización de su economía (o por lo menos no lo hicieron a los niveles de la Unión Europea) absorben los desajustes del sistema económico mundial; por la vía de la reducción de los términos de intercambio. El caso de China es peculiar puesto que la caída de los valores de las materias primas, beneficia su balanza comercial. La devaluación de su moneda, se entiende más como una estratégica política para adaptarse a los parámetros del Fondo Monetario Internacional y para que el yuan pueda ser tomado como un activo de reserva internacional.

En este contexto, la reciente aprobación de la Organización de las Naciones Unidas (ONU), de la propuesta Argentina de Restructuración de Deudas Soberanas, posiciona al país como un actor preponderante de la geopolítica internacional, con capacidad de iniciativa y construcción de consenso. La resolución acordada por el Grupo de los 77 + China, recibió el respaldo de 136 Naciones, principalmente de América Latina Asia y África; y el voto negativo de 6 potencias imperiales, como son: Estados Unidos, Alemania, Israel, Japón, Gran Bretaña y Canadá. Esta división expresa –una vez más- los intereses contrapuestos entre las economías emergentes y los centros tradicionales del poder mundial. Cabe destacar que entre los nueve principios sancionados, se destaca que si una renegociación de deuda es aprobada por “una mayoría cualificada”, esta debe ser acatada por el resto de los tenedores de títulos. De esta manera se desvanece la capacidad de acción de los fondos buitres, mientras los Estados Nacionales recuperan la dirección de su economía.



## Naufraga el proyecto de Syriza

- Finalmente, la plataforma electoral que llevó a Syriza a alcanzar la conducción del Estado griego ha fracasado. Grecia ha ingresado en un nuevo círculo vicioso de endeudamiento y ajuste, que orienta la totalidad de su economía doméstica, hacia las arcas de los acreedores. La disputa **Ajuste vs. Soberanía**, ostenta un resultado **catastrófico: dimisión del primer ministro, ruptura interna del partido, elecciones anticipadas, y un país en remate.**

**177%**

Alcanzó el valor de la deuda griega como porcentaje del PBI para julio de este año. El desempleo continua estancado en 25.6%. Y después de una década de ajuste el PBI volvió a contraerse durante el primer semestre de este año.

Con un intenso calendario de vencimientos de deuda, y concesiones de liquidez a cuentagotas por parte del Fondo de Emergencia y del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera, otorgado por el BCE. Las tensiones entre Grecia y la Unión Europea alcanzaron un punto crítico a finales de julio, el país heleno debía definir cuál sería su plan de acción, si aprobar el Plan de ajustes que las entidades solicitaban para efectivizar el Plan de Rescate, u optar por la cesación de pagos poniendo en duda su continuidad en la zona euro. Al momento ya se había incumplido el primer tramo del pago al FMI, y estaba efectivo el “corralito” griego: cierre de bancos con retención de depósitos y topes a las extracciones en efectivo, con un límite de 60 euros diarios.

El gobierno de Syriza, había rechazado en instancias previas las condicionalidades que permitían acceder al rescate. Para dotar de legitimidad esta negativa, e incorporar un factor de presión frente a la inflexibilidad de las entidades europeas, Tsipras convocó a un referéndum donde los ciudadanos deberían optar por el sí o el no, a los planes de ajuste. El día 5 de julio -con corralito de por medio- un 61% del pueblo griego, rotundamente dijo 'no' al ajuste y respaldó la posición del gobierno.

A partir de allí, la tendencia de los hechos se revirtió por completo.

Dos días después del referéndum, renuncia el ministro de Finanzas, Yanis Varoufakis, exponente de las posturas más duras anti-austeridad, bajo el argumento de “facilitar las negociaciones”. Su cargo es ocupado por Euclides Tsakalotos, representante del ala conservadora del partido.

Para el 9 de Julio, Grecia ya presentaba un ambicioso plan de ajuste, para acceder al tercer rescate de 53.500 millones de euros. Sus ejes principales: 1) recortes en el sistema de pensiones, eliminando la ayuda estatal a los eslabones de menores ingresos; 2) privatización del operador de la red de transporte de electricidad (ADMIE); 3) reforma del IVA, que elimina los escalonamientos que funcionaban como estímulo



fiscal sobre actividades consideradas prioritarias; 4) “modernización” del sistema de negociación colectiva, que implica diversos grados de flexibilización; 5) “despolitización” de la actividad bancaria, eliminando cualquier posibilidad de interferencia política, especialmente en los procesos de nombramiento; 6) creación de un nuevo fondo de privatizaciones para facilitar la venta de activos estatales.

El acuerdo incluyó el compromiso de “renovación, despolitización y reducción de los costos de administración del país”, acordando la intervención del BCE y el FMI. En adelante todos los proyectos de ley deberán ser aprobados por estas instituciones, para luego ser sometidas a la votación del Parlamento griego. A cambio de estas concesiones, Grecia obtuvo un tibio compromiso de la Unión a considerar "de ser necesario" el acceso, no a una reestructuración con quita, sino a una redefinición de los plazos de vencimiento.

El día 14 de agosto, los ministros de Economía y Finanzas de la zona euro, aprobaron las concesiones y el tercer rescate a Grecia, que incluye préstamos de un máximo de 86.000 millones de euros a concretar en tres años. Seis días después, Alexis Tsipras, primer ministro griego, anunció su dimisión y convocó a elecciones anticipadas, a celebrarse el 20 de septiembre próximo.

Con lo expuesto, podemos enumerar una serie de conclusiones:

En primer lugar, el fin de un proyecto al que el mundo observaba expectante, como precedente para desencadenar el fin de las políticas de austeridad a nivel global, que contó además con el increíble respaldo del 60% de la población de un país, que a través de métodos democráticos se manifestó en contra del ajuste. Este resultado cuestiona las potencialidades de movimientos similares en Europa -como es el caso de Podemos en España- constituidos como partidos, en respuesta a la crisis pero con un programa anti-austeridad. Los países europeos que ostentan altos porcentajes de deuda en relación a su PBI (Italia, España, Portugal, Irlanda) siguieron atentos el devenir de los acontecimientos, esperando que un tratamiento laxo para con la situación griega, se extendiera a sus economías. Especialmente frente a lo que se ha erigido como el punto determinante para definir el futuro de esta región: la posibilidad de desarrollar un proceso de reestructuración de deuda con quita, como único camino viable para la recuperación. La postura inamovible de la Unión Europea, liderada por Alemania, deja en evidencia que el viejo continente está dispuesto a sacrificar su posibilidad de crecimiento –tendencia garantizada de continuar la austeridad- antes que alterar el orden de hegemonías hacia adentro de la Unión, manteniendo a las periferias en letargo permanente.

No hay que olvidar que las condiciones de vida que la austeridad impone a la sociedad, son caldo de cultivo de extremismos políticos –en Grecia la tercera fuerza en las elecciones de enero de este año fue el partido neo-nazi Amanecer dorado- que han resurgido y cobrado vigor con la crisis migratoria que atraviesa Europa, producto de la guerra en Siria. Basta recordar cómo las condiciones incluidas en el Tratado de Versalles determinaron los masivos niveles de adhesión que cosechó la teoría de la



supremacía racial encabezada por Hitler, pero apoyada por la gran mayoría de los jóvenes alemanes.

Destino del Dinero del Rescate recibido por Grecia desde 2010:

**Total Recibido 254.4 Billones de Euros**

Servicios de Deuda		
32%	€ 81.3	Deuda vencida
16%	€ 40.6	Intereses
4%	€ 9.1	Repagos FMI
Programas Financieros		
19%	€ 48.2	Recapitalización de Bancos Griegos
14%	€ 34.6	Bancos comerciales con pérdidas
4%	€ 11.3	Compra de bonos soberanos griegos
Gastos gubernamentales		
6%	€ 15.3	Déficit
5%	€ 11.7	Otras necesidad de liquidez
1%	€ 2.3	Salvataje a otros países europeos

Fuente: Consultora Macropolis.  
\*Los valores están expresados en billones de Euros.

Por último, no resta más que analizar los precedentes, para saber con certeza que este nuevo rescate no significará un alivio o una posibilidad de recuperación para la economía griega. Por un lado, la fuga de capitales masivos desde bancos griegos se ha tornado crítica desde el mes de julio, trepando a los 8.176 millones de euros -122% más que el promedio que venía sosteniendo según datos del BCE- llevando a los depósitos hoy, a su pico más bajo desde noviembre de 2003. Y nada indica que una recapitalización revierta esta tendencia, sino todo lo contrario.

De hecho, luego de la aprobación del rescate y que los bancos griegos y la bolsa reabrieran, hubo una enorme fuga de capitales y un desplome del valor de las acciones, producto de la falta de perspectivas de estabilidad que inspira el nuevo rescate, es decir, que lo que el mismo mercado pone de manifiesto es la desconfianza sobre las medidas impuestas por la Unión Europea. En definitiva, el rescate va destinado a bancos privados occidentales, lo que significa que Alemania y otras superpotencias de la UE están gastando dinero de sus contribuyentes para salvar a sus bancos que erigieron ganancias en función de otorgar préstamos incobrables. Sin dejar de mencionar el hecho de que Alemania se benefició enormemente de la fuga de la capital griega.

Para finalizar, resulta atractivo destacar el aporte teórico del sociólogo Slavoj Zizek, quien ha analizado el devenir de los acontecimientos recientes en Grecia, introduciendo la categoría de "extender y pretender"<sup>10</sup>, para definir la actitud de los acreedores, donde lo que se desarrolla es una farsa basada en la "extensión del período de pago, para pretender que todas las deudas con el tiempo serán saldadas". La deuda nuevamente se erige como elemento de control político, y no como una fuente de rentabilidad para el acreedor

<sup>10</sup> <http://www.newstatesman.com/politics/2015/07/Slavoj-Zizek-greece-chance-europe-awaken>



## China: desaceleración en contexto.

- **A mediados del mes de agosto China devaluó su moneda. Y si bien el movimiento del yuan no fue pronunciado, implicó por un lado, la devaluación más importante del país asiático de los últimos 20 años, y a su vez tuvo su contrapartida en el mercado bursátil, que como es regular, generó caídas en el sistema financiero global.**

**4.6%**

Se devaluó el yuan desde finales de agosto hasta el inicio de septiembre. En la bolsa la caída fue más pronunciada, con un 8%.

A mediados del mes de Agosto, China devaluó su moneda un 4,6%. Y si bien el movimiento del yuan no fue muy pronunciado implicó, por un lado, la devaluación más importante del gigante asiático de los últimos 20 años, y tuvo su contrapartida en el mercado bursátil, que como es regular, generó caídas en el sistema financiero global.

Para explicar la situación actual, es necesario enumerar una serie de procesos: 1) por un lado el desarrollo de una burbuja inmobiliaria, que combinada con el crecimiento exponencial de las inversiones -el crédito al sector privado pasó del 102% al 150% del PBI entre 2008 y 2015- generó una concentración del riesgo crediticio. 2) durante la primera mitad de 2015, se desarrolló un boom bursátil guiado por esta misma tendencia, en efecto, el índice de la Bolsa de Shanghái aumentó un 60% de enero a junio. 3) operando sobre las expectativas, se reflejó también una desaceleración en algunos indicadores macroeconómicos, desde su PBI, que arrojó una caída de 0.5 puntos (7.5 en julio 2014 a 7 para el mismo mes de este año) que si bien no implica un retroceso pronunciado, se ubica lejos del crecimiento experimentado por el país durante los últimos quince años, que alcanzó picos de 13 puntos en 2006.

La devaluación del yuan, inició un efecto dominó sobre el resto de las variables bursátiles, que ya gozaban de volatilidad relacionada a los factores enumerados. El ya llamado lunes negro (24 de agosto) registró caídas del Shanghai Composite, índice líder del mercado chino, de más del 8% -la mayor desde 2007- y que terminaron arrastrando al resto de los mercados financieros mundiales: para el mercado asiático Tokio -3.84%, Hong Kong -2.24% y Shangai -1.23; en las principales plazas, el FYSE-100 londinense perdió 3.03% y el Dow Jones en Wall Street cedió 2.12%. En Sao Paulo el índice Bovespa perdía 2.36% el 2 de septiembre, con la publicación del índice industrial chino que reflejó una leve reducción.

Se estima que desde Junio, punto donde exhibió los mayores valores, la bolsa de Shangai ya perdió un 40%, y esto, como sucede cada vez, genera un efecto de estampida donde, agravado por la devaluación, los inversores buscan preservar el valor de sus acciones -que pierden rentabilidad frente al dólar- y se incrementa la venta y el descenso de los precios.



Ahora bien, sin negar que este tipo de tendencias revisten su gravedad, en especial cuando impactan sobre otros mercados. La realidad es que la actividad bursátil no es determinante ni un indicador relevante a la hora de leer la situación de la economía china: en primer lugar las empresas nacionales no se financian a través de la bolsa sino a través del crédito de bancos estatales, y en un mismo sentido, los ciudadanos no ahorran a través de este mecanismo. De hecho, el periodista financiero del diario El Cronista, Martín Burbridge, detalla en una publicación para el medio, que mientras “el 7% de los chinos invirtieron en renta variable, en el caso de la crisis subprime, casi el 40% de las familias estadounidenses era propietaria de acciones, de ahí que el impacto (de la caída) fuera tan grande.” Burbridge, a su vez relativiza las perspectivas negativas que se han generado: “Si el índice líder perdió un 40% en tan sólo dos meses, hay que recordar que antes había crecido un 68% en los cuatro meses previos. Y que este movimiento pendular ya se dio en la bolsa de Shanghai entre 2008 y 2010, lo que hablaría de un mercado con fuertes correcciones más que del reflejo de una crisis económica profunda, por lo menos hasta el momento.”

En un mismo sentido se expresa el analista Chunyan Li, para la publicación francesa de Le Monde Diplomatique: "la evolución bursátil no está correlacionada con la del PIB. Por ejemplo, cuando el crecimiento del producto comenzó a desacelerarse (+7%) en el primer trimestre de 2015, la bolsa seguía con su tendencia alcista (+16% entre diciembre de 2014 y marzo de 2015). Esto puede explicarse por las especificidades del mercado bursátil chino: es inmaduro en términos de regulaciones y de funcionamiento, con una intervención importante del gobierno".

La devaluación del yuan, no debe ser leída necesariamente como una señal de debilidad de la economía china. En primer lugar, atravesamos un contexto global donde el lento o nulo crecimiento inspira cautela en el escenario financiero, por lo que el fortalecimiento del dólar ha sido general frente a las divisas del mundo (el dólar se ha apreciado frente al peso mexicano un 10,17%, 24,51% contra el real brasileño, 20,51% frente al peso colombiano, 39,09% contra el rublo ruso y 12,08% contra el dólar canadiense. Muchas economías han seguido el erróneo camino de la devaluación “competitiva” para abaratar sus productos en el mercado global, esperando que este movimiento fortalezca la demanda. Sin embargo, si consideramos la nueva caída de 0,5% en el comercio global para el trimestre finalizado en junio -de acuerdo al instituto holandés Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis-; el primer semestre de 2015 se constituye como el peor momento del comercio global desde el derrumbe de 2009. En este contexto, la salida devaluatoria no tiene razón de ser, ya que el problema es una fuerte deficiencia de la demanda global, y no el nivel de precios.

El comercio del gigante asiático también ha reducido en gran medida su caudal, con una caída de 7,3% para el primer semestre de este año, en relación al mismo período de 2014. Pero esto no significa que la devaluación de su moneda haya sido una estrategia para revertir esta tendencia vía competitividad. Por el contrario, uno de los principales objetivos actuales de Pekín es que el Fondo Monetario Internacional incluya la moneda china entre las medidas tomadas como referencia en la





determinación del valor de los Derechos Especiales de Giro, esto daría un reconocimiento formal a la constitución del yuan como un activo de reserva internacional. Sin embargo, el FMI se ha venido negando, presionando a su vez para que la moneda china sea plenamente convertible en los mercados internacionales, alegando un exceso de regulación en el valor de la divisa. De allí que el Banco Central chino explicara la devaluación como parte de las medidas para lograr que "el mercado desempeñe un papel más prominente" a la hora de determinar el tipo de cambio del yuan en el futuro.

Oscar Ugarteche, economista y coordinador del Observatorio Económico de América Latina (OBELA), analiza la trayectoria del yuan, en su objetivo de convertirse en reserva de valor, especialmente a partir del 2012 cuando pasó de ocupar el cuarto lugar (luego del dólar, el euro y el yen) a moverse hacia arriba, desplazando primero al yen y luego al Euro como la segunda moneda en términos de nominalidad de crédito: "En enero del año 2012, los créditos documentarios en yuanes pesaban el 1.89% del total emitido medidos en valor. Los yenes pesaban 1.94% y los euros 7.87%. La moneda líder, el dólar, pesaba 84.96%. Tres años más tarde el descenso del dólar a 79.23% ha tenido como contrapartida el aumento del comercio internacional en créditos en yuanes a 9.43%, desplazando al Euro que bajó a 6.74% y al yen que descendió a 1,55% del total del valor de créditos documentarios. Lo significativo de este auge es la velocidad con la que pasó de 1.89% a 9.43% del total de crédito de comercio en el mundo. En apenas tres años la participación del comercio con crédito en yuanes se ha cuadruplicado".

Hasta ahora la incidencia de China en términos monetarios ha sido reducido, de hecho en el año 2011, el peso del yuan en el mercado cambiario internacional era del 0.9%, mientras que el PIB chino constituía el 11% del PIB mundial. Para el año 2015, el PIB chino representa el 17% del PIB mundial y es más grande que el PIB de Estados Unidos medido como paridad de poder adquisitivo, pero su moneda solamente constituye el 2.06% del mercado cambiario.

China proyecta por un lado incrementar su peso monetario en la economía global, a la vez que redirecciona su matriz productiva, de estar empujada por las exportaciones, al desarrollo de su economía doméstica, que reúne enormes potencialidades, dado su tamaño. Esta modificación tendrá de seguro consecuencias trascendentales para la economía global, y así lo determina un comunicado de la OMC, "Se está produciendo un ajuste en la economía global y el comercio es el área donde ese ajuste se vuelve muy visible".

*Consecuencias locales: Argentina mantiene con China una relación comercial, basada principalmente en la exportación de commodities, que si bien sufrieron una fuerte caída en sus valores –producto del mismo movimiento que arrastró la bolsa china– están sujetas al consumo doméstico, justamente el eslabón que el país asiático busca fortalecer. Un descenso en los precios, sería compensado, una vez que empiecen a operar las políticas de estímulo a la demanda interna, por la escala del consumo.*



## Grado de Inversión y Flujo de Capitales en América Latina.

- **La reciente rebaja de la calificación de la deuda brasilera por parte de Estándar & Poor se suma a la serie de “golpes de mercado” y “corridas cambiarias” que enfrenta el Partido de los Trabajadores (PT) en su nuevo mandato.**

Dado que los grandes inversores (institucionales y fondos de pensiones) sólo operan en países que alcanzan el “investment grade”, con el objetivo de incentivar la entrada de capitales, muchos países subordinan sus políticas económicas a los criterios macroeconómicos que las calificadoras de riesgo utilizan para evaluar el estado de la deuda y los riesgos crediticios de un país.

La crisis financiera de 2008 puso en evidencia la falta de correspondencia entre los criterios utilizados por el altamente concentrado mercado de calificadoras (solo 3 agencias) y la dinámica de la economía real, dando lugar a propuestas para la regulación de las mismas. Por otra parte, diversos estudios económicos postulan que, a largo plazo, no se evidencia una correlación positiva entre flujo de capitales y el grado de inversión para los países de América Latina, acreditando el alto componente especulativo existente en las inversiones hacia la región.

En el año 2008, el mundo financiero celebraba la obtención del grado de inversión por parte de Brasil, país que se consolidaba como ejemplo para la región, con proyecciones de crecimiento más que favorables. La suerte de nuestro principal socio comercial comenzó a cambiar en 2011, momento donde se desacelera la actividad económica en un contexto mundial desfavorable para nuestras economías. La caída en los precios de los productos primarios y la apreciación del dólar incrementaron los desafíos del frente externo. Tras el ajustado triunfo de Dilma en las elecciones del año pasado, la presidenta modificó su gabinete económico incluyendo actores respetados por el establishment, entre los que se destaca el actual ministro de economía, Joaquim Levy. La austeridad y el ajuste presupuestario se constituyeron en los lineamientos de la política económica, argumentando que eran las medidas a tomar para recuperar la senda del crecimiento. Asimismo, la presidenta inicio una gira internacional para asegurar la confianza en los mercados y potenciar la inversión. Este giro en materia económica de Brasil tenía como objetivo evitar que el país pierda el “investment grade”. De esta manera, las decisiones económicas fueron condicionadas por los criterios de las agencias reguladoras, dominadas por las teorías que ven en el equilibrio fiscal un objetivo en sí mismo. Sin embargo, alcanza con ver la experiencia actual de Grecia para afirmar la ineficiencia de las medidas de austeridad para el saneamiento de las cuentas públicas. Lejos de mejorar el desempeño brasilero, las políticas impuestas a principio de año solo consiguieron incrementar el déficit fiscal, reducir el PBI y aumentar el peso de la deuda en nuestro país vecino, perdiendo su grado de inversión.



La falta de correspondencia entre los criterios económicos utilizados por los criterios de las calificadoras y el desempeño de la economía real desacreditan la utilización de políticas de ajuste como incentivo a las inversiones. En teoría, el grado de inversión refleja la confianza en que las obligaciones de deuda de un país puedan ser cubiertas en tiempo informa. Sin embargo, Brasil no presenta indicadores insustentables de deuda. En efecto, el frente externo y la cuenta corriente brasilera no presentan un comportamiento explosivo. Estas debieran ser las variables que determinen la calidad de endeudamiento de un país y no criterios netamente presupuestarios y fiscales. Por otra parte, producto de las recomendaciones de política de Stándar & Poor, los indicadores de deuda y fiscales se deterioraron en Brasil.

La volatilidad financiera que acecha la economía mundial expresa la distancia existente entre los criterios de los fondos de inversión y el desempeño de la economía real. Un estudio del 2013 del Banco Central Peruano realizado Elmer Sánchez de León, refleja la falta de evidencia a largo plazo de una relación positiva entre grado de inversión alcanzado y flujo de inversiones extranjeras directas. Para que la inversión real crezca es necesario que la economía este en movimiento algo incompatible con las políticas de ajuste.

