



Instituto
IPYPP
Pensamiento y Políticas Públicas

BOLETÍN ECONÓMICO
VOL.I
Febrero 2018

BOLETÍN ECONÓMICO –VOL. I

ER-EMERGENCIAS

FEBRERO 2018

ÁREA ESTADÍSTICA

SAMANTHA HORWITZ

JAVIER RAMERI

IGNACIO LOPEZ MIERES

INVESTIGADORES

MARIANA RIVOLTA

ALEJANDRO LOPEZ MIERES

GUSTAVO LAHOUD

ANA RAMERI

TOMAS RAFFO

COORDINACIÓN

TOMAS RAFFO

CLAUDIO LOZANO

No es un problema de crecimiento

Comencemos por lo obvio. La economía argentina no tiene un problema de crecimiento, sino que su principal problema es la desigualdad en la distribución del ingreso.

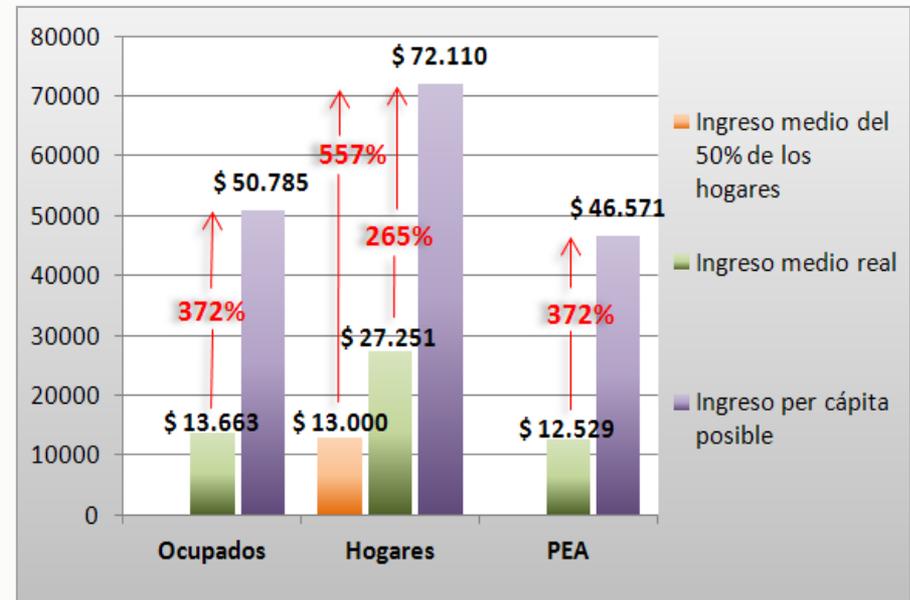
A modo de ejemplo, si tenemos en cuenta los niveles actuales de producción de riqueza (PBI), cercano a los \$10,5 billones de pesos, es posible que, en una situación de “distribución ideal”, cada uno de los 44,2 millones de argentinos cuente con un ingreso promedio de \$19.000 por mes, equivalente casi a los U\$S 1.000. Ubicándonos como país en la franja de los que tiene ingreso medio-alto en la comparación internacional.

Restringiendo el análisis al mundo laboral, la PEA tiene un ingreso medio de \$12.529, mientras que la potencialidad de la riqueza existente permitiría un ingreso medio de \$46.571. Se trata de una distancia de ingresos equivalente al casi 4 (cuatro) veces. Es la misma distancia que media entre el ingreso promedio de los ocupados (\$13.663) y lo que efectivamente una “distribución plena” posibilitaría, de \$50.785. La situación es más grave aún si se considera que el 60% de los ocupados ganan por debajo del promedio indicado.

Para el caso de los hogares, la desigualdad se reduce levemente, siendo de 2,6 veces, resultante de un ingreso promedio familiar que podría ser de \$72.110 y que sin embargo resulta ser de \$27.251. No obstante, el 50% de los hogares tiene un ingreso promedio de apenas \$13.000. Por lo tanto, para la mitad de los hogares argentinos, la brecha de ingresos es de 5,6 veces respecto a una situación de distribución plena.

Como se ve, no es un problema de crecimiento sino de distribución. Sin embargo el crecimiento económico también tiene serios problemas. La razón hay que buscarla en la Política Económica del Gobierno.

El problema de la distribución: posibilidad y realidad de los ingresos medios. PEA, Ocupados y Hogares . 3º Trimestre de 2017. Total Nacional.



Fuente: Elaboración propia en base a EPH-INDEC.

Una estrategia económica ineficiente

El principal componente de la demanda de la economía argentina es el consumo privado, o en otros términos el mercado interno: éste representa el 55,1% del PBI. Si agregamos al consumo público éste se eleva al 65,7%.

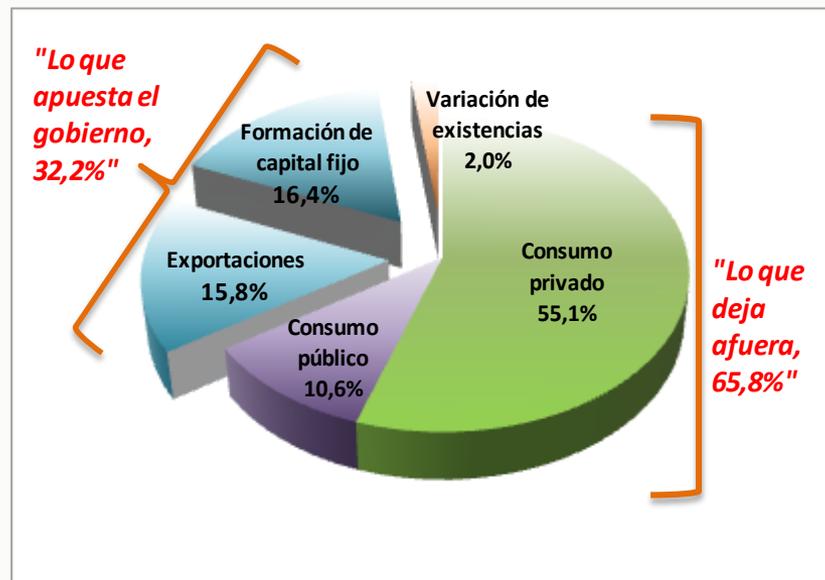
Por su parte las exportaciones, o lo que es lo mismo, “*lo que el mercado mundial*” representa para la Argentina es de apenas el 15,8%.

El Gobierno orienta su estrategia de Política Económica predominantemente sobre el universo de las exportaciones y de la inversión, de ahí las muletillas sobre “la competitividad”, que tanto abundan en el discurso oficial.

Se trata de una estrategia que apuesta sólo al 32,2% del PBI, en lugar de centrarse sobre el 65,7% del mismo. De allí surge que la política económica del actual gobierno puede caracterizarse como una estrategia ineficiente para promover al principal componente de la demanda.

Es una estrategia que, en tanto no se modifique, persiste en su ineficiencia. Sin ir más lejos, el abandono del mercado interno se observa en la política de Paritarias para el 2018, donde el gobierno, al pretender cerrar un aumento del 15%, en un contexto donde la inflación, luego del 1,8% de enero, del 7% esperable para los primeros 3 meses y de una expectativa para el año que no baja del 20%, supone una reducción del salario real no menor de 5 puntos . Esto impactará á deprimiendo aún más al mercado interno, principal vector de demanda para posibilitar un crecimiento económico de mayor magnitud.

Componentes de la Demanda Global. 3º Trimestre de 2017. Total Nacional



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Cuentas Nacionales- INDEC.

No es crecimiento económico Sino ER (Efecto Rebote)

Al 3er trimestre, la tasa de crecimiento del PBI se ubicó en el **4,2%**. Se trata de una tasa record. Promediando las tasas de todos los trimestres transcurridos, la proyección de crecimiento ronda el **2,5% acumulado** al 2017, ubicándose por debajo de la comparación del crecimiento del año 2015., que fue del 2,6%.

Dicho porcentaje de crecimiento de la economía debe compararse con la caída previa del año 2016, que fue del **2,3%**. Por ende, no se trata de un crecimiento genuino de la economía, sino de una recuperación de la brusca caída sufrida en 2016, lo cual puede caracterizarse en forma más precisa como un efecto de rebote económico (ER), el cual, comparado con el momento previo a la asunción de Macri, nos revela un estancamiento del nivel de actividad. Estancamiento que si se incorpora el crecimiento poblacional de los años 2016 y 2017, del orden del 2,1% poblacional, nos revela una caída del 1,9% en el nivel de actividad per cápita de la economía argentina

En la práctica, el rebote económico de 2017 obedece al impacto de la obra pública sobre la inversión. Difícilmente pueda mantenerse esta expansión sin aumentar aún más el déficit fiscal y, por tanto, el volumen del endeudamiento (ver más adelante). Dado este límite, las esperanzas del Gobierno se restringen a un eventual incremento de la inversión privada; pero como veremos, en lugar de inversión lo que se observa es una monumental fuga de capitales. Así el rebote del 2017 difícilmente se sostenga para el 2018.

Tasa de Crecimiento del PBI. Años 2015, 2016 y 2017.



*Promedio primeros 3 trimestres del año.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

El Impacto Inflacionario: ER Emergencia (Efecto Rebote y Emergencia Social)

La gestión del gobierno, en materia de dinámica económica, intenta mostrar que estamos en un proceso de “desaceleración” de la inflación: al comparar las tasas de 2016 (del **39,4%**) y de 2017 (del **25%**). Intenta mostrar una supuesta “desaceleración” de precios pasando por alto que la tasa del 2016 corresponde a los efectos de su propia Política Económica, que devaluación y quita de retenciones mediante, supuso un “**golpe distributivo**” que se expresa en la elevada inflación del 2016.

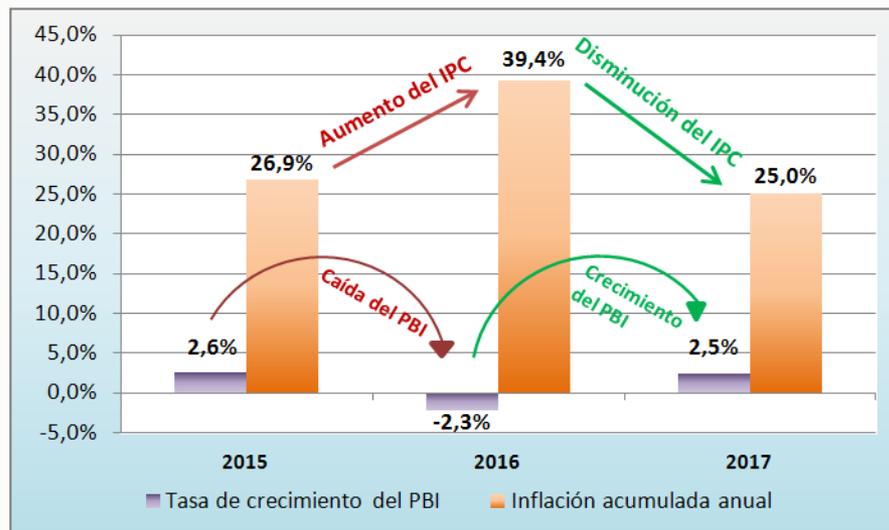
En la práctica, pasado el “**golpe distributivo**” del 2016, la economía retoma la misma tasa de inflación del 2015 (25%) en el marco de la misma tasa de crecimiento del producto (2,5%). Por lo tanto, no se verifica ninguna desaceleración del ritmo de inflación respecto a la tasa de crecimiento del producto.

Lo que sí hubo fue un “**golpe distributivo**” en el 2016, año inaugural de la gestión, de 8 p.p. de pérdida de poder adquisitivo del salario, que el año 2017 no recompone (apenas un crecimiento salarial promedio de 4 p.p. que no se extiende al conjunto de los sectores). En el 2018, sin cambios en lo que el Gobierno plantea en términos paritarios, se producirá un nuevo golpe al salario, no menor a 5 puntos.

Por ende, el efecto es de **ER Emergencias** (Efecto Rebote, que pone en emergencia al cuadro social, al practicar una sistemática reducción del nivel salarial).

Efecto ER Emergencia.

Inflación y PBI: Golpe distributivo. Total Nacional.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

Escaso impacto local

(y eso que fue lo mejor que pudo dar el modelo)

El rebote en que se encuentra la economía argentina explica la tasa del **4,2%** del 3er trimestre 2017, tasa difícilmente repetible para lo que se espera en el 2018.

Considerando esta tasa de rebote, el efecto sobre el empleo puede considerarse también como de poca probabilidad de repetición, es decir, se trata de un efecto extraordinario.

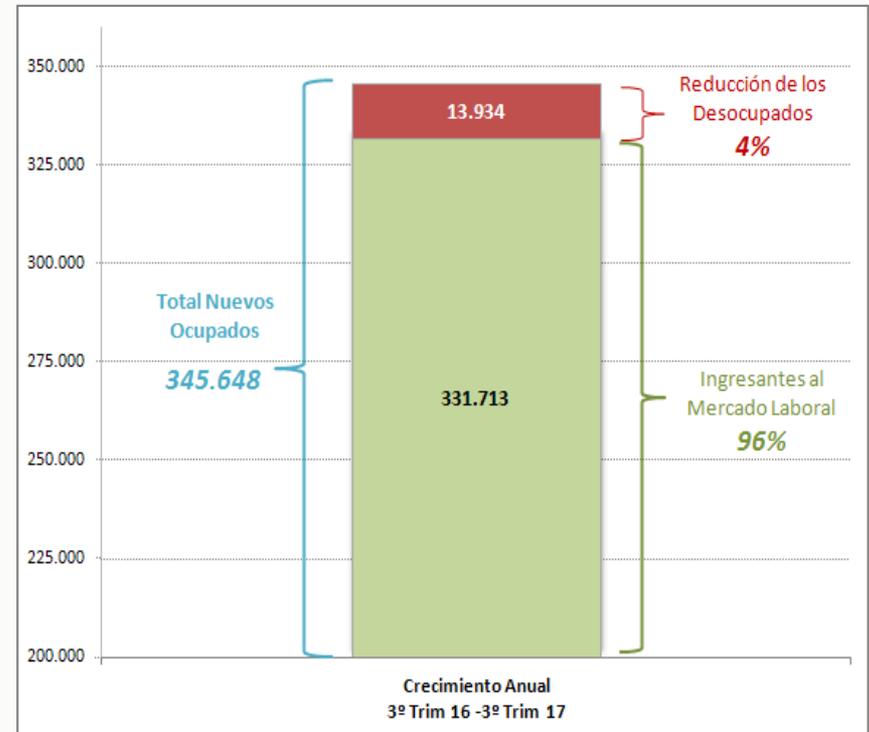
Dicho efecto produjo un crecimiento del **2% de la tasa de empleo**. De este modo, la *elasticidad Empleo-Producto* (que mide cuánto se mueve el empleo frente al crecimiento de 1 punto porcentual del producto), fue del 0,5, lo cual implica una elasticidad alta, en términos históricos.

Sin embargo, en términos concretos, la cantidad de ocupados apenas superó la cantidad de población que se incorpora al mercado laboral (**345.648** versus **331.714**). De este modo, las personas que se incorporan por mero efecto del aumento poblacional al mercado laboral, explican el **96% de los nuevos ocupados**. Así, la tasa de desocupación desciende apenas en el margen (de un 8,5% a un 8,3%, un **-0,9%** variación relativa).

Cabe agregar un cambio cualitativo dentro de la estructura de los nuevos empleos creados, que se expresa en la disminución del empleo formal industrial y el crecimiento de figuras precarias del mundo laboral, como son: el **cuentapropismo** y el **asalariado no registrado**.

Es decir, lo mejor de la dinámica económica ya pasó (*efecto rebote*), siendo insuficiente para imponer una modificación significativa en la estructura laboral vigente.

**Impacto Laboral: Total de necesidad de trabajo.
3º Trimestre 2016 vs. 3º Trimestre 2017. Total Nacional.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Una ISI Inversa: Crecimiento de la inversión con alto componente importado

La apuesta al dinamismo exportador revela su fracaso: las exportaciones crecieron apenas un **2,1%**, lo cual ronda la mitad del crecimiento del PBI (4,2%).

El componente más dinámico resultó ser la **inversión (13,9%)**. Nótese la baja elasticidad de crecimiento del producto a la inversión: se requiere **3,3%** de aumento de la inversión de manera que el producto crezca un **1%**. Dicho de otro modo, hace falta mucha inversión para que el PBI se mueva.

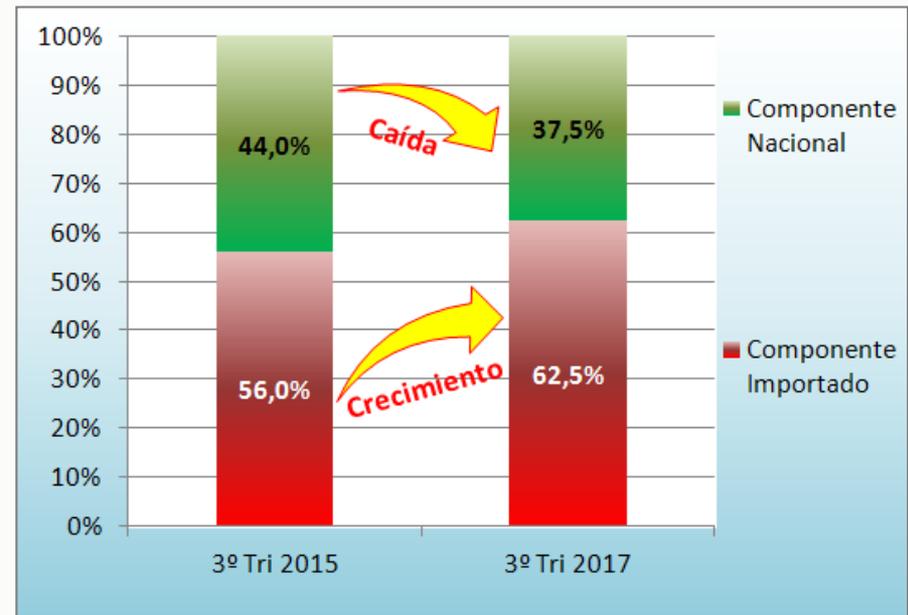
Ahora bien, no toda la inversión supone una ampliación del capital reproductivo: el **36,9%** de la misma corresponde a la rama construcción, no a bienes de capital, tales como maquinaria y equipo, y transporte.

Al interior de los bienes de capital, el dato central es el avance del **componente importado** por sobre el de **producción nacional**. Desde un ya elevado nivel inicial, el componente importado no solo representa más de la mitad de la Inversión (56% al 2015) sino que se expandió al 62,5%. Mientras que el segundo tuvo un movimiento inverso, pasó del 44% al 37,5%.

Se trata de un proceso de sustitución de importación inversa (ISI Inversa), exactamente opuesto a lo que requiere nuestro desarrollo económico, que en buena medida depende del ahorro de divisas, y no de la expansión de las importaciones.

Evolución componentes nacional e importado de la tasa de inversión.

3er Trimestre 2015 vs 3er Trimestre 2017. Total Nacional.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

Los Ganadores de la *Era Macri*

Como todo proceso de crecimiento de una variable agregada, tratándose en este caso del **PBI**, observamos que en su interior conviven realidades heterogéneas. Los sectores que han crecido por encima del promedio nacional son apenas **4** (cuatro) de **15** (quince).

Sobresale como actividad con mayor dinamismo la **pesca**, que por tercer año consecutivo revela una tasa de crecimiento promedio del **12,6% anual**. Al tratarse de una actividad eminentemente “extractiva”, conviene alertar sobre el proceso de depredación y saqueo en un contexto de regulación escasa que sobre el sector y el recurso pesquero vienen practicando las principales empresas del sector.

El segundo sector más favorecido fue el de la **construcción**, que creció el triple de lo que lo hizo el promedio de la economía. Aún así, en la práctica solamente demuestra haber recuperado lo perdido en el 2016, sin todavía poder alcanzar los niveles de 2015. Se trata en este caso de un ejemplo pleno de “rebote económico”.

Por su parte, la construcción de viviendas, que se expresa de modo indirecto también en el sector de **actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler** tiene crecimiento (4,8%), si bien muy por debajo de la construcción, supera su caída del año anterior (-1,9%).

Otro de los sectores ganadores ha sido el de la **intermediación financiera** (6,8%). Aunque en este caso, el efecto rebote explica buena parte de su crecimiento (-5,2%) .

Sectores de actividad de la economía con mayor crecimiento. Variaciones interanuales, años 2015, 2016 y 2017. Total Nacional.

	Var 3T 2014 vs 3T 2015	Var 3T 2015 vs 3T 2016	Var 3T 2016 vs 3T 2017
A - Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	3,9%	-1,5%	2,9%
B - Pesca	12,7%	12,1%	13,2%
C - Explotación de minas y canteras	3,7%	-5,7%	-3,3%
D - Industria manufacturera	2,3%	-8,3%	4,1%
E - Electricidad, gas y agua	4,9%	1,7%	-1,9%
F - Construcción	6,3%	-12,9%	12,8%
G - Comercio mayorista, minorista y reparaciones	6,1%	-5,2%	3,6%
H - Hoteles y restaurantes	2,7%	1,6%	2,7%
I - Transporte y comunicaciones	4,2%	1,7%	2,1%
J - Intermediación financiera	3,0%	-5,2%	6,8%
K - Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	2,7%	-1,9%	4,8%
L - Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria	3,7%	1,2%	0,6%
M - Enseñanza	3,4%	1,4%	1,3%
N - Servicios sociales y de salud	3,0%	2,5%	1,9%
O - Otras actividades de servicios comunitarias, sociales y personales	3,8%	-3,1%	3,6%

Fuente: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE).

“Quién es Quién” en la Pesca

La Revista Mercado identifica sólo una empresa del sector de la **pesca** dentro del listado de las 1000 (mil) empresas de mayor facturación. Se trata de la firma extranjera **Arbumasa**, que aparece en el puesto N° 697 de dicho ranking. La misma tuvo una performance significativa, que se expresa en la duplicación de su facturación durante el año 2016 (aún no se dispone de los datos al año 2017).

Evolución de las ventas de la principal empresa pesquera con operaciones en Argentina.

Datos en millones de \$	2015	2016	Variación %
Arbumasa	\$ 502	\$ 1.043	107,8%

Fuente: Revista Mercado 2016.

A SABER...

La empresa Arbumasa forma parte del grupo español Amasua. Se autodefine como líder histórico en la captura de langostinos en la zona del Golfo San Jorge. Dispone de 12 barcos langostineros y 2 buques factoría destinados a la captura y procesamiento del calamar.

El holding Amasua desarrolla desde 1966 dos líneas de actividad, con sus correspondientes empresas. Una es la actividad armadora y la otra es la actividad comercial. En ese sentido, Arbumasa es la principal empresa armadora de Argentina, y una de las tres dedicadas a esta actividad, como parte del holding Amasua. La actividad extractiva consiste en la captura, procesado y comercialización de los productos de la pesca. Esta empresa se dedica a la explotación y venta de nuestro langostino austral y el calamar.

Cabe mencionar también otro actor que sobresale en la actividad pesquera: el **Grupo Conarpesa**. Tristemente conocido por la denuncia que se hiciera de “la mafia de la Pesca” en el año 2004, en virtud de actividades ilícitas de narcotráfico (“Operación Langostino”) y prácticas monopólicas dentro de la propia actividad en las provincias de Santa Cruz y Chubut.

Sobre esta empresa, las fuentes principales de información (Revista Mercado y Bolsa de Valores) no disponen de datos actualizados.



... en la Construcción

Presentamos el abanico de empresas de la **construcción** que cotizan en la bolsa. Vemos que de las 4 empresas del panel en su conjunto, a 9 meses del 2017, facturan el mismo monto que todo el 2016, disponiendo de cuantiosas ganancias líquidas (Resultado Neto).

Sobresalen los números que presenta el balance del **Grupo Holcim (Ex Juan Minetti)**: en ganancias netas se reportaron \$726 millones a septiembre 2017, mientras que en términos de ventas, y en el mismo lapso de tiempo, facturó lo equivalente a todo el 2016.

Una situación análoga ocurre con la empresa de **Caputo**.

Se puede considerar especial el caso de **Benito Roggio e Hijos**, en tanto que su nivel de facturación a septiembre 2017 es 34,9% superior al nivel de facturación anual del 2016.

Principales empresas constructoras del país. Ventas y Ganancia Neta. 2015, 2016 y Nueve meses 2017.

Empresa	Ventas			Ganancia Neta
	Annual 2015	Annual 2016	Nueve meses 2017*	Nueve meses 2017*
Holcim (Ex Juan Minetti)	\$ 4.283.642.419	\$ 5.225.629.503	\$ 5.168.576.077	\$ 726.612.054
Petroq. Comodoro Rivadavia ¹	\$ 3.087.671.909	\$ 4.039.837.146	\$ 2.982.258.000	\$ 286.597.000
Benito Roggio e Hijos	\$ 2.107.777.901	\$ 2.428.577.961	\$ 3.275.412.692	\$ 191.323.551
Caputo	\$ 1.107.064.000	\$ 1.564.025.000	\$ 1.624.198.000	\$ 180.455.000
Total	\$ 10.586.156.229	\$ 13.258.069.610	\$ 13.050.444.769	\$ 1.384.987.605

*Último dato disponible.

¹ PCR, empresa cuya principal actividad es la producción y distribución de materiales para la construcción, aunque se dedica también a la explotación de hidrocarburos.

Fuente: elaboración propia en base a la información extraída de los balances contables. Empresas seleccionadas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires.



... en la Intermediación Financiera

Al desglosar las empresas del **sector financiero**, se observó que, en conjunto, las firmas que cotizan en bolsa, en los 9 meses del 2017 superan ampliamente la facturación del año anterior, con un ritmo de crecimiento mayor que el evidenciado del año 2015 al 2016.

De las doce firmas, sólo una registra pérdida, el **Banco Comafi**, a pesar de casi duplicar su facturación en dicho período. Por el contrario, nueve de ellas tiene resultado neto superior a los \$1.000 millones, destacándose el caso del **Banco Macro** (\$ 6.377 millones), **Banco Galicia** (\$ 5.161 millones) y **Banco Santander Río** (\$ 4.021 millones).

Sector financiero. Ventas y Resultado Neto. Datos anuales 2015 y 2016, y nueve meses 2017. Cifras en millones de pesos. Total Nacional.

Sector Financiero	Ventas			Resultado Neto
	Anual 2015	Anual 2016	Nueve meses 2017*	Nueve meses 2017*
Banco Macro	\$ 23.629	\$ 33.268	\$ 31.326	\$ 6.377
Banco Galicia	\$ 37.894	\$ 52.829	\$ 48.435	\$ 5.161
Banco Santander Río	\$ 40.673	\$ 29.037	\$ 38.848	\$ 4.022
Banco Patagonia	\$ 12.343	\$ 13.363	\$ 13.712	\$ 2.524
Banco Francés	\$ 29.818	\$ 21.828	\$ 26.536	\$ 2.457
Banco ICBC	\$ 17.211	\$ 13.152	\$ 14.529	\$ 1.749
Tarjeta Naranja	\$ 7.654	\$ 10.186	\$ 10.090	\$ 1.726
Banco Hipotecario	\$ 10.113	\$ 8.166	\$ 10.168	\$ 1.111
Banco Supervielle	\$ 11.906	\$ 7.886	\$ 11.728	\$ 1.088
HSBC Bank Argentina	\$ 13.701	\$ 18.199	\$ 14.347	\$ 957
Banco Itaú Argentina	\$ 5.896	\$ 6.855	\$ 5.772	\$ 600
Banco Comafi	\$ 2.190	\$ 2.728	\$ 4.481	\$ -1.911
Total	\$ 213.028	\$ 217.497	\$ 229.972	\$ 25.863

*Último dato disponible. Fuente: elaboración propia en base a la información extraída de los balances contables. Empresas seleccionadas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires.



La Industria Manufacturera...

A mitad de camino

La industria manufacturera es el prototipo del “rebote económico”, creció en paralelo con la economía un **4,1%**, pero viene de una caída significativa del **8,3%**. Un rebote insuficiente muestra que la recomposición se quedó a mitad de camino de la pérdida anterior.

La información que brinda el EMI (Estimador Mensual Industrial) revela que sobre las 12 (doce) ramas industriales, apenas 1 (una) puede caracterizarse como de crecimiento genuino. Es el caso de la “*Metalmecánica (excluido sector automotriz)*”, que crece al **13,8%**, superando su caída previa del **-8,4%**.

El grueso de las ramas industriales (8 subsectores, de un total de 12, aproximadamente el **66,7%** de ellas) se encuentran en un proceso pleno de “rebote económico”, donde si bien tienen crecimiento del nivel de actividad, este aún no compensa la caída del año anterior. Dentro de este segmento sobresale “Industrias metálicas básicas”, que presentan la mayor tasa de crecimiento industrial (**17,7%**), pero que aún no compensa la caída previa (**-20,3%**).

En el otro extremo se ubican 3 sectores en caída libre, puesto que acumulan ya 2 años de reducción de su nivel de actividad, siendo el caso de “*Productos textiles*” y el de “*Sustancias y productos químicos*” los más complicados.

**Variaciones interanuales de las ramas de actividad industrial.
2015, 2016 y 2017. Total Nacional.**

	Var. % 3T '15 vs 3T '16	Var. % 3T '16 vs 3T '17	
Metalmecánica excluida industria automotriz	-8,4%	13,8%	Crecimiento Genuino
Industrias metálicas básicas	-20,3%	17,7%	Rebote
Productos minerales no metálicos	-7,5%	10,2%	
Edición e impresión	-16,3%	8,7%	
Vehículos automotores	-14,2%	6,6%	
Caucho y plástico	-8,4%	5,4%	
Papel y cartón	-6,6%	4,5%	
Refinación del Petróleo	-6,4%	3,8%	
Productos de tabaco	-13,4%	3,5%	
Productos alimenticios y bebidas	-4,5%	-1,3%	Caída Libre
Productos textiles	-6,0%	-1,9%	
Sustancias y productos químicos	0,1%	-4,1%	

Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

“Quién es Quién” dentro de la Industria Metalmeccánica

A continuación, nos introducimos en el universo de las empresas que componen estos dos subsectores industriales.

En el grupo de las actividades metalmeccánicas se observan 2 empresas significativas: **IMPISA (Pescarmona)**, cuyo resultado neto transcurridos 9 meses de 2017 fue de \$441 millones, y **Agrometal**, que percibió \$60 millones en término de ganancias netas.

Principales empresas de la actividad metalmeccánica (excluyendo industria automotriz) que operan en la bolsa de valores de Bs As.

Metalmeccánica	Venta			Resultado Neto
	Annual 2015	Annual 2016	Nueve meses 2017*	Nueve meses 2017*
Ind. Metal. Pescarmona (IMPISA)	\$ 519.131.000	\$ 692.007.000	\$ 245.708.000	\$ 441.781.000
Agrometal	\$ 214.469.873	\$ 589.816.346	\$ 583.076.022	\$ 60.597.768
Total	\$ 733.600.873	\$ 1.281.823.346	\$ 828.784.022	\$ 502.378.768

*Último dato disponible

Fuente: elaboración propia en base a la información extraída de los balances contables. Empresas seleccionadas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires.



“Quién es Quién” dentro de la Industria Metálica Básica

Por su parte, en el caso de la rama de la industria metálica básica sobresale el peso de las empresas pertenecientes al **Grupo Techint**, tales como **Tenaris** y **Ternium**, ambas alcanzando un resultado neto de \$4.895 y \$4.721 millones respectivamente, transcurridos solamente 9 (nueve) meses del 2017. Inmediatamente después aparece **Aluar**, empresa que reportó en dicho período de tiempo ganancias netas de \$787 millones.

Principales empresas siderúrgicas que operan en la bolsa de valores de Buenos Aires: Industrias básicas de hierro, acero y metales no ferrosos.

Metálicas Básicas	Venta			Resultado Neto
	Anual 2015	Anual 2016	Nueve meses 2017*	Nueve meses 2017*
Tenaris	\$ 91.811.535.900	\$ 69.126.831.200	\$ 64.070.574.860	\$ 4.895.519.726
Ternium	\$ 23.562.877.000	\$ 27.964.155.000	\$ 27.378.943.000	\$ 4.721.703.000
Aluar	\$ 13.389.841.417	\$ 18.029.411.194	\$ 4.910.668.258	\$ 787.631.556
Total	\$ 128.764.254.317	\$ 115.120.397.394	\$ 96.360.186.118	\$ 10.404.854.282

*Último dato disponible

Fuente: elaboración propia en base a la información extraída de los balances contables. Empresas seleccionadas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires.



Con las exportaciones no pasa nada (Sector Externo)

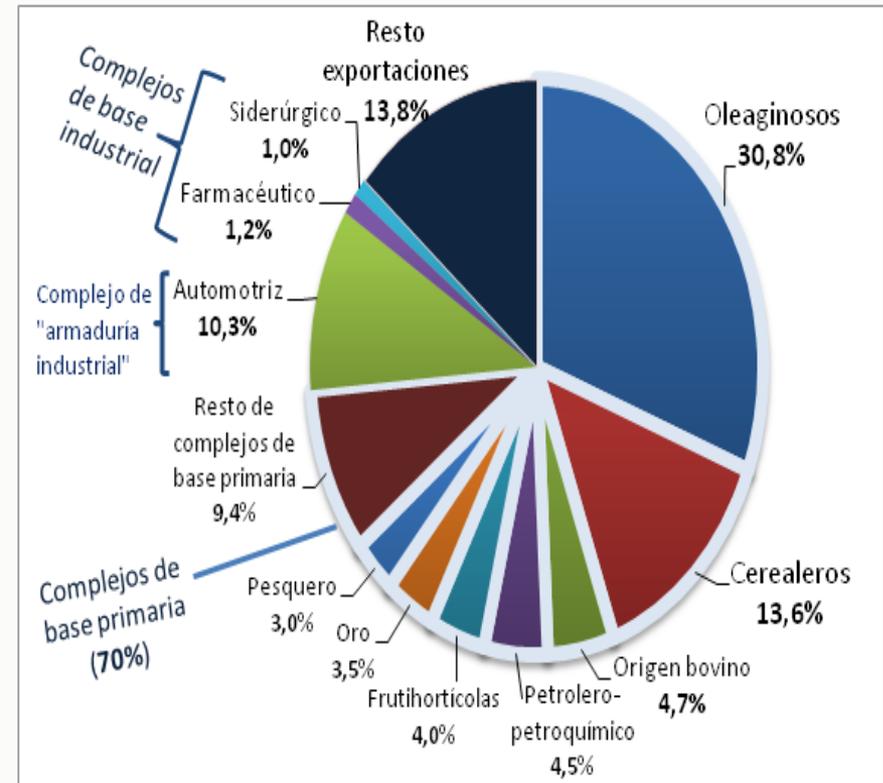
El límite central de la estrategia económica del gobierno se expresa en el estancamiento del volumen de las exportaciones: en 2017, según datos del Intercambio Comercial Argentino (ICA-INDEC), se registró un ingreso de U\$S 58.428 millones, apenas superior al obtenido en 2016 (U\$S 57.879 millones)

Sobre este volumen de exportaciones, más del **70% del total** corresponde a complejos de base primaria, en los que se destacan el oleaginoso y el cerealero (en conjunto explican el 44,4%).

Por su parte, el complejo automotriz explica el 10% del total de exportaciones; se trata de un complejo de “armadura industrial” (ensamblaje de autopartes), y no una verdadera industria de base.

Precisando, lo que nuestra economía presenta al mercado mundial es una oferta de productos de base predominantemente primaria y en algunos casos con un fuerte sesgo extractivista.

Principales complejos exportadores al primer semestre de 2017.



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC.

“*Quién es quién*” en el negocio exportador



Que las exportaciones estén estancadas no significa que los exportadores la estén pasando mal. De hecho, todo lo contrario: en un contexto donde el tipo de cambio pasó de \$10 en 2015 a \$15 en el 2016, y a \$20 en el cierre de 2017, el estancamiento del volumen exportado oculta una ampliación de la facturación en pesos de las principales empresas del sector. Además, el estancamiento en dólares del 2017 oculta el crecimiento del volumen exportado en el 2016.

A continuación veremos cómo los datos revelados por la Revista Mercado reflejan que las principales empresas del negocio exportador ampliaron su facturación en dólares en el año 2016 (último dato del que se dispone de dicha revista). Se trata de las ventas anuales de las empresas con mayor facturación de los sectores que más exportaron: aceiteras (oleaginosos), granos (cerealeros) y fabricación de vehículos (automotriz).

El carácter exportador de estas empresas y su estrategia de minimizar costos y maximizar ganancias explican el interés puesto sobre la reducción de los costos laborales, en sintonía con la estrategia del gobierno. Éstas ven al salario como un costo más y no como un factor dinamizador del consumo y de la producción.

... en el negocio aceitero

En el caso del complejo aceitero (dentro del cual se incluye a la soja y el girasol), ninguna empresa tuvo una expansión en ventas inferior al 42% (es el caso de **Deheza**) y sobresale el crecimiento de **Oleaginosa Moreno** (243,6%). Por su parte, la multinacional estadounidense **Cargill** lidera el ranking de facturación de 2016 con \$55.100 millones, según datos relevados de la Revista Mercado. En ese año logró aumentar sus ganancias en un 57,4% respecto a 2015 (\$35.000 millones), lo que le permitió conservar su liderazgo dentro de este mercado. Es preciso señalar que dicha firma es una de las principales productoras de alimentos y proveedora de servicios agrícolas del mundo.



Ranking de facturación de las empresas aceiteras en 2016 y variación vs. 2015.

Empresa	Origen	Facturación 2015 (millones de pesos)	Facturación 2016 (millones de pesos)	Variación
Cargill	EE.UU	\$ 35.000	\$ 55.100	57,4%
Deheza	Local	\$ 32.800	\$ 46.870	42,9%
Bunge Argentina	Suiza	\$ 20.331	\$ 45.669	124,6%
Vicentín	Local	\$ 27.100	\$ 45.200	66,8%
Oleaginosa Moreno	Suiza	\$ 10.011	\$ 34.394	243,6%

Fuente: elaboración propia en base a Revista Mercado (2016).



... en el negocio de los granos

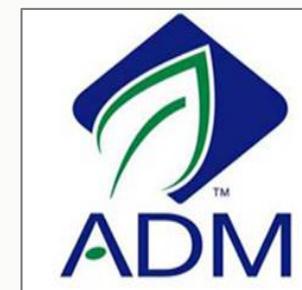
Dentro del rubro dedicado a granos, en 2016 ninguna empresa creció por debajo del 30% (**Asociación de Cooperativas Argentinas**), siendo la estadounidense **Toepfer** la que más incrementó su volumen de ventas (199%). Por su parte, la empresa suiza **Louis Dreyfus** le quitó el primer lugar que había logrado la **Asoc. de Coop. Argentinas** (nuclea a 50.000 productores agropecuarios de todo el país) en 2015. Esto fue a merced de un incremento del 102,1% en su facturación interanual, significativamente mayor que el logrado por la segunda (31,2%).

A nivel global, **Dreyfus** controla distintos negocios, entre los que se destacan (además de los cereales) las oleaginosas, arroz, logística y finanzas, café, algodón y caña de azúcar. En este último rubro, se ubica como la segunda empresa azucarera a nivel internacional.



Ranking de facturación de empresas cerealeras en 2016 y variación vs. 2015

Empresa	Origen	Facturación 2015 (millones de \$)	Facturación 2016 (millones de \$)
Louis Dreyfus	Suiza	\$ 22.161	\$ 44.777
Asoc. de Coop. Argentinas	Local	\$ 27.764	\$ 36.440
Noble Argentina	China	\$ 9.000	\$ 18.378
Toepfer	EE.UU	\$ 4.181	\$ 12.500
ADM Argentina	EE.UU	\$ 6.552	\$ 9.148



Fuente: elaboración propia en base a Revista Mercado (2016).

...en el negocio automotriz

De los tres complejos que generan más divisas, el automotriz es el único de base industrial, luciendo como el más dinámico de los tres en cuanto a producción y generación de empleo. Sin embargo, nos encontramos con que las empresas del sector (que son de capital extranjero) se dedican a ensamblar partes pre-fabricadas en lugar de desarrollar una verdadera industria de base.

De esta forma, se puede explicar el origen del capital de las principales firmas del sector: Alemania (*Volkswagen*), Estados Unidos (*Ford y General Motors*), Japón (*Toyota*) y Francia (*Peugeot Citroën*).

Hace 14 años que *Volkswagen* encabeza la facturación local del rubro. En 2017, alcanzó los \$46.585 millones, logrando cooptar un importante porcentaje del mercado a través de la venta del modelo Gol (el más vendido en el mercado argentino).

Además, sobresale el crecimiento de *General Motors* (101,4%), y en menor medida el de *Peugeot Citroën* (54,8%) y *Ford* (41,9%).



Ranking de facturación de empresas automotrices en 2016 y variación vs. 2015

Empresa	Origen	Facturación 2015 (millones de \$)	Facturación 2016 (millones de \$)	Variación
Volkswagen Argentina	Alemania	\$ 39.000	\$ 46.585	19,4%
Ford Argentina	EE.UU	\$ 28.900	\$ 41.000	41,9%
Toyota Argentina	Japón	\$ 29.710	\$ 33.969	14,3%
General Motors	EE.UU	\$ 13.842	\$ 27.874	101,4%
PSA Peugeot Citroën	Francia	\$ 16.516	\$ 25.573	54,8%



Fuente: elaboración propia en base a Revista Mercado (2016).

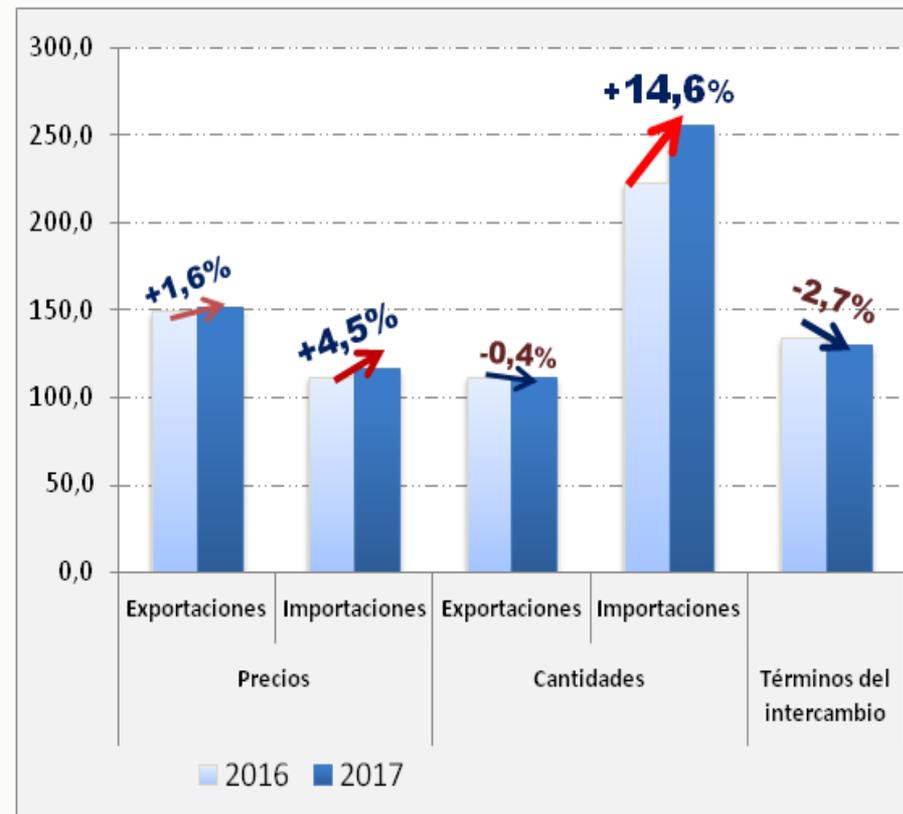
Déficit exportador (o el déficit del Sector Privado)

La insuficiencia del nivel de las exportaciones se observa con nitidez al compararlas con el volumen de importaciones. Siguiendo los datos del ICA (INDEC), las mismas ascendieron a U\$S 66.899 millones, ubicándose U\$S 8.500 millones por encima de las exportaciones en este año. Se trata de un “monumental déficit comercial” que, siguiendo la tónica del Gobierno, bien puede considerarse como “**el déficit del sector privado**”, con la salvedad de considerar que la cúpula exportadora (las primeras 50 firmas) exhiben un significativo “saldo comercial positivo”.

Este déficit se explica por el comportamiento dispar entre exportaciones e importaciones. En 2017 se produjeron movimientos inversamente proporcionales: las cantidades exportadas experimentaron, en promedio, una **leve caída de -0,4%** respecto al 2016, al tiempo que las cantidades importadas **se incrementaron un 14,6%**. En materia de precios, las importaciones se encarecieron en promedio **3 veces más** que las exportaciones: mientras que los precios de las primeras subieron **4,5%**, las segundas lo hicieron en **1,6%**.

En conjunto, la estrategia gubernamental que apuesta insertar a la Argentina en este contexto internacional resulta negativa para la economía doméstica, expresándose en un **deterioro de los términos del intercambio en 2017 del orden del -2,7%**.

Variación de las exportaciones – importaciones, en precios y cantidades, expresadas en números índice. Año 2016 vs. Año 2017.



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC.

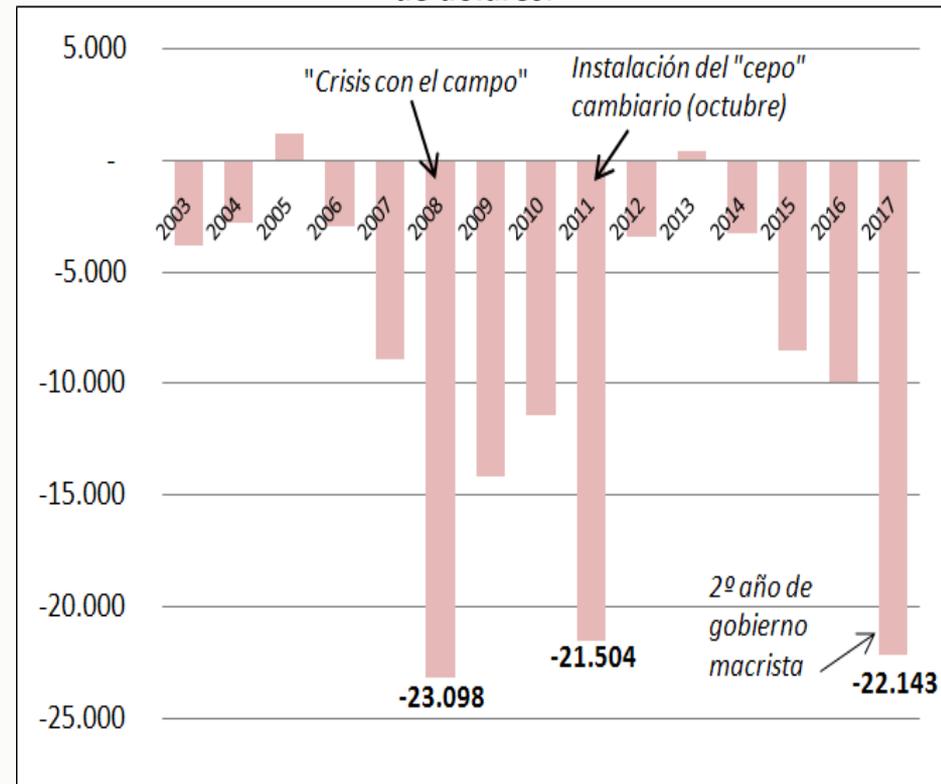
La deserción del Sector Privado: Fuga de Capitales Récord

Según datos del BCRA, la fuga de capitales del 2017 fue de **US\$ 22.143 millones**. Es una **fuga récord** tanto por su crecimiento respecto del 2016 (**123%**) como por el nivel alcanzado, similar a momentos muy sensibles en la gestión macroeconómica reciente, como es el caso del 2011 (en la antesala a la instalación del “cepo” cambiario) y al 2008 (en el medio de la crisis de la conocida “Resolución 125”).

La cifra del 2017 se asemeja al de años económicos muy conflictivos para la estrategia macroeconómica de la gestión anterior, lo que supone considerar un grado de vulnerabilidad alto de la estrategia económica del gobierno actual.

Como se observa, la fuga de capitales es un comportamiento estructural de los principales capitales que operan en el país. Es la muestra de la deserción del sector privado (en sus segmentos más concentrados) a la hora de protagonizar una reinversión productiva de sus excedentes. Como señalamos, para que la tasa de crecimiento de la economía se sostenga, ella depende en buena medida del comportamiento de la inversión privada. Los datos de fuga de capitales que presentamos no permiten ser optimistas respecto de esta variable.

Fuga de capitales por año. Serie 2003-2017. En millones de dólares.



Fuente: elaboración propia en base al balance cambiario (BCRA).

* Nota: se estimó la fuga a través de la cuenta “formación de activos externos del sector privado no financiero”, y es el resultado de la diferencia entre la entrada y salida de capitales que registra dicha cuenta.

Una economía que demanda demasiados dólares

Las necesidades de dólares para el funcionamiento económico durante el 2017 ascendieron a U\$S 98.168 millones.

Esta alta demanda de divisas se explica por los U\$S 54.572 millones destinados a importaciones de bienes (fruto de la desarticulación productiva vigente); la fuga de capitales de U\$S 22.143 (vinculado al comportamiento rentístico de las principales firmas); el déficit de servicios de U\$S 10.847 (por efecto del consumo de altos ingresos en el exterior); el pago neto de intereses de U\$S 8.440 millones (ligado al elevado endeudamiento de la economía) y finalmente, por U\$S 2.166 millones en concepto de utilidades y dividendos (como consecuencia de la extranjerización vigente).

La gran exigencia de dólares que implica la dinámica económica tiene origen en los profundos desequilibrios sobre los que se asientan los ordenamientos productivos y financieros vigentes.

El nivel de necesidades de financiamiento del 2017 es record, superando incluso el del año 2011 (previo al cepo). Conviene tener presente que, contrario a lo que afirma el Gobierno, el volumen de necesidades de divisas se explica principalmente por la elevada demanda de dólares del sector privado, antes que por el peso de los intereses de la deuda pública.

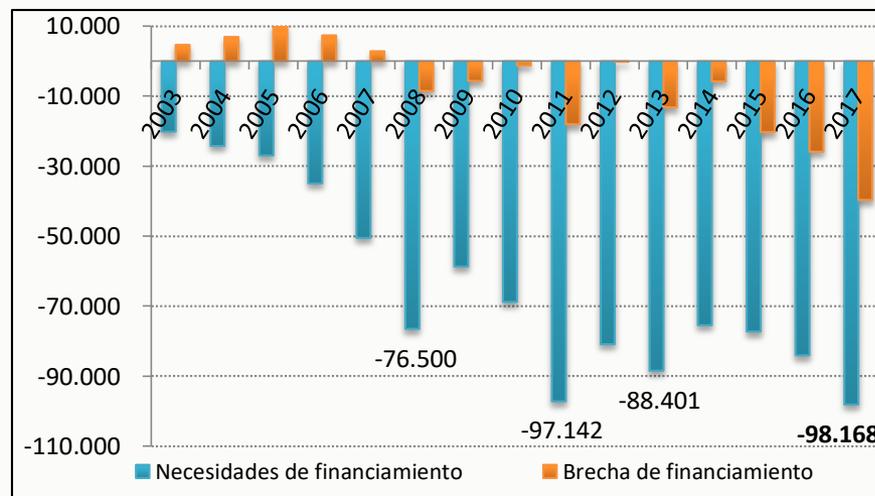
Para este volumen de divisas requerido, las exportaciones aportaron solo el 60%. En efecto, el volumen exportado fue de U\$S 40.000 millones restantes fueron cubiertos con deuda. En síntesis, la economía argentina presenta un **carácter deuda-dependiente muy significativo**.

Necesidades y brecha de financiamiento de la economía en 2017.

Concepto	2017
Necesidades de Financiamiento (1)	-98.168
Importaciones	-54.572
Fuga de Capitales	-22.143
Saldo Servicios	-10.847
Intereses	-8.440
Utilidades y Dividendos	-2.166
Exportaciones (2)	58.600
Brecha de financiamiento (1) + (2)	-39.568

Fuente: elaboración propia en base a balance cambiario (BCRA).

Serie histórica: brecha de financiamiento (2003-2017). En millones de dólares.



Fuente: elaboración propia en base a balance cambiario (BCRA).

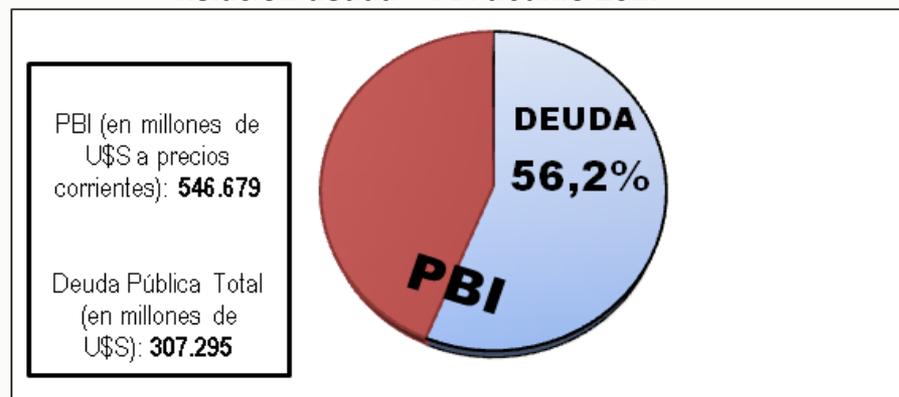
La Deuda: una verdadera “espada de Damocles”

Los últimos datos publicados por la Secretaría de Finanzas de la Nación informan que la deuda pública asciende a U\$S 290.956 millones a fines de junio de 2017. Esto representa más de la mitad del PBI (**53,7%**). Si consideramos los valores negociables vinculados al PBI (cupón PBI), el ratio se extiende al **56,2%**.

Hacia fines del 2015 y previo al inicio de la nueva gestión de gobierno, la deuda pública era de U\$S 222.703 millones. De manera que, en un año y medio, el ejecutivo **augmentó el stock de deuda en U\$S 68.3 millones**, de los cuales U\$S 44.3 millones (65% del total de nueva deuda) fueron tomados en 2016 y U\$S 23.9 millones (35% del total de nueva deuda) en los primeros 6 meses de 2017.

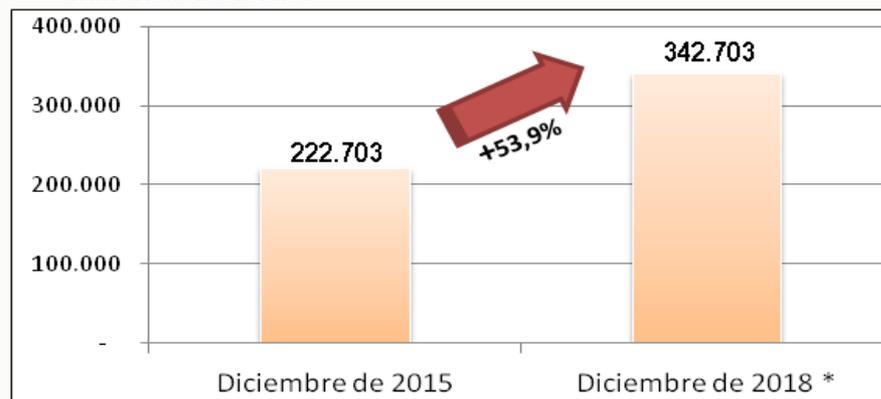
La situación se agrava al analizar el presupuesto 2018, en el cual el gobierno estima incrementar el endeudamiento en U\$S 46.500 millones. Si computamos las obligaciones de deuda que ya tiene comprometidas para 2017, Macri habría aumentado la deuda pública en **U\$S 120.000 millones en solo 3 años. Es decir, más de la mitad de la deuda que heredó.**

Relación deuda – PBI a Junio 2017



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Finanzas.

Stock de deuda pública proyectado a diciembre 2018 vs. Stock presente al inicio de la gestión Cambiemos. En millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Finanzas y el Presupuesto 2018.

*Proyección realizada a partir de los de datos del Ministerio de Finanzas y los Presupuestos 2017 y 2018.

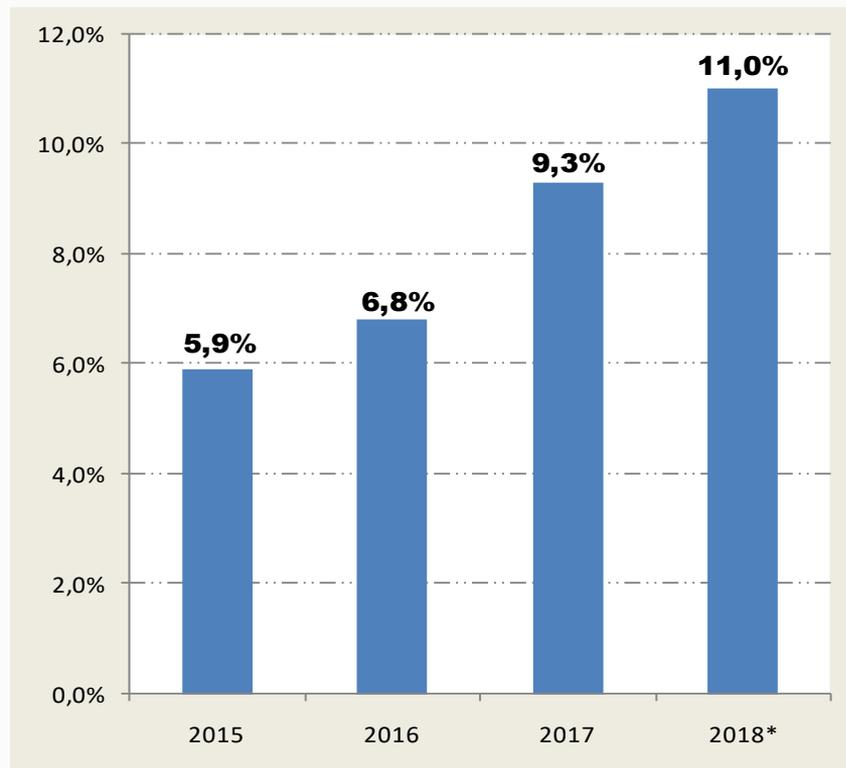
La “calesita financiera”: deuda nueva para pagar deuda vieja. El verdadero motor del déficit público

Esta verdadera “espada de Damocles” que representa la deuda pública sobre la economía hace sentir sus efectos sobre las cuentas fiscales: el rubro intereses de la deuda pasó de \$79.467 millones en el 2015 a \$224.927 millones en el 2017. En un lapso de dos años prácticamente se duplicó su participación sobre los gastos corrientes del Estado: pasó de **5,9% en 2015** a **9,3% en 2017**. Para el **año 2018** la cuenta de intereses alcanzaría los \$284.012 millones, representando **el 11% del total de gastos corrientes**.

Hemos visto que el crecimiento en el 2017 se sustentó principalmente en el dinamismo de la obra pública. En el marco de un elevado peso de la deuda sobre PBI (56%) y de un déficit fiscal cada vez mayor, no podrá sostenerse este motor de crecimiento sin expandir los ya elevados niveles de endeudamiento público. Así mismo, se observa que buena parte del déficit fiscal se explica por el creciente peso de los intereses de la deuda.

De este modo, el endeudamiento que el gobierno lleva adelante incrementa el peso de los intereses sobre las cuentas públicas, dejando poco margen para la obra pública. Hemos ingreso así a una vieja lógica, comúnmente conocida como “calesita financiera”, que le implica al Estado tomar deuda nueva para pagar deuda vieja. A la larga o al a corta, esta dinámica se torna insostenible.

Intereses de la deuda como % de los gastos corrientes (2015-2018).



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda.

*Proyección realizada a partir de los datos publicados en el Presupuesto 2018.