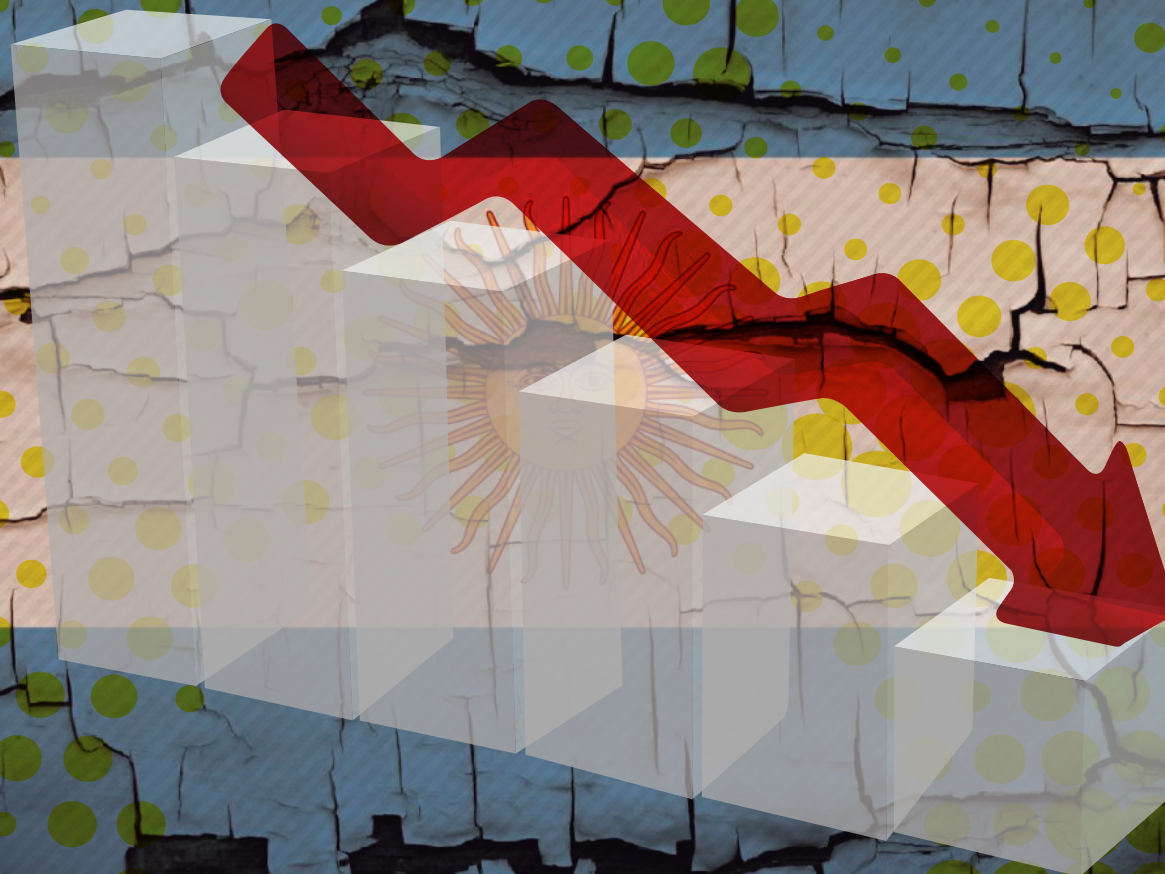


# RECESIÓN ECONÓMICA 2016

FEBRERO DE 2017  
Informe de  
 coyuntura N° 22



# Informe de coyuntura N° 22

Equipo de investigación de CIFRA:

Nicolás Arceo, Mariano Barrera, Mariana González y Pablo Manzanelli

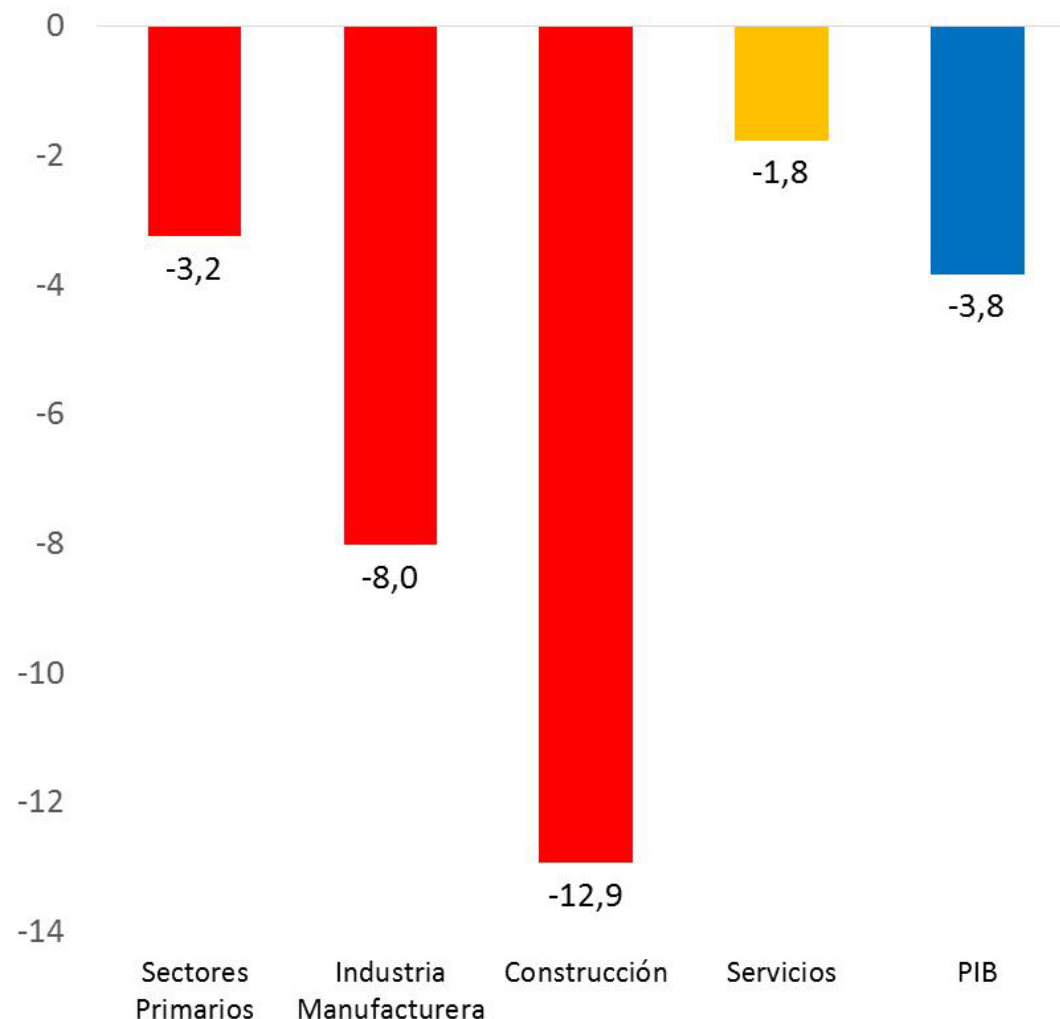
Febrero 2017

- ✓ Los últimos datos del PIB indican que, a contramano de los pronósticos oficiales, el segundo semestre de 2016 arrancó con una profundización del proceso recesivo (-3,8%), que parece desacelerarse en el último trimestre aunque con caídas interanuales en el nivel de actividad.
- ✓ Desde el punto de vista sectorial, la caída está explicada principalmente por las contracciones en la industria manufacturera y la construcción. Por el lado de la demanda, el consumo cayó fuertemente como consecuencia de la reducción de los salarios reales y del empleo. En efecto, los salarios reales de los trabajadores formales del sector privado cayeron 6,5% interanual en noviembre de 2016 y se perdieron 128.000 empleos registrados al 3° trimestre.
- ✓ En ese contexto recesivo, la rentabilidad esperada de las opciones de inversión productiva resultó escasa mientras que la política monetaria elevó los rendimientos en dólares de las tasas de interés, lo que tendió a otorgar mayor rentabilidad a las opciones financieras. De allí que, lejos de incrementarse, la inversión contribuyó considerablemente a consolidar el proceso de recesión (-8,3% en el tercer trimestre).
- ✓ En cuanto al deterioro de la situación fiscal -por efecto de la rebaja de impuestos y, en lo esencial, la recesión económica- la novedad en los últimos meses provino de los ingresos del blanqueo de capitales. Este ingreso morigeró considerablemente el déficit fiscal primario, que aún así trepó al 4,6% del PIB.
- ✓ El déficit fiscal se financió con el significativo incremento de la deuda pública. Durante la gestión macrista la colocación de bonos y letras superó los USD 52.000 millones, USD 7.000 de los cuales fueron emitidos en enero de 2017. Este proceso de endeudamiento contribuyó a aportar un cuantioso volumen de divisas que permitió la acumulación de reservas internacionales, la fuga de capitales al exterior -que se moderó en los últimos meses por efecto del blanqueo de capitales- y la cancelación de compromisos con acreedores externos.
- ✓ Por último, en lo que atañe al comercio exterior, si bien en 2016 se alcanzó un superávit comercial, ello se explica por la caída de los precios internacionales de las importaciones, que superaron a los de las exportaciones, mientras que las ventas externas tendieron a reprimarizarse.

- ✓ Si bien hacia fin de 2016 se verificó cierta desaceleración interanual en la caída del nivel de actividad, no es suficiente para marcar un cambio de tendencia y, fundamentalmente, no implica que se revierta el proceso de desmantelamiento de los sectores productivos iniciado por la administración Cambiemos.
- ✓ La apertura de la economía en un contexto de apreciación de la moneda e incentivos para la especulación financiera se expresa en una contracción del tejido manufacturero, sobre todo de aquellos sectores orientados al mercado doméstico y poco competitivos internacionalmente. Esta contracción está generando, a su vez, un aumento de la desocupación, mientras la apuesta oficial se orienta a reducir los costos laborales a partir de la flexibilización laboral y la tercerización.
- ✓ El menor ritmo de aumento de precios experimentado en los últimos meses de 2016 podría sostenerse en 2017 dada la relativa “estabilización” del tipo de cambio proyectada para buena parte del año y la apertura comercial, aunque, si ello ocurre, sería en niveles significativamente más elevados que los estimados por el gobierno. Ciertamente, el incremento de las tarifas de diversos servicios públicos y combustibles en los primeros meses de 2017 inciden en sentido contrario.
- ✓ El escenario electoral conduce a un dilema en términos de política económica para los próximos meses. Por un lado, un escenario con una política estricta de control de la inflación a través de la reducción del gasto público, el cierre de paritarias con escasa o nula recuperación de los salarios reales y la persistencia de tasas de interés elevadas en el mercado local. Por otro, un escenario en el cual se privilegia la recuperación del nivel de actividad a través del aumento de los salarios reales y del gasto público pero seguramente acompañado por una menor desaceleración en el ritmo de incremento de precios.
- ✓ En cualquier caso, incluso en el segundo escenario, es de esperar que el nivel de crecimiento resulte inferior al esperado por el gobierno y buena parte de las consultoras afines, y que no se detenga el deterioro del sector industrial. Además de las razones señaladas, por el lado de la demanda externa no se observa reactivación en la economía brasilera, mientras que las adversidades climáticas están afectando la campaña agrícola 2016/17.

- ✓ En el 3° trimestre de 2016 se verificó una aguda reducción del PIB (-3,8%), respecto a idéntico período de 2015. Se trata de una profundización del proceso recesivo, que anotó una caída de 2,4% en los primeros tres trimestres de 2016.
- ✓ La contracción estuvo liderada por la construcción que se derrumbó un 12,9%, en consonancia con el mal desempeño de la obra pública.
- ✓ Los sectores productores de bienes tuvieron fuertes caídas: la industria manufacturera se contrajo 8,0% y los sectores primarios, a pesar de la reducción de retenciones a las exportaciones, 3,2%.
- ✓ El sector servicios fue el que verificó la menor caída lo que permitió alcanzar una menor contracción en el PIB (-1,8%).
- ✓ La información de los últimos meses del año, que se presenta en el resto del informe, permite inducir que en el 4° trimestre la caída del PIB será de menor magnitud. De todos modos, continúan las reducciones en el nivel de actividad de la construcción y de la industria manufacturera.

Variación de las distintas ramas que componen el PIB entre el III trimestre de 2015 y el III trimestre de 2016 (en %)



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

- ✓ Durante los primeros tres trimestres de 2016 se verificó una sensible contracción de los distintos componentes de la demanda agregada, con la única excepción del consumo público.
- ✓ Con la ausencia de la supuesta “lluvia de inversiones” que acontecería como consecuencia del cambio en el “clima de negocios” y el acuerdo con los fondos buitres, la Inversión Bruta Fija se derrumbó en el 3° trimestre 8,3% respecto de idéntico trimestre del 2015.
- ✓ A su vez, la contracción experimentada en los salarios reales y el empleo, conjuntamente con la reducción de la inversión pública y privada, condujeron a una disminución del consumo privado del 3,1%.
- ✓ En tanto, no se produjo una recuperación sensible en las cantidades exportadas, que verificaron una reducción del 2,5%.
- ✓ El único componente dinámico de la demanda agregada fue, a contramano del discurso dominante, el crecimiento del consumo público (+1,9%).

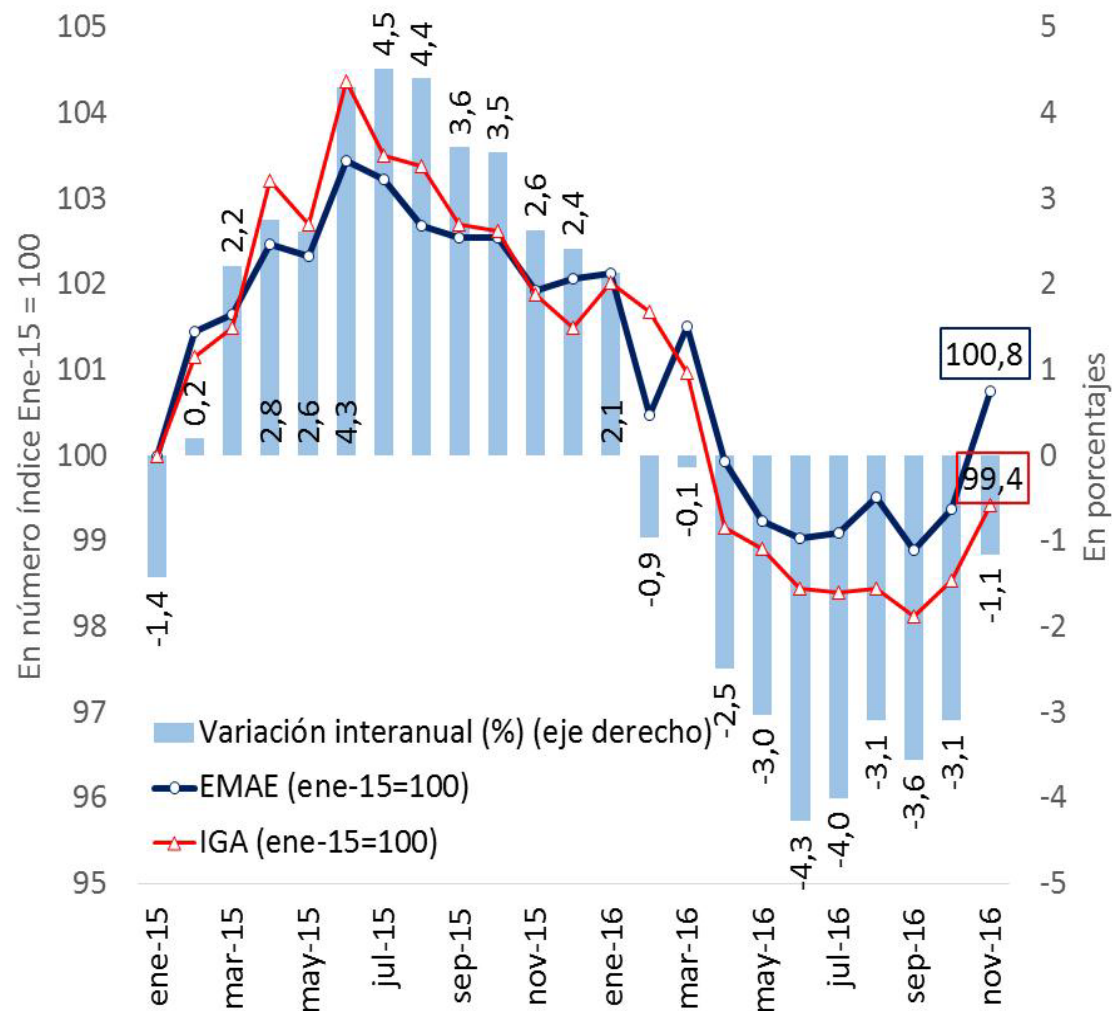
## Variación de los distintos componentes de la demanda agregada entre III trimestre de 2015 y el III trimestre de 2016 (en %)



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

- ✓ Luego de tres trimestres de una profunda recesión económica, en los últimos meses de 2016 comenzaron a observarse signos de cierta recuperación del nivel de actividad económica, con menores caídas interanuales. Aún así, la actividad se mantiene por debajo de los niveles de diciembre de 2015.
- ✓ El impacto de las paritarias en un contexto de desaceleración de la inflación, el leve aumento de la obra pública y las exportaciones en los últimos meses fueron seguramente la base de sustentación de la desaceleración en la caída de la economía.
- ✓ De todas formas, la misma posee límites estrechos dados por la apertura económica, la voluntad del gobierno de ajustar el gasto público y la falta de competitividad externa y opciones de inversión productiva.
- ✓ En este contexto, la posibilidad de alcanzar cierta recuperación económica en 2017 está estrechamente asociada a la elevación de los salarios reales, que difícilmente sea de magnitud considerable, y al dinamismo que aporte la obra pública. El crítico escenario internacional genera incertidumbre respecto a las exportaciones.

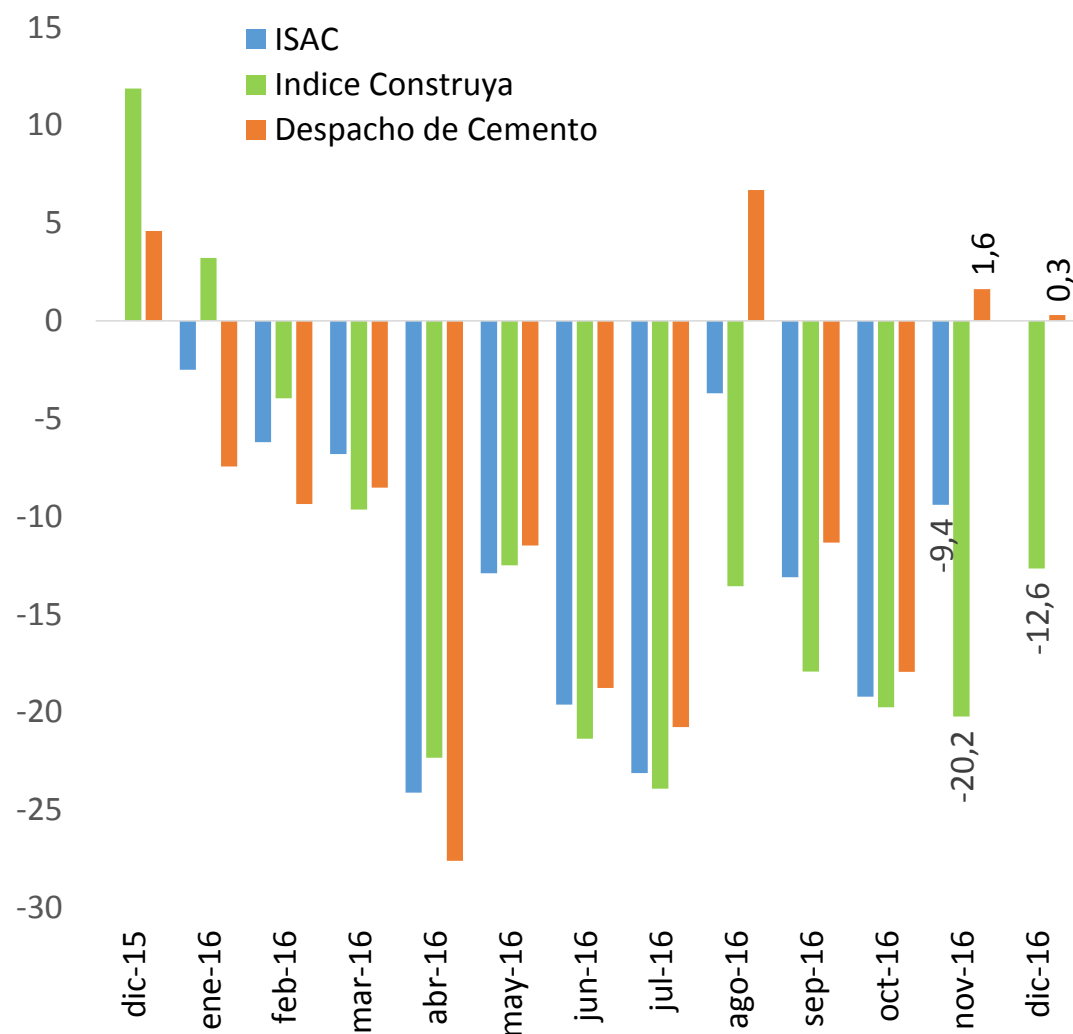
Evolución del estimador mensual de la actividad económica (EMAE) y del Índice General de Actividad, Ene/15 - Nov/16 (en número índice y %)



Fuente: elaboración propia en base a OJF e INDEC.

- ✓ Los distintos indicadores vinculados a la construcción redujeron su tasa de contracción interanual en los últimos meses de 2016. Es más, el despacho de cemento verifica incrementos interanuales en los dos últimos meses del pasado año.
- ✓ De todas formas, el ISAC (Indicador Sintético de Actividad de Construcción) elaborado por el INDEC continua mostrando una tendencia contractiva al reducirse 9,4% en noviembre de 2016, respecto de los ya deprimidos niveles alcanzados en el segundo semestre de 2015.
- ✓ Asimismo, el índice Construya sigue evidenciando sensibles contracciones, aún en diciembre de 2016 cuando registró una disminución del 12,6% respecto a idéntico mes de 2015.
- ✓ Las evidencias anteriores no permiten afirmar que la caída de la construcción que tuvo lugar en 2016 haya tocado su piso.

## Variación interanual del ISAC, del índice Construya y del despacho de cemento, Dic/15 - Dic/16 (en %)

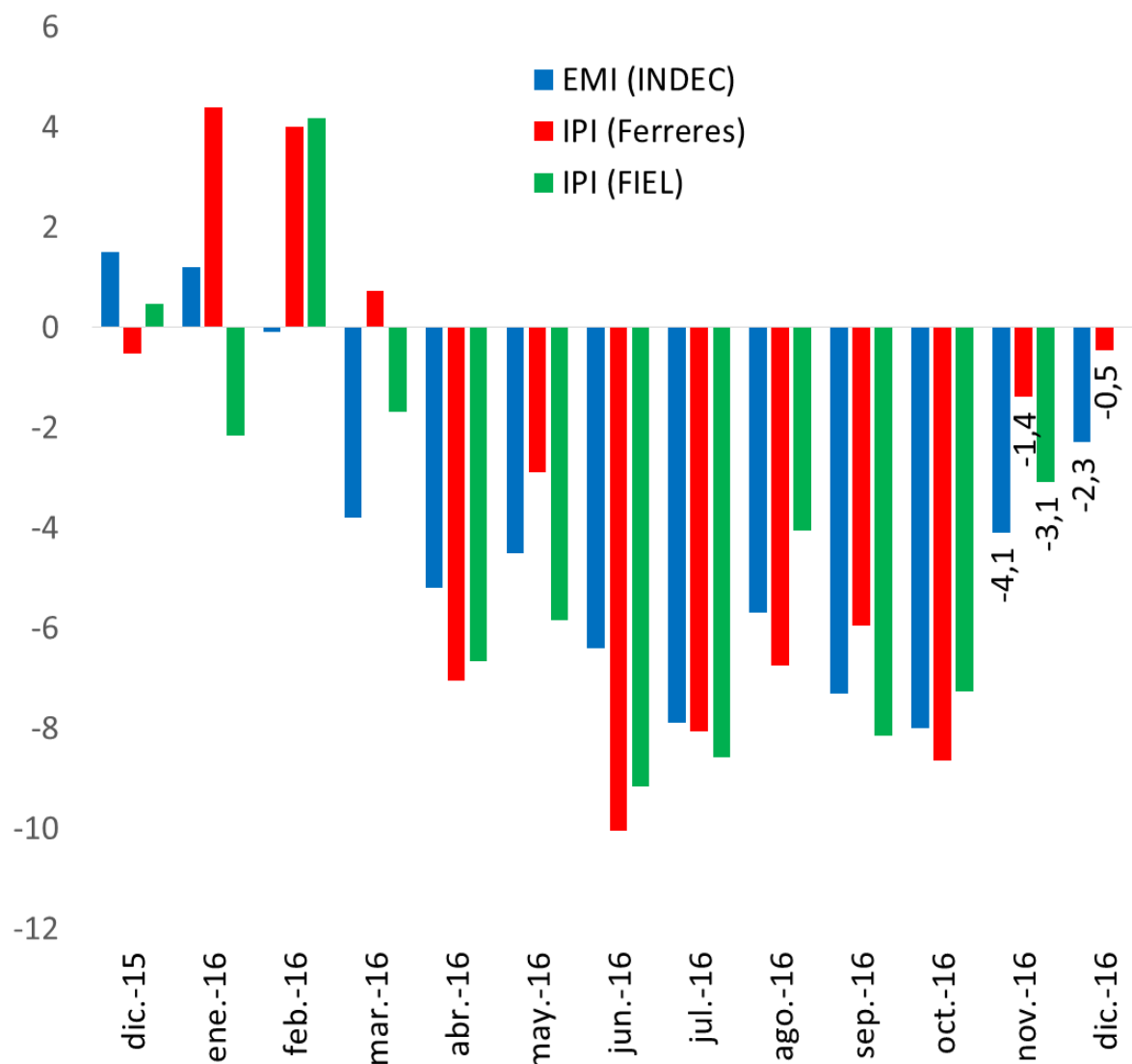


Fuente: elaboración propia en base a INDEC, Índice Construya y Cámara del Cemento.



- ✓ La industria manufacturera verificó contracciones significativas a lo largo de 2016, con la excepción del primer bimestre del año, cuando el aumento de la actividad agroindustrial basada en la liquidación de stocks agrícolas preexistentes posibilitó una acotada recuperación de la industria en su conjunto.
- ✓ Durante el 2° y 3° trimestre del 2016 se verificó una contracción en el nivel de actividad industrial que promedió el 6,2% (EMI-INDEC) respecto de los niveles ya deprimidos del 2015.
- ✓ Si bien las tendencias parecían no haberse modificado a inicios del cuarto trimestre de 2016, los dos últimos meses han evidenciado cierta desaceleración en la tasa de caída de la actividad manufacturera.
- ✓ Se debe señalar, que esta desaceleración en los niveles de contracción está asociada a la recuperación relativa de los sectores: Alimentos y bebidas, Productos de caucho y plástico y, respecto de los muy deprimidos niveles previos, industria automotriz.

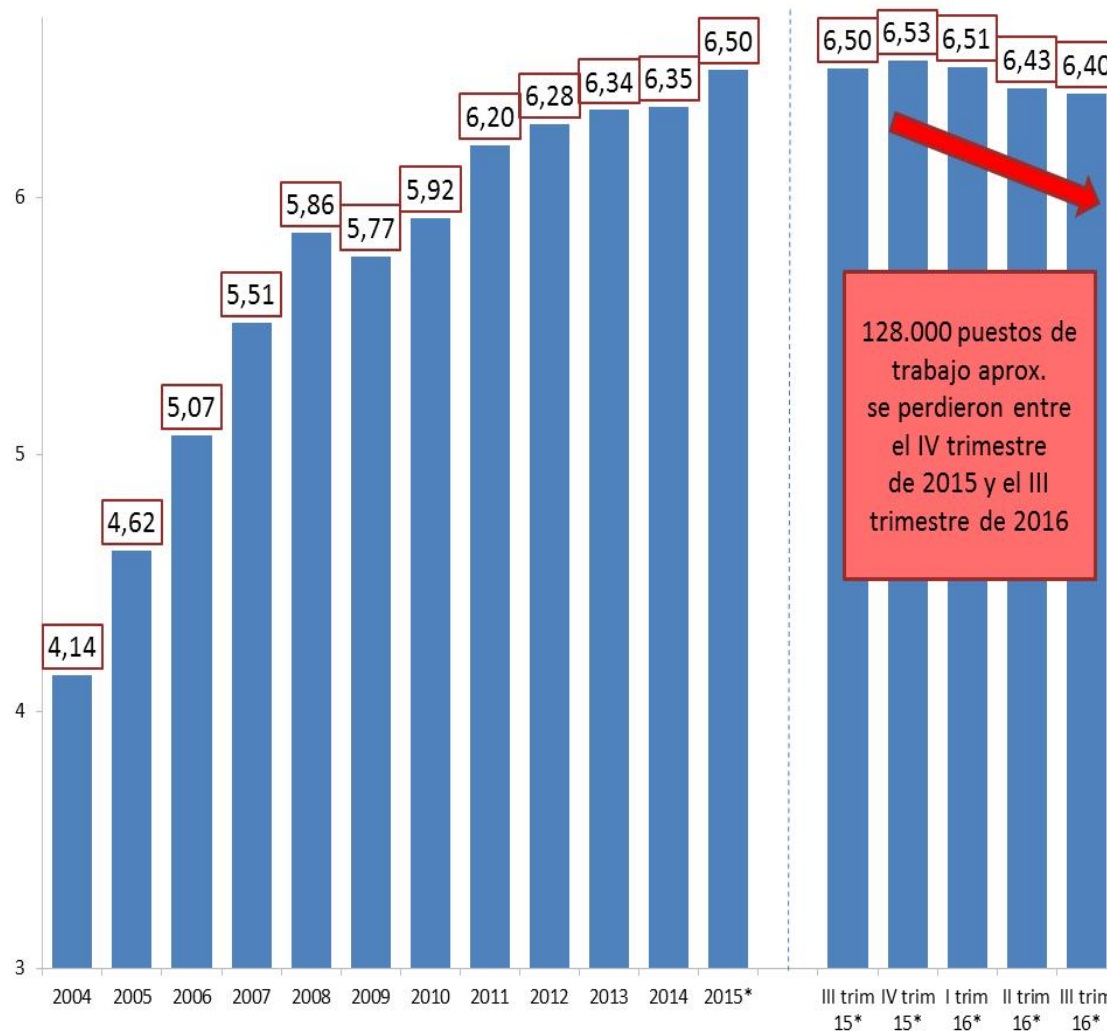
Variación interanual de la producción industrial según INDEC, FIEL y Ferreres, Dic/15 - Dic/16. (en %)



Fuente: elaboración propia en base a INDEC, OJF y FIEL.

- ✓ En el sector privado se perdieron 127.905 puestos de trabajo registrados entre el 4° trimestre de 2015 y el 3° trimestre de 2016, lo que representa una caída del 2,0%, de acuerdo con la información de SIPA publicada por INDEC.
- ✓ Esta situación contrasta con el crecimiento que tuvo lugar entre 2003 y 2015 cuando en todos los años –con excepción del año 2009– se verificaron aumentos en el número de puestos de trabajo.
- ✓ En la comparación interanual (para evitar sesgos de estacionalidad) la cantidad de puestos de trabajo se redujo en 97.160 entre el 3° trimestre de 2016 y el mismo trimestre de 2015.
- ✓ La información publicada por el Ministerio de Trabajo, que se refiere al número de trabajadores asalariados en lugar de la cantidad de puestos de trabajo, muestra reducciones similares. En este caso, la información desestacionalizada mensual permite apreciar que desde agosto las caídas son de menor magnitud, aunque no se han detenido según el último dato disponible (noviembre).

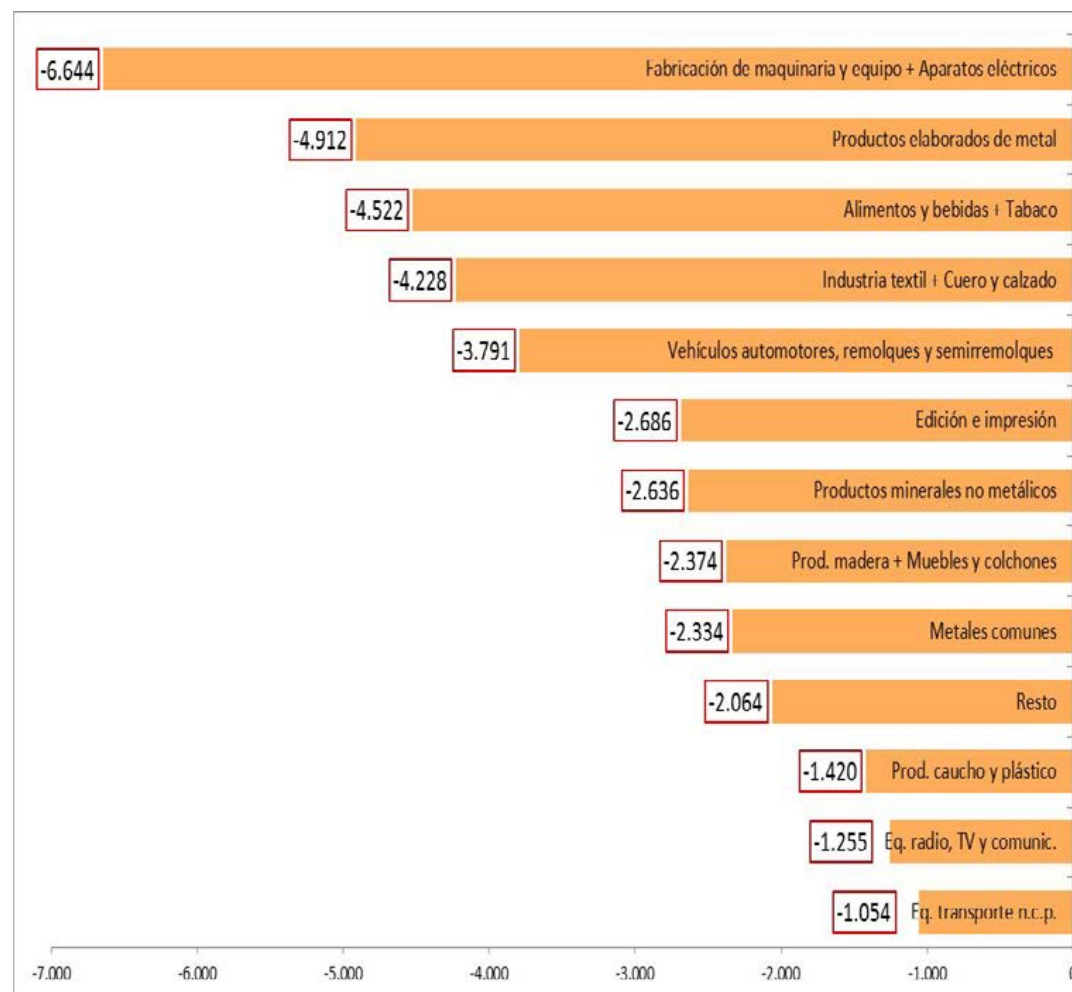
## Puestos de trabajo registrados en el sector privado, 2004-2016 (en millones)



Fuente: \* Datos provisorios sujetos a revisión.  
Fuente: elaboración propia en base a información de SIPA publicada por INDEC.

- ✓ Las mayores caídas de puestos de trabajo registrados entre el cuarto trimestre de 2015 y el tercero de 2016 se dieron en la industria (39.918 puestos menos), la construcción (42.049) y las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (36.455).
- ✓ En el caso de la industria manufacturera, las actividades metalmecánicas, incluyendo la automotriz, acumularon las pérdidas mayores, con 16.401 puestos.
- ✓ También fueron significativas las caídas en el número de puestos de trabajo en el sector de alimentos y bebidas y en la industria textil y del cuero.
- ✓ Es importante resaltar que todos los sectores al interior de la industria han mostrado una disminución en el número de puestos de trabajo, sin excepción, y que los últimos datos disponibles muestran que este proceso no se había detenido hacia el mes de noviembre.

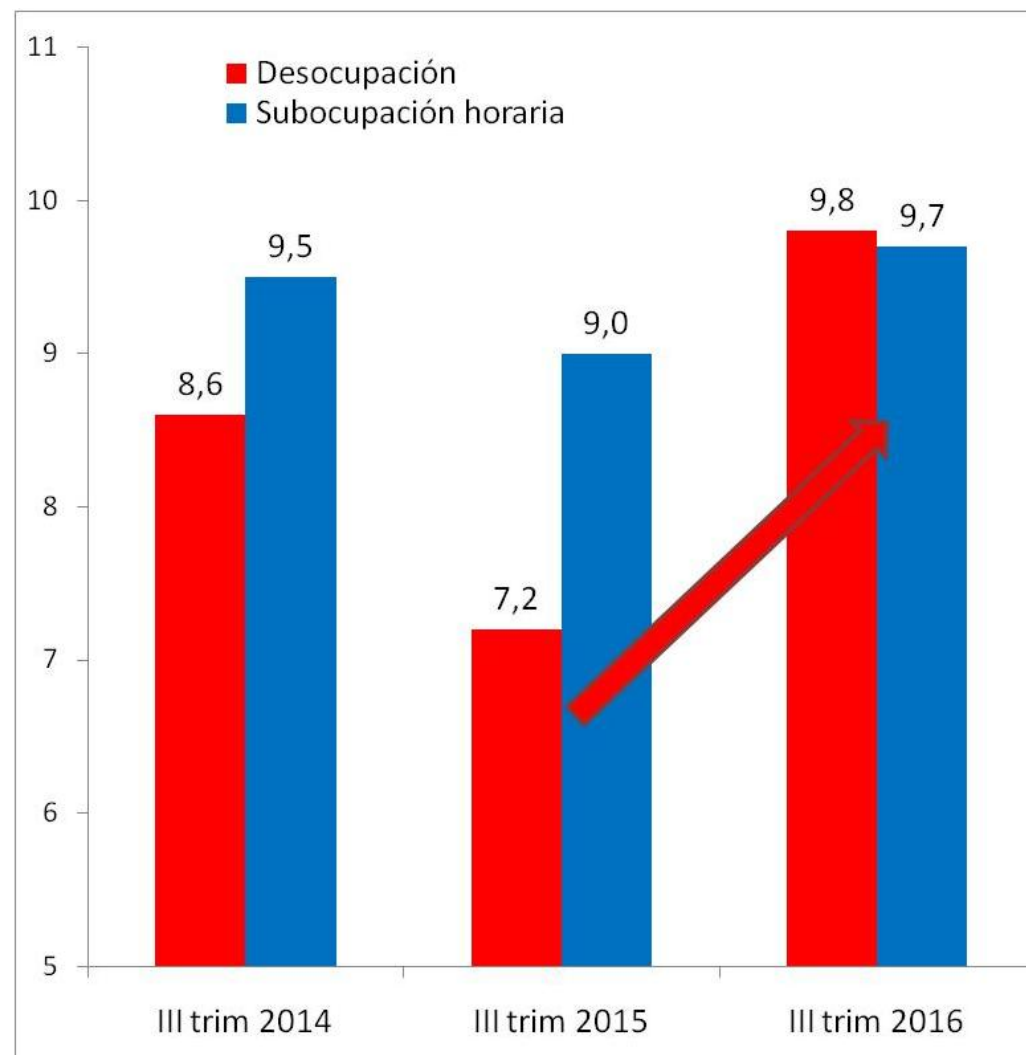
## Variación en el número de puestos de trabajo registrados en la industria manufacturera, según sector de actividad, entre el IV trimestre de 2015 y el III trimestre de 2016 (en cantidades)



Fuente: elaboración propia en base a información de SIPA publicada por INDEC.

- ✓ La destrucción de puestos de trabajo se tradujo en un incremento en la tasa de desocupación que alcanzó el 8,5% en el 3° trimestre de 2016 según INDEC y que había sido de 5,9% un año antes. Esta tendencia se ratifica con las cifras aportadas por la Dirección de Estadística y Censos de la Ciudad de Buenos Aires.
- ✓ Las estadísticas de la ciudad muestran, al igual que ocurre en la nación, un aumento significativo en la tasa de desocupación. Esta tasa, que era del 7,2% de la PEA en el 3° trimestre de 2015 alcanzó el 9,8% en el mismo trimestre de 2016.
- ✓ El crecimiento de la tasa de desocupación ocurrió tanto por la caída del empleo (de 50,8% a 50,2%) como por un aumento en la tasa de actividad (de 54,7% a 55,7%). La mayor tasa de actividad podría asociarse, dadas las condiciones del mercado de trabajo, con un efecto “trabajador adicional” ante la caída de los salarios reales y la mayor incertidumbre laboral.
- ✓ Además de la desocupación, creció la subocupación horaria, que pasó de 9,0% a 9,7% entre los terceros trimestres de 2015 y 2016.

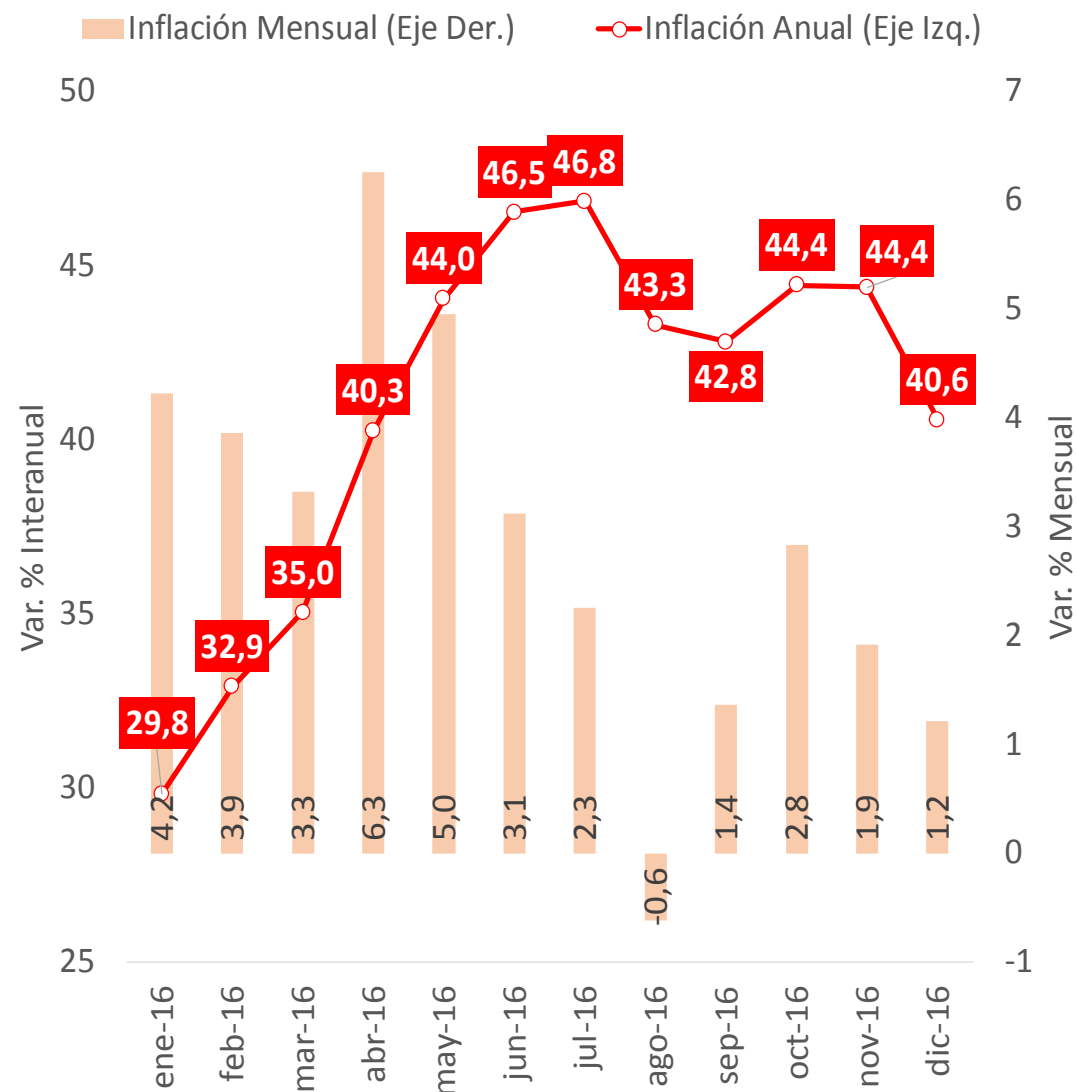
## Tasas de desocupación y de subocupación horaria en la Ciudad de Buenos Aires, III trim 2014 – III trim 2016 (en % sobre la PEA)



Fuente: elaboración propia en base a ETOI-Dirección General de Estadística y Censos de la Ciudad de Buenos Aires

- ✓ Las subas de precios fueron impulsadas, principalmente, por la devaluación de la moneda, la quita o reducción de derechos de exportación y los incrementos en las tarifas de los servicios públicos. También fueron significativas las subas en los precios de medicamentos y servicios de salud.
- ✓ La inflación evidenció una desaceleración en el mes de diciembre (1,2% mensual), permitiendo reducir la inflación interanual de ese mes hasta el 40,6%, muy lejos del 25% prometido por Cambiemos.
- ✓ La relativa estabilidad del tipo de cambio conjuntamente con el proceso recesivo y la apertura comercial, seguramente permitirán una reducción relativa de la inflación en 2017, aunque a niveles superiores a los estimados por el gobierno. Más aún cuando para los primeros meses del año ya se anunciaron fuertes incrementos en las tarifas de los servicios públicos y combustibles.
- ✓ En enero de 2017, según el INDEC se verificó una inflación de 1,3% en el Gran Buenos Aires, mientras que para la Dirección General de Estadísticas de CABA alcanzó el 1,9%.

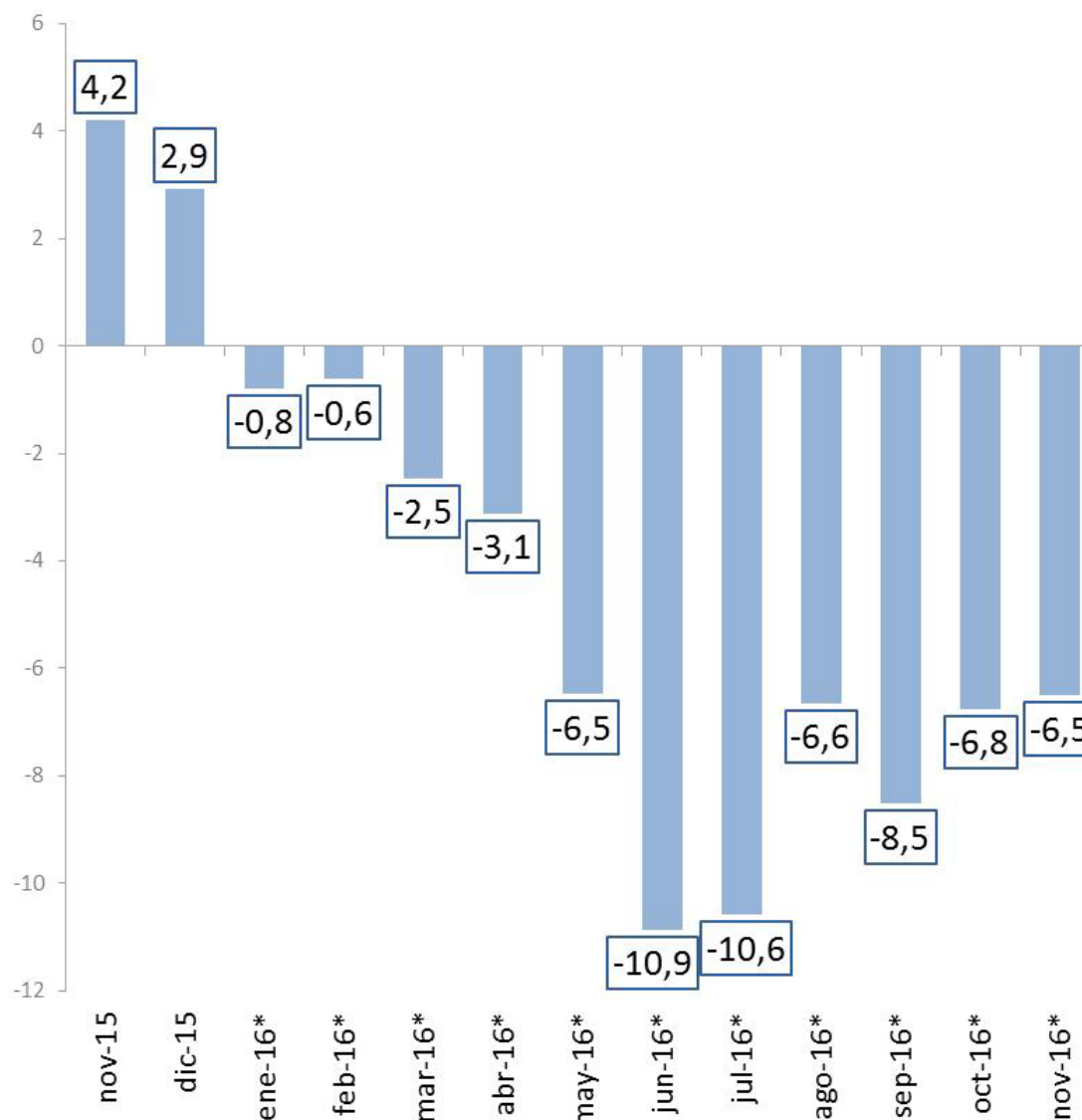
## Variación del nivel general de precios según IPC-9 Provincias, Ene/16 - Ene/17. (en %)



Fuente: elaboración propia en base a Direcciones provinciales de estadística.

- ✓ En un año en el que la inflación superó el 40%, los salarios de los trabajadores registrados sufrieron una importante pérdida de poder adquisitivo, ya que los aumentos negociados en paritarias quedaron por detrás del aumento en el nivel general de precios.
- ✓ En promedio, las remuneraciones de los asalariados registrados del sector privado crecieron en términos nominales 35,0% entre noviembre de 2015 y el mismo mes de 2016. La variación en el IPC-9 provincias para ese período alcanzó el 44,4%, de modo que el poder adquisitivo de los salarios cayó 6,5%.
- ✓ Seguramente, la reducción salarial ha sido aún superior entre los trabajadores no registrados y los del sector público.
- ✓ En este escenario, resulta pertinente que las negociaciones paritarias de 2017 no sólo adelanten inflación futura sino que también compensen las pérdidas sufridas en 2016.

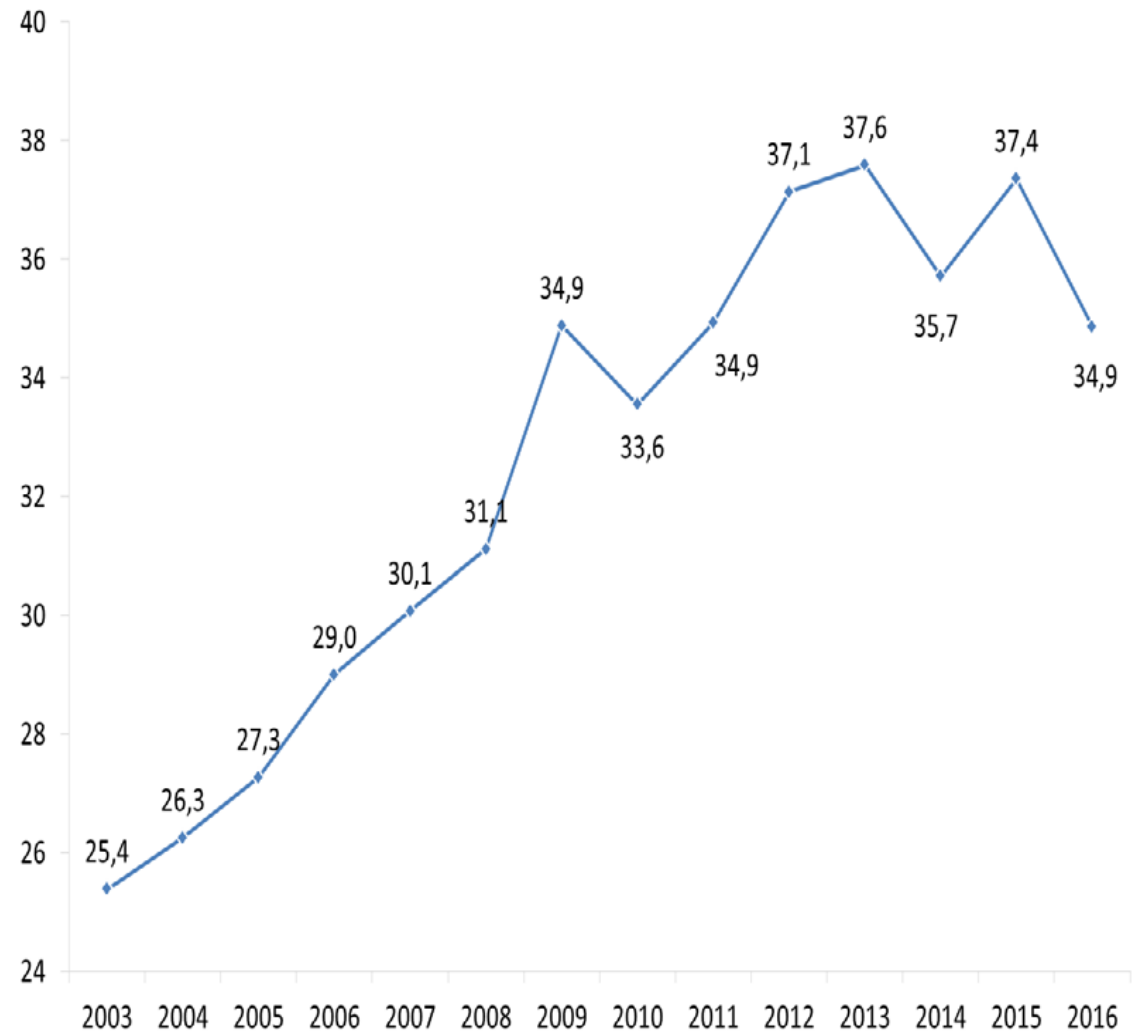
Variación interanual del salario real de los trabajadores registrados del sector privado, Nov/2015-Nov/2016 (en %)



Fuente: elaboración propia en base a información de SIPA publicada por OEDE-Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social y Direcciones provinciales de estadística.

- ✓ La conjunción de la caída del salario real con la reducción neta en el número de puestos de trabajo trajo aparejada un aumento de la desigualdad.
- ✓ Por un lado, la relación entre los ingresos promedio de los ocupados que más y menos ganan (decil 10/decil 1) pasó de 16,8 veces en el 2° trimestre de 2015 a casi 20 veces en el 3° trimestre de 2016.
- ✓ Por el otro, la participación de los asalariados en el ingreso cayó del 37,4% al 34,9% del valor agregado entre 2015 y el 1° semestre de 2016.
- ✓ Esta significativa reducción se registró a partir de un valor que se mantenía estancado alrededor del 37% desde 2012 y que ciertamente estaba aún muy alejado del vigente en las postrimerías de la segunda etapa de sustitución de importaciones. Aún bajo esas circunstancias, durante el primer semestre de 2016 se produjo una reducción del 6,7% en la participación de los trabajadores.

## Participación de los asalariados en el Producto Interno Bruto\*, 2003 a I semestre de 2016 (en %)

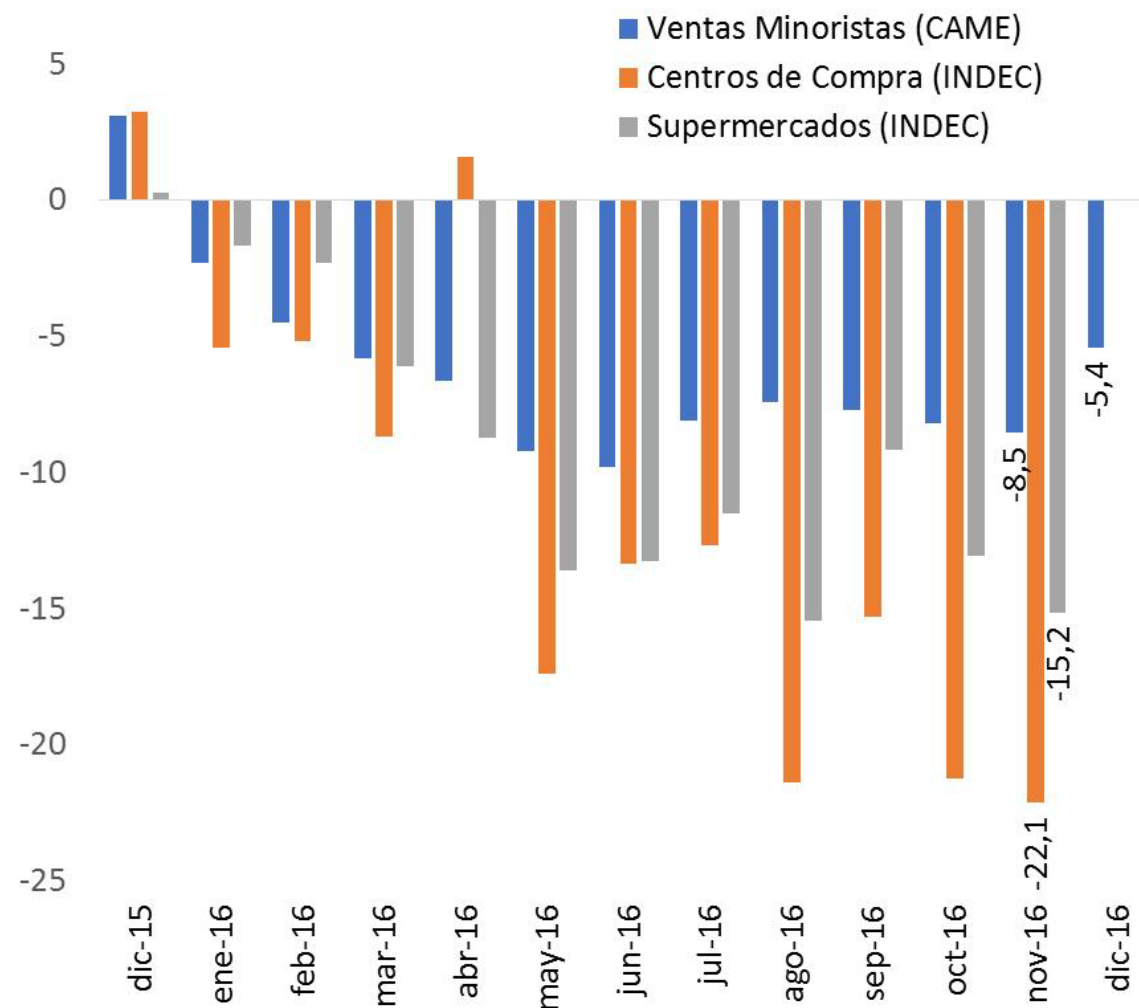


\* La participación de los asalariados en el ingreso se estimó como el cociente entre 1) la adición de la masa salarial de los trabajadores registrados (calculado en base a información de SIPA y EPH-INDEC) con sus respectivos aportes patronales (AFIP) y la masa salarial de los trabajadores no registrados (EPH, sin considerar los ingresos imputados) y 2) el PBI en precios corrientes año base 2004 revisado en 2016.

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, OEDE-MTEySS y AFIP.

- ✓ En un año en el cual se verificaron reducciones en el nivel de empleo y en los salarios reales, la reducción del nivel de consumo interno era una consecuencia esperable.
- ✓ El consumo tuvo importantes y crecientes contracciones a lo largo de 2016, cuyo ritmo no se desaceleró de acuerdo con los últimos datos de noviembre y diciembre de ese año.
- ✓ Más aún, el nivel de ventas en centros de compra tuvo su mayor caída interanual en términos reales en el mes de noviembre (-22,1%).
- ✓ Asimismo, las ventas reales en supermercados cayeron 15,2% en ese mismo mes respecto del año anterior.
- ✓ Finalmente, el nivel de ventas minoristas relevados por CAME exhibió una reducción de 8,5% en noviembre y de 5,4% en el mes de diciembre.

Variación interanual de las ventas minoristas (CAME), y en centros de compra y supermercados (INDEC), Dic/15 - Dic/16 (en %)



Nota: Las ventas se deflactaron por el IPC-9 Provincias (CIFRA).

Fuente: elaboración propia en base a CAME, INDEC y Direcciones provinciales de estadística.



- ✓ El déficit del sector público -en términos reales- tuvo un fuerte incremento en 2016, a pesar de la contracción del gasto primario.
- ✓ Este proceso estuvo asociado a la contracción que verificaron los ingresos del sector público (-4,2%) producto de las reducciones impositivas – retenciones a las exportaciones, impuesto a las ganancias, bienes personales, etc.- y la pérdida de los ingresos tributarios ante la caída en el nivel de actividad. Se destaca especialmente la menor recaudación de la Seguridad Social, asociada a la pérdida de puestos registrados y de masa salarial.
- ✓ Se debe destacar que la contracción en los ingresos primarios hubiera sido aún más significativa sin el “éxito” que alcanzó el “blanqueo” de capitales, que según fuentes periodísticas le reportó al fisco más de \$100.000 millones en materia de recaudación impositiva el pasado año.
- ✓ Las rentas transferidas desde el BCRA y el FGS al sector público se redujeron en términos reales comprometiendo todavía más el resultado primario.
- ✓ Adicionalmente, como consecuencia del proceso de endeudamiento llevado a cabo por la presente administración y el consiguiente incremento en el pago de intereses, el resultado financiero fue 14,6% más deficitario que el verificado en 2015.

## Ingresos, gastos y resultado del sector público nacional, 2015-2016 (en millones de \$ constantes de 2016 y %)

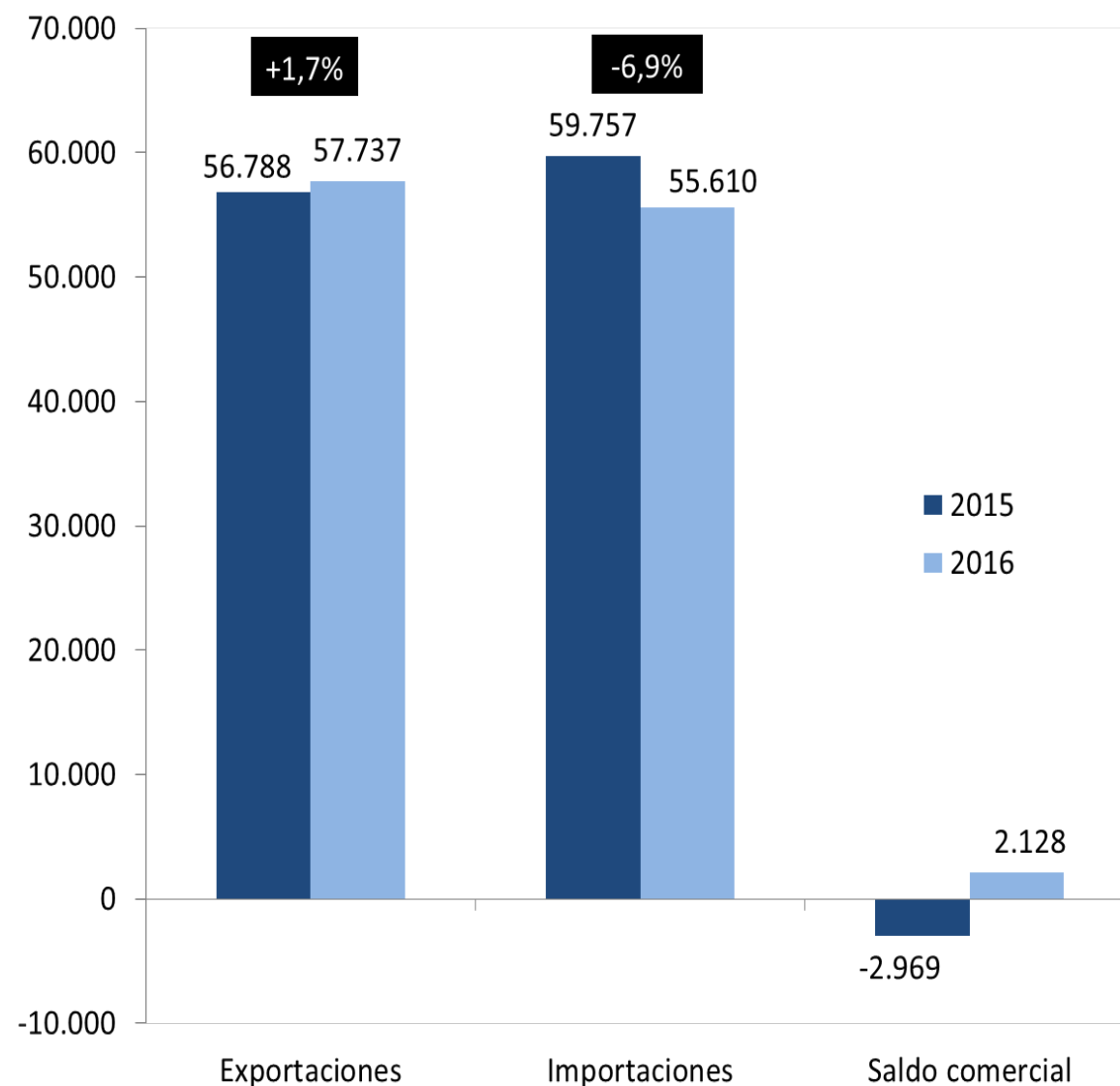
Concepto	2015	2016	Var. %
<b>Ingresos Primarios</b>	<b>1.683.619</b>	<b>1.613.452</b>	<b>-4,2</b>
Impositivos	1.000.402	976.663	-2,4
Seguridad Social	591.968	558.087	-5,7
Resto	91.249	78.702	-13,8
<b>Gasto Primario</b>	<b>2.015.465</b>	<b>1.972.834</b>	<b>-2,1</b>
Remuneraciones	280.961	266.831	-5,0
Bienes y Servicios	98.049	79.327	-19,1
Seguridad Social	756.083	734.717	-2,8
Transferencias al Sector Privado	455.003	504.324	10,8
Transferencias a Provincias y CABA	136.614	137.846	0,9
Transferencias a Universidades	66.602	62.502	-6,2
Gasto de Capital (sin provincias)	129.437	117.789	-9,0
Resto (incluye déficit Emp. Públicas)	92.715	69.499	-25,0
<b>Resultado Primario Sin renta</b>	<b>-331.846</b>	<b>-359.382</b>	<b>8,3</b>
Rentas BCRA	110.264	109.617	-0,6
Rentas FGS	73.671	69.850	-5,2
<b>Resultado Primario con Rentas</b>	<b>-147.911</b>	<b>-179.915</b>	<b>21,6</b>
Intereses de la deuda	170.553	185.253	8,6
<b>Resultado Financiero</b>	<b>-318.464</b>	<b>-365.169</b>	<b>14,7</b>

Nota: se deflactó en base al IPC-9 provincias

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda y DGE de CABA.

- ✓ Durante 2016 la mejora en los términos del intercambio, derivada de una caída de los precios de las importaciones superior a los de las exportaciones, jugó un papel relevante para recuperar el superávit de comercio exterior, que alcanzó a USD 2.128 millones.
- ✓ Otro elemento que incidió positivamente para alcanzar el excedente comercial fue el desempeño de las exportaciones de productos primarios, ante la liquidación de stocks del sector agropecuario que provocó la mayor rentabilidad derivada de la devaluación y la quita de retenciones. Estos productos contribuyeron a incrementar las exportaciones totales en 1,7% interanual durante 2016.
- ✓ En relación a las importaciones cabe señalar que, a pesar de la apertura comercial, las mismas cayeron 6,9% en 2016. Tal descenso estuvo asociado a la contracción de los precios internacionales y a la caída de la producción doméstica que disminuyeron la compra de insumos, en tanto que se incrementaron las compras vinculadas al consumo final.

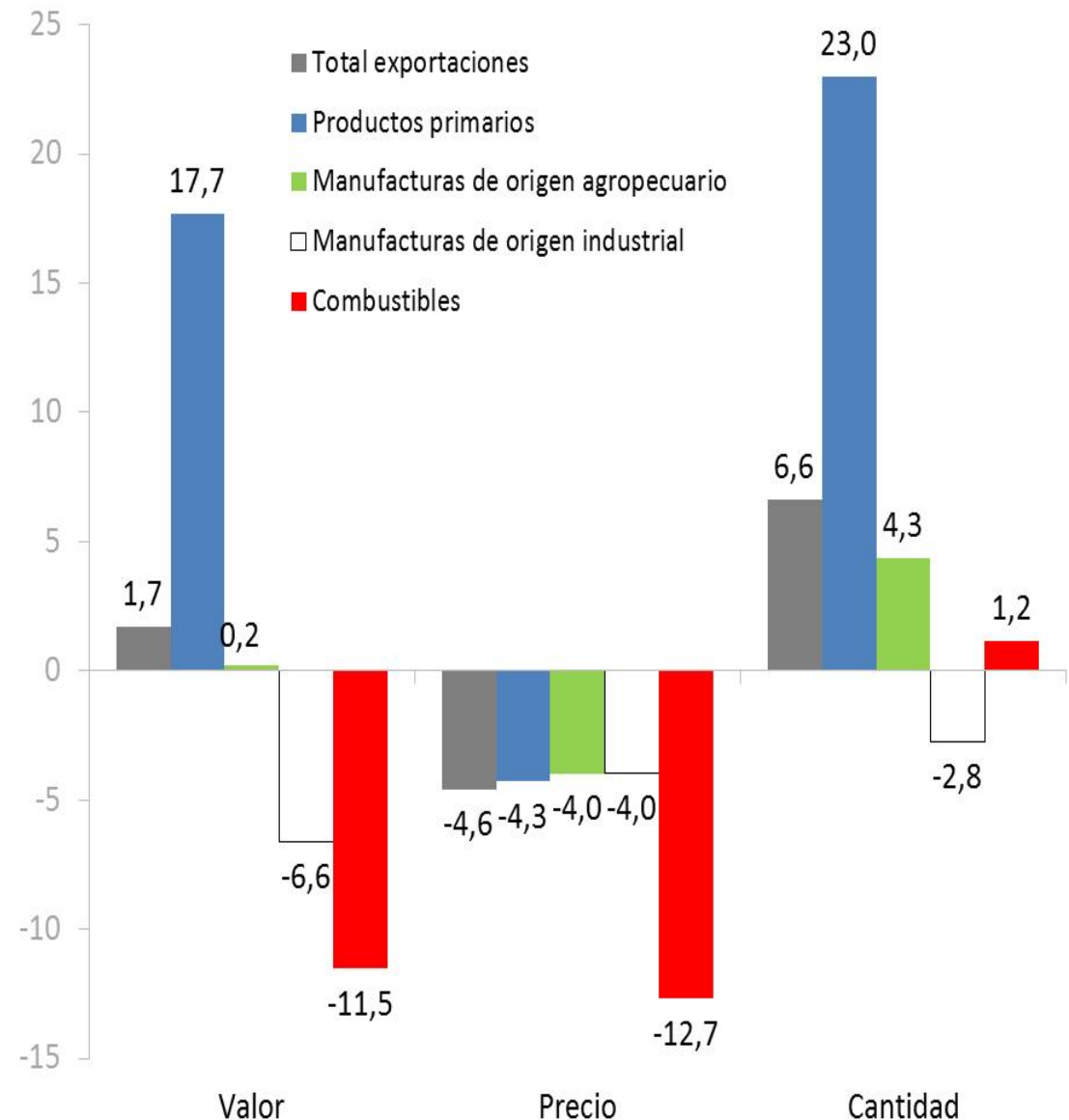
## Exportaciones, importaciones y saldo comercial, 2015-2016 (en millones de USD)



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

- ✓ El ligero incremento de las ventas al exterior estuvo explicado por el aumento de las cantidades exportadas de productos primarios (a partir del stock acumulado de años previos) que más que compensó la caída de sus precios en el marco de la crisis mundial. Por su parte, las manufacturas de origen agropecuario permanecieron prácticamente estancadas en valor a pesar del considerable incremento en las cantidades vendidas (4,3%).
- ✓ Las manufacturas de origen industrial cayeron 6,6%, tanto por la evolución de los precios como de las cantidades. Finalmente, las ventas al exterior de energía y combustibles cayeron 11,5% por efecto de los precios internacionales.
- ✓ De este modo, tal como se desprende de las evidencias empíricas, en 2016 se asistió a una reprimarización de la canasta exportadora del país.
- ✓ Cabe apuntar que si bien en el mes de diciembre las exportaciones aumentaron significativamente (34%), las adversidades climáticas redujeron las expectativas para la campaña 2016/17.

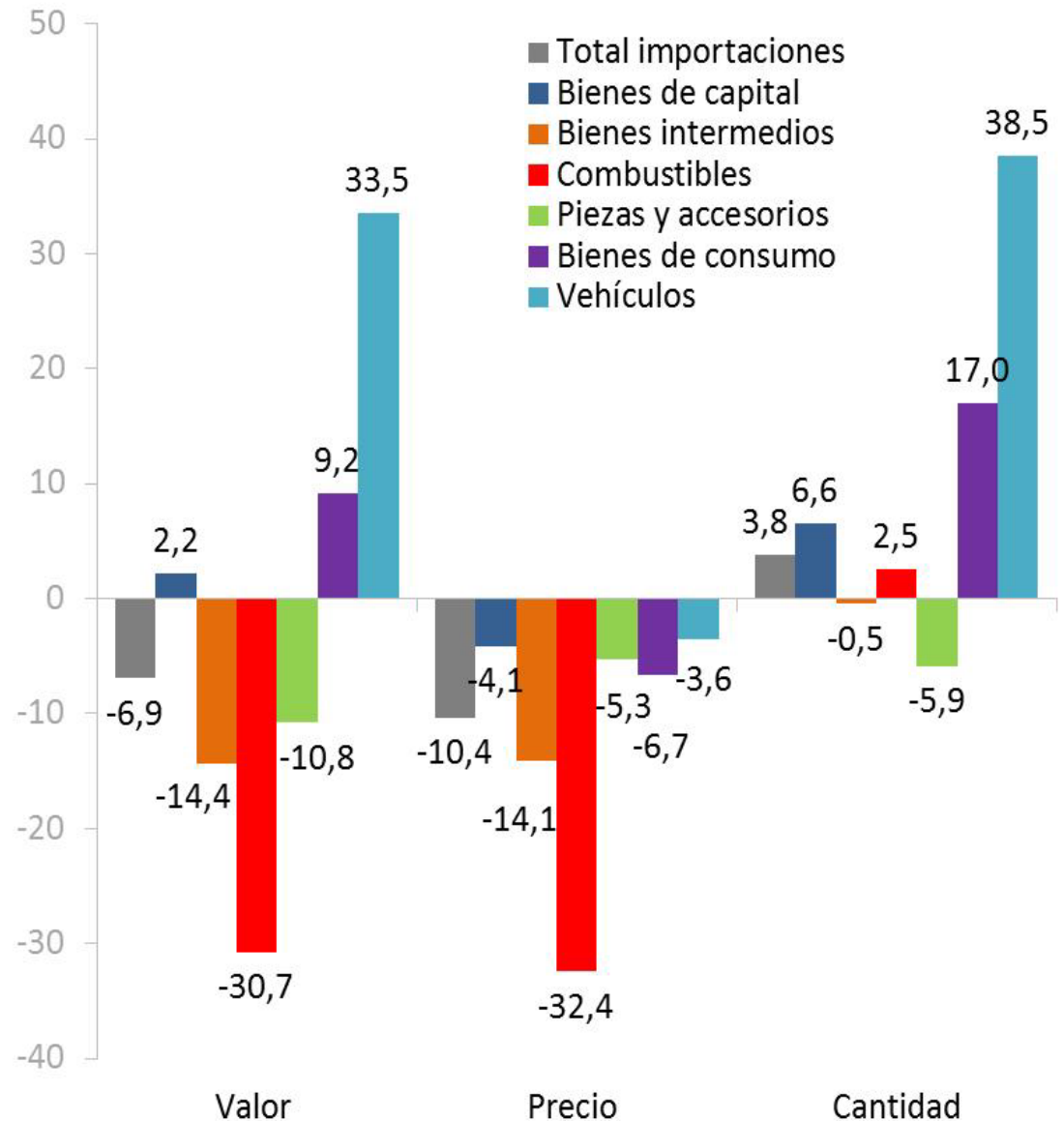
Variación interanual de los índices de valor, precio y cantidad de las exportaciones, 2016 (en %)



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

- ✓ La caída de las compras externas obedece a una reducción del 10,4% en los precios internacionales dado que las cantidades importadas se incrementaron 3,8% en 2016.
- ✓ En el marco de la recesión económica, se redujeron sensiblemente las compras al exterior asociadas a insumos de las actividades productivas: las de bienes intermedios acumularon una contracción del 14,4%, mientras que las de piezas y repuestos cayeron 10,8%.
- ✓ El caso de la merma en combustibles y lubricantes (-30,7%) responde fundamentalmente a la reducción en los precios de dichos bienes.
- ✓ Cabe destacar que en un contexto de caída del consumo y apertura comercial crecieron las importaciones de bienes de consumo (9,2%) y vehículos finales (33,5%), dando cuenta del desplazamiento de la producción local por productos importados.

## Variación interanual de los índices de valor, precio y cantidad de las importaciones, 2016 (en %)



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

- ✓ A pesar de la leve recuperación del superávit comercial, la principal fuente de divisas en 2016 fue el abultado endeudamiento externo que aceleró la gestión macrista tras el acuerdo con los fondos buitres. Este proceso permitió la acumulación de reservas internacionales, la fuga de capitales al exterior -que se moderó en los últimos meses por efecto del blanqueo de capitales- y la cancelación de compromisos con acreedores externos.
- ✓ La colocación de bonos y letras por parte del Gobierno Nacional superó los USD 52.000 millones desde que asumió, de los cuales USD 7.000 millones fueron emitidos en enero de 2017. Este nuevo ciclo de endeudamiento se completó con las emisiones de provincias y empresas, que elevaron el nivel de endeudamiento al orden de los USD 66.000 millones entre diciembre de 2015 y enero de 2017.
- ✓ Además de la fuga de divisas al exterior, este año se deberán cubrir en términos de divisas casi USD 20.000 millones en moneda extranjera correspondiente a vencimientos de capital e intereses de la deuda.

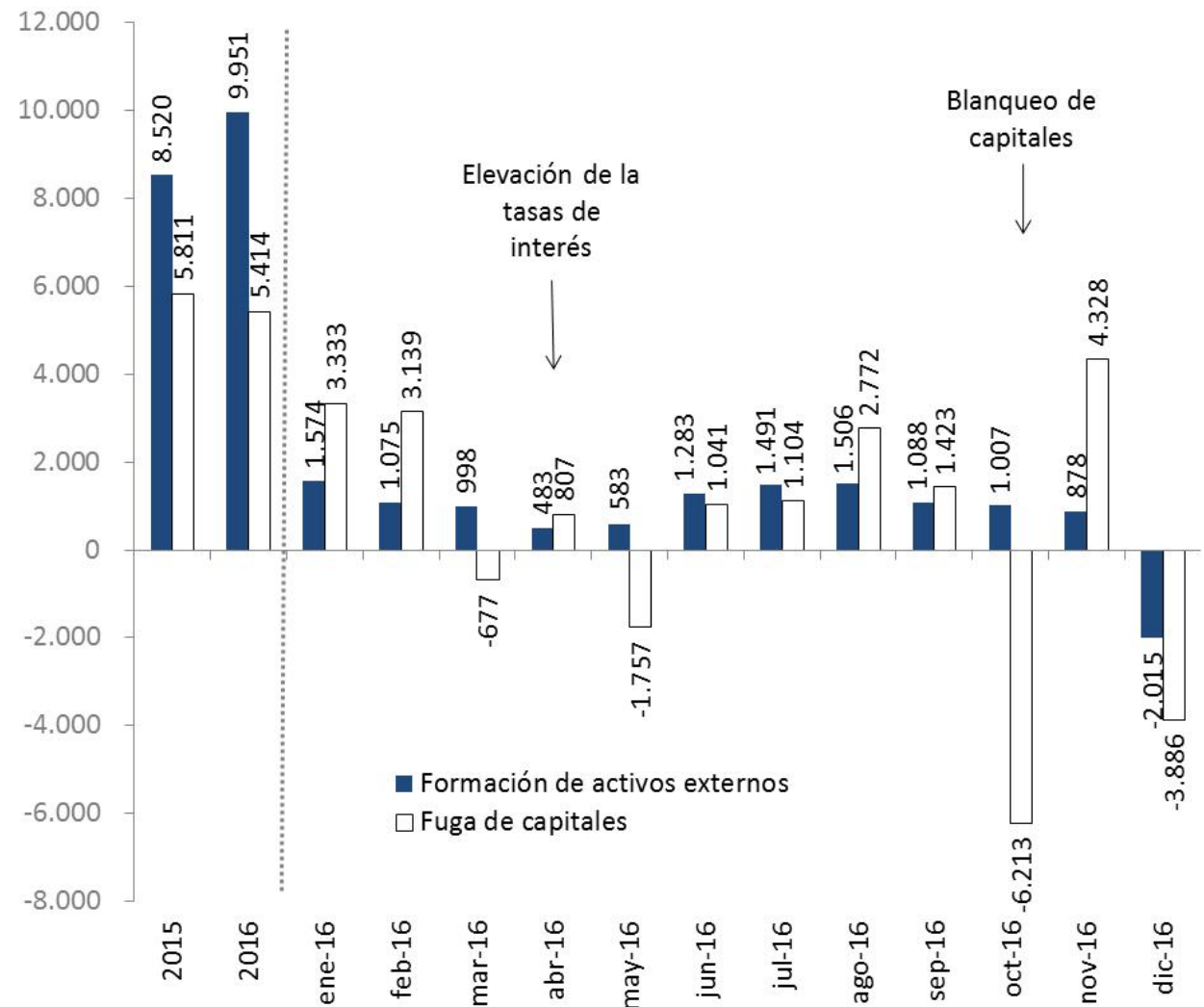
## Emisiones de deuda de Nación, Provincias y Empresas, Diciembre 2015-Enero 2017 (en millones de dólares)

Emisor	Millones de USD	Rango vencimiento (años)	Rango tasa de interés (%)
<b>Gobierno Nacional</b>	<b>52.527</b>		
Fondos buitres	16.500	3,0 - 30,0	6,25 - 7,63%
Canje letras BCRA	13.697	6,0 - 11,0	7,75 - 7,88%
Recompra cupones PIB	2.750	12,0 - 20,0	6,63 - 7,13%
Letras del Tesoro	9.830	0,25 - 0,68	2,5 - 3,5%
Otros bonos	9.750	5,0 - 10,0	4,15 - 7,0%
<b>Gobiernos Provinciales</b>	<b>7.025</b>		
Buenos Aires	3.000	3,0 - 11,0	4,35 - 9,74%
CABA	890	1	7,63%
Córdoba	900	5,0 - 10,0	7,13%
Chubut	700	5,0 - 10,0	7,75 - 8,88%
Mendoza	500	8	8,63%
Salta	300	7	9,25%
Santa Fé	250	10	6,90%
Chaco	250	8	9,50%
Neuquén	235	12	8,63%
<b>Empresas</b>	<b>6.888</b>		
YPF	2.256	3 - 7,5	3,75 - 8,5%
IRSA	545	3,0 - 7,0	7,0 - 8,75%
Cablevisión	500	7	6,50%
Petrobras	500	7	7,50%
Banco Macro	400	10	6,75%
Arcor	350	7	6,00%
Cía Gral de Combustibles	300	5	Badlar + 9,5%
Alto Paraná	270	1	6,38%
Banco Galicia	250	10	8,25%
Central Térmica Roca	250	7	9,63%
Capex	200	2	8,75%
Clisa	200	7	9,75%
Edenor	177	6	9,75%
Banco Hipotecario	150	4,5	9,75%
Otros	540	2,0 - 20	4,85 - 11,0%
<b>Total general</b>	<b>66.440</b>		

Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas, Instituto Argentino de Mercado de Capitales y medios de prensa especializados.

- ✓ Durante 2016 la formación de activos externos del sector privado no financiero alcanzó USD 9.951 millones. Si a este indicador se le resta la variación de los depósitos en dólares se obtiene una aproximación a la fuga de capitales al exterior, la cual ascendió a USD 5.414 millones. Se trata de una leve reducción (-6,8%) respecto a la fuga contabilizada en 2015.
- ✓ La fuga de capitales, que se aceleró significativamente a comienzos de año y que fue elevada en buena parte del segundo semestre, se morigeró en dos momentos del año. Primero, cuando el Banco Central elevó sensiblemente las tasas de interés internas en torno al 38% entre marzo y mayo, intensificando la “bicicleta financiera” en el mercado local. Posteriormente, por efecto de la repatriación de capitales en los últimos meses como consecuencia del blanqueo de capitales.

Formación de activos externos del sector privado no financiero y fuga de capitales al exterior, 2015-2016(\*)  
(en millones de USD)



(\*) La fuga de capitales se estima en base a la formación de activos externos del sector privado no financiero a la que se resta la variación de los depósitos en dólares que contabiliza el BCRA en el balance cambiario.

Centro de Investigación y Formación de la República Argentina



**ISSN 2314-3975**

Publicación Trimestral

CIFRA - Piedras 1065 (C1070AAU), Capital Federal, Argentina