


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

18° | Noviembre 2017

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

INFORME ESPECIAL REFORMAS

1. La génesis de las reformas
2. ¿Qué impacto tuvieron este tipo de reformas en otras latitudes?
3. Las reformas en el plano laboral
4. El sacrificio jubilatorio para el pacto fiscal
5. Los cambios en el mercado de capitales y la renta financiera
6. Las reformas y los desequilibrios macroeconómicos

LA GÉNESIS DE LAS REFORMAS

El gobierno nacional leyó el resultado de las elecciones de medio término como una validación a su programa económico-político, lo cual dio paso a una nueva etapa “reformista” donde la administración busca plasmar los cambios normativos e institucionales que cree necesarios para iniciar una etapa de crecimiento sostenido.

Reforma Laboral, Reforma Impositiva, Reforma Previsional, nuevo Pacto Fiscal con las Provincias y Reforma del Mercado de Capitales son algunas de las iniciativas que se presentaron en las últimas semanas y que el Ejecutivo buscará, con escaso margen para el debate, hacer aprobar en los próximos meses en el Congreso Nacional. Los problemas de esta estrategia resultan evidentes: **modificar de modo sustancial el soporte jurídico-institucional sobre el cuál funcionará la economía nacional en los próximos años debería contar con el tiempo suficiente para calibrar impactos y estudiar en detalle las posibles contraindicaciones de las propuestas**¹.

Más allá de la premura con la que el gobierno pretende dar tratamiento legislativo a las iniciativas, **en el debate económico la corriente principal de pensamiento suele remarcar el carácter “pro-crecimiento” del paquete de reformas propuesto**², donde el énfasis de las políticas públicas debería estar puesto en la definición de un esquema “fiscalmente neutral” (es decir, que el Estado no altere con sus acciones el equilibrio fiscal de largo plazo), pero que apuntalen el crecimiento de la productividad agregada y que induzcan una mayor participación de los ciudadanos en el mercado de trabajo.

Este tipo de aproximación contrasta con las recomendaciones típicamente keynesianas de manejo de la demanda agregada, ya que para el pensamiento ortodoxo estos esquemas tienen en el mejor de los casos efectos transitorios de corto plazo, sin lugar en la “agenda del crecimiento”.

¹ Probablemente, tomando nota de este punto, el gobierno ha reformulado gran parte de sus propuestas originales. En algunos casos, los cambios son sensibles, lo que llama la atención sobre el objetivo real del gobierno, que en esta etapa parece más que nada apuntar a allanar el terreno abriendo el debate público sobre temas en los que buscará avanzar con mayor énfasis en un futuro.

² Ver por ejemplo <https://goo.gl/Ss7rRv>.

En este sentido, las reformas que presentó el gobierno, y que analizaremos en este informe, muestran un patrón común: la desregulación de los mercados y la liberalización de actividades económicas, la reducción de la carga impositiva sobre el sector corporativo y la “inversión” del marco de regulación del mercado de trabajo, en detrimento de los derechos de los trabajadores y en favor del sector empresario. En la misma línea, se busca avanzar en el desmantelamiento de instituciones de la seguridad social, recortando beneficios previsionales (presentes y futuros).

El gobierno apuesta a que, de este modo, se presentará un conjunto de incentivos favorable para el desarrollo de la inversión privada y de la oferta agregada, en un proceso virtuoso de crecimiento. En otros términos, el Ejecutivo entiende que las regulaciones actuales son demasiado concesivas con los trabajadores, lo cual generaría una carga negativa para el crecimiento.

Este diagnóstico, y su respectiva estrategia, no luce particularmente novedoso, toda vez que los programas de reforma basados en el pensamiento económico convencional suelen proponer este tipo de políticas para cualquier tipo de economía, lo cual por otro lado **ha demostrado tener una baja efectividad en Argentina y en otras partes del mundo (ver siguiente sección).**

La instalación de esta agenda en numerosos sectores de la sociedad debe encender luces de alarma. Abandonada cualquier estrategia pública de crecimiento basada en la política industrial³ o que pondere aspectos distributivos, el gobierno se limita a postular una serie de reformas por el lado de la “oferta”, a la espera de que el sector privado “responda” al nuevo esquema de incentivos. Esto luce particularmente riesgoso, en medio de una trayectoria de expansión de la actividad basada exclusivamente en un masivo endeudamiento externo de dudosa sostenibilidad.

³ En este sentido, el BCRA envió una señal fundamental a través de la Comunicación “A” 6352, que pasó relativamente desapercibida, donde se estipula un cronograma para el desarme de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva.

¿QUÉ IMPACTO TUVIERON ESTE TIPO DE REFORMAS EN OTRAS LATITUDES?

Como se desprende de los fundamentos de las reformas, el gobierno siguió casi al pie de la letra las [recomendaciones](#) realizadas por los organismos internacionales (OCDE y FMI), con especial atención en **aquellas recomendaciones “ofertistas”** que estimularían el crecimiento y la inversión (eliminar el impuesto al cheque e ingresos brutos, indexar las jubilaciones a los precios del consumidor, alinear la edad de retiro entre hombres y mujeres, promover modelos flexibles de horario laboral, reducir las contribuciones patronales de manera temporaria para trabajadores de bajos ingresos), **mientras que descartó aquellas que recomendaban mejorar la progresividad del sistema.**

Lo anterior resulta de importancia fundamental toda vez que, al analizar la literatura sobre el tema, lo que se observa es que hay un notable consenso acerca del impacto que tienen estas medidas en la distribución de los ingresos, aunque no son evidentes ni conclusivos sus efectos sobre la actividad, la productividad y la inversión.

Por ejemplo, como muestra la OCDE ([1994](#) y [1999](#)), a partir de varios análisis sobre los países miembros en relación a las principales medidas proteccionistas y reguladoras del empleo (tiempo de trabajo, indemnizaciones, salario mínimo, entre otras), **no se encuentran relaciones unívocas ni directas entre estas y el nivel de desempleo o la competitividad externa.** Es decir, no es claro que desregular el mercado de trabajo induzca mejoras económicas significativas en la cantidad ni en la calidad del empleo.

En cambio, a partir de una estimación de panel para países de la OCDE y 18 países de América Latina, [Gonzales y Martner \(2012\)](#) encuentran que **las políticas públicas afectan significativamente a la distribución del ingreso**, de manera directa por medio del gasto social y la progresividad tributaria, e indirectamente mediante la calidad de la educación.

La reducción de los impuestos, sobre todo aquellos vinculados con el impuesto a las ganancias sobre las personas jurídicas, sin dudas va a tener un impacto regresivo en la distribución del ingreso. Esto es

particularmente importante en la Argentina actual, ya que como muestran varios trabajos recientes ([FMI 2017](#), [Lindert 2017](#), [Lustig 2017](#), entre otros), nuestro país es uno de los que presenta mayor diferencia entre el Gini del ingreso “de mercado” y aquel que resulta “después de impuestos y subsidios”, evidenciando la potencia redistributiva de la política fiscal.

No obstante, es escasa la evidencia empírica que existe sobre el impacto de la reducción del impuesto a las ganancias sobre las empresas en la economía doméstica, uno de los principales componentes de la reforma tributaria. Como advierte la [CEPAL \(2017\)](#), esto se debe en buena medida a que **la literatura se centró en el impacto que tienen las reformas sobre las decisiones de inversión de los capitales extranjeros**, dado que uno de los principales objetivos de los gobiernos al impulsarlas es fomentar el ingreso de la inversión extranjera. Como excepción se destaca el trabajo de [Djankov et al \(2008\)](#), quienes estiman una elasticidad de -0,22 para la inversión interna respecto de la tasa de impuestos corporativos, sobre una base de datos de 85 países (donde 13 son de Latinoamérica) para el año 2004. Es decir, según estos autores, una reducción de los impuestos a las empresas equivalente a 1% del producto sólo incrementaría el peso de la inversión en el PBI en 0,22%.

Respecto del impacto en la actividad, a partir de un estudio de caso de 104 países [Gechert \(2013\)](#) encuentra que el multiplicador del gasto público agregado por lo general se ubica en torno a 1, duplicando al del recorte en los impuestos, que se ubicaría entre 0,5 y 0,6. Esto implica que si se bajaran el gasto público y se redujeran los impuestos en la misma cuantía el efecto neto sería una contracción de la actividad económica. Además, este trabajo muestra que, a mayor apertura de las importaciones, menor es el multiplicador.

Independientemente de la literatura, Argentina ya aplicó varias de estas medidas durante la Convertibilidad (reducción de contribuciones patronales, mayor flexibilidad del contrato laboral, reducción de las indemnizaciones, entre otras). Como muestran de manera detallada tanto [Marshall \(1996\)](#) como [Beccaria y Galin \(2002\)](#), **a pesar de haber sido impulsadas con argumentos y objetivos similares a los enunciados por Cambiemos, sus resultados fueron diametralmente opuestos**: aumento de los despidos y del desempleo, desfinanciamiento de la seguridad social,

incremento de la informalidad, caída del salario real y una redistribución regresiva de los ingresos⁴.

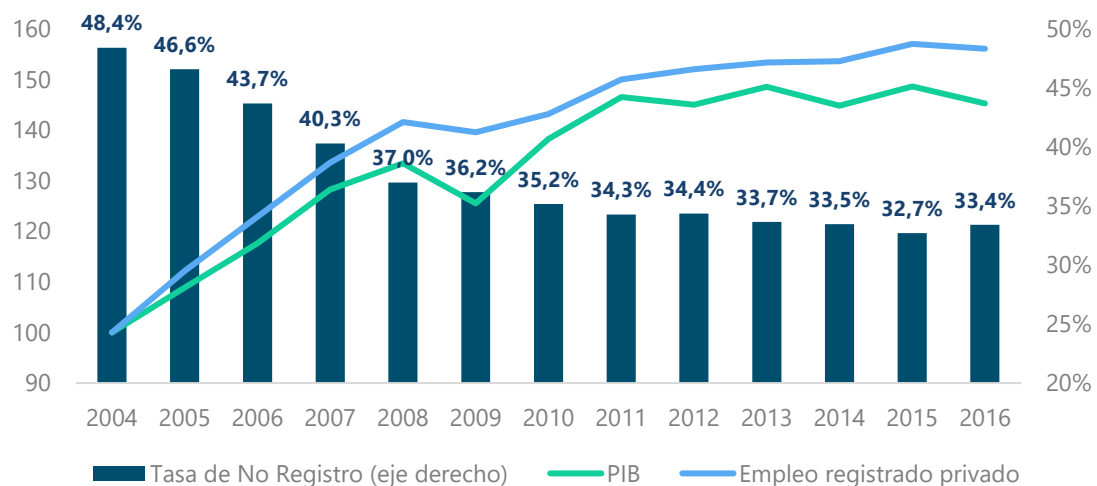
En definitiva, la evidencia disponible sugiere que los paquetes de reformas “del lado de la oferta” suelen tener impactos regresivos en la distribución del ingreso, sin un impacto predecible ni significativo en la dinámica del crecimiento, el empleo y la productividad.

LAS REFORMAS EN EL PLANO LABORAL

Las propuestas de reformas de las regulaciones laborales son uno de los frentes más sensibles que enfrenta el gobierno. Los datos del mercado de trabajo muestran una marcada desaceleración en la creación de empleo privado registrado en los últimos seis años y la inflexibilidad a la baja de la tasa de no registro. En este sentido **es curioso que un gobierno que resalta constantemente que el país “no crece hace seis años” no vincule la dinámica del empleo con el desempeño de la actividad económica.**

El empleo atado al nivel de actividad

Base 2004=100, en % de los asalariados



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a INDEC y MTEySS

⁴ Consultar al respecto nuestra [Nota de Economía N° 8](#).

La lógica argumentativa del gobierno no considera que dentro de un marco regulatorio que no tuvo mayores cambios –y que en todo caso dichos cambios fueron en la dirección de ampliar derechos para los trabajadores– el empleo evidenció una etapa de crecimiento acelerado hasta el año 2012. En este sentido, **la pregunta no formulada por el gobierno pero que requiere una respuesta urgente es por qué el marco jurídico que no fue obstáculo para la creación de puestos de trabajo ahora si lo sería.**

El diagnóstico vertido en el mensaje que acompaña a los proyectos de Ley no hace ninguna mención al respecto. Declara que **el marco institucional que rodea lo laboral “comprime las capacidades” de trabajadores y empresarios, manteniéndolas en un entorno de imprevisibilidad y en “la asfixia de su entorno regulatorio”**. Agrega además que todo ello se profundiza en un contexto de inseguridad jurídica, provocada por la alta litigiosidad, lo que desalienta la inversión y la formalidad registral, especialmente para los pequeños y medianos empleadores.

El marco jurídico que regula el derecho del trabajo se apoya en un pilar central, que es la relación asimétrica que se da en las relaciones laborales. El empleador detenta una posición dominante y está en condiciones de fijar, en función de este poder, el salario y las condiciones de trabajo, en tanto que el trabajador se encuentra en una situación de dependencia económica y subordinación técnica y jurídica. El derecho laboral cristaliza acuerdos colectivos que fijan límites “socialmente tolerables” a esta asimetría. Por lo tanto, **el Estado no reconoce como iguales a estas partes, sino que vela por igualarlas en los términos de la Ley dando una protección especial al trabajador.**

Asimismo, las tareas del empleador y el trabajador, así como la retribución que perciben son intrínsecamente diferentes. En este sentido **la asunción de riesgo es una de las actividades centrales del empresario y en función de dicha tarea es que se acepta que empleador y trabajador obtengan retribuciones diferentes** (ganancia y salario, respectivamente).

En tal sentido, la orientación general de la reforma es reestructurar las relaciones laborales, **trasladando parte del riesgo al trabajador y desconociendo la asimetría de “fuerzas” entre empleador y empleado.**

El anteproyecto sufrió sensibles recortes luego de una ronda de negociación con el triunvirato de la CGT, donde los aspectos vinculados a

la igualación entre trabajadores y empleadores fue suavizada y en gran parte removida del proyecto. De este modo, dentro de un marco general negativo para los trabajadores, el proyecto que terminó ingresando al Congreso excluyó algunas cuestiones complejas que afectaban a los derechos laborales.

Sin embargo, el mayor triunfo del gobierno es haber instalado en la opinión pública y en la agenda política que el marco laboral vigente es un problema para el crecimiento. Como se muestra a lo largo de este informe, **la evidencia empírica muestra que la efectividad de las reformas está muy lejos de estar garantizada, lo cual plantea un problema adicional: cuanto más ineficaces resulten este tipo de medidas, mayor será la profundización que de ellas se propicie.**

La lupa puesta sobre la reforma laboral

Las propuestas ingresadas al Congreso comprenden:

- **La reducción de contribuciones**, con la implementación de un mínimo no imponible y la unificación de alícuotas de servicios/comercio y producción de bienes/pymes en 19,5% (actualmente son de 21% y 17% respectivamente).
- **El cambio en la modalidad de sanción ante el evento de no registro de un trabajador.** Antes, era el propio trabajador quien recibía una indemnización en relación a los salarios cobrados, pero no registrados. Esto obviamente tenía la finalidad de animar al trabajador a denunciar su situación. Ahora, se aplicará una multa con destino a la ANSES, del 50% del Salario Mínimo por cada mes no registrado.
- **La reducción de las indemnizaciones**, al quitar el Sueldo Anual Complementario (el aguinaldo) del cálculo, así como otros conceptos: bonificaciones por productividad, viáticos, etc.
- **La habilitación para la creación de un fondo de indemnizaciones**, que cubrirá el pago de las mismas. El aporte debería realizarlo el empleador como un porcentaje del sueldo. En la práctica, si esto conduce a una reducción del salario (o a un aumento menor que el que podría haber sido), implicará que los propios trabajadores

integraran el fondo, extinguiendo el costo del despido para el empleador⁵.

- **La creación de una nueva figura de “trabajadores profesionales autónomos económicamente vinculados”**, entendidos como aquellas personas que presten servicios especializados, realizando una actividad de manera habitual para una persona física o jurídica, de la que genere hasta el 80% de sus ingresos anuales y/o no se superen las 22 horas semanales de dedicación, quienes se registrarán por una regulación estatutaria especial a definir con los sindicatos y empresarios⁶.
- **La reformulación de las pasantías, ampliando su carga horaria** (de las 20 horas semanales actuales a 30 horas, pudiendo llegar a 40 horas en algunos casos).

Como ya mencionamos **lo cierto es que las reducciones de aportes y contribuciones no han mostrado eficacia en la Argentina**. En el marco del “Pacto Federal para el Empleo, la Producción y el Crecimiento” el decreto N° 2.609 del 22 de diciembre de 1993 inicia una serie de rebajas en las contribuciones patronales que prosiguieron hasta el año 2001. Las contribuciones patronales pasaron de 33% en 1993 a 16% en 2001 (al que además habría que restarle el crédito fiscal de acuerdo a la zona geográfica). No obstante, el desempleo fue siempre en alza (pasó de 6,5% en 1991 a superar el 10% en 1994 y nunca volvió a bajar a un dígito). Llegó a alcanzar al 19,7% de la PEA al final de la convertibilidad en 2001.

La creación de nuevos puestos de trabajo depende de múltiples factores dentro de los cuales el costo laboral es solo uno. La formalización de puestos de trabajo ya existentes es un fenómeno todavía más complejo. Gran parte de la informalidad se concentra en empresas pequeñas (68%) de baja productividad (casi un 30% de los asalariados informales trabajan por menos del salario mínimo horario en emprendimientos de menos de 10 trabajadores). En estos casos, la baja

⁵ Esto implica un cambio en el papel que juega la indemnización en las relaciones laborales. La indemnización tiene hoy una doble función: a) garantizar al trabajador ingresos para afrontar su subsistencia hasta tanto consiga un nuevo empleo; b) generar un efecto disuasivo para desincentivar al empleador a interrumpir la relación laboral. En este sentido, que la indemnización sea afrontada por un fondo y no por la empresa no tiene efectos neutrales, sobre todo en momentos de crisis.

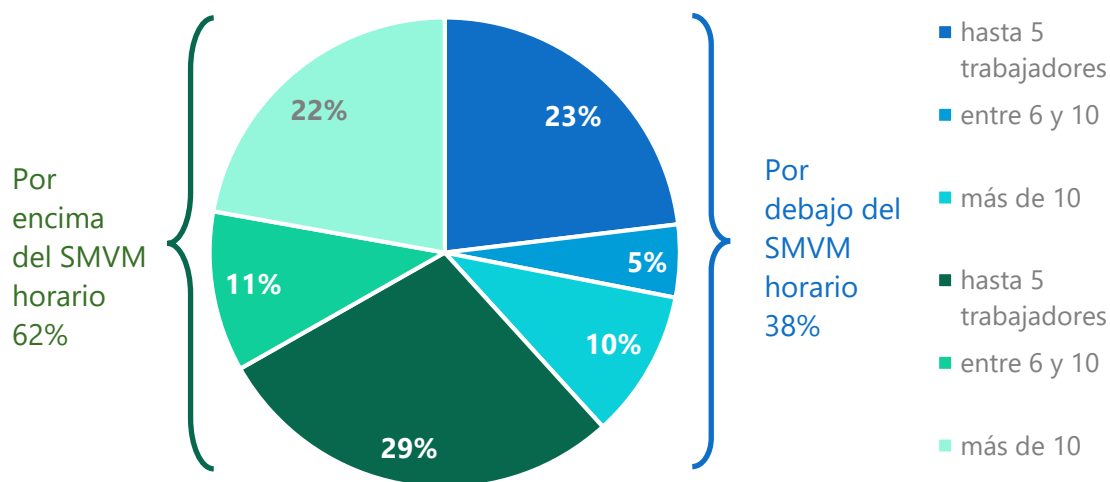
⁶ Lo que está en línea con la exaltación que el gobierno realiza del crecimiento de los monotributistas en los últimos dos años y aparece como una alternativa “aceptable” frente al deterioro de los puestos de trabajo registrados de calidad.

rentabilidad del emprendimiento no solo no permite el ingreso de los aportes y contribuciones, sino que en general no se cumplen otras normas tributarias y laborales, como el pago de impuestos generales y la determinación de los de salarios en los términos de los convenios colectivos de trabajo. En general, estos empleadores no están dispuestos a afrontar todos estos pagos, y en muchos casos, esto implicaría la desaparición del emprendimiento.

La solución propuesta (en línea con la nueva modalidad de contrato de "trabajadores vinculados") suele ser la de implementar regímenes impositivos especiales, que en el caso de lo laboral suele implicar reducir los derechos del trabajador. **La solución definitiva debería ser promover aumentos en la eficacia, gerenciamiento, manejo y productividad de la empresa, para que esta pueda afrontar los impuestos generales, y mientras tanto, colaborar en el sostén de los trabajadores para no generar diferencias al interior de este colectivo.**

El no registro concentrado en las pequeñas empresas

En % de los asalariados informales



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a EPH-INDEC

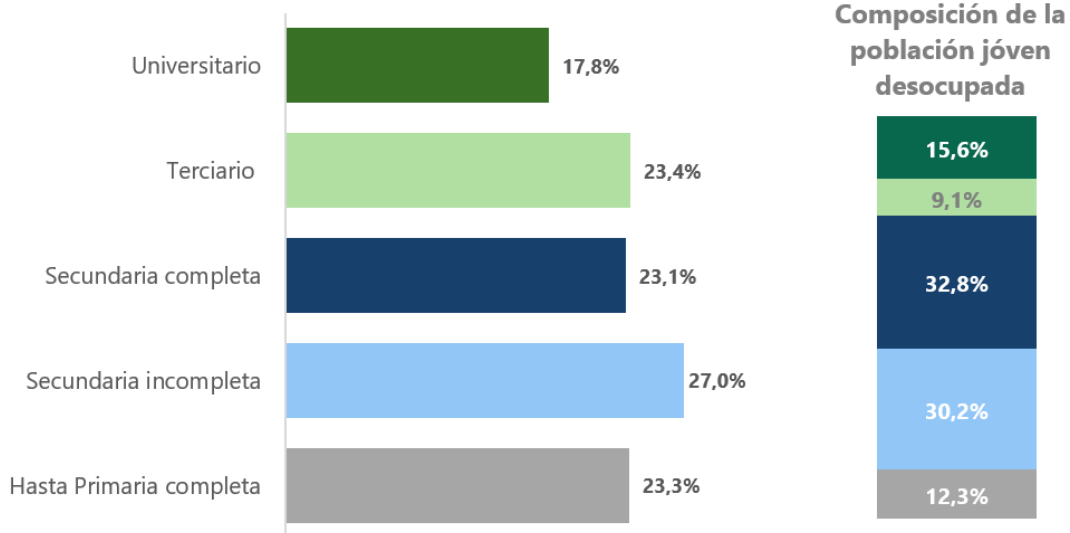
Tampoco los regímenes especiales de formación y pasantía han tenido éxito. Como se muestra en un estudio ya citado sobre las reformas laborales en los '90 ([Beccaria y Galin, 2002](#)), los distintos tipos de contratos promovidos habrían tenido el efecto de sustituir contratos por tiempo indeterminado. El creciente uso de modalidades promovidas a tiempo

determinado y de la instalación del periodo de prueba contribuyó a elevar la rotación de los trabajadores registrados.

Esto indicaría que más que para probar la idoneidad de un trabajador en un puesto o capacitarlo y formarlo, estas modalidades terminan siendo una manera de bajar el costo de la mano de obra. Al respecto, llama la atención que el Ministerio de Trabajo no mencione un solo estudio en los fundamentos del proyecto que concluya que la problemática del empleo joven se relaciona con la falta de experiencia a la hora de la inserción laboral. Los datos para 2017 muestran que, si bien se mantienen tasas de desempleo elevadas para todo el segmento joven, la situación más crítica es para aquellos que no han terminado el secundario.

El desempleo se concentra en los jóvenes de bajo nivel educativo

En % de la PEA



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a EPH-INDEC

EL SACRIFICIO JUBILATORIO PARA EL PACTO FISCAL

El Pacto Fiscal al que han llegado el gobierno nacional y las provincias, definido por todas las partes como histórico por la variedad y relevancia de acuerdos logrados, consolida la estrategia de Cambiemos de avanzar decididamente con un ajuste sobre el sistema previsional.

El principal elemento del acuerdo es la reformulación del artículo 104 de la Ley de Impuesto a las Ganancias, que define la distribución de lo recaudado por el impuesto, un monto que en 2018 alcanzaría a \$642 mil millones según proyecciones oficiales.

Actualmente, de esa cifra el 48% va a las provincias (incluyendo fondos específicos), el 32% queda en Nación y el 20% restante se destina a la ANSES. En el nuevo proyecto, la distribución del impuesto pasa a ser aproximadamente 51% para Nación y 49% para provincias, por lo que ANSES pierde su 20% y el principal ganador es el gobierno nacional que incrementa su porción en \$121 mil millones para 2018.

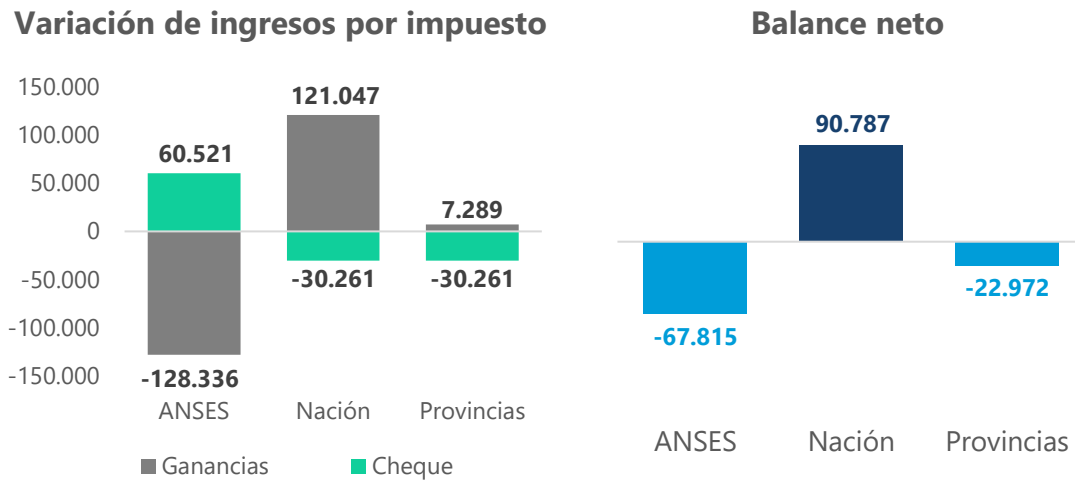
Para compensar a ANSES se decidió entregarle el 100% de lo recaudado por el impuesto al cheque, lo que implica un adicional del 30%, dado que en el Presupuesto 2018 ya se contemplaba que el 70% iba a ser destinado al organismo previsional.

De todo este pase de manos lo que finalmente queda es un balance claramente positivo para el gobierno nacional, que suma entre los dos impuestos \$91 mil millones (gana \$121 mil millones por ganancias y pierde \$30 mil millones por impuesto al cheque). Por su parte, las provincias en principio pierden \$23 mil millones, mientras que **ANSES es la gran perdedora al sacrificar \$68 mil millones**⁷.

⁷ A esto debe adicionarse que ANSES perderá recursos adicionales por la rebaja en las Contribuciones Patronales.

¿Quién gana y quién pierde con la nueva distribución de Ganancias e impuesto al Cheque?

En millones de \$



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a normativa vigente y Proyecto de Presupuesto 2018

Es en este escenario que se produce el “histórico” Pacto Fiscal. **Para poder alinear las voluntades de esta reforma, el gobierno nacional se compromete a repartir buena parte de sus nuevos ingresos con las provincias**⁸. De esta manera se podrá compensar a la provincia de Buenos Aires por su reclamo sobre el Fondo del Conurbano sin que ninguna de las provincias pague la cuenta. Como queda claro en este punto, el escenario de “ganan todos” pasa a ser en verdad un “juego de suma cero” cuando se tiene en cuenta al tercer actor de este esquema: el sistema previsional.

Sin embargo, el reparto de ingresos desde Nación a las provincias no es automático, sino que está sujeto a una lista de múltiples reformas fiscales que las provincias, más temprano que tarde, deben llevar a cabo. Como es de esperar, **esto deja la puerta abierta a la discrecionalidad y a acrecentar el mercado de compraventa de voluntades políticas que le será muy útil a Cambiemos frente a su agenda de reformas que requieren tratamiento legislativo.**

⁸ También se debe destacar que el proyecto de reforma a la Ley de Responsabilidad Fiscal resulta beneficioso para las provincias, planteando reglas de comportamiento del gasto público muy difíciles de monitorear y eliminando casi todas las restricciones actuales para la toma de deuda externa (para más detalles ver [acá](#))

El segundo paso en el Plan de Reforma Previsional

El Pacto Fiscal le dio un marco de consistencia al nuevo escenario que deberá enfrentar la seguridad social. **La nueva realidad de una ANSES con menos recursos impone también un ajuste en sus prestaciones.** La propuesta del gobierno nacional de ajustar las jubilaciones por la inflación fue en primer término reformada con un texto en el Pacto Fiscal que dice “garantizando aumentos por encima de la evolución de la inflación”⁹, para luego pasar a una propuesta “superadora” de parte de la oposición en el Senado en la que el aumento se regiría por un 70% de la variación del IPC y un 30% por la variación de salarios formales (RIPTTE)¹⁰.

Ahora bien, **esa aparente concesión del gobierno nacional terminó por ser insignificante en el proyecto de Ley que ingresó al Congreso.** La propuesta definía un “plus” por encima de la inflación del 5% del crecimiento del PIB. Por ejemplo, si el crecimiento de la economía en el segundo semestre de 2017 resultaba ser de 4%, la movilidad sería la inflación más 0,2 puntos porcentuales ($0,05 \times 0,04$), por lo que para todo 2018 este “plus” implicaría un incremento de los haberes reales de solo \$16,5. En cambio, con la propuesta de los senadores que ya cuenta con media sanción se propuso un cambio en la fórmula que resulta insignificante, ya que el aumento en marzo 2018 pasaría de 5,1% con la fórmula propuesta por el Ejecutivo a 5,7% en la fórmula propuesta por el Senado, apenas 43 pesos de diferencia para el caso de la mínima.

Un punto importante del cambio propuesto para la fórmula de movilidad es que el aumento sería trimestral. Pero dado que la última actualización fue en septiembre de este año, el primer aumento debería contemplar la variación semestral para compensar la inflación transcurrida entre septiembre y marzo. Esto no es así, y eso explica **gran parte del ahorro fiscal estimado para 2018. Con la movilidad vigente, el aumento en marzo debería estar cerca del 12%, en vez del 5,7% que se aplicará si**

⁹ Por otro lado, también se presentó como una novedad la propuesta de “garantizar haberes equivalentes al 82% del salario mínimo, vital y móvil”. Sobre este punto valen dos aclaraciones, la primera que no alcanza a quienes se jubilaron por moratoria previsional, y la segunda que no implica un cambio relevante respecto a la situación actual ya que en los últimos años el haber mínimo ha mantenido esa relación con el salario mínimo, vital y móvil.

¹⁰ Se destaca del acuerdo final que las jubilaciones pueden incluso crecer por debajo de la inflación, toda vez que los salarios privados no logren superarla. Al igual que en el caso de la reforma de ganancias de fines de 2016, el gobierno nacional logró imponer una propuesta final que le resultaría incluso más favorable que la propuesta original.

prospera la reforma. De ahí en adelante, las diferencias entre la fórmula vigente y la propuesta por el Senado dependerán de la evolución relativa de precios, salarios y recaudación. Este último componente es el que se elimina de la fórmula y el que mayor dinamismo viene presentando.

El gobierno entendió la dificultad de presentar un proyecto integral de reforma previsional, y parece optar por ir avanzando por etapas. Dado que cualquiera de los cambios que han trascendido implican un bajo ahorro fiscal al operar sobre los nuevos jubilados (aumento de la edad jubilatoria, por ejemplo), la prioridad fue colocada sobre una reforma que impacte sobre los jubilados actuales y garantice un considerable ahorro en las cuentas públicas.

De esta manera, el gobierno nacional ha dado el segundo paso sobre su plan de reforma previsional, luego de haber avanzado con la "Reparación Histórica" que implicó una notable tensión sobre la sostenibilidad del sistema. Como ya se ha dejado trascender, **el proyecto completo implicaría el surgimiento de un pilar de ahorro voluntario y, posiblemente, el aumento en la edad jubilatoria.** Es así que va conformándose la desarticulación y reducción del incipiente Estado de Bienestar que se fue gestando en la última década.

LOS CAMBIOS EN EL MERCADO DE CAPITAL Y LA RENTA FINANCIERA

La extensa propuesta de reforma para el mercado de capitales toma como punto de partida la Ley actual, aprobada en 2012, e introduce una serie de modificaciones para corregir aspectos que habrían limitado los efectos positivos de esa normativa.

En este sentido, **no puede decirse que sea una Ley que necesariamente repudie lo hecho durante 2012, sino que entiende que el marco vigente no fue lo suficientemente profundo como para adaptar el esquema normativo a las "mejores prácticas" en la cuestión.**

Así, se propone reformar no solo la Ley de Mercado de Capitales, sino también otros marcos normativos asociados, como la Ley de Fondos

Comunes de Inversión, Ley de Obligaciones Negociables y aspectos vinculados a la regulación de Cajas de Valores. También se apunta a crear un marco normativo para regulación de derivados financieros que hoy no existe en la normativa.

Además, el proyecto incluye una serie de herramientas para facilitar la participación del segmento PyME en el mercado: Factura de Crédito PyME, Pagaré financiero y creación de un fondo de capital emprendedor para préstamos al sector.

Más allá de los detalles puntuales del proyecto, cabe advertir que **los aspectos que se apunta a “corregir” de la Ley actual son aquellos en los cuales se considera que existe un exceso en la regulación pública**¹¹, limitando la capacidad del regulador y hasta reintroduciendo principios de auto-regulación hoy ausentes.

En gran medida, el principal problema de una reforma de este tipo es que **la ausencia de regulación eficiente por parte del sector público ha probado ser la principal causa detrás de los colapsos económico-financieros más importantes a nivel global de los últimos años**, de forma que se estaría introduciendo una elevada fragilidad normativa como pretexto para impulsar el desarrollo del mercado. Y como en otros aspectos de las Reformas que analizamos en este informe, el proyecto no incluye herramientas específicas que apunten a dinamizar el financiamiento productivo acorde a una estrategia de desarrollo, sino que se espera que el mercado determine el direccionamiento de los recursos en un contexto general de menor presencia estatal.

La propuesta de ampliación del impuesto a la renta financiera, sin embargo, va a contramano de esta línea de razonamiento. Y es que el impuesto a la renta financiera no es otra cosa que una imposición sobre los ahorros de los hogares de altos ingresos, lo cual atenta contra el principio de “no distorsión” del conjunto de reformas propuestas por el Ejecutivo¹².

La racionalidad del darle tratamiento legislativo a la renta financiera es clara: **es un contexto de reformas regresivas desde el punto de vista**

¹¹ Por ejemplo, mediante la derogación del Artículo 20 que dotaba a la CNV de capacidad de intervención cuando se constataban violaciones de los derechos de los accionistas minoritarios.

¹² La propuesta del PEN es aplicar una alícuota del 5% sobre las inversiones en pesos y un 15% sobre las inversiones en dólares o indexadas, con un mínimo no imponible de alrededor de \$65.700.

distributivo, el impuesto a la renta financiera sería la moneda de cambio del resto de las modificaciones impositivas.

Sin embargo, en un mercado financiero anémico como el argentino, el potencial recaudatorio de este impuesto es muy reducido, si lo que se quiere es evitar desincentivar los distintos vehículos de ahorro formal que ofrece el sistema financiero doméstico.

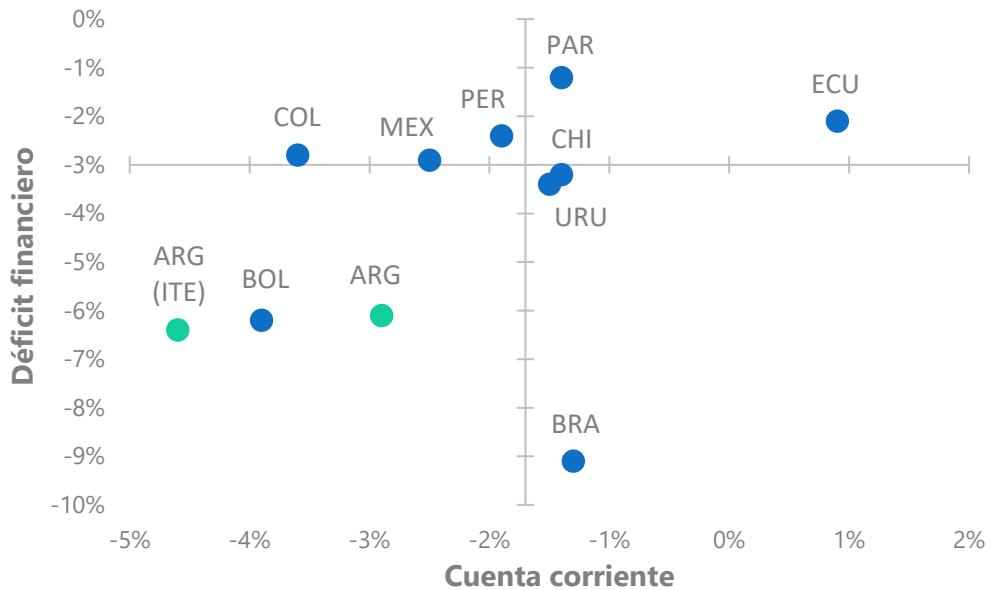
LAS REFORMAS Y LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS

Como ya se discutió en este informe, las reformas propuestas por el gobierno siguen una agenda que la corriente principal del pensamiento económico definiría como “pro-crecimiento”, en el sentido de que las políticas de desregulación en el plano laboral, tributario y financiero ayudarían a delinear un entorno de “eficiencia productiva” que dé lugar a un crecimiento sostenido en la oferta de bienes y servicios, bajo la premisa de que, en el proceso, “la mayor oferta creará su propia demanda”.

Una discusión que fue dejada mayormente de lado se refiere al **impacto que esta serie de reformas podría llegar a tener en los desequilibrios macroeconómicos que, en los últimos años, tendieron a agudizarse al calor de la desregulación que experimentó el balance de pagos de la Argentina.**

Los déficits gemelos en Latinoamérica

En % del PIB, 2017



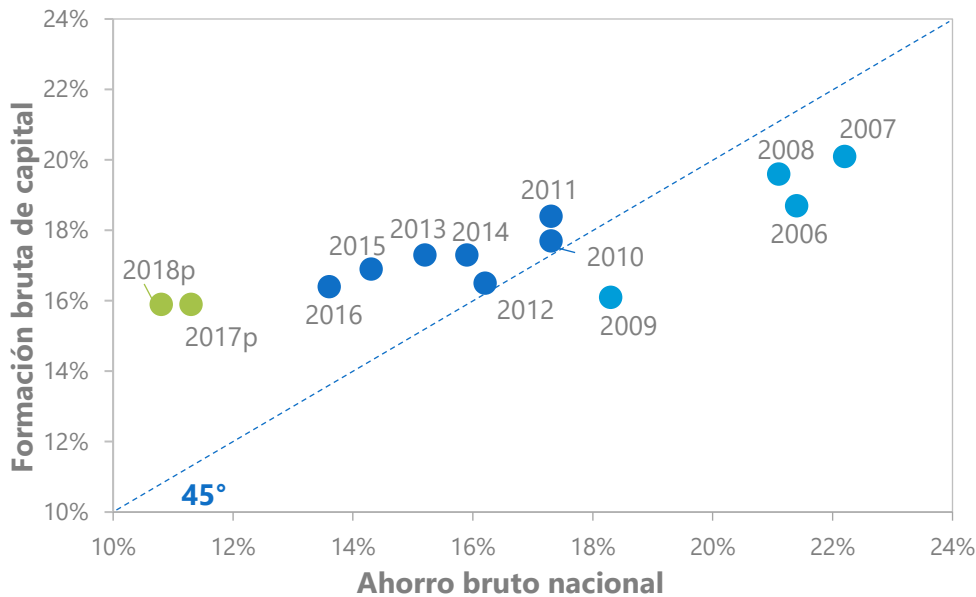
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a WEO - FMI

En particular, los niveles de déficit fiscal y externo de la Argentina se encuentran entre los más elevados de la región, y las perspectivas no parecen ser favorables. Si bien el punto de partida es un nivel de endeudamiento relativamente reducido respecto de otras economías de características similares (lo cual permite que la deuda externa cierre ambos frentes a la vez), lo cierto es que los desequilibrios continúan acentuándose, poniendo en duda su sostenibilidad. Como es sabido, **el crecimiento basado en la deuda externa, si no genera las condiciones macroeconómicas para su repago, incrementa de modo sensible los costos socioeconómicos de salida.**

¿Cómo es el camino que, en este plano, ha recorrido Argentina en los últimos años? Según la información provista por el INDEC para la última década, es posible diferenciar dos períodos: entre 2006 y 2009 el ahorro total generado por la economía doméstica fue superior a la inversión (privada y pública en conjunto), mientras que sucedió lo contrario a partir de 2010. Esto equivale a decir que el “ahorro del resto del mundo” (que no es otra cosa que el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos con signo opuesto) fue negativo en el primer período y positivo en el segundo.

La identidad ahorro – inversión a lo largo del tiempo

En % del PIB



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a INDEC

¿Cuál es el efecto que estas reformas pueden llegar a tener en los llamados “déficits gemelos”? La respuesta dependerá de la visión que se tenga sobre la relación entre el ahorro y la inversión. Según la visión que podríamos llamar “tradicional”, el paquete de medidas tendría como resultado un incremento de la inversión privada, pero el resultado sobre el ahorro nacional sería incierto (por ejemplo, el impuesto a la renta financiera, ¿es un desincentivo al ahorro?). Esto hace que, **de ser exitosas, las reformas puedan empeorar la ecuación ahorro–inversión del sector privado, lo cual necesariamente debe ser compensado con un mayor ahorro neto del sector público (es decir, una intensificación del ajuste fiscal) para evitar el empeoramiento del sector externo.**

Por el contrario, quienes hacen énfasis en la importancia de la demanda efectiva sostienen que sin estímulo al gasto es difícil que el PIB pueda expandirse si las perspectivas sobre el desempeño de la economía doméstica no mejoran. En ese caso, las reformas solo estimularán el crecimiento si hay confianza no solo de las empresas, sino también de los consumidores (que son quienes deben convalidar la oferta) de que las reformas serán beneficiosas para la economía, **lo cual difícilmente ocurra si el paquete incluye recortes en los ingresos de trabajadores y/o jubilados.**

Suponiendo que las reformas puedan coordinar las expectativas de manera "optimista", **en el caso de la visión que pone el foco del lado de la demanda, el efecto en la ecuación ahorro–inversión privada no necesariamente tiene que ser negativo**: el aumento inicial de la inversión podría generar, vía el efecto multiplicador, un aumento en el ingreso que inducirá un incremento en el ahorro privado doméstico, acercando nuevamente a la economía a la recta de 45° del gráfico anterior.

En el caso de que el incremento del producto efectivamente se materialice, este generaría **dos efectos adicionales contrapuestos, que serán transversales a cualquier visión sobre la relación ahorro–inversión**: a) un aumento de la recaudación, lo cual mejora la situación fiscal, reduce la necesidad de endeudamiento y apuntala el frente externo; b) una suba de las importaciones, lo que atenta contra el equilibrio externo.

Lo que se desprende de este razonamiento es que las distintas visiones pueden asignar más o menos importancia al crecimiento del producto y/o al control del déficit público como factores que ayudan a otorgar sostenibilidad a la ecuación ahorro–inversión, pero lo que es común a ambas posturas es que, **sin una recuperación de las exportaciones netas, será imposible transitar un camino exento de escollos en el frente externo**, y sobre este punto, tampoco hay definición alguna en el conjunto de reformas.

Por el contrario, el esquema pro-mercado que impulsa el gobierno con el paquete anunciado, no lleva implícita una estrategia productiva de impulso estatal a la producción de bienes y servicios, y sí conlleva efectos regresivos en la distribución del ingreso, por lo cual parecer dejar de lado los principales desafíos que enfrenta la economía nacional.