

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

22° | Marzo 2018



itegaweb.org | germanabdala.com.ar



[/itegaok](https://www.facebook.com/itegaok)



consultas@itegaweb.org



[@itegaok](https://twitter.com/itegaok)



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

En las últimas semanas, **una de las noticias más importantes en el plano económico es el giro observado en el accionar del banco central.** Luego de la (deliberada) corrección al alza del tipo de cambio (en vista del atraso cambiario acumulado en la segunda mitad de 2017), **el BCRA tomó nota del impacto inflacionario que tuvo la devaluación y comenzó a defender la paridad cambiaria** a costa de una caída de las reservas internacionales.

Al tiempo que aplicaba esta estrategia, **el BCRA no revirtió el mayor sesgo expansivo que había impreso a la política monetaria desde fines del año pasado**, probablemente por las presiones del propio Poder Ejecutivo y la necesidad de reducir el costo financiero del fisco, en un año en el cual las propias autoridades indicaron que reducirán el financiamiento externo. Esta combinación de mayor intervención cambiaria y aparente disociación entre nivel de tasa de interés y presiones inflacionarias **pone en crisis el propio funcionamiento del esquema de Metas de Inflación.**

El rebrote inflacionario, que se extenderá al menos durante lo que queda del primer semestre del año, **continúa impactando negativamente en el consumo masivo.** Los datos del mercado de trabajo, por su parte, arrojaron señales mixtas, ya que **la mejora del empleo agregado en el último trimestre del año pasado convivió con una elevada participación del trabajo no registrado**, lo cual es una clara señal del deterioro de las condiciones laborales.

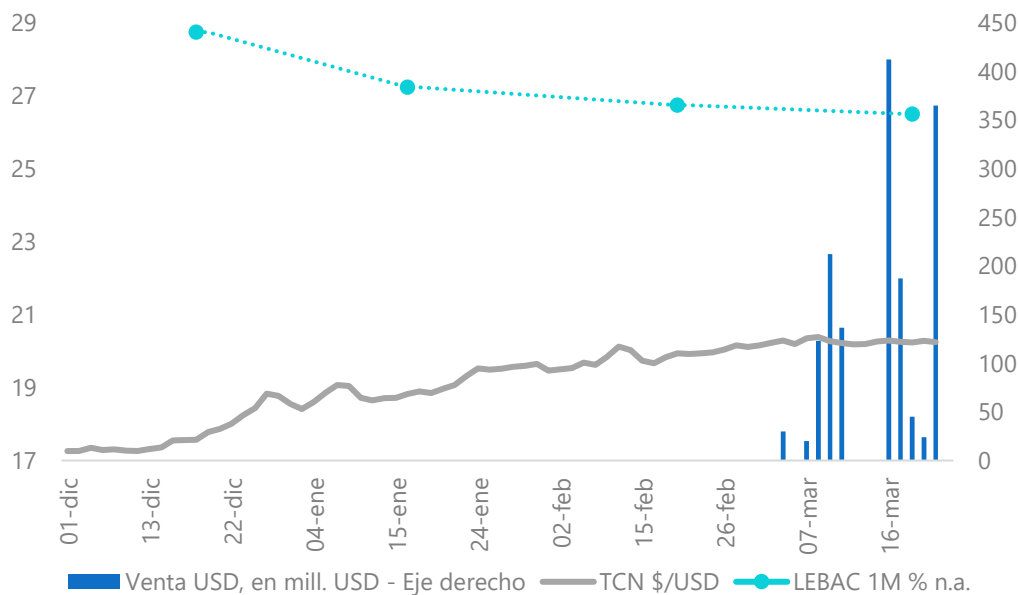
Si bien el resto de los componentes de la demanda (inversión y exportaciones) muestran un buen comportamiento en los últimos meses, **los efectos de la sequía y la debilidad del consumo harán que el crecimiento de 2018 esté apoyado en gran medida en el arrastre estadístico de 2017.**

¿HACIA UN NUEVO RÉGIMEN DE TIPO DE CAMBIO?

Sobre fines de 2017, el gobierno decidió introducir una serie de cambios en los ejes de la gestión macro, fundamentalmente en lo que hace al rol del BCRA en la administración cambiaria. Si bien la conferencia de prensa que condujo el Jefe de Gabinete el 28 de diciembre tenía como objetivo central anunciar un incremento en la meta de inflación para 2018, en los hechos este aumento dio lugar a una nueva configuración en el uso de los instrumentos de política.

El gobierno no ha sido transparente en explicar los motivos y objetivos de estos cambios, lo que agrega incertidumbre y tiende a complejizar el análisis. Por un lado, la mencionada conferencia (y el discurso oficial de estos meses) parece sugerir que nada ha cambiado. Por el otro, una simple inspección en los modos de intervención del BCRA da cuenta de las transformaciones en curso.

Reconfigurando los ejes de la política cambiaria



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Luego de la conferencia de prensa, el BCRA redujo en 200 p.b. la tasa más corta de LEBAC, al tiempo que dejó correr el tipo de cambio, que ya había iniciado a mediados de diciembre una tendencia al alza. Así, entre principios

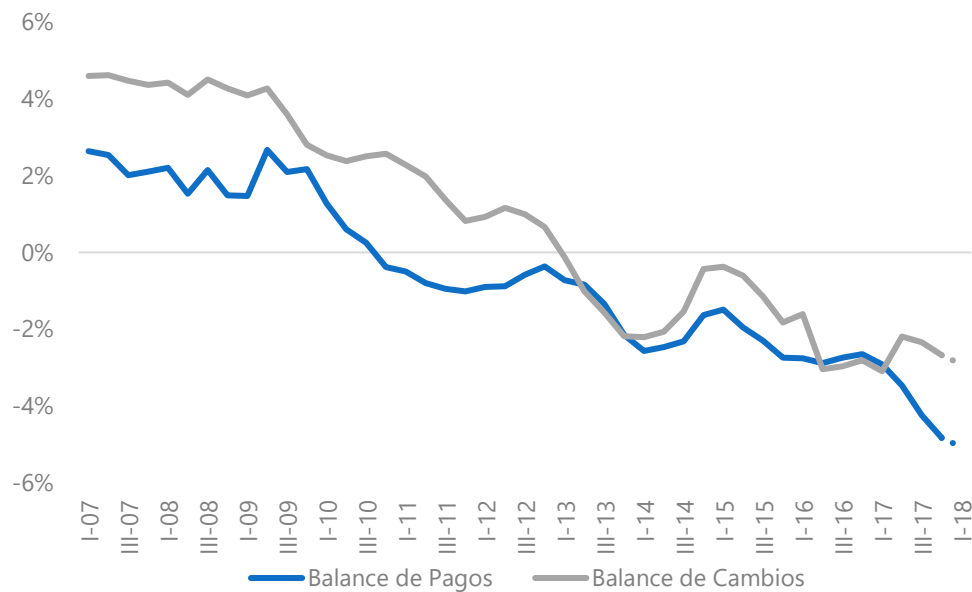
de diciembre y fines de febrero, la cotización del dólar se incrementó un 17% sin intervención de la autoridad monetaria¹.

En este contexto, el tipo de cambio real revirtió la tendencia a la apreciación que había mostrado durante el segundo semestre de 2017: entre julio y diciembre, este indicador había caído un -10%, para acumular un alza de +13% entre ese último mes y febrero de 2017.

Lo ocurrido a principios de 2018 tiende a sugerir que la conferencia de prensa de fin de diciembre y la posterior relajación en el sesgo de la política monetaria tuvieron por objetivo producir una depreciación en el tipo de cambio real², abandonando así el paradigma de libre flotación que tanto había defendido la conducción de la autoridad monetaria.

El saldo de cuenta corriente se sigue deteriorando

Como % del PIB



Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC

La preocupación por el frente externo parece deducirse del mercado deterioro que sufrió el balance de pagos el año pasado. Durante 2017, el desequilibrio de la cuenta corriente se agudizó, para finalizar el año en -

¹ Notas de prensa indicaron que algunos bancos oficiales (vgr. BNA) realizaron ventas selectivas en algunas oportunidades (ver por ejemplo <https://goo.gl/s5GFHq>).

² En la misma línea, el Ministro de Finanzas indicó que no realizaría más colocaciones externas durante este año <https://goo.gl/djzR86>.

4,8% del PIB, luego de haber cerrado -2,7% el año anterior³. En este sentido, ni bien la economía comenzó a recuperar el sendero de crecimiento, acumulando una expansión en el PIB de 5% entre II-16 y IV-17, el frente externo comenzó un proceso de franco y acelerado deterioro.

Hemos mencionado en múltiples oportunidades que, en un esquema de apertura y desregulación como el actual, la sostenibilidad del sector externo resulta fundamental para garantizar un sendero de crecimiento moderado (y regresivo) de cara a los próximos años. Esto se debe a que un freno abrupto en los flujos de financiamiento externo impondría un duro ajuste tanto en términos de actividad como de empleo, así como también un posible rebrote inflacionario. Esta preocupación parece estar marcando de modo significativo la agenda del gobierno.

Sin embargo, como era de esperar, **la estrategia de corrección cambiaria comenzó rápidamente a empujar al alza los precios del sector transable, acelerando tanto la inflación nivel general como la núcleo, y tensionando el esquema de Metas de Inflación (MI) que instrumenta el BCRA.**

La principal novedad observada en estas últimas semanas es que ante la aceleración inflacionaria (y la expectativa de un nuevo y prematuro incumplimiento en las metas), **el BCRA optó por alejarse de una instrumentación rigurosa de las MI⁴, para comenzar a intervenir fuertemente en el mercado de cambios sosteniendo el precio de la divisa**, sin modificar las tasas de interés.

De este modo, el esquema de política parece ingresar en una tercera etapa, en menos de 3 años de gestión. En efecto, luego de un período de “transición” (diciembre 2015-diciembre 2016) y otro de “MI estrictas” (enero-diciembre 2017), en 2018 el objetivo inflacionario parece relegado (o subordinado) a la preservación de una mayor estabilidad en el TCR.

Por supuesto, como dijimos, **el manejo cambiario tiene como límite la aceleración inflacionaria, mostrando una vez más los problemas que genera la “manta corta” con la que gestiona el gobierno.** Resta esperar

³ La comparación del balance de pagos (base devengado) con el balance de cambios (base caja) no es directa, ya que en el caso de este último las cuentas de 2016 incluyen las erogaciones derivadas de los acuerdos con los fondos buitres, que habrían agregado algo más de -1 p.p. al déficit externo desde el II-16 hasta el I-17.

⁴ Para una descripción del funcionamiento del régimen de MI ver <https://goo.gl/rt3w3h>.

si esta migración hacia un nuevo esquema de política representa un *impasse* en la aplicación de MI o una modificación más bien duradera en la forma de ejecutar la política monetaria.

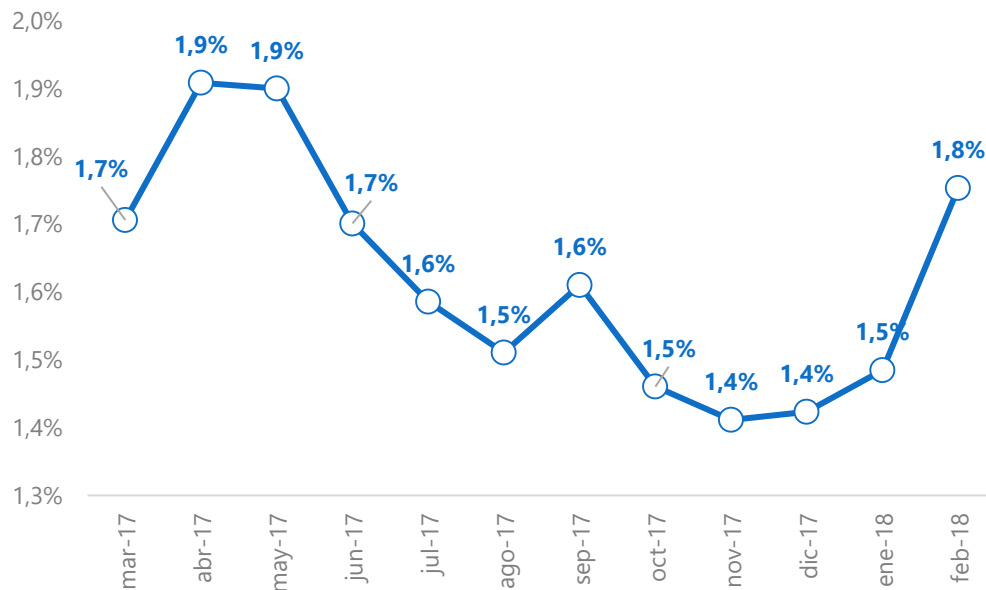
La inflación no dará tregua en los próximos meses

La inflación en el primer bimestre del año promedió un 2,1% mensual y se ubicó muy por encima de las estimaciones reflejadas por el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) del BCRA a fines de 2017. Sin embargo, lo que resultó más preocupante es que **la inflación núcleo se encuentra acelerando y alcanza niveles similares a los observados a principios de 2017. Esto marca una interrupción clara en el proceso de desinflación.**

De acuerdo con los datos oficiales, el IPC Núcleo promedió un 1,8% mensual en los últimos tres meses, lo cual en términos anualizados implica cerca de un 24%.

La aceleración del IPC Núcleo pone en riesgo la desinflación

Variación % mensual, promedio trimestral



Fuente: INDEC

A la aceleración de la inflación minorista se debe sumar el alza en los precios mayoristas, los cuales acumulan una suba cercana a 10% en el primer bimestre, impulsada por los productos importados y primarios.

El incremento de la inflación núcleo y el salto de los precios mayoristas parecen indicar que las mayores tasas de inflación de los últimos meses

no son excepcionales, sino que se mantendrían a lo largo del primer semestre.

Asimismo, los datos preliminares de marzo indican que la inflación permaneció en niveles elevados, al mismo tiempo que las subas de transporte (12,5%), naftas (4%) y gas (cercana al 40%) estipuladas para el mes de abril complican el panorama hasta el primer cuatrimestre.

NUEVOS NUBARRONES SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El recrudecimiento de la inflación no solo tuvo como consecuencia un giro en la política cambiaria, sino que está afectando el consumo masivo, luego de un cierre de 2017 positivo. En efecto, **el consumo medido por nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) creció apenas un 2,0% anual en febrero, y acumula dos caídas mensuales consecutivas en términos desestacionalizados, con un nivel de consumo que aún se ubica por debajo de diciembre 2015.**

Asimismo, las ventas en supermercados medidas a precios constantes comenzaron el año con una caída de -3,1% anual, y fueron particularmente débiles en artículos de limpieza y perfumería, electrónicos y alimentos preparados.

La debilidad del consumo masivo contrasta con el dinamismo de otros sectores, como la producción industrial, el comercio exterior y la construcción.

Si bien en términos agregados la industria se encuentra en expansión, el comportamiento es heterogéneo en las distintas ramas. Aquellas vinculadas a la exportación se ven favorecidas por la recuperación de la actividad económica en Brasil y un mayor ímpetu de la economía global. Esto se ve reflejado en sectores como el automotriz (con suba de exportaciones de 30,7% anual en el primer bimestre) o la siderurgia (con la producción de acero creciendo 27,6% en los primeros dos meses del año).

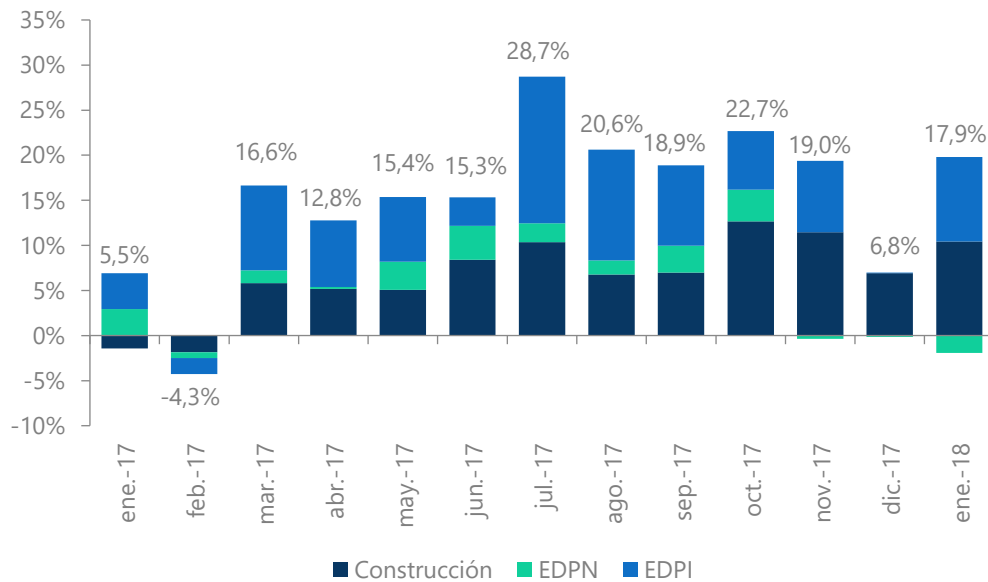
Algo similar ocurre con los sectores vinculados a la construcción y con los minerales no metálicos, que continúan mostrando un crecimiento robusto.

Respecto de la construcción, en febrero los despachos de cemento alcanzaron las 909.503 toneladas (+14,3%), cifra récord para el mes, confirmando de esta manera un buen arranque de año. Lo mismo ocurre con el Índice Construya, que acumula un crecimiento de 13,4% anual en los primeros dos meses del año. Sin embargo, a partir del segundo trimestre desaparecerán las bajas bases de comparación, por lo que se volverá más difícil sostener las altas tasas de crecimiento, apagándose uno de los motores de crecimiento.

Por su parte, nuestro Indicador Mensual de Inversión (IMI) registró en enero un aumento de 17,9% anual después de un mes de diciembre débil. Si bien este indicador estuvo influido positivamente por la construcción y por el Equipo Durable de Producción Importado, que muestra un crecimiento anual de 29,5% anual, la inversión en Equipo Durable de Producción Nacional mostró un comportamiento negativo, con una caída de -14,5% respecto de igual período del año anterior.

Indicador Mensual de Inversión (IMI)

Variación Anual



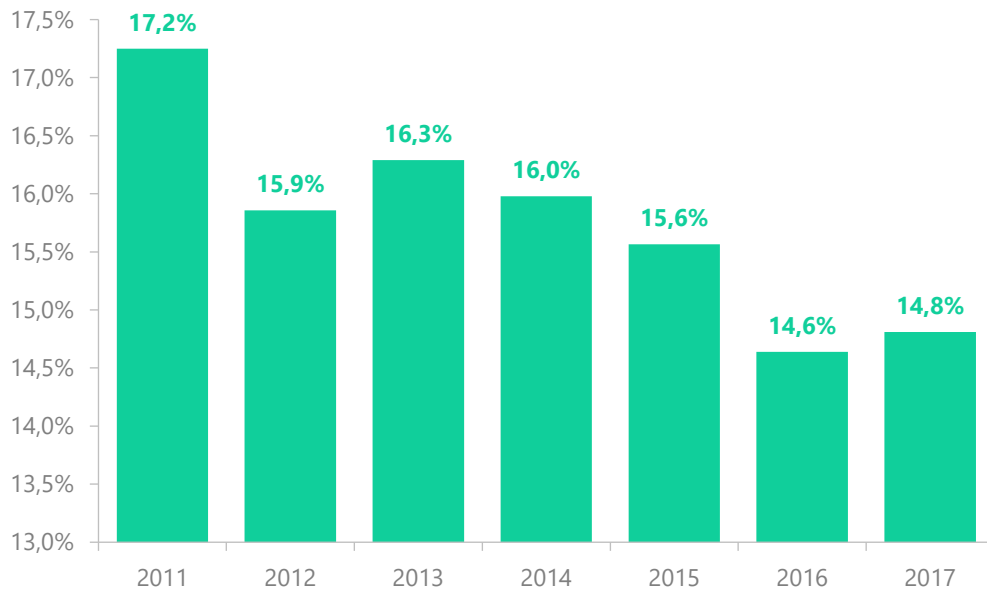
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía

Según las Cuentas Nacionales, **la inversión aparece como el principal impulsor de la actividad durante 2017, con un crecimiento de +11,3% anual.** En este sentido, si bien la tasa de inversión a precios corrientes se

ubicó en 14,8% del PIB y exhibió un incremento 0,2 p.p. respecto de 2016, este indicador aún permanece por debajo de los niveles de 2015.

La tasa de inversión muestra una leve recuperación

En % del PIB a precios corrientes



Fuente: INDEC

Si bien durante los primeros meses del año el dinamismo de la inversión y las exportaciones pareciera haber compensado la debilidad del consumo, existen varios motivos para suponer que esta situación se podría revertir en los próximos meses.

En primer término, debe destacarse la cuestión estadística. Como se mencionó anteriormente, **a partir del segundo trimestre comenzarán a desaparecer las bajas bases de comparación**, y será más difícil mantener las altas tasas de crecimiento anual de algunas variables observadas en los últimos meses.

En segundo lugar, **cabe mencionar el impacto que tendrá la fuerte sequía, que afectó significativamente a la producción agrícola** y terminará repercutiendo de manera negativa en las actividades de almacenamiento y transporte (no necesariamente de molienda, debido a los altos stocks), principalmente en el segundo trimestre del año.

Finalmente, **la aceleración inflacionaria y la férrea defensa al cierre de paritarias cercanas al 15% por parte del gobierno nacional continuarán poniendo un freno al consumo de los sectores asalariados.**

MERCADO DE TRABAJO: NADA QUE FESTEJAR

El INDEC informó las estadísticas del mercado de trabajo para el cuarto trimestre de 2017 de acuerdo con la Encuesta Permanente de Hogares (EPH). Los cuartos trimestres presentan una marcada estacionalidad⁵, motivo por el cual la mejor comparación posible es respecto de los datos de 2016. **Si bien los cambios realizados en la EPH hacen que las mediciones de 2016 no sean comparables con las realizadas hasta 2015, se puede deducir fácilmente que 2016 tuvo que haber exhibido un deterioro del empleo.** En efecto, la actividad económica en el cuarto trimestre de 2016 cayó -1,1%, los salarios perdieron -4,7% en términos reales, y el empleo registrado asalariado cayó -0,2%, mientras que creció 2,7% la cantidad de monotributistas (que no está claro si contaban o no con empleo previamente).

Contra ese 2016, este cuarto trimestre de 2017 presentó una baja en la tasa de desempleo de 0,4 puntos porcentuales. Si bien esta reducción no resulta estadísticamente significativa (es decir, no se puede afirmar con certeza que bajó el desempleo)⁶, también es cierto que **subieron las tasas de actividad y empleo en más de un punto porcentual, lo cual sí constituye una suba importante.** La cantidad de personas ocupadas en los 31 aglomerados urbanos que releva la encuesta aumentó 3,8%, una tasa elevada y casi equivalente al crecimiento de la actividad económica. Este dato, sin embargo, debe ponerse en contexto.

En el mismo periodo, los datos del Ministerio de Trabajo dan cuenta de que el empleo asalariado registrado en el sector privado aumentó a una tasa de 1,3%. Si se suma el resto del empleo asalariado registrado (público y empleo en casas particulares), la tasa de crecimiento se eleva hasta 1,4%. Esto hace suponer que **la mayoría de los empleos creados** no son puestos en relación de dependencia registrados en la seguridad social.

⁵ En general la tasa de desempleo baja en los cuartos trimestres respecto a los terceros más allá de la dinámica de mediano plazo que presente el mercado de trabajo, por factores que son propios de la época (mayores requerimientos de trabajo por las fiestas, cierres de balances, etc.).

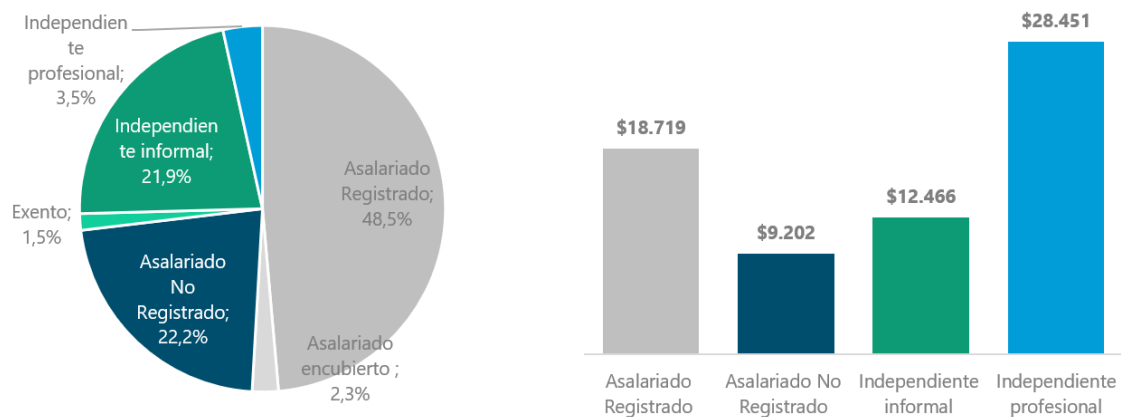
⁶ Esto quiere decir que la caída no fue lo suficientemente fuerte como para quedar por fuera del margen de error propio que tienen los datos obtenidos a partir de una muestra.

Si bien estos datos, por tratarse de fuentes que no son idénticas, tienen un cierto margen de error, otros datos de la EPH apuntan en este mismo sentido. Efectivamente, en el IV.17 cayó la tasa de asalarización desde 75,4% en IV.16 a 74,8%. Por su parte, la tasa de no registro fue de 34,2% (vs 33,6% el año anterior). Estas son variaciones pequeñas, pero en línea con lo que también reflejan los datos del Ministerio de Trabajo.

De este modo, es posible afirmar que, de cada 100 nuevos empleos, 27 fueron asalariados registrados, 32 no registrados y el resto – 41 – cuentapropistas. **Es decir, por cada 100 nuevos ocupados, más de 70 tienen empleos más precarios, ya sea como cuenta propia (que puede o no estar inscripto en el monotributo⁷) o como asalariado no registrado.**

La mayor parte del empleo no asalariado tiene peores ingresos

Proporción de según categoría ocupacional. Ingreso laboral promedio mensual para ocupados con más de 35 hs semanales de trabajo, categorías laborales seleccionadas. Datos para el III.17



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

¿Por qué es decididamente una mala noticia la creación de empleos precarios? Porque, además de no contar con la estabilidad y la seguridad que la propia legislación le otorga a un trabajador registrado (indemnización por despido, licencias, ART, vacaciones pagas, etc.), los datos de la EPH muestran que esto no se compensa de ningún modo con mayores salarios o estabilidad efectiva. En efecto, **el ingreso laboral de los**

⁷ Se sabe además que estos nuevos independientes a lo sumo están inscriptos en el monotributo, ya que de acuerdo al MTEySS no hay nuevos autónomos en IV.17, que podrían expresar un trabajo independiente de mayores ingresos.

no asalariados, aun cuando se toma en cuenta solo a quienes trabajan una cantidad de horas equivalente a un trabajo asalariado, es 32% inferior.

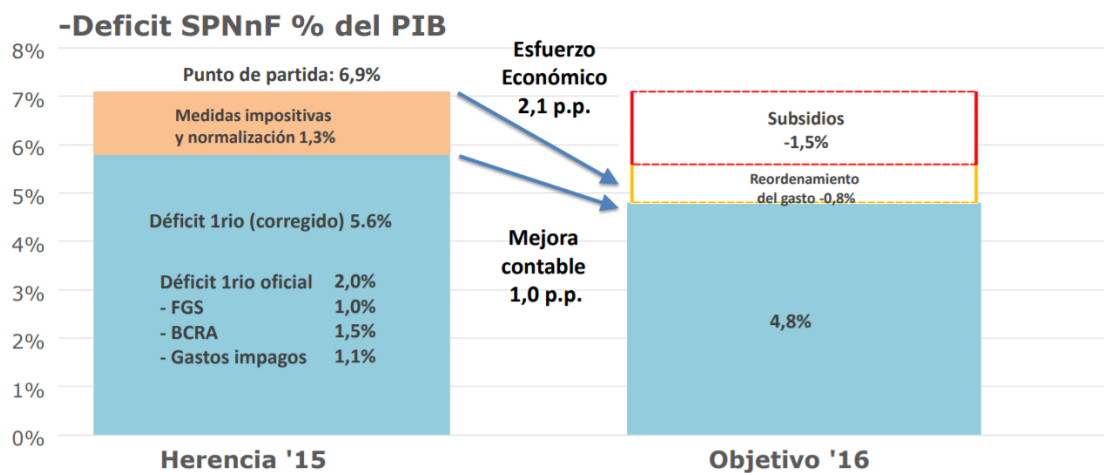
UNA POLÍTICA FISCAL MÁS REGRESIVA, CON EL MISMO DÉFICIT

Si bien el gobierno se ha encolumnado detrás de la bandera de la reducción del déficit fiscal, los resultados hasta ahora han sido sumamente pobres. Luego de los diferentes cambios metodológicos y con las últimas actualizaciones de cuentas nacionales que recientemente publicó el INDEC, queda claro que **a fines de 2017 teníamos exactamente el mismo déficit que el presente dos años atrás**. Ahora bien, nos interesa preguntarnos si es la misma política fiscal la que lleva a ese mismo resultado.

El relato de la pesada herencia en el déficit fiscal 2015

Presentación del Ministerio de Hacienda en 2016

Ordenando las cuentas fiscales



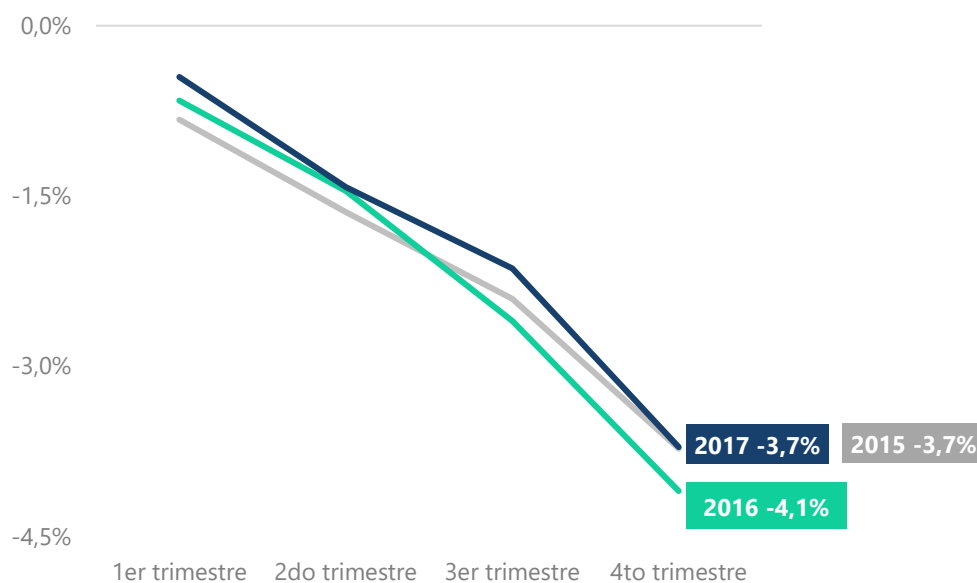
Fuente: Ministerio de Hacienda ["Perspectivas económicas: diagnóstico \(2015\), transición \(2016\), y metas \(2017-2019\)"](#)

Antes que nada, debemos pasar en limpio cuál fue el déficit heredado por Cambiemos. Aquí primero tenemos el relato que el entonces ministro de Hacienda intentó instalar, con cierto éxito, acerca de que habían heredado un déficit de 6,9% del PIB, el cual era insostenible y debía reducirse.

Sin embargo, de las nuevas estadísticas fiscales surge que el punto de partida dista mucho del informado entonces por el Ministerio de Hacienda. **De acuerdo con la actual gestión de esa misma cartera, el déficit primario de 2015 fue de 3,7% (casi la mitad del instalado dos años atrás). A su vez, esta magnitud de déficit también es la que se observó el año pasado, por lo que se concluye que de ningún modo se puede hablar de su reducción.**

La pesada herencia revisada y el déficit que no bajó

Déficit Primario en % del PIB, metodología 2017 de Ministerio de Hacienda



Fuente: Ministerio de Hacienda e INDEC

Sin embargo, el 2017 y el 2015 solo coinciden en el nivel de déficit, ya que su composición es muy diferente. Si repasamos los principales cambios producidos en esos dos años descubrimos que en realidad **lo que se viene produciendo es un cambio de composición en el gasto público y los impuestos que tiene marcados efectos regresivos en términos distributivos.**

Por el lado del gasto público quizá solo con la excepción de la ampliación de la AUH a hijos e hijas de monotributistas, el resto de las políticas públicas se han focalizado en reducir beneficios que tenían un efecto relativo más favorable sobre los sectores vulnerables.

A su vez, algunas de las políticas que se presentaron como progresivas tuvieron un efecto casi insignificante frente al originalmente anunciado

(caso de la devolución del IVA a jubilados y titulares de la AUH⁸), o bien no han sido evaluadas ex post debido a la falta de información de calidad sobre su ejecución (caso de la tarifa social⁹).

Por el lado de los subsidios, principal partida que se ha visto ajustada, la literatura especializada ha planteado en reiteradas oportunidades que esta política es progresiva pero pro-rica (significa que en relación al ingreso de cada hogar beneficia más a los más vulnerables, pero en relación a los montos distribuidos, termina por asignar más subsidios a los ingresos más altos). Si bien esto abre la posibilidad de mejorar la progresividad reduciendo el sesgo pro-rico, no está claro que la combinación de ajuste y tarifa social desde 2016 hayan tenido ese efecto.

Finalmente, **la llamada “Reparación Histórica” pudo tener un efecto progresivo (y posiblemente pro-rico), pero queda claro que el cambio en la movilidad llevada a cabo a fines de 2017 echará por tierra cualquier avance que se haya logrado en este sentido.**

Respecto de los ingresos el diagnóstico también lleva a pensar en un esquema más regresivo, ya que **los principales impuestos que se han reducido o piensan reducirse mejoran la situación de los sectores de mayores ingresos** (reducción en bienes personales, en impuesto a las ganancias, retenciones al agro y la minería, entre otros). Por su parte, hay muchas dudas del efecto que tengan los cambios recientes sobre la renta financiera (que terminaron quedando en un plano más simbólico) y los aportes y contribuciones a la seguridad social (habrá que ver en qué grado este ahorro termina siendo más ganancia para las empresas, en lugar de estimular nuevas contrataciones).

De este panorama interesa resaltar que no solo se debe observar cómo evoluciona el déficit primario, sino cómo va cambiando la composición de ingresos y gastos para llegar a ese resultado. **Con un mismo nivel de déficit se pueden generar políticas públicas inclusivas o beneficiar a los sectores más concentrados.**

⁸ Como ya señalamos en este [post](#), el impacto de este beneficio fue muy poco significativo.

⁹ Actualmente no existe un régimen informativo auditable sobre a quién le aplica efectivamente la tarifa social cada distribuidora. Las cifras que el gobierno suele mencionar sobre el tema son valores teóricos en base a la población potencialmente beneficiada.