


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

25° | Junio 2018

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

Las dificultades que ha mostrado el gobierno para manejar la crisis cambiaria y la demora en su resolución no solo precipitaron la renuncia del presidente del BCRA, sino que dejaron a la política económica en modo “a prueba de fallos”.

En la medida en que no se garantice la estabilidad cambiaria por un lapso de tiempo razonable, será imposible para el gobierno plantearse objetivos macroeconómicos plausibles para los próximos meses. **La llegada del primer tramo del programa de ayuda financiera pactado con el FMI es el pilar en el cual el gobierno espera apoyarse para recuperar la confianza de los mercados y la iniciativa en el plano económico.**

En este contexto, las consideraciones sobre la inflación y el (in)cumplimiento de las metas oficiales pasaron a un segundo plano. Esto se ve reflejado en la mayor tolerancia al alza de precios implícita en las nuevas metas de inflación definidas con el fondo para los próximos años.

Un aspecto a destacar es que, dada la menor inclinación del FMI por atacar la inflación con apreciación cambiaria, es posible que **el ajuste fiscal pase a jugar un rol más importante en el disciplinamiento de la demanda y, por lo tanto, de los precios.**

Así, el programa de ajuste fiscal acordado con el fondo, junto con las consecuencias de la corrida cambiaria, prometen tener un impacto significativamente negativo en la actividad y en el empleo en los próximos meses. A su vez, el acuerdo con el FMI acota las fuentes de financiamiento del gobierno, lo cual **vuelve a poner sobre la mesa, después de varios años, consideraciones sobre la solvencia de la deuda pública.**

Sin un horizonte claro, la economía ha ingresado nuevamente en una etapa recesiva. Si bien parece prematuro estimar la magnitud de la misma, la neutralización de la corrida cambiaria es condición necesaria para empezar a pensar un escenario macroeconómico de mediano plazo. **En cualquier caso, es claro que las tensiones en curso impondrán un ajuste marcadamente regresivo en las condiciones de vida de los sectores asalariados.**

EL SISTEMA SE ESTÁ REINICIANDO

Desde que inició el modelo económico de Cambiemos, desde el Instituto de Trabajo y Economía (ITE) planteamos las inconsistencias profundas que suponía. **La abrupta liberalización del mercado de cambios implicó una reconfiguración fundamental en el funcionamiento macro-institucional de la economía argentina, cuyas consecuencias dinámicas no tardaron en materializarse.**

Desde el comienzo, el gobierno postuló la necesidad de instrumentar un duro ajuste monetario como mecanismo para garantizar un proceso de desinflación¹ junto con otro fiscal², aunque más moderado (al menos, en su inicio). **La idea de un “ajuste a dos velocidades” se basaba en la necesidad de dotar de consistencia electoral (“hacer socialmente tolerable”) al programa económico.**

El conjunto de políticas seleccionado dio paso a un abrupto y pronunciado desequilibrio en el sector externo: **la suma entre el déficit de cuenta corriente cambiaría más la formación de activos externos netos pasó de representar 3,2% del PIB en 2015 a 6,2% en 2017**, incrementando de modo dramático la necesidad de divisas, dada la premisa de evitar una disrupción social de proporciones aún mayores.

El acuerdo con los fondos buitres a principios de 2016 abrió la puerta del endeudamiento público, fundamental para garantizar la consistencia externa y social del esquema en su conjunto. El ingreso neto de divisas del sector público pasó de -0,6% del PIB a 2015 a 4,2% en 2017. Es decir, **la deuda pública financió la profundización del desequilibrio externo y hasta dio espacio para incrementar el stock de reservas internacionales del BCRA, en un contexto de cierta tendencia (resistida por momentos por el gobierno) a la apreciación cambiaria.**

¹ Como era esperable, la dureza del ajuste monetario fue inefectivo para reducir por sí mismo la dinámica nominal. El único resultado cierto de la política de tasas de interés altas fue un crecimiento explosivo en los pasivos remunerados de la autoridad monetaria.

² El gobierno planteó dos objetivos en el frente fiscal: reducción del déficit y también de los impuestos (recaudación). Claramente, ambos objetivos no son alcanzables sino con una reducción pronunciada en el gasto público. Aun cuando el ajuste del gasto fue sensible, la caída en los ingresos públicos más que compensó este fenómeno dando lugar, junto con la mayor carga de intereses, a un incremento en el déficit financiero en los primeros años de gobierno.

Crucialmente, el esquema descansaba sobre un precario e inestable “equilibrio”, cuya sobrevivencia requería de un sostenido y abultado incremento en los pasivos externos del sector público. Analíticamente, es evidente que un esquema de este tipo no es sostenible. Sin embargo, **determinar ex ante de forma precisa el momento del colapso se revela problemático y probablemente infructuoso, en gran medida, porque dicha resolución depende de cómo reaccionen las políticas del gobierno a las innovaciones en el entorno.**

Así, cambios adversos (pero marginales) en el contexto internacional y una fuerte sequía impactaron negativamente sobre las expectativas de los agentes respecto del ingreso potencial de divisas de cara a 2018. Sobre este escenario, **desde fines de 2017, el gobierno comenzó a ejecutar una serie de maniobras y políticas erráticas, contradictorias e inconsistentes que minaron de forma definitiva la confianza del sector financiero en el esquema macroeconómico iniciado a fines de 2015.**

La corrida que comenzó a principios de marzo y se profundizó sobre fines de abril de este año dejó hasta el momento ventas de reservas por más de USD 10.500 millones, una suba de tasas de interés superior a 2.000 puntos básicos y una depreciación cambiaria de más de 30%, entre otras medidas. Cambiaron las autoridades del BCRA y de diversos ministerios. El Ejecutivo decidió volver al FMI.

Aun así, **el escenario macroeconómico todavía no termina de “reiniciar” ya que, al momento, la estabilidad financiera no está garantizada:** esta es una condición fundamental para evitar un deterioro aún mayor del sector externo y de la economía en su conjunto.

De este modo, no es sencillo todavía vislumbrar cuáles serán las coordenadas macroeconómicas de los próximos meses. Ciertamente, el acuerdo con el FMI deja como piso políticas de mayor ajuste fiscal, pasando a una etapa de mayor dureza en términos de contracción del gasto público. Si bien las metas de inflación fueron relajadas (ver próxima sección), la aceleración de la inflación provocada por la devaluación del tipo de cambio mantendrá el sesgo contractivo de la política monetaria por algún tiempo.

De este modo, pocos meses después de que el presidente Macri anunciara “que lo peor había quedado atrás”, la economía argentina ingresa en una nueva etapa recesiva. **Una rápida recuperación de la actividad, pasado**

el shock cambiario, no parece ser un escenario probable dada la profundidad del golpe, el contexto internacional y la incapacidad del gobierno para administrar la corrida.

Hay un aspecto que hace que esta situación sea particularmente problemática. En diversas oportunidades hemos destacado que el modelo económico de Cambiemos, que tiene entre sus pilares la apertura externa y la desregulación financiera, conlleva un patrón de crecimiento sustentado en el escaso dinamismo del mercado de trabajo y/o en la creación de empleo precario³. Como mostramos más adelante en este informe, un aspecto relevante que tuvo lugar durante los primeros meses de 2018 (es decir, antes de las fuertes presiones sobre el dólar) es que **el crecimiento de la actividad no tuvo como correlato una reducción del desempleo lo cual implica que, consumada la crisis cambiaria, las perspectivas para el mercado de trabajo distan de ser alentadoras.**

De este modo, las condiciones de vida de los asalariados enfrentan un escenario muy complejo para los próximos meses. Las salvaguardas que deja el acuerdo con el FMI son escasas, y seguramente insuficientes, confirmando entonces una profundización en el sesgo regresivo del modelo económico del gobierno.

METAS DE INFLACIÓN 3° GENERACIÓN

Como comentábamos en nuestro Informe de Coyuntura de [Mayo](#), **la inestabilidad cambiaria hizo que el cumplimiento de las metas de inflación pase a ser un objetivo de segundo orden en el programa económico del gobierno.**

Las primeras estadísticas oficiales dadas a conocer luego de la corrida dan cuenta de una **aceleración tanto de la inflación observada como de las expectativas para lo que resta del año.** En efecto, desde febrero el IPC Nacional crece a una velocidad superior al 2% mensual, acumulando para mayo de 2018 un incremento del 11,9%. El último Relevamiento de

³ Como es usual, el diagnóstico que viene a explicar la debilidad del mercado de trabajo tiene que ver con los elevados costos laborales que enfrentan los empresarios, de modo tal que la solución a los problemas de empleo siempre tiene alguna referencia a la contención salarial.

Expectativas del Mercado del BCRA (REM) pronostica un aumento en el nivel general de precios de 27,1% para 2018, mientras que el indicador publicado por el Centro de Investigación en Finanzas (CIF) de la Escuela de Negocios de la Universidad Torcuato Di Tella arroja un incremento esperado de 30% para los próximos doce meses.

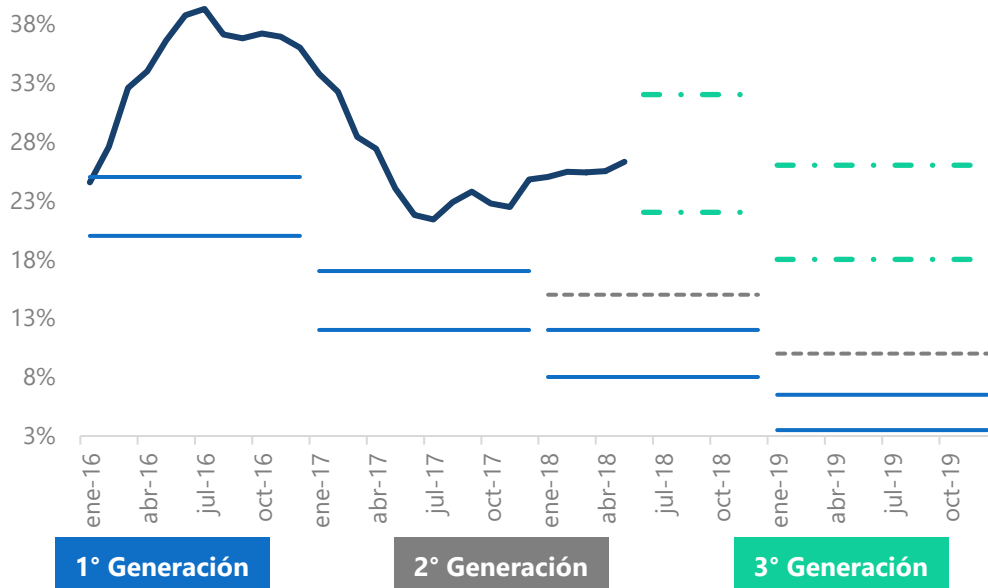
La necesidad de evitar que se sostenga en el tiempo la corrida cambiaria pasó a ser el objetivo número uno del gobierno. Las dificultades que han mostrado las autoridades para estabilizar la cotización del dólar, incluso después de una corrección importante en el tipo de cambio real (ver [acá](#)), llevaron a la renuncia de Federico Sturzenegger como presidente del BCRA y al desembarco de una pieza clave del equipo económico del gobierno, el ex Ministro de Finanzas Luis Caputo.

La batería de medidas puesta en funcionamiento por el flamante presidente del banco central (ver [acá](#)), entre las cuáles se destaca un novedoso mecanismo de subasta de divisas a precio múltiple, junto con el arribo de los USD 15.000 millones que conforman la primera etapa de desembolsos del acuerdo con el FMI, son la última valla de contención del gobierno en el camino hacia un mayor deterioro de las condiciones cambiarias. **Sin la estabilización del tipo de cambio, no hay política antinflacionaria seria que el gobierno pueda proponer.**

Es en este contexto que el [Memorándum](#) firmado con el FMI establece nuevos valores para las metas de inflación, que se ubican en 27% para 2018, 17% para 2019, 13% para 2020 y 9% a partir de 2021, con bandas de tolerancia que duplican en tamaño a las establecidas por el gobierno con anterioridad. **Este nuevo cambio de objetivos dio nacimiento a la tercera generación de metas de inflación en menos de dos años, desde su presentación oficial en septiembre de 2016.**

Bajar la inflación es cada vez menos prioritario

Variación % anual



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

Si bien es esperable que la política monetaria no abandone rápidamente su sesgo contractivo, en vista de la persistencia de la inestabilidad cambiaria y su consecuente impacto inflacionario, las metas menos exigentes pactadas con el FMI dan lugar a suponer que **el objetivo de mediano plazo es evitar una apreciación cambiaria fogueada por capitales de corto plazo como la observada en los primeros años de Cambiemos**⁴.

A cambio de esta menor dureza en la política monetaria, **el ajuste fiscal es el que jugará de ahora en más un rol más importante en el disciplinamiento de la demanda y, por lo tanto, de los precios** (ver sección Fiscal).

Es en este contexto que **el esquema de Metas de Inflación (MI) fue herido de muerte como marco general para la ejecución de la política monetaria**.

⁴ En el [documento](#) en el que se anunció la reclasificación de Argentina como mercado emergente, el MSCI anunció que cualquier intento del país de reponer controles de cambio hará que Argentina pierda su flamante categoría, lo cual implica menor margen de maniobra para administrar los flujos de capitales a través de herramientas regulatorias.

El fracaso de las MI deja al desnudo el pobre diagnóstico de las autoridades respecto del proceso inflacionario al asumir a fines de 2015. En efecto, se esperaba que la devaluación y los aumentos de tarifas tuvieran efectos marginales y transitorios en la dinámica de precios. Además, la “credibilidad” del BCRA ayudaría a anclar la tasa de inflación, eliminando rápidamente el traslado a precios del tipo de cambio y permitiendo que el tipo de cambio real funcione como un amortiguador de los shocks externos. **Nada de eso funcionó en la práctica.**

Es así que no solo ocurrió que la libre flotación del tipo de cambio quedó virtualmente suspendida hasta tanto se disipen las tensiones que afectan al mercado de cambios⁵, sino que además **la premisa básica del esquema de MI, es decir, la utilización de la tasa de interés de referencia del banco central como única herramienta, también hay sido dejada de lado.**

En efecto, como se desprende del mismo documento firmado con el FMI, el programa del fondo incluye una meta cuantitativa para el stock de LEBAC. El BCRA deberá reabsorber el equivalente a USD 25.000 millones de estas letras hasta mayo de 2021, por medio de un procedimiento que consiste en dejar vencer buena parte de las LEBAC, captar la liquidez resultante por medio de la colocación de deuda de mercado del Tesoro, y utilizar estos fondos para cancelar anticipadamente las Letras Intransferibles en poder del BCRA. **Esta operación solo será neutra en términos monetarios si se supone que las LEBAC y las nuevas letras emitidas por el Tesoro son activos financieros sustitutos perfectos.**

Como mostramos [acá](#), este es un supuesto alejado de la realidad, lo que implica que en la práctica el BCRA perderá discrecionalidad en el manejo de la tasa de interés, alejándose definitivamente de los preceptos del esquema de MI. En este sentido, **lo que deja en evidencia el programa del FMI es que la implementación de las MI en Argentina ha fracasado prematuramente. En su lugar, queda un esquema ecléctico cuya eficacia para administrar la política monetaria y cambiaria debe todavía ponerse a prueba.**

⁵ Si bien en las últimas semanas la modalidad de intervención se ha ido modificando (pasando de la intervención directa a las licitaciones de divisas), en la medida en que se mantenga la actuación en el mercado de cambios del BCRA o del Tesoro será imposible hablar de libre flotación del tipo de cambio, más allá de la retórica oficial.

LA MISMA VIEJA HISTORIA: EL FMI Y EL AJUSTE FISCAL “EXPANSIVO”

El reciente acuerdo entre el gobierno nacional y el FMI muestra la hoja de ruta de un programa de ajuste clásico. Sin ninguna diferencia relevante respecto de los tradicionales planes de “estabilización” del organismo, se parte de un error de diagnóstico que pone al desequilibrio fiscal como la causa primigenia de la actual crisis económica.

Las inconsistencias del ajuste fiscal

El programa de ajuste del FMI implica acelerar el plan que el gobierno venía instrumentando para reducir el déficit fiscal. Con el objetivo de alcanzar el equilibrio primario en 2020, el gobierno espera lograr un déficit fiscal de -2,7% del PIB para este año y enviar al Congreso Nacional un presupuesto que implique un déficit de -1,3% para 2019.

El ajuste afectará a la mayor parte del gasto, con el foco puesto en los subsidios, la obra pública y el empleo público. Sin embargo, se mantendrán aquellas partidas que estén destinadas a cubrir a las poblaciones de menores ingresos.

El plan del FMI propone reducir el Estado a su mínima expresión, conservando una exigua partida que busca atenuar los efectos del ajuste sobre algunos grupos vulnerables. En este caso, el organismo, junto con el gobierno, plantea *“sostener el gasto en asistencia social y, en el improbable caso de que la situación social se deteriore, [...] destinar recursos adicionales al financiamiento de nuestros programas de asistencia social más efectivos”*⁶.

Resulta sintomático que el memorándum refiera a la noción asistencialista y no haga mención alguna al enfoque de derechos al referirse a las políticas de ingresos. Además, estas políticas de “asistencia” dejan explícitamente afuera al conjunto de jubilados y jubiladas, dejando en claro por donde viene la lógica del ajuste.

⁶ La propuesta en caso de que la situación social empeore consta de una “salvaguarda” que habilita a ejecutar gastos adicionales de \$13.500 millones -equivalente al 0,2% del PBI-, un monto que resulta a todas luces insignificante.

Ahora bien, el punto central del programa del FMI y el gobierno es su inconsistencia. Un plan económico con total desregulación del mercado de cambios, donde el creciente déficit externo solo puede resolverse con nuevas devaluaciones y rebotes inflacionarios, resulta contradictorio con el programa de metas fiscales.

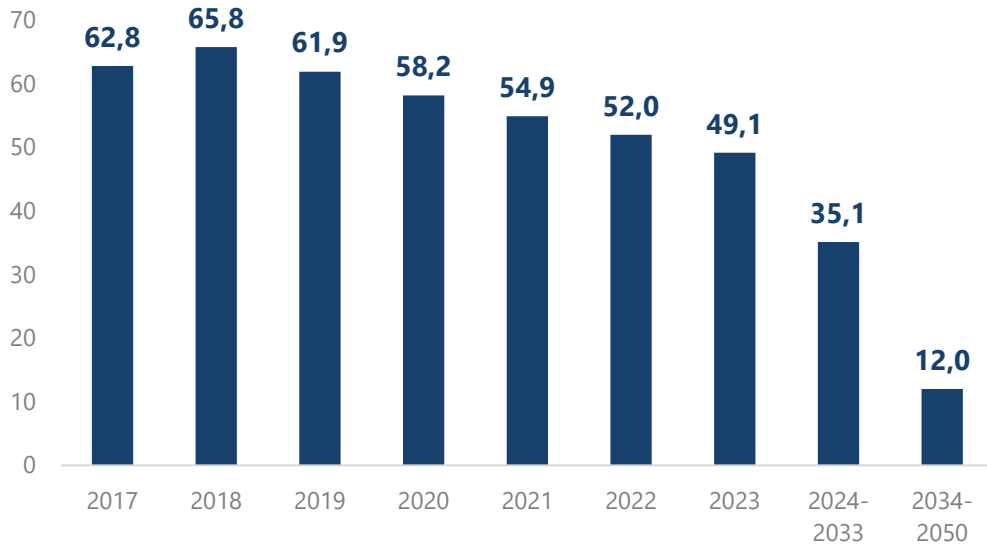
En este sentido, y luego de las recientes devaluaciones, vale preguntarse ¿Cuánto mayor debe ser el ajuste en subsidios sobre tarifas casi dolarizadas si el objetivo a su vez es incrementar el porcentaje de la tarifa que afrontan los consumidores? ¿Cuánto mayor será la necesidad de recursos para destinar a los intereses de la deuda nominada en moneda extranjera? ¿Hasta qué punto es posible licuar el gasto público a partir del rebote inflacionario? ¿Qué hará el gobierno si los efectos de la recesión sobre el desempleo y la informalidad llevan a más niños y niñas a transitar de las asignaciones familiares formales a la AUH?

Todas estas preguntas llevan a pensar que el propio ajuste fiscal y el programa macroeconómico acordado entre el FMI y el gobierno nacional pueden conducir a un empeoramiento del déficit fiscal. En un escenario en el que también se apunta a reducir impuestos, será necesario contar con mayores recursos extraordinarios. El Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES (FGS) parece ser, paradójicamente, el instrumento que financiará el programa de ajuste.

De hecho, en el propio memorándum se afirma que se va a utilizar el FGS para el pago de la Reparación Histórica. En este punto es importante resaltar las proyecciones que ANSES [publicó](#) en abril de 2017, donde queda claro que los compromisos derivados de la Reparación Histórica implican la liquidación casi completa del FGS para el 2050.

Una crisis previsional autoinfligida: La Reparación Histórica implica liquidar casi todo el FGS

Fondos acumulados en el FGS en miles de millones de dólares



Fuente: Informe del Fondo de Garantía de Sustentabilidad – Consejo del FGS Abril 2017

Reordenando las cuentas públicas, de nuevo...

Resulta difícil identificar cuál es el punto de partida y la real magnitud del ajuste propuesto por el FMI dado que el programa también contempla qué partidas deben considerarse dentro del gasto y de los ingresos públicos. Un primer análisis lleva a pensar que el resultado de estos cambios contables puede derivar en un mayor rojo fiscal, lo que haría más profundo el plan de ajuste.

El punto más relevante de los cambios metodológicos que impone el FMI refiere a la contabilización de los fondos del FGS como ingresos corrientes. El organismo sostiene que fue incorrecto no contabilizar ese ingreso extraordinario por lo que “el monto se dividirá por la expectativa de vida promedio de los contribuyentes a esos esquemas en 2018, es decir, 20 años. El límite en el importe a reconocer como ingresos será de 0,4% del PIB por año.”

No está claro si ese prorrateo se realizará desde 2008 (lo que implica corregir al alza las estadísticas de resultado fiscal) o será efectivo a partir de 2018. En cualquier caso, este cambio de criterio facilitará una eventual liquidación del FGS, que pasará a formar parte de los “ingresos corrientes”

del sector público. A su vez, este cambio también acercaría el funcionamiento del FGS con la propuesta de reforma previsional que el FMI planteó a fines de 2017 hacia un esquema de cuentas nacionales⁷.

En segundo lugar, como advertimos en el [informe pasado](#), el FMI iba a restringir la estrategia del gobierno de impulsar la obra pública con los proyectos de Participación Público-Privada (PPP). En documentos publicados por el organismo se define que estos proyectos constituyen gasto y deuda pública encubierta. De ahí que el FMI exige al gobierno nacional que sean incorporados dentro del gasto público. Por lo tanto, **la estrategia oficial de impulsar la obra pública con proyectos PPP se verá seriamente limitada por el programa de FMI.**

Por otro lado, **el organismo exige incorporar dentro de las partidas de gasto público los adelantos a proveedores y contratistas que históricamente se informan por fuera del presupuesto.** Estos conceptos, vinculados a las inversiones prioritarias en infraestructura implicarán un incremento en el déficit fiscal de base, ampliando la magnitud del ajuste fiscal que el FMI solicita.

Por último, un dato que ha pasado inadvertido del memorándum es la posición del FMI respecto de la contabilización de las utilidades del BCRA. Este supo ser uno de los puntos más criticados al kirchnerismo, generando un consenso entre la ortodoxia acerca de que estas utilidades no debían considerarse un ingreso genuino. De hecho, en el primer cambio metodológico llevado a cabo por la gestión Cambiemos, las utilidades fueron excluidas del balance fiscal primario.

En aquel momento advertimos en diversas [notas](#) que era incorrecto ese cambio, dado que hasta el propio FMI definía en sus manuales de contabilidad pública que las utilidades de bancos centrales debían considerarse como ingresos genuinos. Al excluirlas del resultado fiscal, el gobierno de Cambiemos buscaba incrementar artificialmente el “déficit heredado”, para exacerbar la necesidad de un ajuste fiscal. Sin embargo, en el memorándum publicado recientemente el FMI afirma que *“las transferencias de utilidades del Banco Central serán consideradas como ingresos a los efectos del programa”*.

⁷ En el [informe](#) del mes pasado describimos este tipo de sistema previsional y advertimos sobre la similitud que guarda con los sistemas privados de capitalización individual.

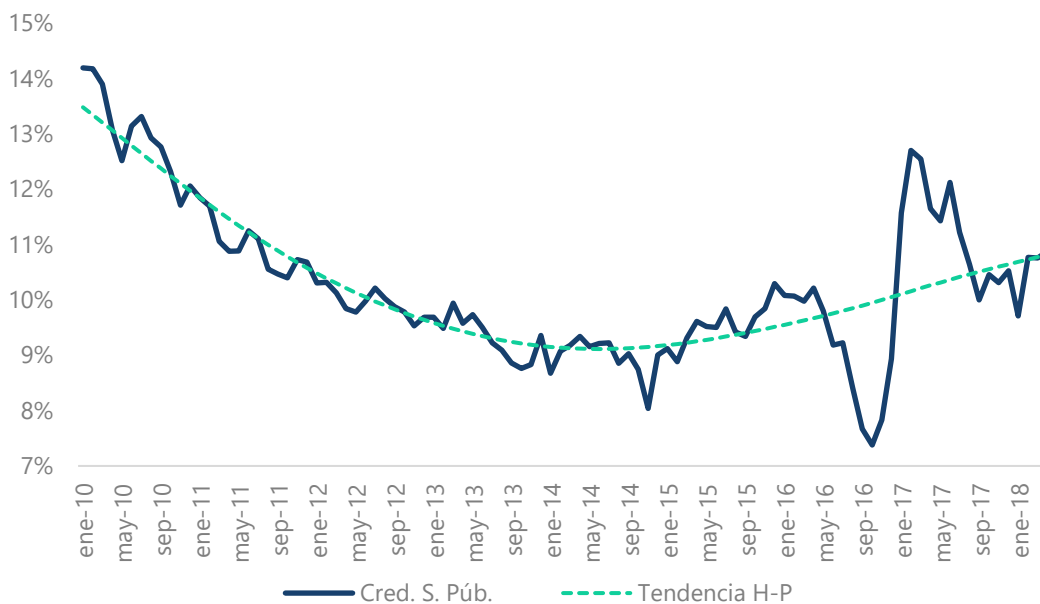
¿Nuevas consideraciones sobre la estabilidad financiera?

Como mostramos [acá](#), desde fines del año pasado el gobierno ya había decidido migrar hacia un esquema del financiamiento del déficit con menor predominio de las colocaciones externas. La corrida cambiaria ha acelerado el viraje en la política financiera del gobierno. En tanto piezas centrales del sistema financiero argentino, los bancos se volvieron el nuevo blanco de la estrategia de financiamiento del Tesoro.

En efecto, dentro de la batería de medidas anunciadas por el flamante presidente del BCRA para combatir las tensiones cambiarias (ver [acá](#)), hay varias iniciativas que tienen el rol dual de intentar estabilizar el mercado de cambios y facilitar la colocación de deuda pública a los bancos locales.

Crece la exposición al sector público de los bancos

En % del activo total⁸



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

La posibilidad de integrar el incremento anunciado del 5% en el encaje bancario con bonos del Tesoro en pesos o de superar el nuevo máximo establecido para los activos netos en moneda extranjera en un 25% del patrimonio de los bancos en la medida en que este se integre con letras

⁸ Incluye posición en títulos públicos (sin LEBAC ni NOBAC), préstamos al sector público, compensación a recibir, títulos de deuda y certificados de participación en fideicomisos financieros (con título público de subyacente) y créditos diversos al sector público.

del Tesoro en dólares son prueba de ello. **Estas medidas tendrán como resultado un aumento de la exposición del sistema financiero al sector público, que ya había comenzado a incrementarse en los últimos años.**

Si bien el peso del crédito público en el balance de los bancos todavía se ubica en niveles reducidos en términos históricos (la crisis de la convertibilidad dejó una participación del orden del 50% del sector público en el activo de los bancos), también es cierto que **las modificaciones en el esquema financiero impuestas por el FMI son susceptibles de incrementar el riesgo de financiamiento al sector público, lo que abre nuevas consideraciones sobre la estabilidad financiera.**

En efecto, como mostramos [acá](#), si bien existe una controversia respecto del peso que el financiamiento con emisión monetaria debe tener en el programa financiero del gobierno, **el requisito de eliminar completamente de la Carta Orgánica la posibilidad de que el banco central pueda financiar al fisco implica que este último pierde su capacidad de actuar como prestamista de última instancia, lo cual equivale a incrementar el riesgo de *default* de la deuda.**

Esta situación puede jugar un rol no menor en las expectativas que se formen respecto de la sostenibilidad de la deuda pública: si, en algún momento del tiempo, el cumplimiento del programa de ajuste se vuelve no creíble por sus consecuencias macro, entonces **el cierre de los mercados y la ausencia de un prestamista de última instancia pueden precipitar una nueva crisis de deuda en Argentina.**

LO QUE EL VIENTO SE VA A LLEVAR

El INDEC informó un crecimiento de la economía para el primer trimestre de 2018 de 3,6% anual, y un 1,1% respecto al último trimestre de 2017. El primer trimestre del año pasado había sido el primero de expansión post-recesión, aunque fue una suba moderada (0,6%).

Los datos del mercado de trabajo también mostraron un primer trimestre aceptable sin demasiada euforia. La tasa de desempleo no varió, pese al crecimiento económico. Mientras que se observó un

aumento importante en la cantidad de ocupados, también se registró un incremento en la tasa de actividad. Este crecimiento tiene que ver en mayor medida con el incremento de la participación femenina, dado que la tasa de actividad de mujeres pasó desde 46,1% en el I.17 hasta 48,5% en el I.18. A su vez, se observó un aumento de la participación de los cónyuges e hijos/as dentro de los desempleados. Como venimos advirtiendo, esto no es una buena noticia: dado que desde 2015 se acumula una caída real de los ingresos, muchas familias se ven forzadas a sumar integrantes al mercado de trabajo y a realizar cualquier tarea para poder alcanzar un dinero extra.

Otro dato que se desprende de la publicación del INDEC es que **el 44% de los empleos creados en el último año fue precario (asalariados no registrados o no asalariados)**. Sin embargo, este ratio mejoró respecto de lo observado en el IV.17, cuando la relación había sido 7 empleos precarios de cada 10. Los datos del Ministerio de Trabajo mostraron una suba anual de 1,3% en la cantidad de asalariados registrados en el sector privado y un crecimiento trimestral de +0,2% (sin estacionalidad), datos similares a los observados en el cuarto trimestre de 2017.

Por otro lado, **los datos del mercado de trabajo también muestran que la proporción de desempleados que buscan trabajo hace más de un año ganó participación entre los desocupados (pasando del 32% al 40% del total)**. Esto implica por un lado, que una franja importante de la población aún no consigue acceder con facilidad al mismo y, además, que la generación de empleo absorbió a trabajadores que había expulsado en un lapso inferior a un año.

Todos estos datos de actividad y empleo, con sus luces y sombras, corresponden a una foto que pronto será vieja. El EMAE del INDEC arrojó en abril una caída de -0,9% anual (-2,7% respecto de marzo), lo cual se explica prácticamente en su totalidad por la mala cosecha, ya que la caída anual del agro alcanzó un total de -30,8%. De los restantes 14 sectores, 12 todavía crecen en términos anuales. De acuerdo con nuestro Indicador Mensual de Actividad (IMA) de abril, la actividad creció un 5,3% interanual⁹. Sin embargo, todo este crecimiento corresponde a lo acumulado en el

⁹ La diferencia entre ambos indicadores se explica por el hecho de que el IMA capta el desempeño del agro de manera indirecta, a través de la medición de la evolución de las exportaciones totales en cantidades, cuya caída en abril no fue tan abrupta.

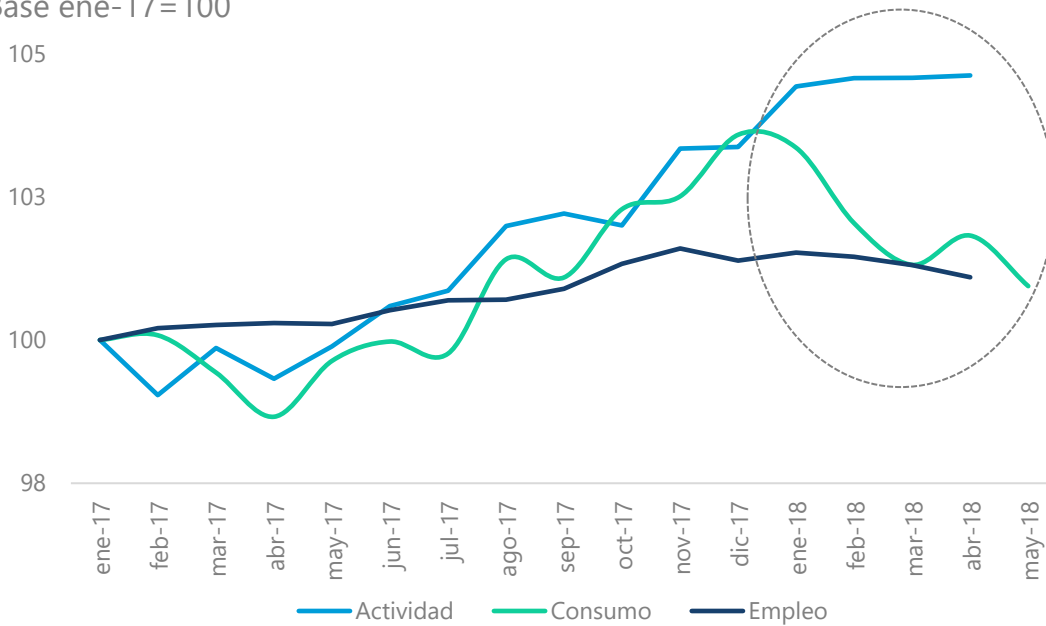
segundo semestre de 2017 y enero 2018, para luego mostrar en los últimos tres meses un nulo crecimiento mensual (sin estacionalidad).

Lo mismo se observa con la inversión. Según nuestro Indicador Mensual de Inversión (IMI) el gasto de capital sigue mostrando aumentos con respecto al año anterior (9,2% en abril), aunque se mantiene estancado desde fines de 2017. En particular, en el cuarto mes de 2018, el IMI mostró una caída de -3,9% mensual (sin estacionalidad).

En mayo, el consumo medido por nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) se expandió un 1,2% anual, el menor crecimiento en diez meses. El salto del tipo de cambio afectó la compra de bienes durables, lo que se reflejó en una merma de las ventas de autos nacionales (-7,0% anual). Por su parte, las ventas minoristas profundizaron su baja y cayeron -4,8% anual, en línea con la aceleración de la inflación y los menores ingresos reales.

La actividad y el empleo en su punto de inflexión

Base ene-17=100



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a indicadores propios y Ministerio de Trabajo

Por su parte, **la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) del Ministerio de Trabajo, que releva empresas formales de 10 trabajadores o más, muestra que el empleo viene cayendo ligeramente desde febrero.** En abril, esta caída fue algo mayor, ya que el índice de empleo cayó -0,2% mensual. En términos anuales, el empleo creció solo 0,8%.

A partir de mayo, algunas comparaciones empiezan a ser contra una economía que se encontraba en plena recuperación. El escaso dinamismo de los últimos tres meses, con tasas de expansión mensuales bajas o nulas, permitían prever un escenario de fuerte desaceleración del crecimiento, para llegar a un cuarto trimestre con una actividad económica con muy bajo dinamismo.

Pero la fuerte devaluación ocurrida entre abril y junio, su traslado a precios y el nivel de incertidumbre que generó la propia respuesta de política económica a este escenario, hacen prever un 2018 mucho peor que lo esperado.

Aunque el importante arrastre que dejó 2017 garantizaba para este año un piso de crecimiento superior a un punto porcentual, el impacto de estos episodios llevará, en un escenario optimista, a una tasa de crecimiento insignificante. **La promesa de “dos años seguidos de crecimiento” no pasará, en el mejor de los escenarios, de ser un logro estadístico sin reflejo en las condiciones de vida de la población, que sufrirá por la recesión de los próximos trimestres.**