

INFORME ESPECIAL DE COYUNTURA

19° | Diciembre 2017



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 el presente informe hacemos un balance de los primeros dos años de la gestión de Cambiemos.

En primer lugar, se destaca la **imposibilidad del gobierno de mostrar logros relevantes en materia de reducción de la inflación**, a pesar haber sido el elemento central de su propuesta económica. Un mal diagnóstico en el inicio, junto con un esquema de política monetaria en etapa experimental y con escasos instrumentos, impidieron mostrar resultados satisfactorios en un frente en el cual, además, **el gobierno nacional anunció cambios de cara a los próximos años**.

En segundo lugar, y luego de varias idas y vueltas en torno al cálculo del déficit fiscal, **las autoridades decidieron emprender un cronograma de reducción del déficit primario**, empresa que tiene como contrapeso natural la premisa básica del gobierno: **que la presión fiscal es uno de los principales escollos para el crecimiento del lado de la oferta**. El ajuste del gasto, incluyendo la baja en subsidios, demostró ser insuficiente para financiar la reducción de impuestos, motivo por el cual el gobierno recurrió a un **duro recorte de la seguridad social como vía de escape**.

A pesar de esto último, **el gobierno no logró reducir, sino que aumentó el déficit financiero de la mano de un nivel de endeudamiento récord a nivel global**, que llevó a incrementar el peso del pago de los intereses de la deuda en el presupuesto. **Esta es, sin duda, una fuente de fragilidad para la economía argentina**.

A su vez, la economía argentina evidencia serias dificultades para crear empleo, además de mostrar indicios de ir avanzando hacia un entorno de mayor precarización laboral. En particular, **los puestos de trabajo que se crearon en estos últimos dos años son peor remunerados que los que se destruyeron, afectando la masa salarial e impactando negativamente en el consumo masivo y en las condiciones de vida de los sectores asalariados**.

En estos dos años, el gobierno pudo **administrar los problemas de liquidez en moneda extranjera de corto plazo que tenía la economía argentina**, aunque esto se logró a partir de una fuerte devaluación del tipo de cambio, la convalidación de la deuda exigida por los fondos buitres y la completa desarticulación de las regulaciones cambiarias, en el marco de un profundo y creciente desequilibrio externo.

El atraso cambiario es uno de los síntomas de este esquema macroeconómico. En efecto, las necesidades de financiamiento público son la principal fuente de divisas de la economía argentina luego de las exportaciones, de modo tal que la voluntad de los mercados de crédito globales de continuar expuestos al riesgo argentino es condición *sine qua non* para sostener un (pseudo) equilibrio en el mercado de cambios.

En este contexto, **el gobierno decidió emprender una serie de reformas de corte netamente “ofertista”**, a la espera de que la maduración de un entorno institucional de menor regulación favorezca el desarrollo de la inversión privada, dotando de consistencia en el tiempo a este modelo.

Sin embargo, al momento, la industria y los sectores empleo intensivos siguen golpeados, y no logran reponerse a pesar de la recuperación del PIB. **Así, la economía muestra un sendero de crecimiento moderado pero estable, que luce insuficiente para mejorar en forma sostenida las condiciones de vida de la población, al costo de acumular desequilibrios (fundamentalmente, en el sector externo) que amenazan con poner en riesgo el esquema macro.**

UNA NUEVA NOCHE FRÍA EN EL BARRIO

Desde el inicio de la gestión de Cambiemos, caracterizamos que **la apertura de la economía era el basamento central sobre el que pivotaría la dinámica macro en los primeros años del nuevo gobierno**¹. Señalamos también que, para el Ejecutivo, este camino debía ser socialmente “tolerable”, lo que demandaba “gradualismo fiscal” y reiniciar un acelerado proceso de endeudamiento.

Además, **el gobierno prometió una baja rápida de la inflación**, priorizando un esquema experimental de Metas de Inflación con un duro ajuste monetario dentro del combo.

Denominamos a esta estrategia como de “ajuste a dos velocidades” asumiendo que, transitado el golpe inicial que produjeron la apertura externa, la devaluación y el ajuste de tarifas, **el ingreso masivo de moneda extranjera mediante deuda pública permitiría estabilizar el sector externo y daría lugar a un proceso de recuperación en la actividad económica**.

Postulamos también que, aún en ese marco de recuperación, **la apertura externa, la apreciación cambiaria y la ausencia de una política productiva consistente impulsada desde el Estado nacional atentarían contra la cantidad y calidad del empleo**, afectando de modo adverso las condiciones de vida de amplios sectores de la población.²

Este ordenamiento macroeconómico lleva implícito una **reconfiguración regresiva de la matriz distributiva** que pareciera haberse empezado a acelerar luego del triunfo electoral del oficialismo en las elecciones pasadas.

Ahora bien, **en la concepción oficial este futuro empeoramiento en la distribución del ingreso no será un “falencia” o una “deuda pendiente”**, sino un requisito para el despliegue de su modelo de crecimiento: la reducción del peso del sector público (y de su rol distributivo) junto con una menor carga impositiva, a la par que se intenta reducir salarios y costos laborales es un objetivo deliberadamente buscado

¹ Por ejemplo, pueden consultarse las [Nota de Economía N°1](#), [N°6](#) y [N°15](#).

² Ver [Nota de Economía N° 13](#).

en la inteligencia que eso generará condiciones para un incremento de la oferta.

El balance de estos dos años que presentamos en este informe tiende a confirmar los principales postulados de este diagnóstico, al tiempo que desnuda futuras tensiones y desequilibrios que empiezan a acumularse de modo preocupante en los fundamentos del modelo.

Por un lado, **el gobierno presenta un programa de ajuste fiscal que apunta a ir reduciendo cerca de 1 p.p. de déficit por año hasta 2020.** En gran medida, los voceros oficiales esperan que el crecimiento proyectado del PIB haga la mayor parte del trabajo. En caso de frustrarse esta expectativa, sostener la meta fiscal implicará abandonar el “gradualismo”, en un contexto donde el ajuste de tarifas ya parece haber rendido todos los “frutos” que el gobierno podría esperar. Como sostuvimos en múltiples oportunidades, y los hechos de fines de 2017 confirman, **sostener el esquema fiscal en los próximos años implicará poner en el centro del debate el sistema de seguridad social y su achicamiento en el tiempo**³.

Por el otro, a pesar de sostener elevadas tasas de interés durante toda la gestión, **el esquema de Metas de Inflación está lejos de generar los resultados esperados por las autoridades y pone en crisis el conjunto de la política monetaria.** Al cambiar la meta, el gobierno agrega un elemento adicional de incertidumbre.

El esquema de Cambiemos depende de la permanencia en el tiempo del proceso de endeudamiento externo, fundamentalmente del sector público, situación que nunca está garantizada. En una economía abierta y desregulada, las perturbaciones externas (que no podemos descartar como un escenario factible en 2018) impactarán con fuerza y rapidez en la economía nacional, expresando la **elevada fragilidad del modelo macro.**

La acumulación de tensiones en el esquema de política empieza a presionar sobre las prioridades del gobierno. Al momento, y quizás como un resultado derivado del proceso electoral, se observa que **el Ejecutivo comienza a abandonar elementos fiscales que contribuían a hacer “tolerable” en términos sociales el modelo de ajuste, profundizando, de este modo, el conflicto social.**

³ Por ejemplo, puede verse las [Nota de Economía N°2](#), [N°8](#) y [N°16](#).

En conjunto, entendemos que **aún en “pleno funcionamiento” no debe esperarse de este modelo una mejora sostenida y sensible en las condiciones de vida de los sectores asalariados.** La mayor precarización del mercado de trabajo y el desmantelamiento del sistema de seguridad social son pruebas de ello. A futuro, esperamos que estos lineamientos tiendan a profundizarse, lo cual podría agravarse sensiblemente ante una situación de estrangulamiento en el sector externo.

APUNTANDO A UN BLANCO MÓVIL

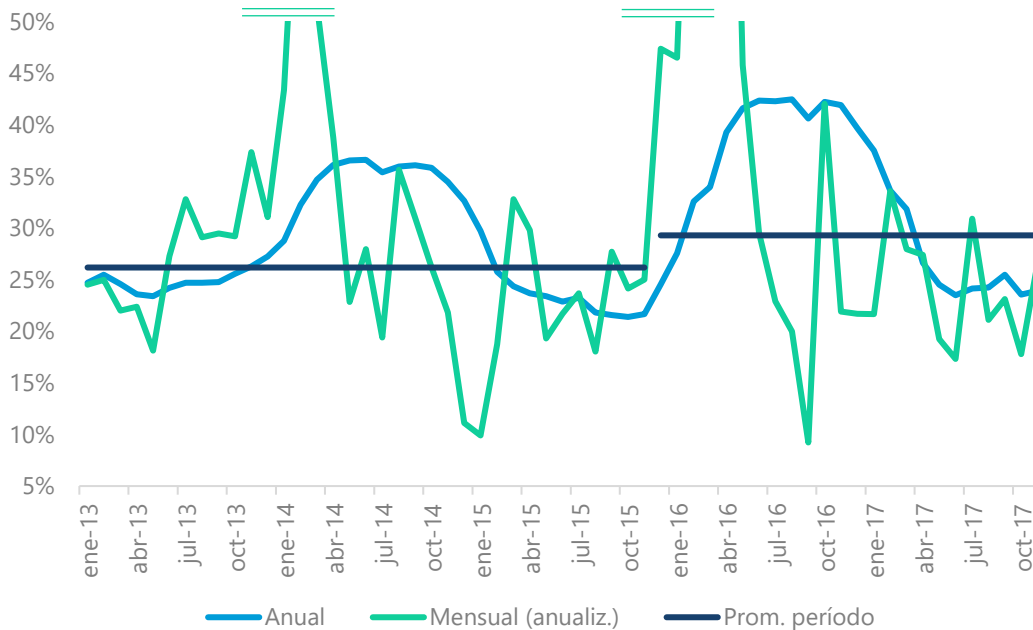
Durante el proceso electoral de 2015, para el discurso económico de Cambiemos bajar la inflación a un dígito era lo más fácil de alcanzar. **Transcurridos dos años de mandato, esa promesa es una de las principales deudas pendientes del gobierno, ya que al momento no ha logrado reducir la inflación por debajo de los niveles observados en 2015.** La premisa de las propias autoridades es que una inflación baja es el mejor estímulo a la actividad, de modo tal que la imposibilidad de reducirla estaría representando, según el propio gobierno, uno de los principales escollos para alcanzar un sendero de crecimiento robusto.

Mucho se ha discutido sobre los factores que explican esta dinámica. **En nuestra visión, los errores de diagnóstico, la aplicación de un esquema de política experimental y la falta de instrumentos acordes explican estos resultados.**

En primer lugar, **el gobierno cometió dos errores de diagnóstico en su inicio.** Por un lado, postuló que los precios vigentes a fines de 2015 ya incorporaban la futura devaluación del peso que instrumentaría Cambiemos. De este modo, **se esperaba un “pase a precios” bajo (o nulo) lo que demostró muy rápidamente ser una hipótesis incorrecta.**

La inflación que no baja

En porcentaje



Fuente: elaboración propia en base a Instituto de Trabajo y Economía

Por otro lado, el gobierno sostuvo la decisión de llevar los precios de los servicios regulados a niveles internacionales (especialmente, las tarifas de servicios públicos y transporte) **bajo el precepto de que tal ajuste de precios relativos tendría escaso efecto inflacionario**⁴, posición que también probó rápidamente ser incorrecta.

Sobre esta trayectoria, se montó un esquema de política “experimental” para la economía argentina. En septiembre de 2016 se anunció formalmente el ingreso a un régimen de Metas de Inflación (MI), para el cual las autoridades del BCRA mantuvieron el sendero de desinflación propuesto por Hacienda en enero de 2016, cuando todavía no se habían hecho visibles plenamente los efectos inflacionarios de la devaluación de diciembre de 2015 y de los ajustes de precios regulados de la primera mitad de 2016. Así, **la inflación se ubicó en torno al 40% durante 2016, muy lejos del 20–25% proyectado por Hacienda**, lo cual hizo que las metas para el período 2017–2019 quedarán “atrasadas”⁵.

El incumplimiento prematuro de las metas de inflación en 2017 (registrado en septiembre) se debió en gran medida al efecto que la inercia juega en el proceso de formación de precios, tal como hemos documentado [acá](#) y

⁴ Por ejemplo, esta visión fue expresada por el Presidente del BCRA [acá](#).

⁵ Para mayor detalle ver nuestra [Nota de Economía N°10](#).

[acá](#). **No cabe duda de que las expectativas empezaron a jugar un rol más aceitado en el manejo de la dinámica inflacionaria con el cambio de gobierno**⁶. Sin embargo, todavía no muestran una potencia suficiente como ancla nominal, lo cual queda en evidencia cuando se observa la gradual divergencia que, a lo largo de este año, han mostrado las expectativas del mercado respecto de la meta del BCRA⁷.

En este sentido, más allá de los problemas “de origen” del régimen de MI, **la falencia que muestra hasta ahora la meta de inflación del BCRA para coordinar precios tiene que ver con las dudas que genera la eficacia del único instrumento utilizado para señalar el sesgo de la política monetaria: la tasa de interés.**

Estas dudas están vinculadas con el hecho de que **el BCRA todavía no ha demostrado que la tasa de interés tenga la capacidad de desinflar la economía**. Que esto suceda es clave para que la autoridad monetaria pueda construir credibilidad, y que la meta de inflación pueda jugar un rol más importante como ancla nominal.

Para sumar confusión al esquema de política, y afectar de modo crítico el “canal de expectativas”, recientemente el Poder Ejecutivo anunció un cambio en las metas de inflación, incrementando el valor objetivo para 2018 desde 8 – 12% a 15% anual para el mes de diciembre y eliminando el sistema de bandas que se postuló hace un año cuando se lanzaron las metas.

Vinculado con lo anterior, vale la pena hacer algún comentario sobre el **rol que está jugando el tipo de cambio en esta nueva etapa para la política monetaria**. Como lo exigen los manuales de MI, las actuales autoridades del BCRA permiten una mayor flexibilidad del tipo de cambio. A pesar de esto, las intervenciones selectivas estuvieron a la [orden del día](#), tanto para poner un piso como un techo al tipo de cambio.

⁶ Prueba de esto es la proliferación de cláusulas gatillo durante la última ronda de acuerdos salariales, que tomaban como referencia la meta de inflación del BCRA para 2017.

⁷ Ver por ejemplo [acá](#).

¿El BCRA administra el tipo de cambio real?



Fuente: BCRA

En los hechos, esta política demostró algún tipo de **preocupación por parte de las autoridades respecto de la evolución del tipo de cambio real**. La volatilidad al alza fue atacada por temor al traslado a precios de la devaluación (a pesar de la retórica de la "muerte del *pass through*"), pero también ha ocurrido algo similar cuando el tipo de cambio real mostró una tendencia sostenida a apreciarse.

Si bien en el discurso del gobierno la apreciación del tipo de cambio real es problemática desde el punto de vista de los costos laborales, quizás uno de los aspectos más riesgosos del fenómeno tenga que ver con las condiciones de fragilidad financiera que genera, sobre todo en un contexto como el actual, con **nulas regulaciones en materia cambiaria**.

Lo expuesto hasta aquí indica que el gobierno ha abandonado la pretensión de un sendero de desinflación más rápido que el observado en otras experiencias⁸, lo cual llevó a diferir la meta de una inflación de un dígito para 2020. Pero al hacerlo, sugirió también que el ciclo de apreciación podría verse interrumpido, poniendo aún más presión sobre la inflación, y llevando a una situación de mayor tensión al propio régimen de MI.

⁸ Ver nuevamente nuestra [Nota de Economía N°10](#).

MENOS GASTO, MENOS RECURSOS, ¿MÁS DÉFICIT FISCAL?

Las transformaciones que el gobierno de Cambiemos viene realizando en el plano fiscal apuntan a un solo objetivo: la reducción del déficit. Sin embargo, resulta peculiar la estrategia utilizada, que busca también la retracción del Estado en la economía, dando a entender que solo de esa manera se puede enviar señales al mercado para atraer inversiones y emprender un sendero de crecimiento sostenible (ver [acá](#)).

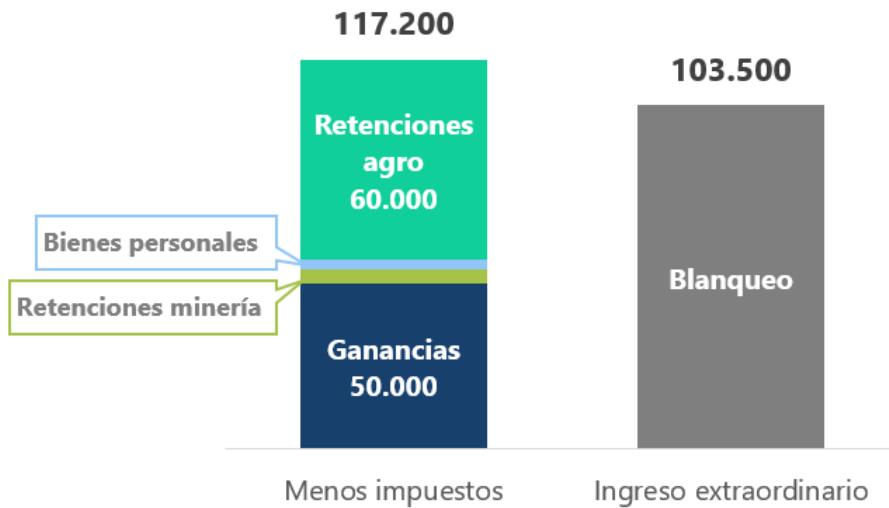
Es por ello que el gobierno no se limitó a reducir el gasto público para mejorar el resultado fiscal. Tomando nota de los reclamos de su base de sustentación por la presión fiscal que sufre el sector privado, muchas de las medidas llevadas a cabo se concentraron en la reducción de impuestos.

Solo por mencionar algunos ejemplos, la quita de retenciones a la minería, a la soja y sus derivados, y la reducción de la carga tributaria de impuestos directos (ganancias sobre personas físicas y, en menor medida, bienes personales), redundaron en una **notable pérdida de ingresos tributarios que solo para 2016 alcanzó los \$117.200 millones.**

En este punto debemos destacar que los ingresos (por única vez) del histórico blanqueo en 2016 fueron de \$103.500 millones. Por lo tanto, este último ingreso extraordinario ni siquiera llegó a compensar la pérdida de recaudación generada por los cambios tributarios. **Por donde se lo mire, el blanqueo, que batió récords respecto a experiencias previas, se quedó corto para empatar las transformaciones que Cambiemos produjo en el balance fiscal, sea por menores impuestos o por mayores gastos** (vinculados a los flujos futuros de erogaciones de la Reparación Histórica).

En 2016 el blanqueo no llegó a cubrir la pérdida de recaudación por la rebaja de impuestos

En millones de pesos



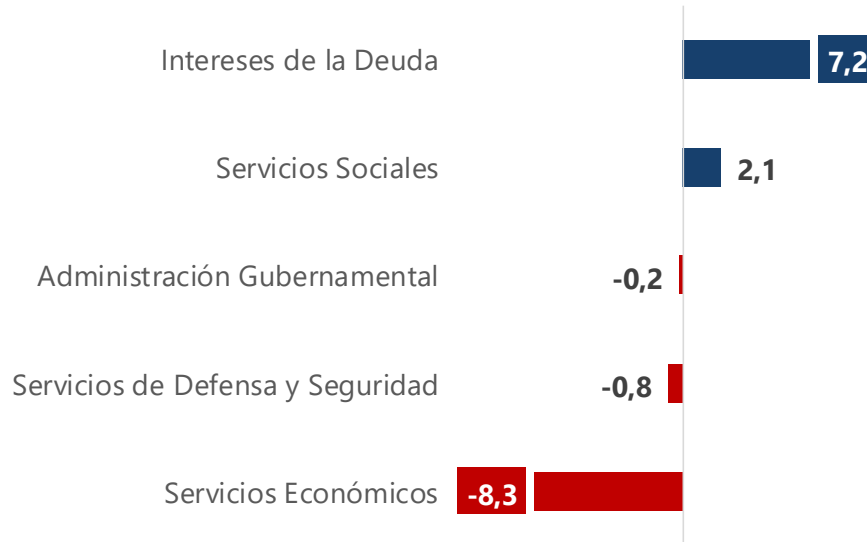
Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

Si miramos el gasto público, **la política del gobierno nacional en estos primeros dos años se vio marcada por la notable reducción del gasto en subsidios económicos y el creciente incremento de los intereses de la deuda pública.**

El resultado de este proceso queda oculto en las estadísticas fiscales ya que ellas suelen concentrarse sobre el gasto y el resultado primario, que no toma en cuenta los intereses de la deuda. Sin embargo, si analizamos el cambio de composición entre finalidades de gasto (principales agregados de política pública), **se advierte que cerca del 90% del "ahorro" por el recorte de subsidios terminó yendo a pagar los intereses de la deuda pública.**

Entre 2016 y 2017 el 87% del ahorro en subsidios se terminó usando para el pago de intereses de deuda

Cambio de participación en puntos porcentuales (acumulado 12 meses) entre Nov-15 y Nov-17



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

Si bien el gobierno intenta sostener que el resultado de todas estas políticas ha sido una significativa reducción del déficit fiscal, lo que se ve en estos primeros años es un desequilibrio igual o incluso peor que el registrado en 2015.

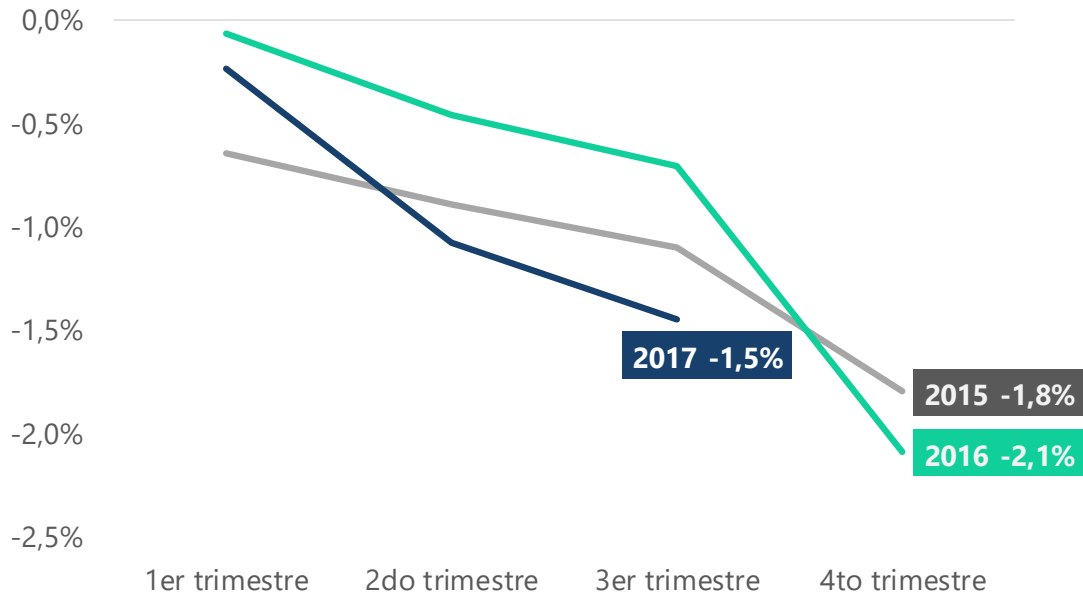
Como hemos mencionado en reiteradas oportunidades⁹, los diversos cambios metodológicos implementados en 2016 y 2017 hacen incomparable la serie de déficit primario que actualmente informa el Ministerio de Hacienda con la publicada hasta 2015. No obstante, es posible reconstruir la serie anterior con información complementaria publicada por el propio ministerio.

Lo que se observa en estos últimos años es un desempeño fiscal que, lejos de haber generado una notable reducción del déficit, ha producido un agravamiento, el cual pudo haber sido aún mayor de no ser por el blanqueo de fines de 2016. **Por el momento (hasta el tercer trimestre), el resultado primario de 2017 no muestra una reversión de esta dinámica.**

⁹ Para un análisis detallado de este punto, véase [aquí](#).

Lejos de disminuir, el déficit fiscal aumentó principalmente por la reducción de impuestos

Metodología 2015. Acumulado en cada año como % del PIB



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

La lógica de reducción de impuestos y gastos por ahora se ha mostrado ineficiente para equilibrar las cuentas públicas, a la vez que implicó un **preocupante desfinanciamiento de la Seguridad Social**.

Es en este contexto que el gobierno logró avanzar con los primeros pasos para la reforma previsional. El gobierno interpretó que el triunfo en las legislativas le otorgó la necesaria cuota de poder para emprender decididamente su verdadero programa de reformas.

La puja por la movilidad jubilatoria es quizá el mejor ejemplo de este cambio de clima político. A tan solo nueve meses del intento fallido de recortar \$3.000 millones de las jubilaciones (actualizando los haberes en marzo por 12,65% en lugar del correspondiente 12,96%), recientemente **el gobierno se hizo con una apretada victoria que implicará un ahorro de entre \$70.000 y \$100.000 millones para el año que viene. Un ajuste casi 30 veces superior al que se intentó aplicar a comienzos de 2017.**

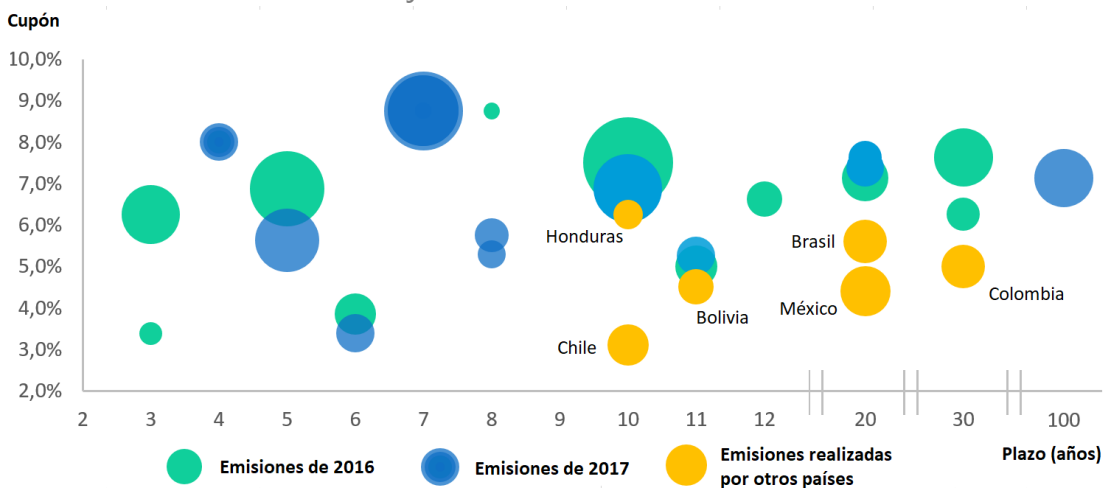
DEUDA: LA MAYOR FUENTE DE FRAGILIDAD

El correlato necesario de la imposibilidad del gobierno de bajar el déficit es un incremento significativo de la deuda pública. En efecto, según nuestro [Observatorio de la Deuda](#) las emisiones del gobierno nacional ascendieron a un total de USD 86.225 millones durante 2017, un 31% superior a las emisiones de 2016 (USD 65.622 millones). Esto llevaría el stock de la deuda pública a USD 307.126 millones, lo que implica un incremento de USD 31.680 millones en relación a fines de 2016. Para tener una idea del orden de magnitud de este fenómeno, debe tenerse en cuenta que en el período 2016–2017, Argentina **encabezó** la lista de países emergentes con mayor emisión de deuda.

A pesar de estos guarismos, **al utilizar el indicador convencional para medir el peso de la deuda se observa que la relación deuda a PIB se ubicaría en 54,0% durante 2017, por debajo de los niveles de 2016 (54,2%).** Como analizamos [acá](#), esto se debe principalmente a que el aumento nominal de la deuda fue más que compensando por la apreciación real del tipo de cambio. En este sentido, y más allá de la retórica del gobierno, es evidente que este indicador oculta lo que en realidad quiere medir: son las devaluaciones las que “blanquean” la verdadera situación de solvencia de las cuentas públicas.

Argentina sigue endeudándose a mayores tasas que el resto de la región

El tamaño de las esferas refleja el monto emitido



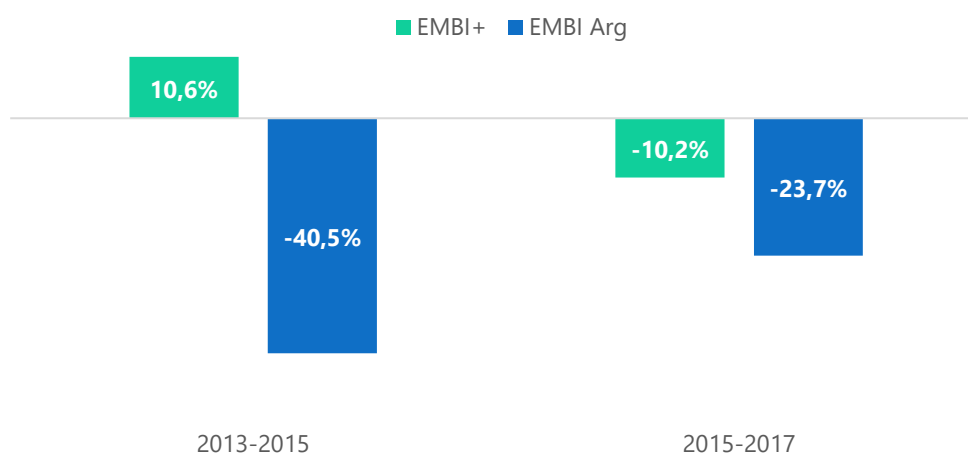
Fuente: Observatorio de la Deuda (ITE) y CEPAL

Otro aspecto que no debe soslayarse es que **el costo del financiamiento de la deuda argentina sigue siendo elevado para los parámetros regionales**. En este sentido, y más allá de los avances declamados en materia de acceso a los mercados de crédito externos, las ganancias obtenidas en términos de reducción en las tasa de rendimiento de la deuda pública han sido exiguas.

Esta observación se confirma analizando la percepción de riesgo que exhiben los mercados internacionales. Si se compara la evolución del EMBI para Argentina y el promedio de los países emergentes entre fines de 2013 y 2015, por un lado, y entre fines de 2015 y 2017, por el otro, se observa que **durante los dos años de gestión de Cambiemos la reducción del EMBI no solo fue menor a la del kirchnerismo, sino que estuvo explicada en gran medida por una caída generalizada en el resto de los países emergentes**.

Las mejoras en términos de percepción del riesgo argentino son poco significativas

Variación % Nov-15 vs Nov-13 y Nov-17 vs Nov-15



Fuente: elaboración propia en base a JP Morgan Chase

De cara al 2018, período en el cual según el Presupuesto Nacional se requiere un nivel de financiamiento similar al de este año, **la dinámica reciente de fuerte endeudamiento posiciona a la economía argentina, respecto del bienio 2016–2017, en una situación de mayor fragilidad frente a cualquier shock externo**, tanto en relación con una modificación en el sesgo de la política monetaria de EEUU, como a un cambio en la percepción y asimilación del riesgo argentino. En este contexto, la reducción del déficit fiscal se vuelve una necesidad imperiosa para el

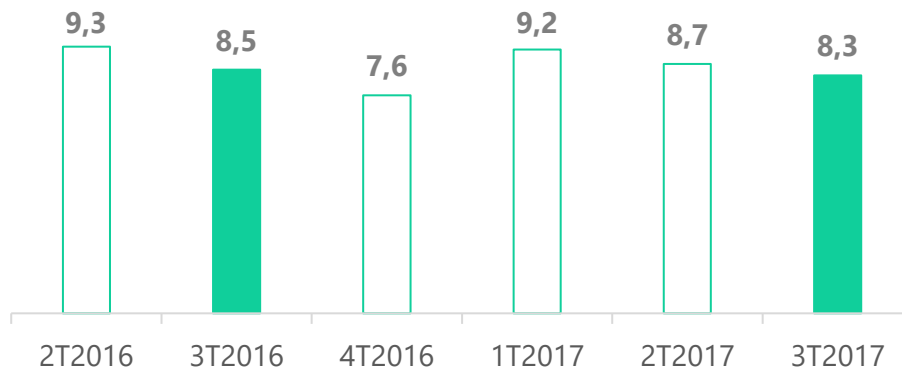
gobierno, estrategia que, por otro lado, no está exenta de derivaciones macroeconómicas de relevancia (ver sección de Sector externo).

EL COSTO DEL MODELO: EL EMPLEO DE CALIDAD

Como insistimos en varias oportunidades, **el mercado de trabajo es sin duda el flanco más débil de la gestión Cambiemos**. En un año de rebote de la actividad, la tasa de desempleo se redujo en el tercer trimestre del año desde 8,5% hasta 8,3%, diferencia que según el propio INDEC es no significativa¹⁰. Como mostramos [acá](#), dada la elasticidad empleo-producto, el crecimiento estipulado en la Ley del Presupuesto del año que viene (3,5%) es insuficiente para reducir significativamente la tasa de desocupación en la economía argentina¹¹.

El desempleo no cede

Tasa de desempleo trimestral 2016-2017



Fuente: elaboración propia sobre la base de INDEC

Además de la incapacidad de generar puestos de trabajo en un orden de magnitud relevante cuando la economía empieza a mostrar señales de recuperación, **otro dato importante es el empeoramiento de la calidad del empleo creado**. Esto no solo es preocupante porque afecta negativamente la distribución del ingreso sino que, como mostramos [acá](#), la creación de puestos de menor calidad, y por lo tanto de menor salario,

¹⁰ El intervalo de confianza al 90% para la tasa de desempleo se ubica entre 7,8–8,8%. En el mismo período, la tasa de actividad y la tasa de empleo aumentaron ambas en un 0,3% de la población.

¹¹ Por otro lado, cabe destacar que las circunstancias de la renuncia de la responsable de elaborar las estadísticas de empleo, Cynthia Pok, vuelven a echar un manto de duda sobre la credibilidad de las estadísticas del INDEC.

puede afectar la dinámica del consumo y ralentizar la actividad económica (ver también sección Actividad).

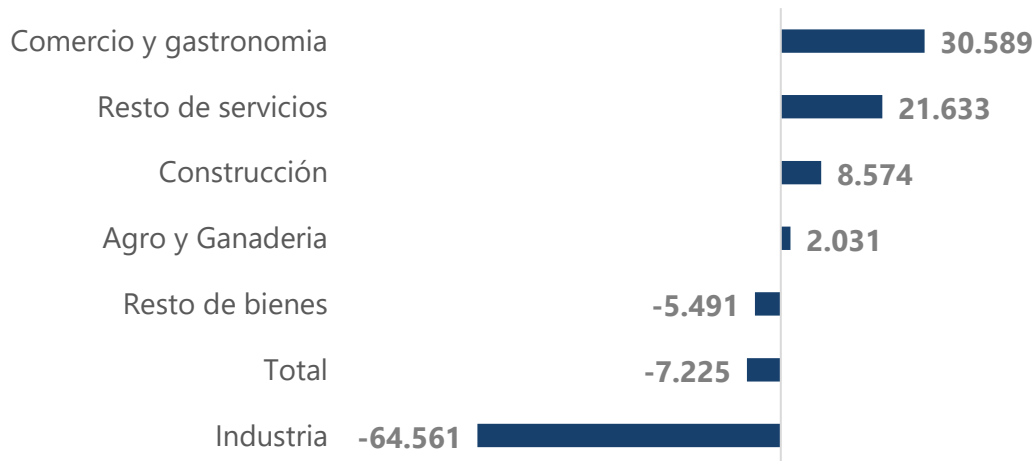
En efecto, en el tercer trimestre del año la informalidad, medida como el porcentaje de asalariados sin descuento jubilatorio, aumentó desde 33,8% a 34,4% en el tercer trimestre del año. Pero no es este el único dato que da cuenta del aumento de la precariedad laboral.

El crecimiento de lo que el gobierno ha denominado “empleo registrado” se explica en mayor medida por el aumento de la cantidad de monotributistas (categoría representativa de la precariedad laboral), en tanto que el empleo asalariado privado sufrió una fuerte caída en 2016 y hasta el momento no se ha logrado recuperar. Cuando se analiza el último dato disponible (octubre 2017) y se lo contrasta contra el mismo periodo de 2015 se observa una variación de -0,2%, es decir que en los últimos dos años no se creó, en términos netos, un solo empleo privado registrado.

Dentro del grupo de asalariados privados la rama más golpeada fue la del empleo industrial, que cuenta en promedio con salarios más elevados y mejores condiciones de contratación que el resto de los sectores de actividad.¹²

La industria lleva casi dos años destruyendo empleo

Variación en la cantidad de ocupados registrados entre nov-15 y oct-17



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

¹² Ver [Nota de Economía N°13](#).

Para mostrar resultados positivos, el gobierno recurre al crecimiento del monotributo y no sólo lo expone en sus estadísticas como una modalidad “registrada” del empleo (cuando es frecuentemente utilizado como forma de elusión laboral para precarizar las condiciones de trabajo); sino que además busca que esa “elusión” sea “legal”. De esta manera, se incorpora al monotributo como forma de contratación dentro del proyecto de reforma laboral que envió al Congreso (ver [acá](#)).

Estas características del nuevo mercado de trabajo se asientan en una combinación de factores: **la (inconclusa) apertura de las importaciones y el aumento de los costos provocado por la devaluación, pero sobre todo por el incremento de las tarifas, son algunos de ellos**. Como mostramos [acá](#), la principal apuesta del gobierno es apelar a que un impulso del lado de la oferta solucione la escasez de demanda de mano de obra.

A pesar de la escasa evidencia de efectividad que tienen este tipo de medidas¹³, el gobierno apuesta a que un cambio en el marco jurídico compense una configuración macro que atenta contra la creación de empleo. Por ahora, la Ley de Reforma Laboral descansa en el Congreso a la espera de un nuevo acuerdo político.

EL PERFUME DE LA TEMPESTAD

Para el gobierno, uno de los mayores logros parece haber sido administrar de modo relativamente eficiente la escasez de divisas que enfrentaba la economía nacional. Sobre el final del mandato del gobierno anterior, la economía atravesaba severos problemas de liquidez en moneda extranjera, que en mayor o menor medida habían condicionado la dinámica de crecimiento de los últimos años, y que el gobierno había intentado enfrentar con una combinación de controles de cambio y política monetaria moderadamente contractiva.

Cambiemos encaró la “solución” reiniciando un ciclo de fuerte endeudamiento externo a partir de una estrategia en dos etapas. Por un lado, propició una **abrupta desregulación del sector externo de la**

¹³ Para un análisis sobre la efectividad de las medidas orientadas a estimular el empleo a través de la reducción de los costos laborales, ver nuestra [Nota de Economía N°8](#).

economía¹⁴ (que implicó una fuerte corrección del tipo de cambio, luego de **negociar** con actores de relevancia la etapa de transición) a la vez que **reforzó la política monetaria contractiva**. En segundo lugar, cerró un acuerdo con los fondos buitres que permitió la **reapertura de la cuenta capital del balance de pagos, sobre todo para el sector público**.

Si bien la apertura y consecuente devaluación derivó en una fuerte aceleración de la inflación y en una significativa contracción de la economía en el primer año de gobierno, el renovado acceso al crédito externo permitió capear las tensiones macroeconómicas, llevando a que los ajustes de precios relativos fueran bastante moderados: **transcurridos seis meses de la devaluación** (es decir, procesado el típico efecto *overshooting* de las devaluaciones), **la depreciación real del tipo de cambio era de apenas 20%, llevándolo a un nivel similar al de principios de 2015**.

La posibilidad de acceder rápidamente a los mercados internacionales, y en una magnitud con escaso precedente (ver sección Deuda), tuvo que ver con el muy bajo endeudamiento que Cambiemos heredó del gobierno anterior.

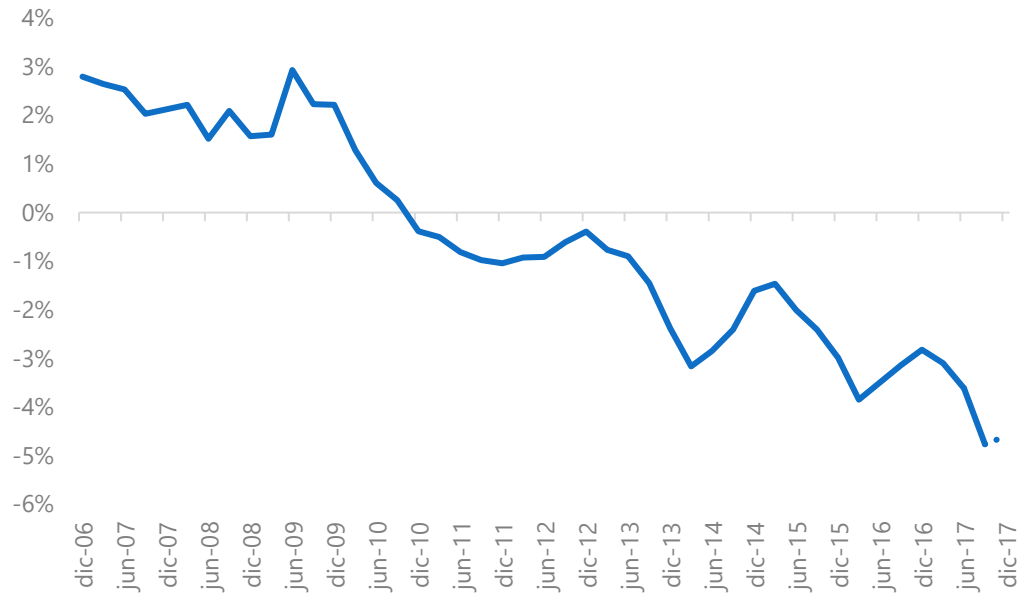
Si bien en el corto plazo estas políticas permitieron una mejora significativa de los indicadores de liquidez externa (las reservas internacionales no solo superaron los niveles máximos de 2011 sino que salieron completamente del radar del análisis de coyuntura), **dieron inicio a un esquema macroeconómico de creciente fragilidad dinámica**.

La estrategia de financiamiento del déficit fiscal, que priorizó la deuda externa, hizo que los ingresos de divisas mantuvieran apreciado el tipo de cambio nominal, lo cual **contribuyó a que el saldo negativo de la cuenta corriente del balance de pagos alcanzara niveles muy pronunciados, que estimamos en 4,6% del PIB para 2017**.

¹⁴ La apertura de los mercados financieros internacionales fue apalancada con el abandono total del andamiaje regulatorio del mercado de cambios. No solo se salió rápidamente del “cepo cambiario”, sino que para fines de 2017 prácticamente se eliminó el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC).

Se deteriora el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos¹⁵

En porcentaje del PIB



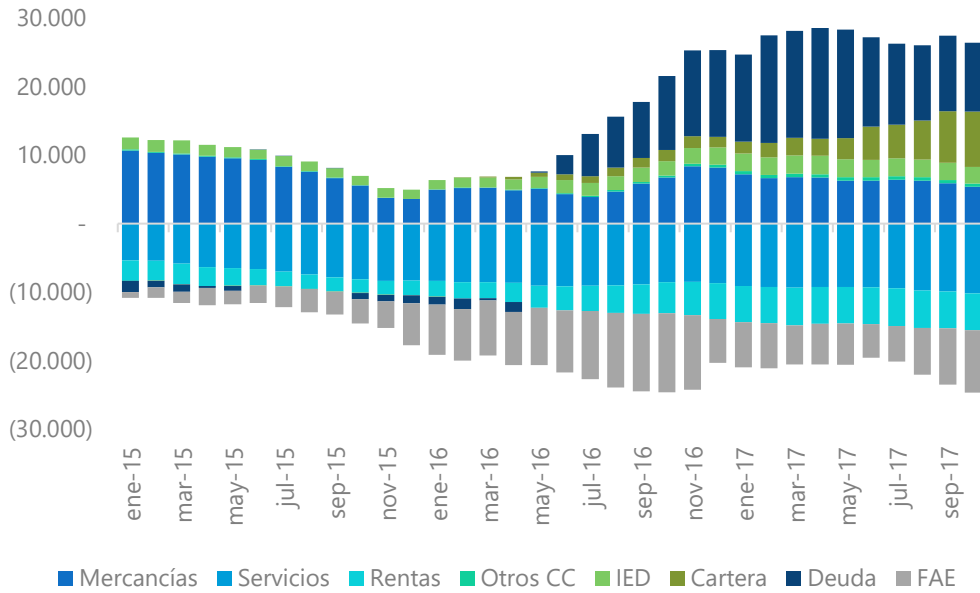
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a INDEC y BCRA

A octubre, el saldo de la cuenta servicios (explicado en su mayoría por los egresos por turismo y viajes al exterior) acumula en los últimos 12 meses un déficit que supera los \$10.000 millones, dando cuenta de la totalidad del déficit de la cuenta corriente, según datos del MULC. Si bien no deberían existir motivos a priori para preocuparse por los desequilibrios que puedan mostrar algunas cuentas puntuales del mercado de cambios, la profundidad y persistencia del déficit por servicios no deja de ser un aspecto llamativo de la configuración macro de la Argentina. En este sentido, la sostenibilidad de los flujos de divisas que vía la cuenta capital financian la cuenta corriente pasa a ser un tema fundamental para analizar las perspectivas del mercado de cambios.

¹⁵ Proyección para el cuarto trimestre del 2017.

La deuda externa y la inversión de cartera financian la cuenta corriente

En millones de dólares, acumulado 12 meses



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a BCRA

Como se observa en el gráfico anterior, **la deuda externa (sobre todo pública) y la inversión de cartera** (estimada por los elevados rendimientos en moneda extranjera que ofrece la política monetaria) **son los puntales del pseudo-equilibrio que muestra el balance de cambios.** El sendero que el gobierno está transitando hacia un menor déficit fiscal, en un contexto internacional potencialmente inestable, junto con la posibilidad de una rápida reversión de estos flujos (sobre todo en el caso de las inversiones de cartera, que son altamente volátiles) **ponen en duda la sostenibilidad del tipo de cambio real en los niveles actuales.**

¿EN QUÉ INVIERTEN LOS QUE INVIERTEN?

El modelo económico de Cambiemos puede mostrar un resultado que por ahora parece ser exitoso, a saber, el incremento de la inversión.

Luego de la fuerte caída que experimentó esta variable en 2016, sus principales componentes tuvieron un buen desempeño en el 2017. La construcción se recuperó velozmente durante el primer trimestre del año, sobre todo de la mano de la obra pública¹⁶, mientras que la obra privada comenzó a repuntar con la actividad económica, recién a partir del segundo trimestre del 2017.

En este sentido, **si bien el empuje inicial en la construcción vino por el lado del Estado, en la fase alcista del ciclo y finalizada la campaña electoral éste se retiró para dar paso a la construcción privada.** Pero además del carácter pro-cíclico de la construcción privada, hubo otros dos factores que contribuyeron a que traccione este componente del gasto. En primer término, la apertura del “cepo cambiario” dio paso a la recomposición de cierta liquidez en moneda extranjera (moneda de pago en el sector inmobiliario). En segundo lugar, debe contabilizarse el efecto de la fuerte apuesta por los créditos UVA. Así, el sector inmobiliario terminó siendo uno de los sectores más favorecidos por el gobierno, tanto por el levantamiento del control de cambios como por el impulso que tuvo este nuevo esquema de financiación¹⁷.

Sin embargo, la construcción no explica por sí sola el rebote de la inversión, ya que el gasto en equipo durable de producción nacional (EDPN) también muestra una visible recuperación en 2017, empujada por metálicas básicas (hierro redondo, laminados, tubos y aluminio), químicos y plásticos (pinturas, cerramientos y tubos), minerales no metálicos y metalmecánica (autopartes, maquina agrícola y repuestos mecánicos). **El desempeño de los primeros tres sectores se vincula directamente con la construcción, mientras que en el caso del último su comportamiento se explica en gran medida por lo que ocurre con el sector agrícola-ganadero.**

Finalmente se destaca la inversión en equipo durable de producción importado (EDPI), que además de crecer en 2017 muestra la particularidad

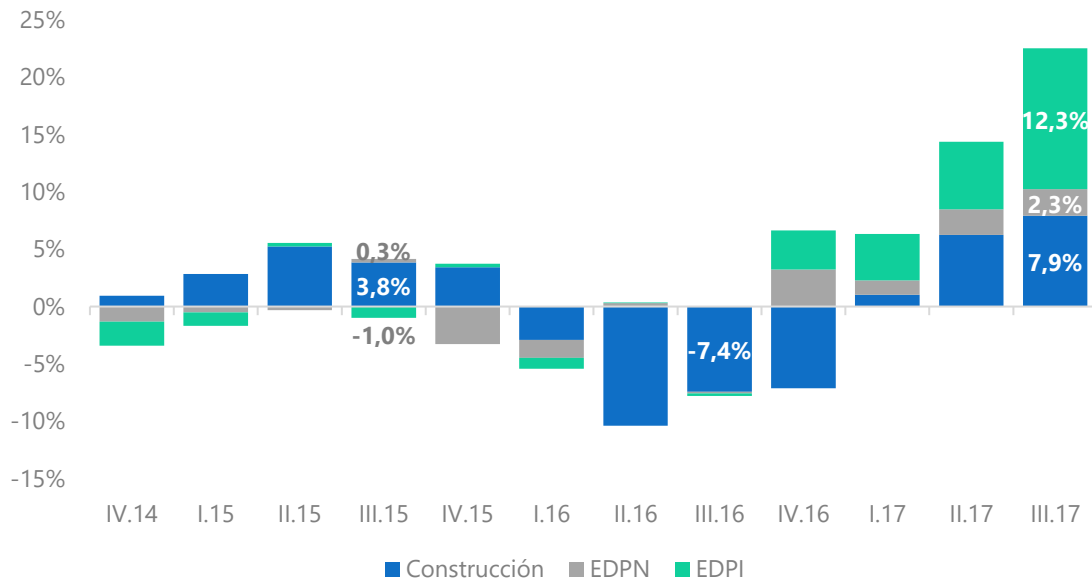
¹⁶ Ver próxima sección.

¹⁷ Cabe destacar que este sector no solo exhibió un incremento en las unidades vendidas sino también en su precio, con lo cual debe prestarse especial atención a la formación de una posible burbuja en el sector inmobiliario, sobre todo teniendo en cuenta la propuesta de la actual gestión de apuntalar la *securitización* de los créditos hipotecarios.

de no haber retrocedido en el 2016. **La inversión importada es, en este sentido, el “caballito de batalla”, ya que sin este componente del gasto de inversión total no hubiese podido exhibir un desempeño tan positivo.**

La inversión importada fue clave para la recuperación de 2017

Participación % en el crecimiento anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía

¿Cuán generalizado es este fenómeno a nivel sectorial? Entre los bienes de capital más dinámicos se encuentran las importaciones de pick-ups, camiones y ómnibus, las cuales representan casi la mitad de las inversiones, seguidas de la maquinaria vial, agrícola, material ferroviario y aeronáutico y, por último, computadoras, tabletas y monitores.

El primer y segundo rubro están vinculados directamente con el sector agrícola-ganadero, el cual hizo un recambio de “chatas” e incorporación de maquinaria agrícola. Lo mismo ocurre con los camiones, que están vinculados al sector agrícola en tanto medio necesario para transportar la producción. Por su parte, el desempeño de la maquinaria vial está asociado al incremento de la obra pública en la primera parte del año, mientras que la dinámica del material ferroviario se vincula con el recambio de material rodante iniciado hace ya algunos años. Finalmente, en el caso de las computadoras, es difícil establecer si las importaciones son equipo de capital o bienes durables de uso familiar. En todo caso, la respuesta a la

pregunta del párrafo anterior parece ser negativa: **la inversión importada está circunscripta a un recambio de maquinaria en el sector agrícola-ganadero y, en menor medida, a la compra de maquinaria de transporte y vial por parte del Estado.**

En este sentido, la transferencia de recursos del Estado al agro (devaluación y baja de retenciones¹⁸) junto con el proceso de endeudamiento externo y la ausencia de controles de cambio, parecen ser factores importantes detrás de la dinámica agregada de la inversión (ver siguiente sección). **De este modo, el proceso inversor no da señales de estar generando las capacidades de repago en moneda extranjera necesarias para garantizar su sostenibilidad en el tiempo.**

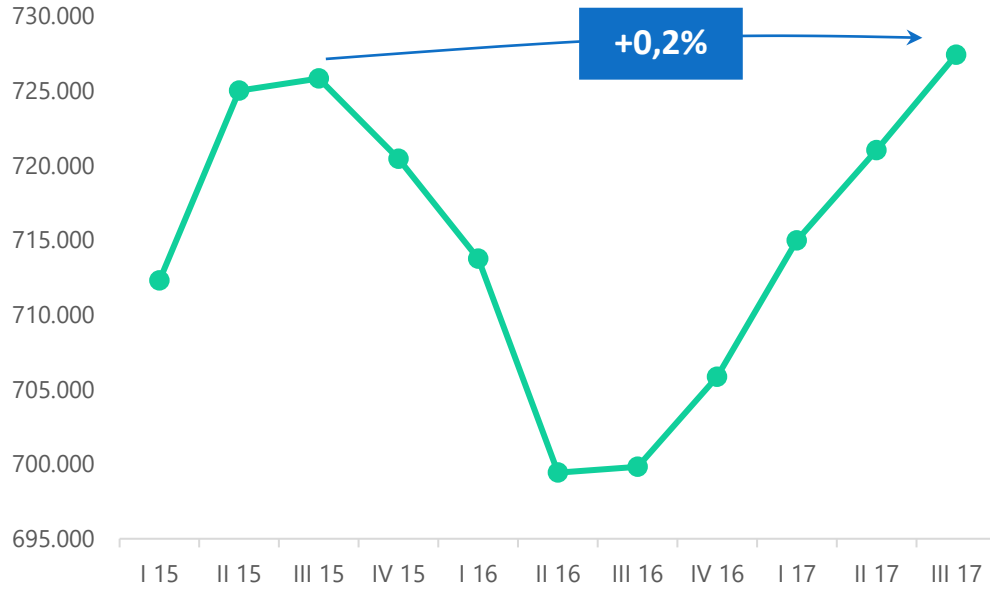
ACTIVIDAD: EMPATE CON GANADORES Y PERDEDORES

La gestión de Cambiemos comenzó con números no demasiado alentadores en lo que respecta a la actividad económica. La fuerte devaluación del tipo de cambio ocurrida en diciembre 2015 y el posterior aumento en las tarifas de servicios públicos impactó significativamente en la inflación y los ingresos, hundiendo el consumo y la inversión. La ansiada recuperación, estimada por las autoridades del Ministerio de Hacienda para el segundo semestre de 2016, demoró más de lo previsto y **los niveles de producto recién recuperaron el nivel de 2015 hacia el tercer trimestre del corriente año.** En efecto, en III.17 el PIB se ubicó un 0,2% por encima del nivel alcanzado el mismo trimestre de 2015.

¹⁸ Por medio del Decreto N° 133/2015 se eliminaron los derechos de exportación para productos como el maíz, trigo y carnes, al mismo tiempo que se redujo en 5 p.p. la tasa para la soja.

Luego de dos años, el PIB apenas recuperó el terreno perdido

En pesos constantes de 2004



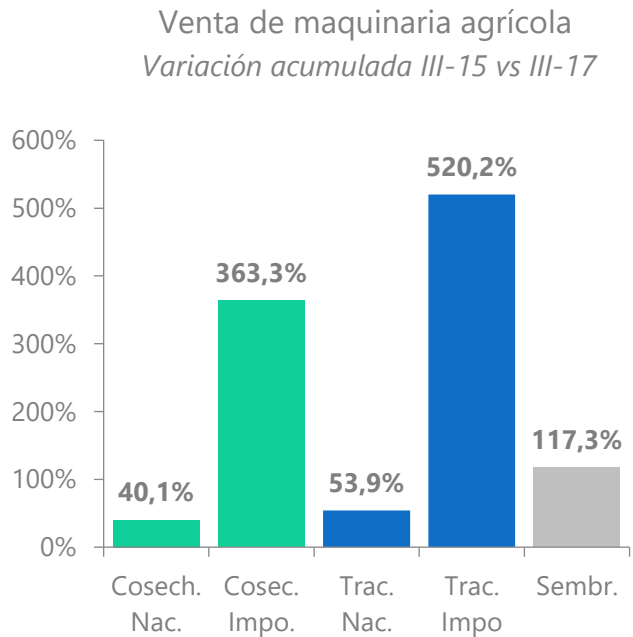
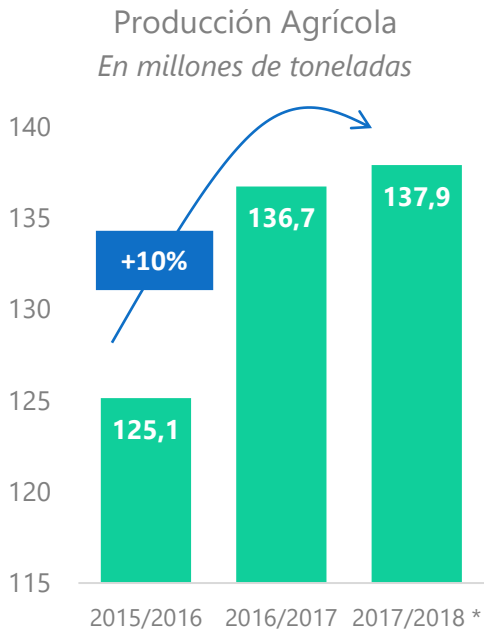
Fuente: INDEC

Sin embargo, a pesar de que efectivamente hubo una recuperación, ella fue muy desigual, observándose claros ganadores y perdedores.

Entre los sectores más beneficiados encontramos al agropecuario, el cual se vio impulsado no solo por la devaluación del tipo de cambio, sino también por mayores facilidades para importar insumos y maquinaria y una rebaja de los derechos de exportación. La producción agrícola se incrementó cerca de 10% en el periodo, mientras que la incorporación de tractores, sembradoras y cosechadoras lo hizo en un 100%¹⁹.

¹⁹ La maquinaria importada resultó mucho más dinámica que la nacional, creciendo cerca de 9 veces más.

El agro se encuentra entre los ganadores del modelo de Cambiemos



Fuente: Ministerio de Agricultura e INDEC

(*) Proyección noviembre. Incluye: Alpiste, Arroz, Avena, Cebada, Centeno, Maíz, Mijo, Sorgo, Trigo, Cártamo, Colza, Girasol, Lino, Soja, Algodón, Maní y Porotos

Tal como se anticipó en la sección de Inversión, **la construcción registró una notoria recuperación en el corriente año, luego de haber sido muy afectada en 2016, lo cual la ubica en niveles cercanos a los observados en 2015.** En los primeros once meses de 2017, los despachos de cemento crecieron un 12,4% anual y superaron los 11 millones de toneladas, un nivel apenas inferior al observado en mismo periodo de 2015.

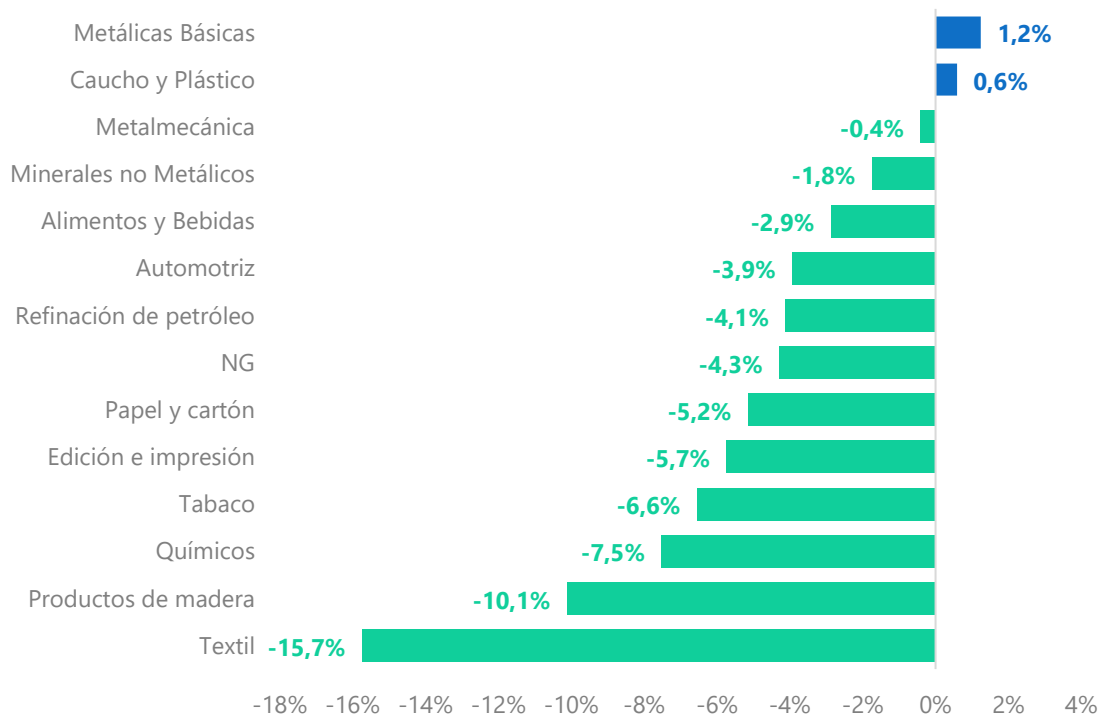
Entre los sectores que aún no logran repuntar se encuentra la Industria, que se perfila como uno de los grandes perdedores de la gestión de Cambiemos. El menor dinamismo del mercado interno junto con la sustitución notoria por productos importados fue una combinación fatal para muchos sectores industriales. Luego de un 2016 donde la industria se contrajo -5,6%, a mediados de 2017 comenzó a mostrar ciertos sectores con crecimiento. Esto hizo que al tercer trimestre de 2017 la

industria registrara una exigua suba de 1,8%²⁰, lo que ubica a la producción muy lejos de los niveles de 2015.

Mientras que, a nivel sectorial, los bloques que lideran el crecimiento en 2017 fueron aquellos traccionados por la mayor demanda desde otros sectores como la construcción y el agro (ver sección Inversión), **los sectores mano de obra intensivos o vinculados al consumo interno no han logrado repuntar. Los más sensibles al contexto macroeconómico planteado por la gestión de Cambiemos son el textil, tabaco, papel y cartón, edición e impresión, entre otros.**

La mayoría de los bloques industriales se encuentra por debajo de 2015

Variación acumulada III-15 vs III-17



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base INDEC

La dispar evolución de la economía no solo se observó en el sector de bienes, sino también dentro de los servicios. En los primeros nueve meses del año los servicios crecieron significativamente y se ubican un 2,2% por encima del nivel alcanzado en 2015. El dinamismo de la actividad

²⁰ El dato adelantado por el Estimador Mensual Industrial (EMI) al mes de octubre presenta también un crecimiento acumulado de 1,8% anual.

resultó más notorio en ramas como transporte y almacenamiento (vinculada al agro), hoteles y restaurantes, actividades inmobiliarias y servicios de salud. Por su parte, **las actividades de comercio minorista y mayorista, que son aquellas que generan más empleo dentro de los sectores productores de servicios, aún se ubican por debajo del nivel de 2015.**

La desigual recuperación de la actividad y del empleo, permite explicar en parte el débil comportamiento del consumo masivo. Del total del empleo registrado privado, la industria y el comercio representan cerca de un 40%, y ambos sectores experimentan dificultades para alcanzar una recuperación sostenida. Las ventas en supermercados se ubicaron en III.17 más de un -10% por debajo del mismo periodo de 2015, mientras que nuestro indicador de consumo lo hace en un -2,7%.