

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

62° | Septiembre 2021

-  <https://itegaweb.org/>
-  [Facebook.com/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

Luego de la fuerte recuperación de la actividad en la segunda mitad del año pasado, **desde principios del 2021 la economía se mantiene en los mismos niveles, en gran medida producto del rebrote de contagios de COVID-19, que aumentaron a partir de abril.**

Al analizar esto en detalle, vemos que **el consumo es el principal factor que contribuye a la baja.** La demanda privada se mantiene deprimida, impactando de lleno en la actividad económica, debido a la erosión de los ingresos reales de las familias producto de la escalada de la inflación.

El salario real se encuentra más de 6% por debajo del nivel prepandemia. No obstante, a partir de las revisiones y reaperturas de las paritarias, **estimamos que durante el segundo semestre la recuperación del poder adquisitivo superará el 3% respecto del piso de la primera mitad del año, apuntalando la demanda.**

A pesar de la caída del consumo, **la recuperación de la inversión ha sido el componente que ha permitido sostener el nivel de la actividad económica** y, al desagregarla en sus principales componentes, se observan “tres tiempos” en la recuperación, siendo en la actualidad traccionada por los equipos de producción importados.

En materia fiscal, en el acumulado del año a julio se observa un déficit primario del -0,7%, muy por debajo de la proyección oficial. Como para dimensionarlo, los primeros siete meses de cada ejercicio de los últimos seis años alcanzaron en promedio un déficit de -1,9% del PIB, por lo que el resultado de 2021 parece ser auspicioso en términos de disciplina fiscal.

En una perspectiva desagregada del panorama fiscal, vemos que **no se advierte una política clara de ajuste fiscal, sino más bien una recomposición de los ingresos públicos, la cual se suma a un paulatino regreso al nivel de gasto prepandemia,** aunque con importantes cambios en su composición y el mencionado rezago en el caso de prestaciones de la seguridad social. **Es de esperar una ligera ampliación del déficit primario en lo que resta del año, en la medida que la movilidad jubilatoria recupere el terreno perdido y el**

incremento de los recursos tributarios encuentren el techo del rebote.

Por último, en el plano cambiario las tensiones típicas de los escenarios pre-electorales empezaron a asomar. Si bien el mes que terminó fue positivo para el mercado de cambios -el mejor agosto en términos de compras netas de divisas del BCRA desde 2010-, en las últimas jornadas la posición vendedora del Banco Central en el MULC se hizo la regla, de la mano de una aceleración de la demanda de importadores y un importante aumento del volumen negociado en el mercado de cambios.

Sin embargo, **la acumulación de reservas hace muy probable que el BCRA pueda administrar estas tensiones hasta las generales de noviembre y que los desafíos sean post electorales.** El punto de partida será una economía con niveles de liquidez elevados, un fuerte aumento de los ingresos en dólares – en un contexto en el cual la movilidad tanto doméstica como internacional de las personas tenderá a ampliarse en 2022 – y un nivel de reservas del BCRA más exiguo que el de la actualidad.

La actividad se mantiene gracias a la importación de bienes de capital

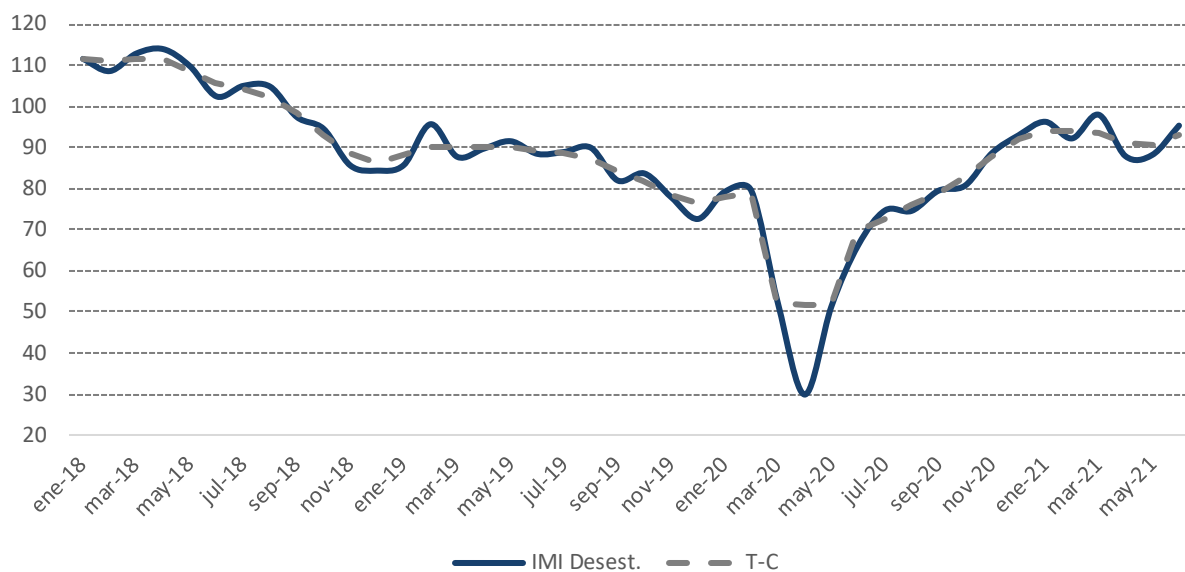
Nuestro Indicador Mensual de Actividad (IMA) muestra que el repunte se frenó en junio (-0,2% mensual), a pesar de la mejora en términos anuales (+12,6%). La actividad económica tuvo una fuerte recuperación en la segunda mitad del año pasado, pero desde principios del 2021 se mantiene en los mismos niveles en gran medida producto del rebrote de contagios que aumentaron a partir de abril.

Como habíamos manifestado el mes anterior, el consumo no solo no crece, sino que también cae respecto a finales del año pasado. La demanda privada se mantiene deprimida impactando de lleno en la actividad económica, debido a la erosión de los ingresos reales de las familias producto de una fuerte escalada de la inflación. En el mes de julio y agosto se reabrieron paritarias en varios sectores, sentando las bases para una recuperación de los salarios privados registrados, lo cual puede ayudar la recuperación económica en la segunda parte del 2021 (ver próxima sección).

¿Entonces qué es lo que sostienen el nivel de actividad cuando la demanda cae? Esto se debe en gran medida a la inversión. **El IMI en el mes de junio de 2021 presentó un incremento del 43,7% anual y en términos mensuales desestacionalizados también creció 8,1% mensual, superando ampliamente los niveles prepandemia.**

La inversión sostiene a la actividad

Indicador Mensual de la Inversión (IMI)



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

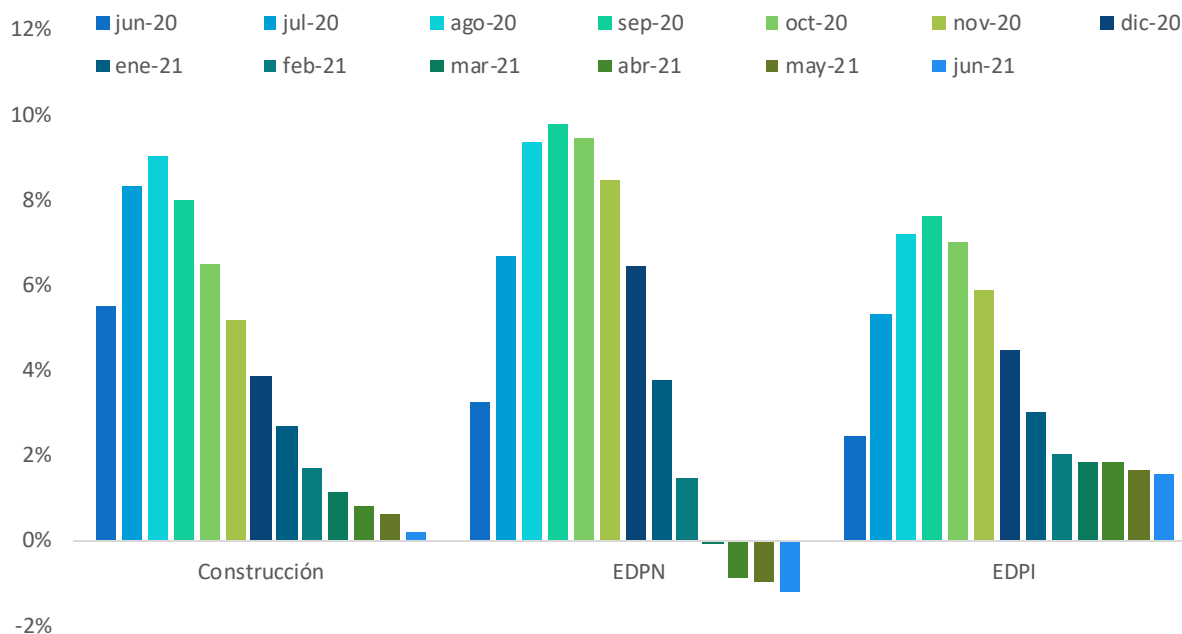
Si descomponemos la inversión por sus tres componentes, a partir del mes de junio de 2020 (inicio de la recuperación) vemos que presentó una fuerte recuperación la construcción -la cual se mantuvo hasta fin del año- y después comenzó a descender hasta casi no tener variaciones para el mes de junio de 2021.

Los equipos de producción nacional también presentaron un incremento relativamente importante al igual que la construcción, pero a partir del mes de marzo de 2021 emprendieron una caída que se viene profundizando mes a mes.

En cambio, los equipos de producción importado tardaron más tiempo en recuperarse y no lo hicieron con la misma vertiginosidad que los otros dos componentes, pero mantienen un crecimiento sostenido desde principios de 2021. El ancla del tipo de cambio oficial de 2021 permite que la importación de bienes de capital sea cada vez más económica en términos reales con lo cual explica en gran medida este comportamiento.

Los tres tiempos de la inversión

Tendencia (%)



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

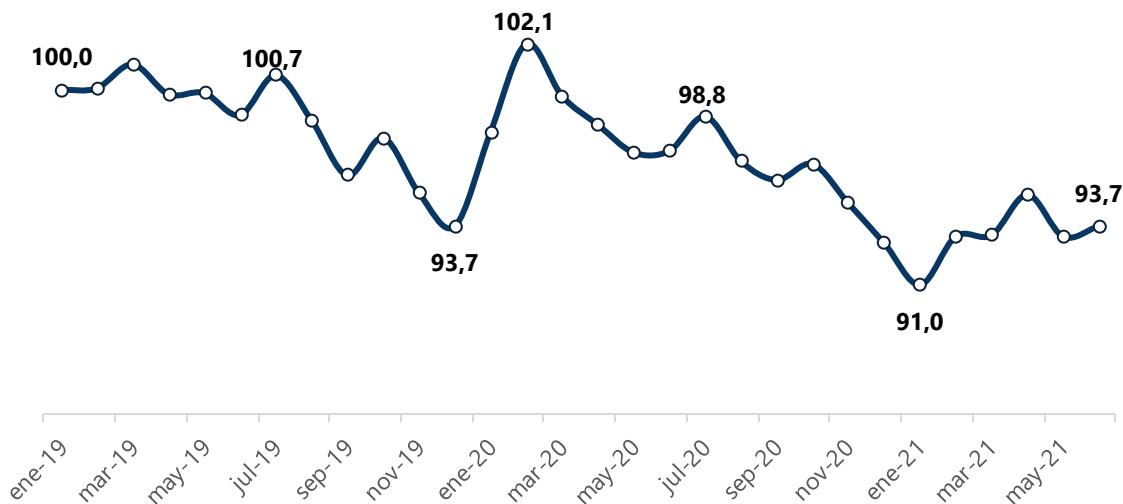
Por lo tanto, a pesar de la caída del consumo, la actividad se mantiene fundamentalmente debido al fuerte repunte de la inversión, que mostró tres tiempos distintos según sus componentes y en la actualidad está traccionado en mayor medida por los equipos de producción importados.

Adónde va el salario

En junio, último dato disponible a la fecha, el salario real medido por el índice RIPTE se ubicó en el mismo nivel que en dic-19, recuperando el terreno perdido hacia el final de 2020. Pero la secuencia muestra que, en lo recorrido durante el 2021, la contracción del nivel de ingreso asalariado ha sido importante: al tomar el salario promedio del primer semestre del año y compararlo con el mismo semestre del 2020, la caída asciende a -5,6% en términos reales. **Ante este escenario, se abre el interrogante de si el salario real podrá recuperarse, aunque sea parcialmente, y crecer este año.**

Recuperación en el margen del salario

RIPTE en términos reales, Ene-19=100



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a RIPTE e INDEC.

En el [informe de coyuntura de julio](#) señalamos que la pauta nominal del 29% había quedado atrás en las negociaciones paritarias. Algunos acuerdos con participación decisiva del gobierno en su definición (Congreso Nacional, Pami, Anses, Trabajo en casas particulares), junto con Alimentación, Camioneros y la reapertura de Bancarios, fueron los primeros en superar el 40% de aumento.

En estos dos meses se sumaron nuevos acuerdos y sobre todo reaberturas, que consolidaron el 45% como porcentaje de referencia: sanidad (45%), reapertura construcción (47,8%), reapertura comercio (42%), reapertura aceiteros (48,5%), reapertura estatales nacionales (40%), reapertura cárnicos (45%), reapertura docentes nacionales (45%) y reapertura estatales PBA (45%), entre otros.

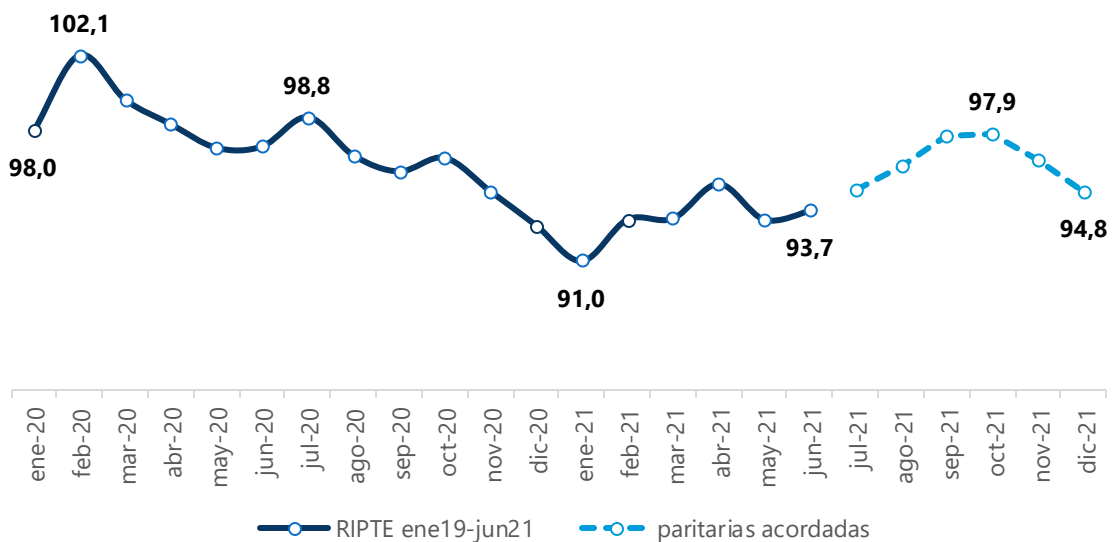
De acuerdo al relevamiento que realizamos sobre los acuerdos paritarios alcanzados por los sectores de actividad incluidos en el Boletín de Estadísticas Laborales (BEL), se puede identificar que los convenios bajo

nuestro seguimiento representan un 60% de total del empleo asalariado registrado privado. **El salario promedio de dichos sectores, ponderado por su participación en el empleo, crecería +13,5% en el tercer trimestre del año, +5,4% en el cuarto trimestre y +8,7% en el primer trimestre de 2022, en términos nominales.**

Si el RIPE tuviera una evolución similar a este índice y se cumplen las proyecciones de inflación del REM, el salario promedio de 2021 cerraría el año un -2,3% por debajo del promedio 2020, medido a precios constantes. **A pesar de que difícilmente se iguale el salario de 2020, el nivel de salario del segundo semestre implicaría una recuperación del 3,2% respecto del primer semestre de este año y de 0,5% respecto del segundo semestre del año pasado.**

La recuperación vendría en el segundo semestre

RIPE en términos reales, Ene-19= 100



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a RIPE, INDEC, REM, BEL y acuerdos paritarios.

Este escenario podría verse mejorado si continúan las reaperturas de las paritarias, alcanzándose mayores aumentos para los meses que restan del año. **En algunos casos, como el del empleo público nacional, la reapertura de la negociación paritaria no sólo derivó en la obtención de nuevos aumentos, sino también en el adelantamiento de los aumentos acordados para los primeros meses de 2022.** La adopción de

esta estrategia también contribuiría a que el salario cierre el 2021 en un nivel más alto.

El primer semestre fiscal

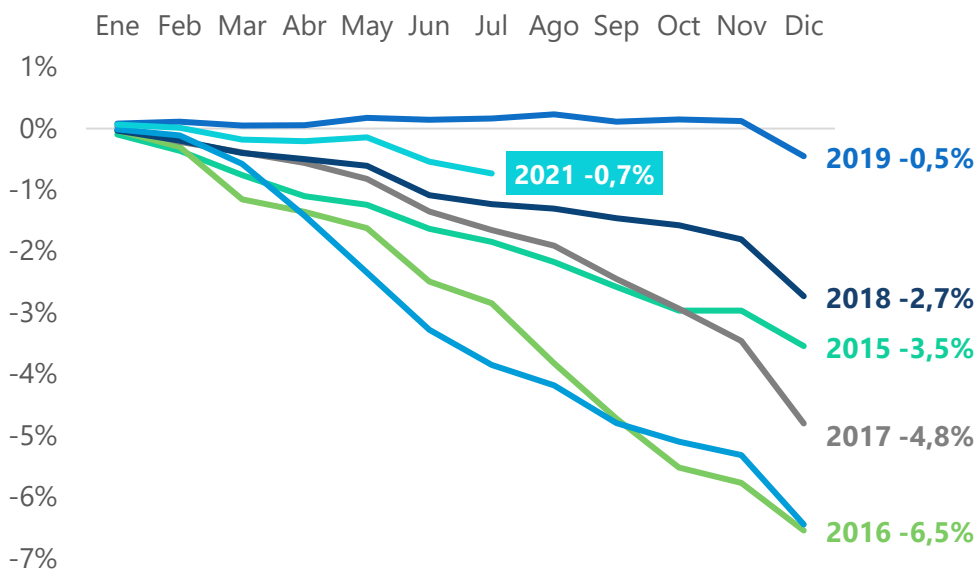
En los primeros siete meses del año se registró un déficit primario de sólo -0,7% del PIB, consolidando un escenario que puede resultar atípico para un año electoral. De los últimos siete años, este resultado solo es mejorado por el de 2019, momento en el que el programa con el FMI ya había comenzado a aplicar un notable ajuste sobre las cuentas públicas llevando al gasto primario a contraerse 11% en términos reales.

En perspectiva histórica, los primeros siete meses de cada ejercicio de los últimos seis años alcanzaron, en promedio, un déficit de -1,9% del PIB, por lo que el resultado de 2021 parece mostrarse contenido en términos de equilibrio fiscal.

En perspectiva histórica, los primeros siete meses de cada ejercicio de los últimos seis años alcanzaron, en promedio, un déficit de -1,9% del PIB, por lo que el resultado de 2021 parece mostrarse contenido en términos de equilibrio fiscal.

El resultado primario en perspectiva

En porcentaje del PIB



Nota: series elaboradas en base a metodología actual.

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

Lo que se destaca de estos primeros meses del año es que los ingresos se colocan por muy encima de la evolución del gasto primario, aunque con una tendencia a la reducción de ese diferencial. Esta dinámica puede

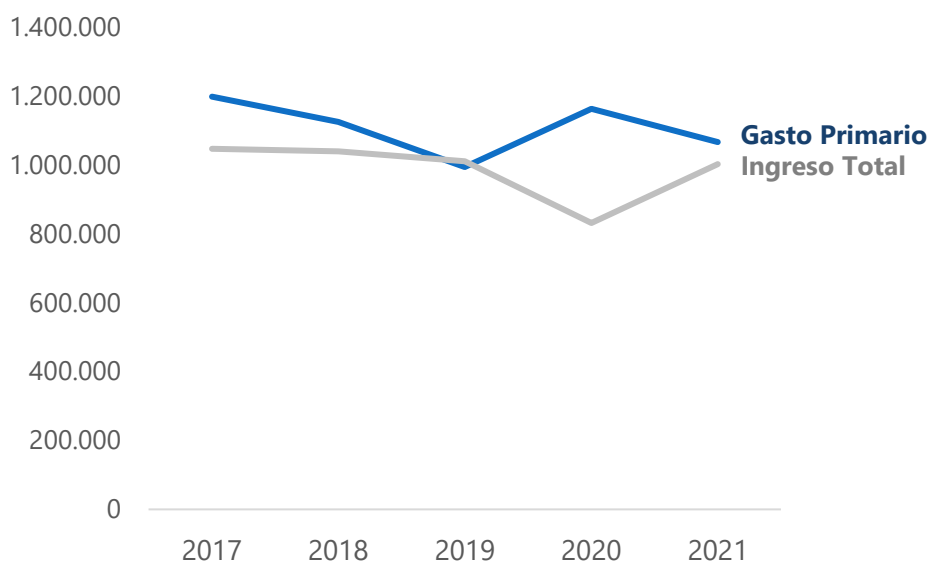
llevar a pensar que el gobierno está aplicando un ajuste fiscal que iría más allá de lo atendible por el efecto base de comparación que dejó el 2020, con gastos extraordinarios e ingresos menguados por el efecto recesivo.

Para analizar esta hipótesis podemos colocar la mirada sobre la dinámica en términos reales del acumulado del año para los últimos ejercicios, ya que resulta más adecuado comparar el 2021 con los años previos al 2020.

En ese sentido, se advierte que el gasto primario de 2021 está por encima de 2019, pero no llegó a recuperar los niveles previos al ajuste producido en el final del gobierno de Cambiemos. En cambio, los ingresos parecen haber recuperado el nivel real en el que se encontraban previo a la pandemia.

La discutible hipótesis del ajuste fiscal 2021

Evolución en millones de \$ de diciembre 2016, acumulado para cada año



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

Al colocar la mirada sobre el gasto total (primario más intereses de deuda) y sus principales componentes, surgen diferentes trayectorias que marcan un importante cambio de composición.

El crecimiento de los intereses de deuda se interrumpió en 2020, de la mano de la restructuración, para dar paso a las políticas expansivas que buscaron afrontar el impacto de la pandemia. Esta dinámica se evidencia en el crecimiento en los primeros siete meses de 2020 de las

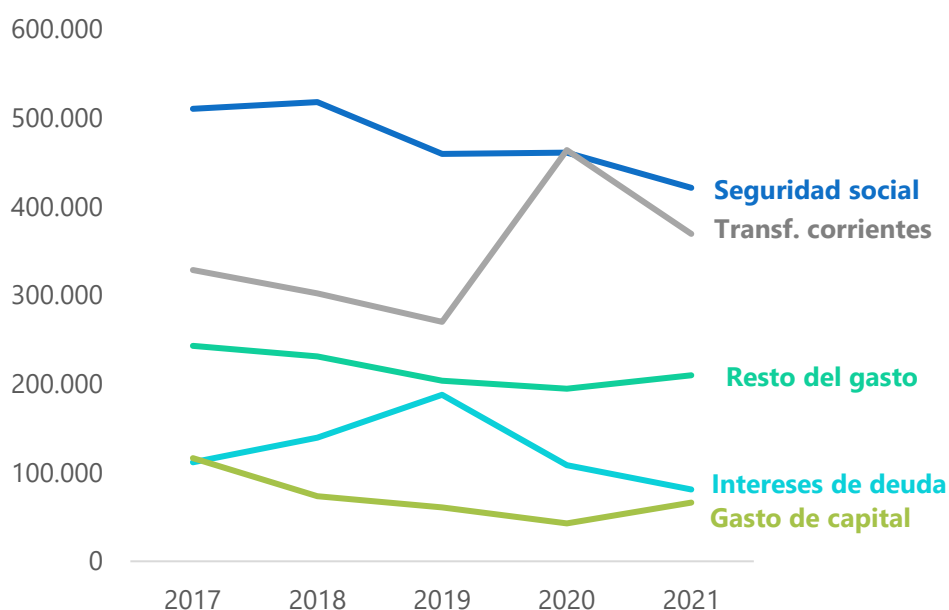
transferencias corrientes al sector privado y a las provincias, partidas que iban en franco declive durante el gobierno de Cambiemos.

Resulta llamativo que entre enero y julio de 2021 esta partida mantiene un nivel muy superior al período prepandemia, principalmente explicado por las transferencias al sector privado, que también habían protagonizado el 2020. Puntualmente, en 2021 la dinámica expansiva se explica por los programas “Políticas Alimentarias” que tuvo una suba en febrero de 50% y la ampliación de beneficiarios hasta 14 años, el “Potenciar Trabajo” que observó un aumento de titulares y el programa “Acciones de Empleo”.

El tercer punto para destacar es la reducción del gasto en seguridad social, el cual se mantuvo en 2020 casi sin cambios en términos reales respecto al 2019, pero vuelve a contraerse en los primeros meses del 2021. Esto se explica por la normativa de movilidad que define incrementos en línea con la recuperación de la recaudación y los salarios de los trimestres anteriores. Este desfase en la actualización es lo que explica que esta partida muestre un rezago en su recuperación durante 2021.

El gasto evidencia un cambio de composición

Evolución en M de \$ de diciembre 2016, acumulado de cada año



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

En consecuencia, **en los niveles no se advierte una política clara de ajuste fiscal, sino más bien una recomposición de los ingresos públicos sumado a un paulatino regreso al nivel de gasto prepandemia**, aunque con importantes cambios en su composición y el mencionado rezago en el caso de prestaciones de la seguridad social. **Es de esperar una ligera ampliación del déficit primario en lo que resta del año en la medida que la movilidad jubilatoria recupere el terreno perdido y el incremento de los recursos tributarios encuentren el techo del rebote.**

El frente cambiario y el día después

A días de las elecciones de medio término, las tensiones típicas de los escenarios pre-electorales empezaron a asomar. **Si bien el mes que terminó fue positivo para el mercado de cambios -el mejor agosto en términos de compras netas de divisas del BCRA desde 2010-, en las últimas jornadas la posición vendedora del Banco Central en el MULC se hizo la regla, de la mano de una aceleración de la demanda de importadores y un importante aumento del volumen negociado en el mercado de cambios.**

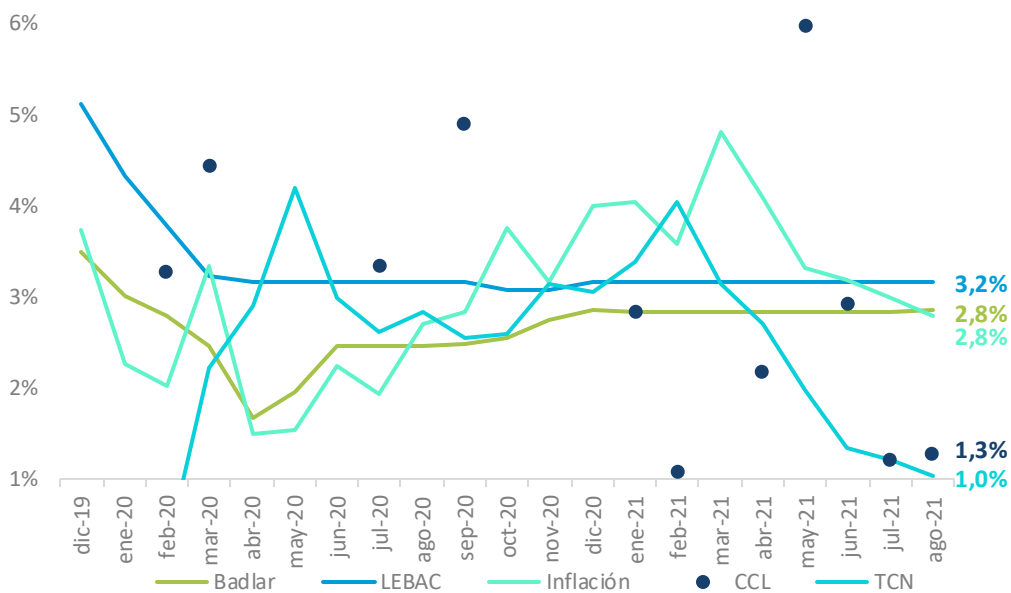
Se espera que en los próximos meses la autoridad monetaria comience a utilizar el poder de fuego acumulado en la primera parte del año, lo que fue posible gracias al precio récord de la soja: las reservas alcanzaron el mayor nivel desde octubre 2019, con el acompañamiento de la liquidación de los DEG del FMI; la posición en futuros se encuentra prácticamente neutra y las últimas medidas restrictivas en lo vinculado con los tipos de cambio paralelos -entre las que se destacan los cupos impuestos por la CNV en julio y las restricciones a las cuentas de inversión del BCRA de agosto- permitieron mayor margen de maniobra en este mercado, con efectos por el momento poco significativos en las cotizaciones libres.

Por su parte, el impulso fiscal comienza a consolidarse, aunque nuestras proyecciones lo ubican por el momento en el orden de los 3,8% del PIB,

por debajo de las proyecciones de Economía. **El programa financiero comenzó a mostrar los límites del financiamiento en pesos en agosto, luego de dos meses en los cuáles la novedad en cuanto a la posibilidad de integrar liquidez con títulos públicos permitió a Finanzas hacerse con parte del fondeo de los bancos.** El abanico de opciones de financiamiento todavía es nutrido, tomando en cuenta además la baja participación de las licitaciones *dollar linked* oficiales que se ha registrado a lo largo del año y que la demanda de estos instrumentos de cobertura parece mantenerse firme.

La ecuación financiera de corto plazo

Variación % mensual



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

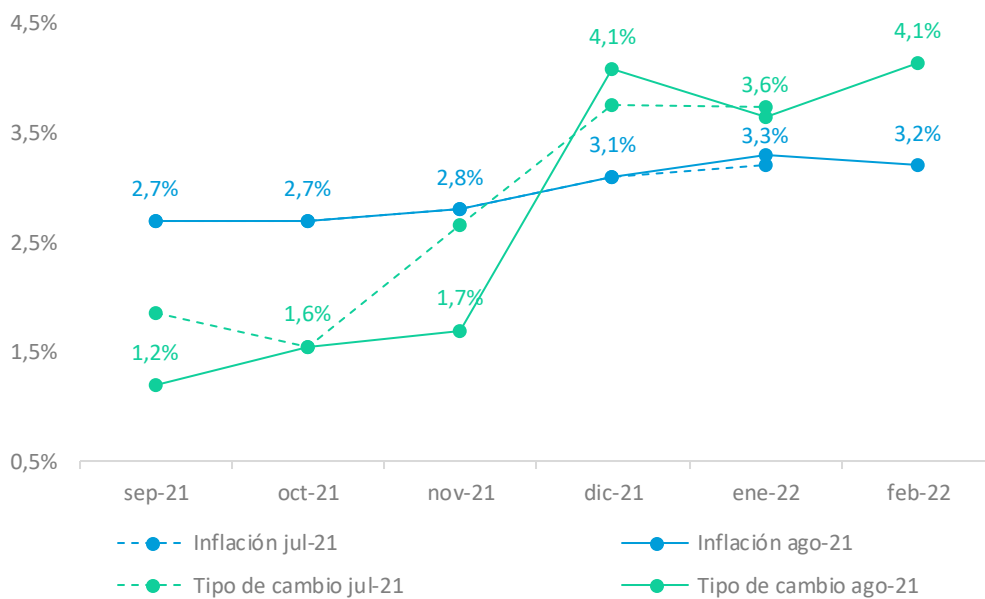
Tal como sostuvimos en nuestro [informe anterior](#), **lo esperable es que las tensiones cambiarias puedan ser bien administradas hasta las generales de diciembre, y que los desafíos sean post electorales.** En este sentido, el punto de partida será una economía con niveles de liquidez elevados, un fuerte aumento de los ingresos en dólares – en un contexto en el cual la movilidad tanto doméstica como internacional de las personas tenderá a ampliarse en 2022- y un nivel de reservas del BCRA más exiguo que el de la actualidad.

La economía presentará, a su vez, riesgos más o menos inmediatos. Es probable que post elecciones las autoridades intenten volver a alinear

tipo de cambio, tasa de interés e inflación tal como ocurrió previo al shock de *commodities* de fines del año pasado y a la aceleración del nivel de precios domésticos. Si bien la inflación se viene desacelerando desde el 2° trimestre del año, lo cierto es que, si las expectativas de devaluación se consolidan a medida que nos acercamos a diciembre, el rebrote inflacionario sea una posibilidad, incluso sin grandes cambios en la política cambiaria.

Inflación y devaluación esperada según el REM

Variación % mensual



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

Este es un escenario posible sin modificaciones importantes en el frente macro, pero que un acuerdo rápido con el FMI podría amortiguar: si se logra posponer el pago de diciembre (servicios por USD 1.880 millones), la economía habrá ahorrado valiosas reservas para comenzar a redefinir los términos de la segunda mitad del mandato del gobierno, a la vez que sería una señal de acuerdo respecto del rumbo a seguir en cara a los próximos dos años como mínimo, tomando en cuenta que un *Acuerdo de Facilidades Extendidas* con el fondo (EFF, por sus siglas en inglés) no se extendería por menos de 10 años.

La viabilidad política de un acuerdo de estas características dependerá evidentemente del resultado de las elecciones. Habrá que esperar

entonces hasta el lunes 13 de septiembre para conocer como avanzará este aspecto de la gestión macro del gobierno.