

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

63° | Octubre 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

El repunte de la actividad económica post-COVID parece haber encontrado un techo. Esto fundamentalmente obedece al magro repunte que se observa en el consumo, sumado al freno que se observó en lo que va del año en la inversión, tras el fuerte repunte que había mostrado en la segunda parte del 2020.

Aun así, el gobierno ajustó al alza la estimación del crecimiento de este año al 8%, que fue convalidada por el mercado según el relevamiento de expectativas de septiembre, publicado recientemente por el BCRA. **Esta aparente contradicción en realidad está explicada por el fuerte arrastre que dejó el repunte de la actividad en la segunda parte del 2020 y principios de este año, que es, precisamente, del 8%.**

Por otro lado, los datos correspondientes al segundo trimestre de 2021 muestran una caída en la cantidad de personas desocupadas, tanto respecto del trimestre anterior como respecto de la pre-pandemia. **Sin embargo, esta caída se explica por el aumento en la cantidad de personas inactivas y no por un crecimiento del empleo,** que se frenó luego de tres trimestres de recuperación sostenida y se mantiene 92 mil puestos abajo del II-19. **El hecho de que la transición haya sido desde la desocupación hacia la inactividad (y no desde el empleo hacia la inactividad) podría estar indicando también la –preocupante– presencia del “efecto desaliento”.**

El INDEC también publicó el indicador de pobreza correspondiente al primer semestre del año: **el 40,6% de las personas no contó con ingresos suficientes para costear la canasta básica total.** Esto representa un descenso de 1,4p.p. respecto del semestre anterior, cuando la pobreza alcanzó al 42%. **Se trata de una reducción magra, si tenemos en cuenta que entre un semestre y otro hubo, en promedio, 862mil personas más empleadas (+7,7%).** Es decir, la recuperación parcial del empleo no fue suficiente para lograr una caída más significativa de la incidencia de la pobreza. **La aceleración inflacionaria del primer semestre de 2021, especialmente en los alimentos, que puso en jaque la recuperación de**

los ingresos reales –tanto laborales como no laborales-, aparece como la principal limitante para una mejora sustancial del indicador.

Tras la derrota electoral, el presupuesto quedó en el foco de las discusiones internas del gobierno. **La pregunta que surge por estos días es si en los cuatro meses que restan del año es posible incrementar en 3 puntos porcentuales el déficit primario**, tal como lo definió la nueva proyección oficial y proponía la vicepresidenta en su última carta. De 2015 a la fecha, solo en un año se profundizó el déficit en esa magnitud entre septiembre y diciembre y fue en 2017, con la diferencia de que en aquel entonces el impulso sobre el gasto primario vino principalmente del gasto previsional producto de los pagos extraordinarios de la Reparación Histórica, un efecto ausente en 2021.

Una de las claves podría ser acelerar el gasto en inversión pública. En los últimos años el grado de ejecución del gasto de capital para el mes de agosto ronda en el 62%, por lo que el valor de 34% que se observa en 2021 resulta más que llamativo.

Otra posibilidad es que el déficit primario termine ubicándose en un nivel (bastante) más bajo que el proyectado. Esta hipótesis cobra relevancia al analizar las necesidades de financiamiento del mismo. Con datos a agosto de 2021, el déficit financiero llevaba acumulados -2% PBI, de los cuales 0,7% se explicaron por financiamiento monetario. De cumplirse las proyecciones para el cierre del presupuesto 2021, queda como un escenario a definir el financiamiento adicional por otro 3,4% PBI entre septiembre y diciembre. Este escenario base implicaría necesidades de emisión por 2,8% del PBI, que a primera vista lucen muy exigentes para la estabilidad cambiaria.

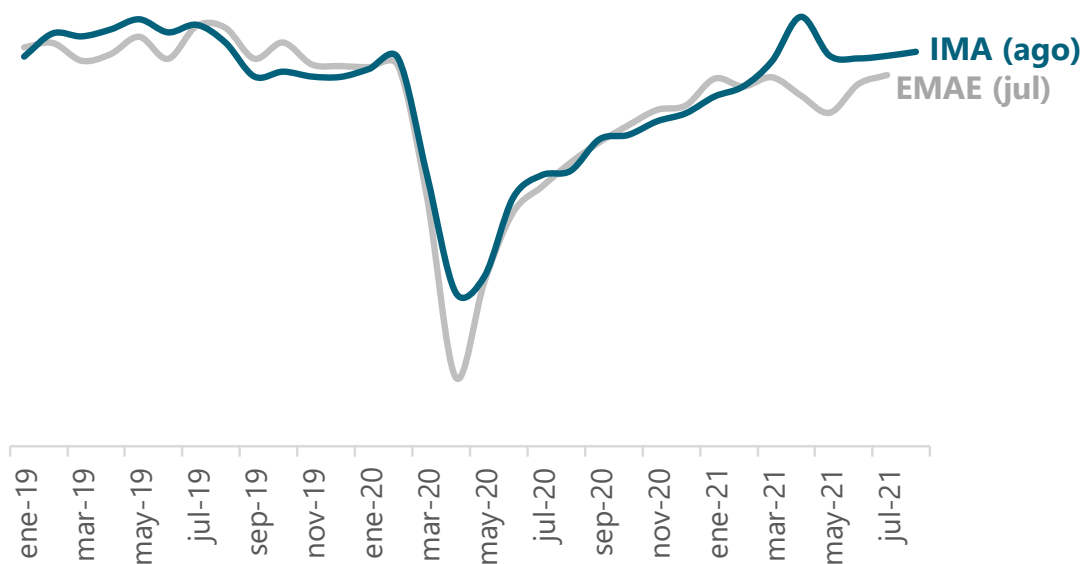
Los interrogantes que se abren en este punto nos llevan a pensar no solo si es posible mantener fuentes de financiamiento para esta magnitud de déficit, sino también en qué medida un resultado primario casi sin signos de mejoría y que ni siquiera parece lograr un impacto positivo sobre la actividad es consistente con un eventual acuerdo con el FMI.

Siempre nos quedará el arrastre

El repunte de la actividad económica post-COVID parece haber encontrado un techo. **Según nuestro Indicador Mensual de Actividad económica (IMA), en agosto la economía se incrementó 0,3% respecto a julio, consolidando el amesetamiento en torno a los niveles alcanzados en los meses previos al ASPO 2020.** Esto también se verifica en la industria, con el dato de agosto recientemente publicado por el INDEC (-0,6% mensual en términos desestacionalizados).

El repunte se frena

Índice mensual desestacionalizado de la actividad económica

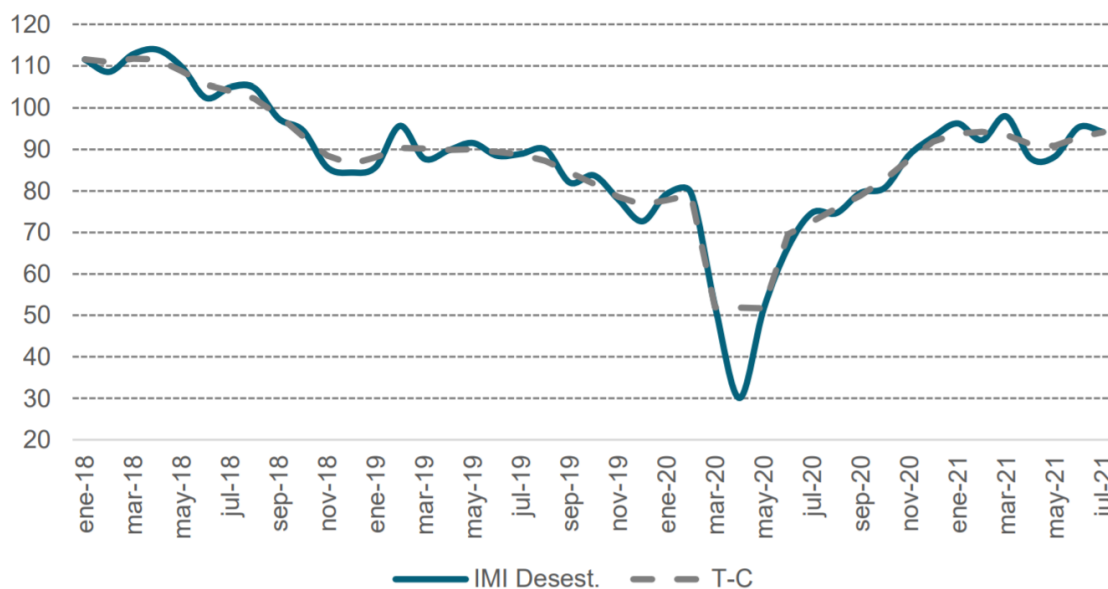


Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

Esto fundamentalmente obedece al magro repunte que se observa en el consumo, sumado al freno que se observó en lo que va del año en la inversión, tras el fuerte repunte que había mostrado en la segunda parte del 2020. En efecto, en agosto del 2021 el consumo medido por el Indicador Mensual de Consumo (IMC) se incrementó 0,6% mensual, y se ubica 2,3% debajo de los niveles prepandemia, mientras que nuestro Indicador Mensual de la Inversión (IMI) mostró una caída del 1,2% mensual en julio, reflejando el estancamiento de este componente.

El estancamiento de la inversión

Índice desestacionalizado de la inversión y tendencia ciclo



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

Aun así, el gobierno ajustó al alza la estimación del crecimiento de este año al 8%, plasmado en la reciente presentación de las proyecciones del Presupuesto 2022, y convalidadas por el mercado, ya que el Relevamiento de las Expectativas del Mercado (REM) con los datos de septiembre que acaba de publicar el BCRA muestra que el TOP-10 de las consultoras ajustaron 0,5 p.p. al alza su estimación (de un promedio de 7,3% a 7,8%).

Esta aparente contradicción en realidad está explicada por el fuerte efecto de arrastre que dejó el repunte de la actividad en la segunda parte del 2020 y principios de este año, tras la salida de la cuarentena estricta provocada por la pandemia. **En efecto, el arrastre al primer trimestre de 2021 es, precisamente, del 8%.**

¿Por qué cae la desocupación?

El INDEC dio a conocer las tasas e indicadores del mercado de trabajo correspondientes al segundo trimestre de 2021. **La tasa de actividad se ubicó en 45,9%, la de empleo en 41,5% y la de desocupación descendió a 9,6%.**

Es importante señalar que el relevamiento de la EPH continuó afectado por la pandemia y las medidas de aislamiento y distanciamiento. Al igual que los cuatro trimestres anteriores, se utilizó la modalidad mixta para el relevamiento, realizando las entrevistas tanto de manera presencial como telefónica. **Esto genera un aumento de la no respuesta y afecta la calidad de la muestra.** Si bien es la medición del mercado laboral argentino más exhaustiva con la que se cuenta, por lo que debemos utilizarla, veremos que los datos difieren de los expuestos por las estadísticas de empleo registrado (SIPA-MTEySS). Las conclusiones que se desprenden del análisis de la EPH deben ser tomadas con cautela.

El mercado laboral tiene comportamientos estacionales y, por lo tanto, los resultados de un trimestre solo deberían compararse con los del mismo trimestre de años anteriores. Sin embargo, la excepcionalidad que supone la pandemia hace que las comparaciones intertrimestrales sean también relevantes, para poder captar si los indicadores se recuperan luego del momento en el que se dieron las mayores restricciones a la movilidad.

Hechas estas salvedades, los datos correspondientes al segundo trimestre de 2021 **muestran una caída en la cantidad de personas desocupadas**, tanto respecto del trimestre anterior como respecto de la pre-pandemia. Sin embargo, como se observa en la tabla a continuación, **esta caída se explica por el aumento en la cantidad de personas inactivas y no por un crecimiento del empleo, que se frenó luego de tres trimestres de recuperación sostenida y se mantiene 92 mil puestos abajo del II-19.**

El desempleo cae por el aumento de la inactividad

Población según su condición, valores expresados en miles

	Población	Inactiva	Ocupada	Desocupada
I-19	28.261	14.976	11.947	1.338
II-19	28.330	14.819	12.073	1.438
III-19	27.989	14.768	11.934	1.287
IV-19	28.469	15.033	12.240	1.196
I-20	28.537	15.098	12.045	1.394
II-20	28.605	17.622	9.546	1.437
III-20	28.672	16.541	10.716	1.415
IV-20	28.740	15.798	11.524	1.418
I-21	28.807	15.470	11.982	1.355
II-21	28.872	15.618	11.981	1.273
II-21 vs I-21	65	148	-1	-82
II-21 vs II-19	542	799	-92	-165

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

El aumento de la inactividad respecto del primer trimestre de este año puede deberse a la intensificación de las restricciones a la actividad por el fuerte crecimiento de los casos de COVID-19 que se produjo durante la “segunda ola” en mayo y junio. **Recordemos que en el II-20, el trimestre más afectado por el Aislamiento, Social, Preventivo y Obligatorio (ASPO), la caída del empleo no se evidenció como una caída de la desocupación sino, precisamente, como un aumento de la inactividad.**

Sin embargo, el hecho de que la transición haya sido desde la desocupación hacia la inactividad (y no desde el empleo hacia la inactividad) podría estar indicando también la –preocupante– presencia del “efecto desaliento”. Esto es, que las personas desocupadas se retiraron del mercado de trabajo desanimadas luego de infructuosas búsquedas laborales. Resta ver qué sucede en los próximos trimestres, de

la mano de la paulatina normalización de la actividad producto del avance de la vacunación y la baja sostenida de los casos. **Por el momento, en esta baja de la desocupación hay pocos elementos para celebrar.**

Por otra parte, la EPH muestra un crecimiento del trabajo asalariado registrado (+143 mil puestos respecto de I-21) que, ya desde el trimestre anterior, se habría ubicado por sobre los niveles pre-pandemia (+96 mil puestos respecto del II-19). **En cambio, los datos del SIPA publicados por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, muestran un panorama menos alentador. El conjunto del empleo asalariado registrado público, privado y en casas particulares, medido con estacionalidad, aumentó en 50 mil puestos respecto del trimestre anterior, pero se mantiene 159 mil puestos por debajo del II-19.** Es decir, la EPH está sobrecapturando la recuperación del empleo registrado.

En cuanto al resto de las categorías ocupacionales, el trabajo asalariado no registrado permanece deprimido (349 mil puestos menos que en II-19). El cuentapropismo ha retrocedido en los dos últimos trimestres: 263 mil cuentapropistas menos que en el IV-19, cuando alcanzó su valor máximo. Aun así, permanece 151 mil puestos por encima del nivel pre-pandemia (II-19), lo que muestra que parte de la recuperación del empleo ocurrida en los últimos trimestres continúa siendo autoempleo. **La conclusión que parece desprenderse de aquí es que en el II-20 se produjo la destrucción de unidades productivas informales y muchas de las personas empleadas allí volvieron al mercado laboral como cuentapropistas.**

La suma de lo analizado hasta aquí muestra un panorama que está lejos de ser alentador. Aún más si consideramos que respecto de la pre-pandemia hay 92 mil puestos de trabajo menos, mientras que la población creció en 542 mil personas. Es decir, se destruyeron puestos de trabajo, en un contexto de crecimiento poblacional.

La pobreza continúa en niveles elevados

El INDEC también publicó el indicador de pobreza correspondiente al primer semestre del año: **el 40,6% de las personas no contó con ingresos suficientes para costear la canasta básica total**. Esto representa un descenso de 1,4p.p. respecto del semestre anterior, cuando la pobreza alcanzó al 42%.

Se trata de una reducción magra, si tenemos en cuenta que entre un semestre y otro hubo, en promedio, 862mil personas más empleadas (+7,7%). Es decir, la recuperación parcial del empleo no fue suficiente para lograr una caída más significativa de la incidencia de la pobreza. **La aceleración inflacionaria del primer semestre de 2021, especialmente en los alimentos, que puso en jaque la recuperación de los ingresos reales –tanto laborales como no laborales-, aparece como la principal limitante para una mejora sustancial del indicador.**

Vale recordar que el RIPTTE cayó -2,8% respecto del segundo semestre de 2020, así como las jubilaciones y las prestaciones sociales también mostraron caídas en términos reales en el primer semestre (a diferencia de otros componentes del gasto público, como el gasto de capital y los subsidios a la energía y el transporte). **Aun así, de acuerdo al informe del INDEC, el ingreso total familiar promedio de la población creció en términos nominales (+32,4%) más que la canasta básica total (+25,5%) y también más que la canasta básica alimentaria (+28,4%) respecto del semestre anterior.** Como señalamos en el apartado anterior, estas discrepancias con otras fuentes (RIPTTE y presupuesto) pueden deberse a las falencias del relevamiento de la EPH.

Si hubo una recuperación de ingresos como señala la EPH, es llamativo el leve crecimiento de la indigencia, que pasó del 10,5% en el segundo semestre de 2020 a 10,7% este semestre. **Esto implica que dicha recuperación fue heterogénea.** Mientras unas 275 mil personas pudieron superar la línea de pobreza y se redujo la brecha de pobreza (en promedio, los hogares pobres están más cerca de alcanzar el monto de la CBT), otras 80 mil personas cayeron por debajo de la línea de indigencia.

Dado que se trata de un indicador altamente sensible a la evolución de los ingresos y los precios, **es esperable que, de mantenerse la desaceleración inflacionaria de los últimos meses, la pobreza y la indigencia puedan comenzar a mostrar una reducción el próximo semestre**, en el que se espera una recuperación del salario real (por los aumentos de paritarias ya acordados) y un incremento en el gasto social.

El frente fiscal en el ojo de la tormenta

Tras la derrota electoral, el presupuesto quedó en el foco de las discusiones internas del gobierno. Por un lado, el planteo de la vicepresidenta acerca de la baja ejecución del gasto público en lo que va del año y, por el otro, la presentación del proyecto de presupuesto 2022 que contempla una estimación de cierre para el corriente año y las metas fiscales para el siguiente.

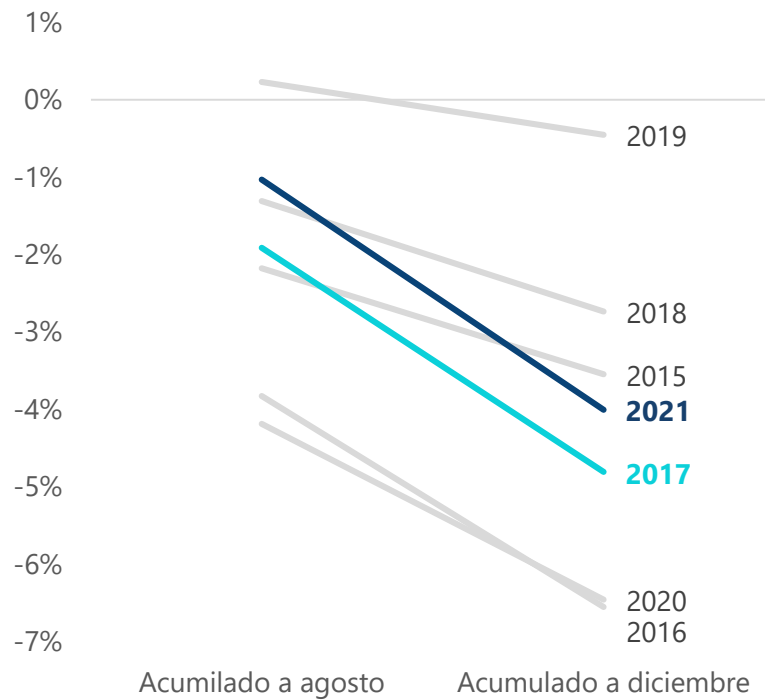
Con los datos cerrados para los primeros ocho meses del año observamos un déficit primario del 1% del PIB. Como venimos destacando en informes anteriores, esta dinámica parece mucho más austera de lo que a priori se podía inferir del presupuesto 2021, en el cual se estimaba un cierre de año con un déficit de -4,2% el PIB. Sin embargo, con la nueva estimación que se incorporó en el mensaje de presupuesto 2022 para este año, el déficit que se espera es prácticamente el mismo, corrigiendo a -4% del PIB.

La pregunta que surge por estos días es si en los cuatro meses que restan del año es posible incrementar en 3 puntos porcentuales el déficit primario tal como lo definió la nueva proyección oficial y proponía la vicepresidenta en su última carta.

De 2015 a la fecha solo en un año se profundizó el déficit en esa magnitud entre septiembre y diciembre y fue en 2017, también en ocasión de elecciones legislativas que se produjeron a finales de octubre de ese año. Es importante tener en cuenta que en aquel momento el impulso sobre el gasto primario vino principalmente del gasto previsional producto de los pagos extraordinarios de la Reparación Histórica, un efecto ausente en 2021.

La aceleración del déficit en el último cuatrimestre

En porcentaje del PIB



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

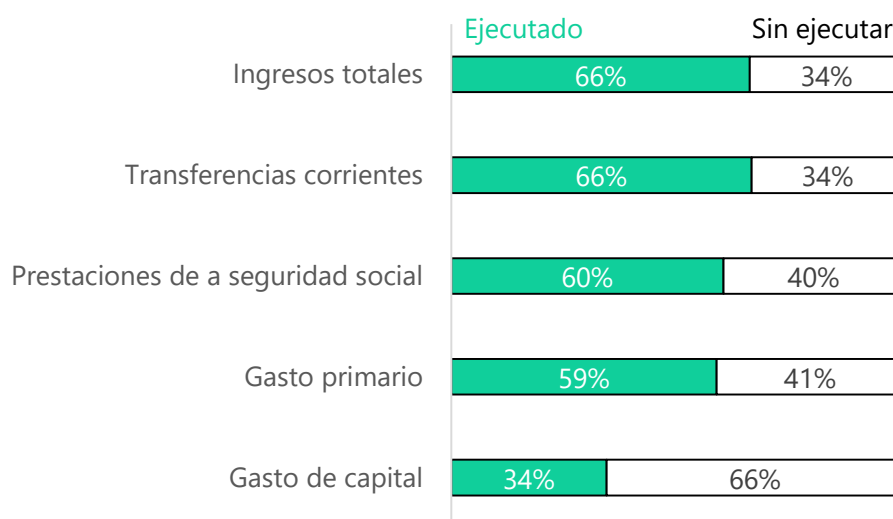
En consecuencia, no hay dudas de que el impulso fiscal para los próximos meses que lleva implícito el presupuesto representan un desafío para la gestión, que lejos de explicarse por una aceleración del

gasto previsional como en 2017 parece encontrar su sentido en el gasto de capital, el cual se destaca por su notable subejecución en lo que va del año.

Si bien esta partida no suele tener una estacionalidad marcada ya que se paga contra presentación de certificados de obra -los cuales se acumulan hacia el final del ejercicio- **en los últimos años el grado de ejecución del gasto de capital para el mes de agosto ronda en el 62%, por lo que el valor de 34% que se observa en 2021 resulta más que llamativo.**

Grado de subejecución de principales partidas 2021

Valores observados vs proyecciones de cierre del presupuesto 2022



Nota: series elaboradas en base a metodología actual.

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

Así, alcanzar la nueva proyección de cierre fiscal que implica un déficit primario de -4% del PIB parece un objetivo difícil de alcanzar. Sin embargo, aun considerando un déficit inferior en el orden del 3,5% que resulta más factible de ejecutar, lo cierto es que se mantendrá una inercia en las partidas presupuestarias que harán muy difícil alcanzar un valor para 2022 por debajo del 3% del PIB.

Esta dificultad la refleja el mismo presupuesto que estima para 2022 un déficit primario de -3,3% del PIB, aun considerando un gasto primario que se contrae ligeramente en términos reales. **Los interrogantes que se abren en este punto nos llevan a pensar no solo si es posible mantener fuentes de financiamiento para esta magnitud de déficit, sino también en qué medida un resultado primario casi sin signos de mejoría y que ni siquiera parece lograr un impacto positivo sobre la actividad es consistente con un eventual acuerdo con el FMI.**

Ante una mayor exigencia financiera

En lo que va del 2021, **el déficit del Sector Público se financió principalmente por medio de recursos transferidos por el BCRA.** Con

datos a agosto de 2021, el déficit financiero llevaba acumulados -2% PBI, de los cuales 0,7% se explicaron por financiamiento monetario. De cumplirse las proyecciones para el cierre del presupuesto 2021, queda como un escenario a definir el financiamiento adicional por otro 3,4% PBI entre septiembre y diciembre. **Este escenario base implicaría necesidades de emisión por 2,8% del PBI, que a primera vista lucen muy exigentes para la estabilidad cambiaria, pero que podrían verse disminuidas tanto por una reducción en el déficit ejecutado respecto al previsto, como por una mayor oferta de crédito local.**

El financiamiento del déficit, otro desafío

Déficit financiero y sus fuentes de financiamiento

cifras en % del PBI	Ene 21 - Ago 21	Sep 21 - Dic 21
Resultado Financiero	-2,0%	-3,4%
BCRA	1,7%	-2,8%
Otras fuentes y usos	0,3%	0,6%

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a BCRA y Mensaje de Presupuesto 2022).

Diversas iniciativas oficiales buscan incrementar el espacio de financiamiento por medio del mercado de capitales doméstico. Luego de un tímido debut a fines de agosto, durante el mes de septiembre continuó la operatoria del programa de creadores de mercado para colocación directa de títulos a entidades que ofrecen liquidez en mercado secundario. En el menú de títulos, la oferta a principios de mes incorporó bonos del tesoro dólar linked con vencimientos en noviembre de 2022 y abril de 2023. A lo largo de las licitaciones los cortes convalidaron la expectativa de tasas algo mayores, aún sin tomar el total de las ofertas. La TNA de referencia a diciembre de 2021 se ubicó en el orden del 40,2% en el vencimiento a diciembre, ofreciendo rendimientos ex ante positivos frente a las expectativas de inflación del REM en las colocaciones a corto plazo, que fueron las preferidas por el mercado en el último mes.

Sin embargo, el resultado de los mayores esfuerzos fue un financiamiento neto en el mes por \$30,5 mil millones, lo cual configura

una tasa de refinanciamiento del orden del 12,7% sobre los vencimientos, en línea con lo obtenido en el transcurso del año.

Para lo que queda de 2021 se pueden esperar iniciativas de similar tenor para ampliar al espacio financiero, con eficacia aún incierta. A comienzos de octubre el Tesoro anunció la intención de emitir Letras de Liquidez de corto plazo, con vencimientos menores a un mes, que estarían acompañadas por incentivos regulatorios para su adquisición por parte de la industria de Fondos Comunes de Inversión. De generar volumen, estos instrumentos captarían parte de la liquidez que actualmente se aloca en el sistema financiero y que no enfrenta una importante demanda de crédito. A la vez, se anunció la ampliación de la emisión de títulos dólar linked 2022 y 2023.

Con una combinación entre nuevas variedades de instrumentos (en plazos y cláusulas de ajuste), mayores tasas de interés y orientación regulatoria, el Ministerio de Economía intenta contener el desequilibrio entre oferta de pesos y demanda de dólares. Hacia 2022, la clave será la sincronización entre el impulso fiscal suficiente para impulsar la actividad e incrementar la demanda de dinero, sin que en ese camino se vea comprometida la delicada estabilidad cambiaria.