

# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

64° | Noviembre 2021



<https://itegaweb.org/>



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



[consultas@itegaweb.org](mailto:consultas@itegaweb.org)



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



Instituto de Trabajo y Economía  
Fundación Germán Abdala

## CLAVES DE LECTURA

A dos semanas de las elecciones generales de medio término, el mercado de cambios muestra las consecuencias de las decisiones de política post PASO vinculadas a un endurecimiento del cepo. Por un lado, **a pesar de la temporada baja en materia de liquidación de exportaciones, las reservas internacionales muestran una importante resistencia a la baja**, de la mano de compras netas de divisas casi neutras en octubre.

**La consecuencia necesaria y el daño colateral de los mayores ajustes al torniquete cambiario es la filtración de las tensiones sobre los mercados libres.** A su vez, el endurecimiento del discurso del gobierno de cara a la negociación con el FMI sumó un ruido adicional al mercado financiero, llevando la brecha cambiaria a niveles récord desde la corrida de septiembre/octubre del año pasado.

En paralelo, la actividad económica alcanzó los niveles prepandemia, pero habrá que seguir de cerca lo que sucede en los últimos meses del año para ver si efectivamente vemos un crecimiento genuino o si la actividad se mantiene en estos niveles.

En el plano fiscal, en el informe del mes pasado advertimos que los números de septiembre iban a ser determinantes para evaluar la posibilidad de alcanzar el déficit primario de -4% del PIB, ya que esa proyección exigía una aceleración del gasto público, dada la clara subejecución de los primeros ocho meses del año (especialmente en la inversión pública).

Sin embargo, **el cierre fiscal de septiembre, lejos de un abrupto cambio de tendencia, estuvo más cerca de la dinámica observada desde comienzos del año.** Así, estimamos que **el déficit primario para este año podría alcanzar alrededor de un -3% del PIB, lejos de la estimación oficial de -4% del PIB.**

Al partir de una estimación para 2021 más razonable, que contempla de todos modos una aceleración en el último trimestre, e incluso suponiendo las dinámicas de variación nominal del presupuesto para 2022, llegamos a un déficit primario para el año que viene que resulta significativamente

menor al propuesto por el gobierno. Estas proyecciones implican que en 2021 y 2022 el gasto primario se contraería en términos reales un 2% en cada ejercicio, luego del incremento del 15% en 2020.

Por último, a principios de octubre se presentó el proyecto de ley “Un Puente al Empleo”, que **se propone transformar los planes sociales en trabajo formal de calidad**. Para cumplir con dicho objetivo, propone la reducción de las contribuciones patronales para las MiPyMEs que contraten a beneficiarios y beneficiarias de dichos programas (e incrementen su nómina laboral).

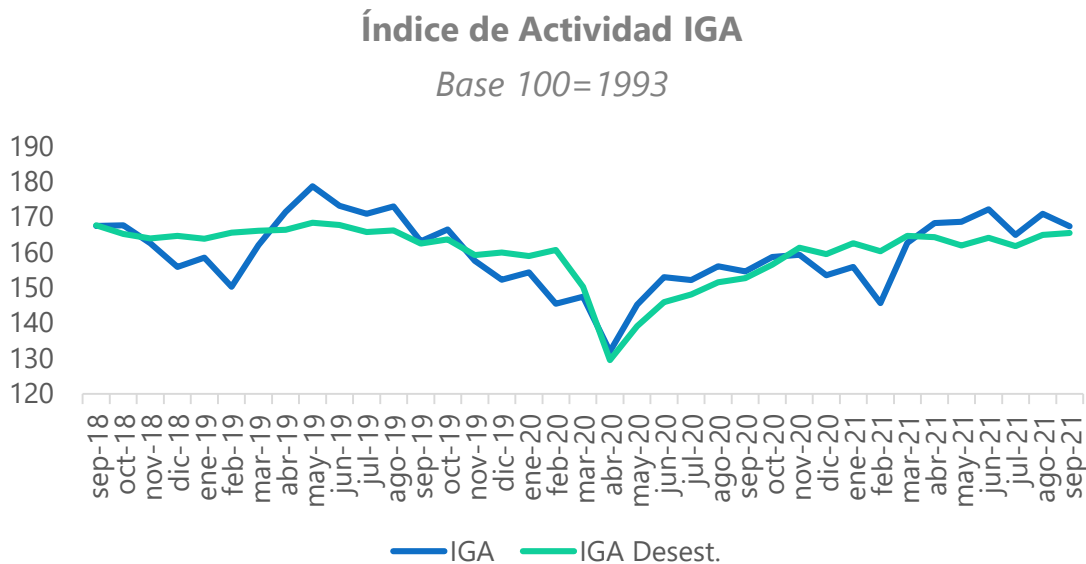
Al analizar el universo del millón de personas beneficiarias del Potenciar Trabajo, **se observa que la prestación se encuentra feminizada (el 64% de los beneficiarios son mujeres) y concentrada en la población joven (el 41% de los beneficiarios tiene menos de 30 años)**. Esta pirámide poblacional no coincide con la pirámide poblacional de las personas activas en el mercado laboral. En cambio, tiende a asemejarse más a la pirámide poblacional de las personas inactivas.

**Por lo tanto, con una alta participación de jóvenes y mujeres, el Potenciar Trabajo alcanza en mayor medida a personas con dificultades o limitaciones de tipo estructural para su inserción en el mercado de trabajo, antes que a grupos con problemas coyunturales para conseguir empleo.**

## Se vislumbra una leve mejoría a partir de septiembre

En septiembre de 2021, según el índice de la consultora Ferreres, la actividad registró un crecimiento de 8,3% anual, contabilizando en los primeros nueve meses el año un avance de 10,1%. Del mismo modo, el indicador desestacionalizado mostró una leve expansión de 0,3% respecto de agosto.

**Así, la actividad económica alcanzó los niveles prepandemia, pero habrá que seguir de cerca lo que sucede en los últimos meses del año para ver si efectivamente vemos un crecimiento genuino o si la actividad se mantiene en estos niveles.**

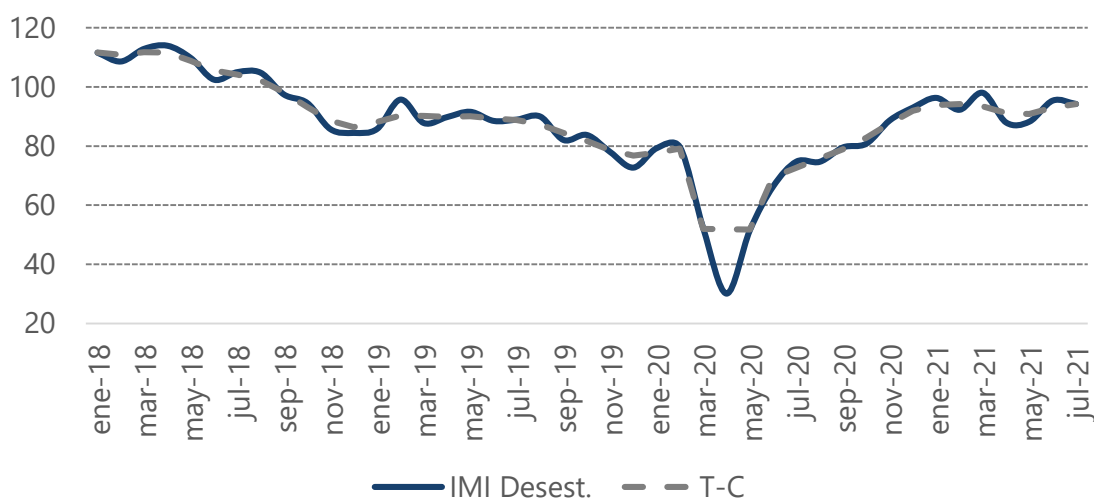


Fuente: Ferreres y Asociados.

En este sentido, **nuestro Indicador Mensual de la Inversión (IMI) registró un crecimiento de 18,6% anual, situándose en el nivel de marzo 2021 y finales de 2018. En términos desestacionalizados, presentó un fuerte incremento de 4,6% mensual, después dos meses de caída. Si bien la inversión continúa estancada en los niveles de comienzos de 2021, en los últimos meses parece haber presentado un punto de giro.** El tercer trimestre del año cerró con un incremento anual de 22,4% siendo el cuarto trimestre consecutivo de subidas.

## Indicador Mensual de la Inversión (IMI)

Base 100=2014



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

Continuando por el lado del consumo, de acuerdo con datos de Nielsen, en septiembre las cantidades vendidas cerraron con un alza del 8,5%, en términos anuales. De acuerdo con Scentia la performance de las cadenas de supermercados sigue por buen camino, a diferencia de lo que sucede en los autoservicios independientes, que todavía registran números en negativo. Los supermercados tuvieron una variación positiva de 5,7%, mientras que los autoservicios de barrio cayeron -0,9%. Los mayoristas presentaron también un incremento positivo de 3,6%, algo que no se observaba desde abril de 2020. Esto se debe a una recuperación en el stock de capital de trabajo por parte de los kioscos y polirubros.

**El consumo muestra un leve repunte, en línea con la tibia recuperación que están mostrando los ingresos en la segunda parte del año. Al igual que en la actividad, habrá que seguir de cerca lo que suceda en los últimos meses del año, donde la evolución de los precios sin dudas va a ser un dato clave.**

### Control de precios, recargado.

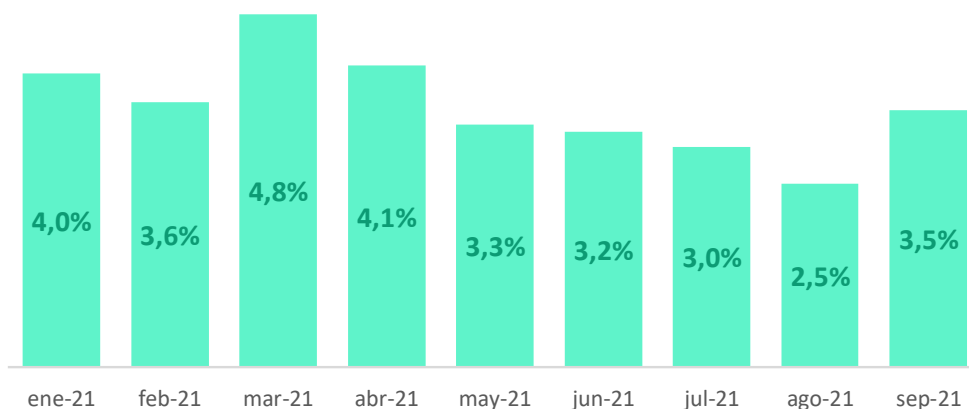
Hace algunas semanas asumió Roberto Feletti como Secretario de Comercio Interior, en lugar de Paula Español. Con un discurso más duro, lo

primero que hizo fue anunciar un congelamiento de precios por 3 meses (finalmente sin el acuerdo de las cámaras empresariales), para una canasta de unos 1.400 productos de consumo masivo, retrotrayendo los precios al 1 de octubre.

Por detrás de esto estuvo el mal dato de septiembre, que además de ser muy elevado (3,5% mensual), le puso freno a un incipiente proceso de desinflación, ya que venía de 5 meses consecutivos en baja.

### Se frenó la desaceleración de los precios

*Variación mensual en %*



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

Lo primero que es importante destacar es que la medida no es muy distinta de lo que ya se venía haciendo en materia de Precios Cuidados, aunque allí hay aumentos periódicos pactados y consensuados, sumado a que la canasta de productos es menor (alrededor de 700 productos).

Respecto de su eficacia como herramienta antiinflacionaria, parece muy poco probable que pueda funcionar, sobre todo cuando es utilizada como una medida aislada y no como parte de un programa apuntado a reducir la inflación. Las experiencias anteriores indican que, si bien puede tener un impacto en el IPC de estos tres meses, es muy probable que, tras la finalización del congelamiento, las empresas busquen recuperar los márgenes perdidos y que esto provoque un aumento importante en la inflación de los meses siguientes (como por ejemplo sucedió tras la

finalización del programa Precios Máximos en 2020 o la finalización del congelamiento aplicado por Moreno en 2013).

Visto desde un punto de vista más político, la medida cobra más sentido, dado el sabido impacto negativo que tiene la escalada de los precios en el bolsillo y el humor de la sociedad, justo antes de las elecciones.

## ¿Un puente hacia dónde?

A principios de octubre se presentó el proyecto de ley “Un Puente al Empleo”, que **se propone transformar los planes sociales en trabajo formal de calidad**. Para cumplir con dicho objetivo, propone la reducción de las contribuciones patronales para las MiPyMEs que contraten a beneficiarios y beneficiarias de dichos programas (e incrementen su nómina laboral). **En medio de las discusiones sobre “la conversión de planes en trabajo”, se firmó un decreto de características similares al proyecto de ley**: el beneficio/incentivo para los empleadores es que la prestación se considerará parte integrante del salario, además de que se beneficiarán de una reducción de las contribuciones patronales del 90% al 95% según el género de la persona contratada.

Las prestaciones de asistencia que forman parte del decreto son el “Potenciar Trabajo”, bajo la órbita del Ministerio de Desarrollo Social, y el “Programa de Inserción Laboral”, del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social. El primero tiene una cantidad mucho mayor de beneficiarios, porque en los últimos años ha tenido lugar un doble movimiento: a) a partir de 2018, una reducción significativa de los beneficiarios de programas de la Secretaría de Empleo (que a principio de este año mantenía a poco más de 130 mil personas beneficiarias, contra un promedio anual de más de 600 mil titulares previo a 2018); **b) la creación y expansión del Potenciar Trabajo bajo la órbita de Desarrollo Social, que a principio de la pandemia incluía 560 mil beneficiarios y actualmente alcanza a más de 1 millón de personas**. De esta manera, durante el macrismo, la atención a las personas con problemas de empleo

ha mutado desde el Ministerio de Trabajo al de Desarrollo Social, situación que se mantiene actualmente.

La política oficial se orienta hacia la promoción del empleo formal mediante la reducción del costo salarial que enfrentan los empleadores. **El diagnóstico subyacente pareciera ser que no se crean suficientes puestos de trabajo asalariados registrados privados porque el costo de generarlos es muy elevado.** Por lo tanto, habría que reducirlo y eso llevaría a que las empresas contraten más personas. Este diagnóstico adolece de un problema: **en un contexto de su insuficiencia de demanda (y con muchas restricciones para dinamizarla), este tipo de iniciativas tiene escasa efectividad** e incluso, de resultar efectivas, podrían derivar en algunos efectos perjudiciales sobre el mercado laboral. Cabe tener presente el bajo dinamismo del empleo formal, que logró resistir mejor que el informal frente a la pandemia, pero que luego no consolidó su recuperación. El nivel de empleo registrado se encuentra -1,5% por debajo del nivel pre-pandemia (feb-20) y -6,1% por debajo del máximo de la serie (dic-17). En este contexto, **una política de estas características, si no se calibra adecuadamente, puede incluso generar un efecto reemplazo de un grupo de ocupados por otro.**

Esto es así porque **las políticas que intervienen sobre la oferta laboral rara vez inciden sobre la decisión de la creación de nuevos puestos de trabajo, sino que buscan afectar la decisión respecto a quién ocupa dicho puesto.** Dicho de otra manera, la creación de puestos de trabajo es, en términos generales, independiente de las políticas de oferta; en cambio, estas actúan para que determinado colectivo se vea privilegiado en el acceso. No generan empleo en sí mismo, sino que "ordenan la fila" de las personas candidatas a ocupar un puesto, buscando situar primeros a determinados grupos (en este caso los beneficiarios de planes sociales).

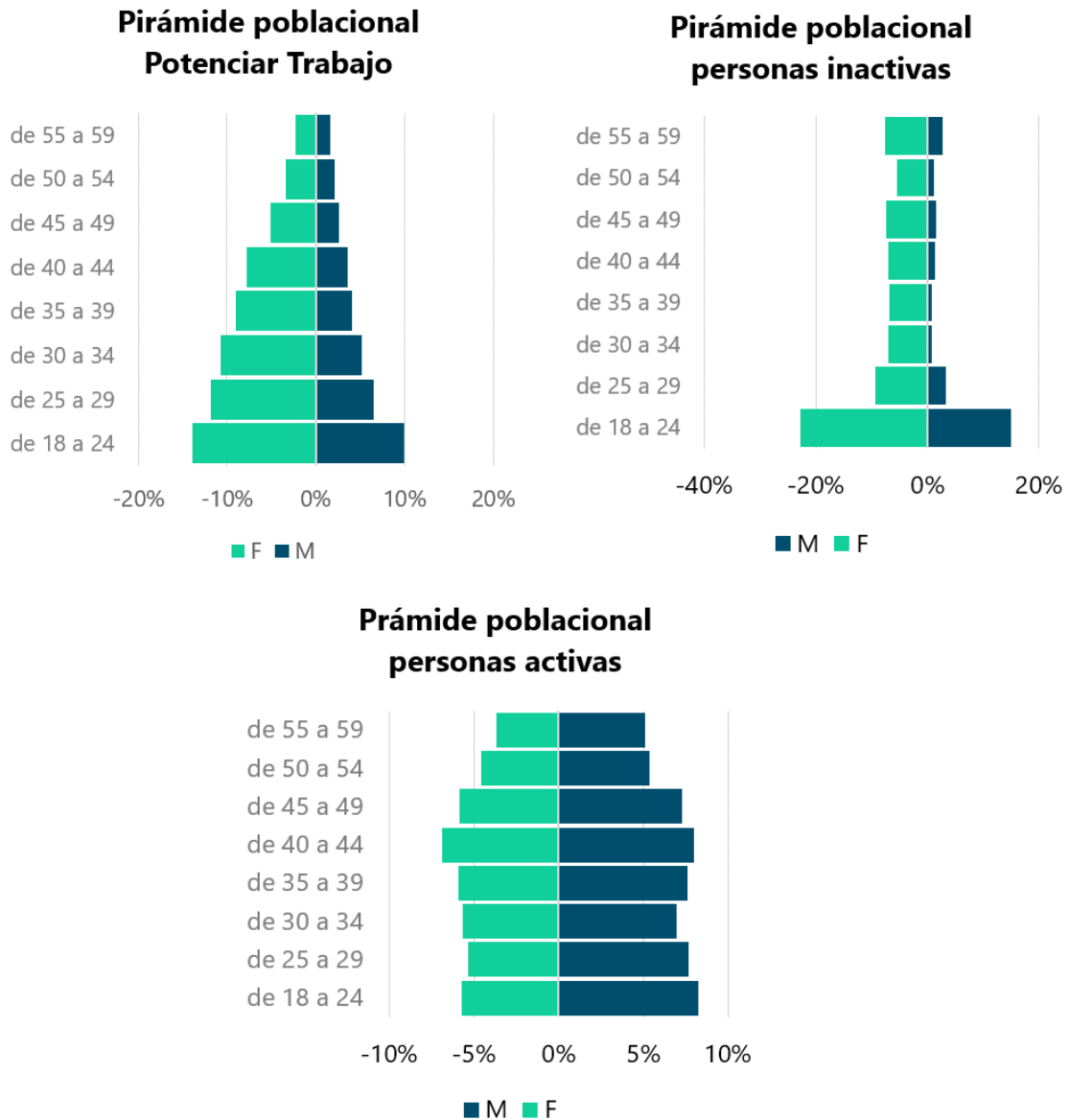
Al analizar el universo del millón de personas beneficiarias del Potenciar Trabajo, **se observa que la prestación se encuentra feminizada (el 64% de los beneficiarios son mujeres) y concentrada en la población joven (el 41% de los beneficiarios tiene menos de 30 años).** Esta pirámide poblacional no coincide con la pirámide poblacional de las personas activas



en el mercado laboral. En cambio, tiende a asemejarse más a la pirámide poblacional de las personas inactivas.

### ¿Población activa o inactiva?

*Distribución poblacional de cada grupo*



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a estadísticas del Ministerio de Desarrollo Social y EPH-INDEC.

Tanto los y las jóvenes, como las mujeres en todas sus edades activas, son grupos poblacionales con restricciones para una inserción laboral plena. En el caso de los jóvenes la finalización de estudios secundarios y la posibilidad de continuar su trayectoria educativa explica la mayor inactividad estructural, más allá de sus mayores tasas de desocupación por las dificultades de acceso al primer empleo. En el caso de las mujeres,

además, su preponderancia entre las personas inactivas no se debe únicamente a la falta de oportunidades en el mercado laboral, sino a su dedicación a las tareas de cuidado que realizan de manera no remunerada en los hogares.

**Por lo tanto, con una alta participación de jóvenes y mujeres, el Potenciar Trabajo alcanza en mayor medida a personas con dificultades o limitaciones de tipo estructural para su inserción en el mercado de trabajo, antes que a grupos con problemas coyunturales para conseguir empleo.**

Mientras que una estrategia de incorporación al mercado de trabajo que no tome nota de esta situación va a chocar con serias dificultades, **el contexto amerita un debate sobre las políticas apropiadas para los diversos que se encuentran entre la población beneficiaria de planes y prestaciones:** a) las personas que actualmente desarrollan una actividad por cuenta propia o de manera colectiva para quienes el programa actúa como un complemento de ingresos; b) las personas que se desempeñan en actividades comunitarias, donde el programa permite el funcionamiento de esos dispositivos sociales; c) las personas que en virtud de múltiples motivos (como tener a cargo el cuidado de personas) se encuentran en inactividad laboral; d) las personas que coyunturalmente se encuentran desocupadas; e) jóvenes que requieren programas de terminalidad educativa; f) jóvenes desocupados o desalentados que buscan una primera inserción en el mercado de trabajo; entre otros.

## ¿Cuál será el déficit primario 2022?

**Luego de las PASO, parte de la agenda pública viró hacia cuán adecuado resultaba el impulso fiscal para la coyuntura política y la crisis social sintetizada en la cifra récord de pobreza.** En el informe del mes pasado señalábamos, por un lado, el planteo de la vicepresidenta sobre la baja ejecución del gasto público y por el otro la presentación del proyecto de presupuesto 2022 que contempla una estimación de cierre

para 2021 que da cuenta de una notable aceleración del déficit en el tramo final del año.

En aquel momento advertimos que los números de septiembre iban a ser determinantes para evaluar la posibilidad de alcanzar el déficit primario de -4% del PIB, ya que esa proyección exigía una aceleración del gasto público, dada la clara subejecución de los primeros ocho meses del año (especialmente en la inversión pública).

Sin embargo, **el cierre fiscal de septiembre, lejos de un abrupto cambio de tendencia, estuvo más cerca de la dinámica observada desde comienzos del año.** La excepcionalidad del ingreso extraordinario por el pago de los DEG del FMI que se computaron como ingreso corriente y representan poco más de 1% del PIB distorsiona el resultado primario. Si excluimos este ingreso, dado que tampoco está contemplado en la proyección fiscal 2021 del presupuesto 2022, **el déficit acumulado en los primeros nueve meses del año es de -1,3% del PIB, por lo que los datos de septiembre incorporaron un 0,3% de déficit a lo acumulado hasta agosto.**

**Al tomar como base de comparación la proyección oficial de cierre, el gran ausente en septiembre fue el *boom* de gasto de capital.** El gobierno estimó ejecutar para fin de año poco más de \$1.000 millones en esta partida, pero faltando solo tres meses lleva ejecutados cerca de \$400 millones. Teniendo en cuenta esta dinámica, y aún si esperamos una aceleración en el último trimestre, es esperable que el gasto de capital alcance, a lo sumo, \$700 millones (equivalente a un incremento de un 69% en términos reales respecto del 2020).

Hacer foco sobre el gasto de capital es importante porque el presupuesto 2022 contempla un incremento notable aun sobre la base sobreestimada de los \$1.000 millones. De acuerdo con las cifras oficiales, el año que viene se ejecutarán \$1.500 millones en inversión pública, lo que parece excesivo si esperamos para 2021 un nivel cercano a los \$700 millones.

De estas diferencias surgen dinámicas bastante diferentes para el 2021 y el 2022. Dada la baja ejecución de esta partida, **el déficit primario para este**

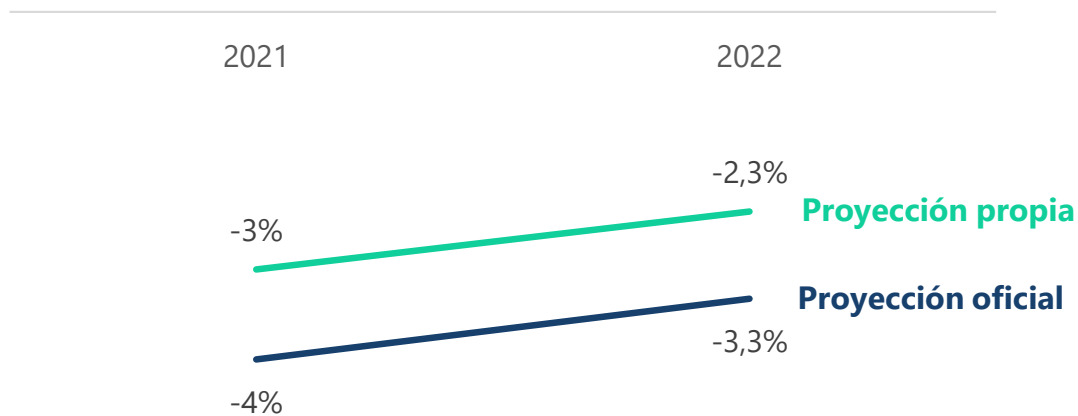
**año podría alcanzar alrededor de un -3% del PIB, lejos de la estimación oficial de -4% del PIB y de la definida el año pasado de -4,2% que tomó en cuenta la vicepresidenta en su última carta luego de las PASO.**

Al partir de una estimación para 2021 más razonable, que contempla de todos modos una aceleración en el último trimestre, e incluso suponiendo las dinámicas de variación nominal del presupuesto para 2022, llegamos a un déficit primario para el año que viene que resulta significativamente menor al propuesto por el gobierno. Estas proyecciones implican que en 2021 y 2022 el gasto primario se contraería en términos reales un 2% en cada ejercicio, luego del incremento del 15% en 2020.

**Se abre acá el interrogante de cuál es realmente la estrategia oficial sobre la política fiscal para el 2022, con una hipótesis que pasa a cobrar interés: un “ajuste” fiscal de 1% del PIB como prenda de negociación para lograr un acuerdo con el FMI que lleve el déficit de -3,3% a -2,3% para 2022 simplemente equivale a sincerar una proyección sobrestimada.**

### ¿Una meta fiscal FMI friendly para 2022?

*Resultado primario en porcentaje del PIB*



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

### La brecha cambiaria bajo presión

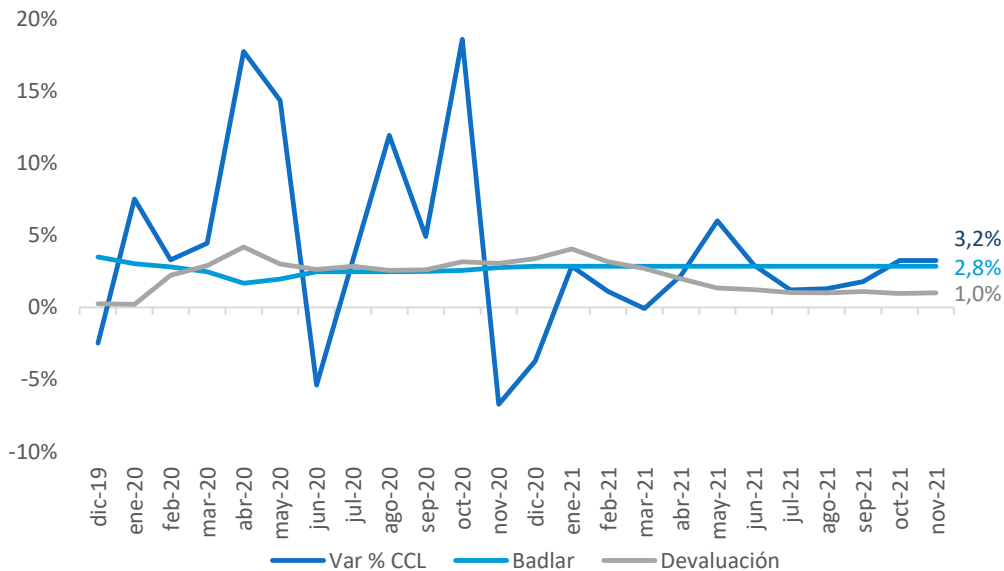
A dos semanas de las elecciones generales de medio término, el mercado de cambios muestra las consecuencias de las decisiones de política post

PASO vinculadas a un endurecimiento del cepo, es decir, las mayores restricciones al pago anticipado de importaciones y los nuevos límites a las operaciones en el mercado financiero regulado por la autoridad monetaria. Si bien a partir del 1° de noviembre se flexibilizaron algunas condiciones para la cancelación de importaciones, es probable que siga habiendo marchas y contramarchas de corto plazo en lo que hace a las restricciones de acceso a las divisas.

Por un lado, **a pesar de la temporada baja en materia de liquidación de exportaciones, las reservas internacionales muestran una importante resistencia a la baja**, de la mano de compras netas de divisas casi neutras en octubre (vs ventas netas de alrededor de USD 1.000 millones en septiembre). Esta dinámica es clave para la lectura que vaya haciendo el mercado respecto del desempeño del tipo de cambio oficial en el período inmediatamente posterior a las elecciones del 14 de noviembre y, sobre todo, respecto de cuál será el esquema cambiario a partir de 2022.

### La ecuación financiera de corto plazo

Variación % mensual



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

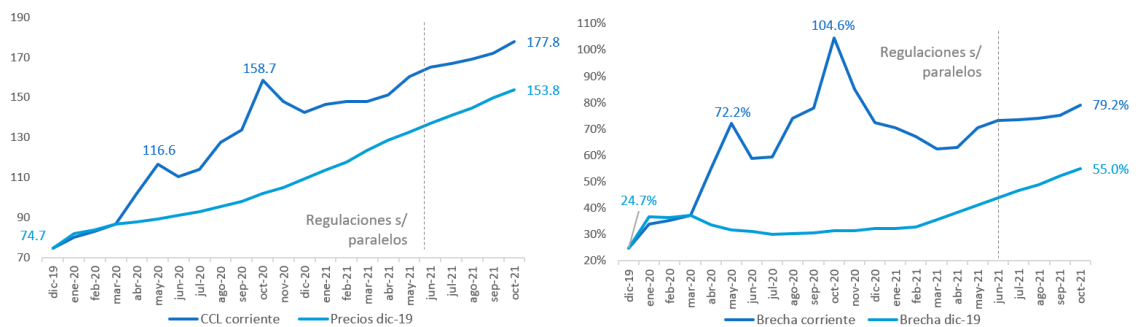
**Por lo pronto, la fuerte demanda y la negatividad de las tasas de interés de los instrumentos vinculados al dólar, junto con el desplazamiento en vertical de la curva de futuros de ROFEX -sobre**

todo en los tramos correspondientes a la primera parte del año que viene- muestra la proliferación de estrategias de cobertura ante una eventual devaluación, mientras que la aceleración inflacionaria de septiembre puso en valor los papeles ajustables por CER. De este modo, la intervención del BCRA se hizo más significativa en el mercado de futuros (con una posición vendedora de poco menos de USD 1.800 millones a septiembre) y más controlada en los mercados paralelos, de la mano de las mayores restricciones para este segmento comentadas anteriormente.

La consecuencia necesaria y el daño colateral de los mayores ajustes al torniquete cambiario es la filtración de las tensiones sobre los mercados libres. A su vez, el endurecimiento del discurso del gobierno de cara a la negociación con el FMI sumó un ruido adicional al mercado financiero, llevando la brecha cambiaria a niveles récord desde la corrida de septiembre/octubre del año pasado. En efecto, la brecha respecto del AL30, regulado por el BCRA -que vendió más de USD 400 millones en octubre para defenderlo- se ubica en 78,1% y la correspondiente al GD30 en 113,8%, mientras que en el tramo de negociación bilateral la diferencia entre ambos es de alrededor del 20%.

### ¿Fundamentos para los tipos de cambio paralelos?

En \$/USD y % sobre tipo de cambio oficial



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

El movimiento del dólar paralelo está vinculado entonces con las restricciones de corto plazo y con las dudas respecto de la volatilidad futura, con escaso fundamento en las variables macro observables en la actualidad. Respecto de 2019, los tipos de cambio paralelos se depreciaron en términos reales a partir de dos acontecimientos transitorios (el shock de

liquidez post ASPO y la corrida cambiaria de septiembre/octubre de 2020), mostrando el carácter espurio de estas cotizaciones.

**En este contexto, la política monetaria sigue sin dar nuevas señales de precio, mientras que los principales bancos centrales de la región ya empezaron a corregir al alza las tasas de interés en respuesta a las presiones inflacionarias que están surgiendo a nivel global en la post pandemia.** No obstante, también es cierto que Argentina no cuenta con un esquema de Metas de Inflación, donde la tasa de interés cumple un rol dominante en el balizamiento de la política monetaria y la inflación esperada es un *driver* clave de las decisiones de los bancos centrales. Lo que sí se observa, por otro lado, es una gradual aceleración de los agregados monetarios a partir de la segunda mitad del año, luego de la fuerte desaceleración ocurrida en la segunda mitad del año pasado a raíz del retiro de las políticas de estímulo anti-COVID. En este sentido, la BM muestra un incremento interanual del 35,8%, mientras que la suma de los pases y las LELIQ asciende a 63%, captando los efectos de segunda vuelta de la emisión monetaria destinada al financiamiento del Tesoro -recordar que el déficit primario acumulado anual ya asciende a 1,3% del PIB en septiembre, con una aceleración en los últimos meses y una emisión récord en octubre, del orden de los \$300.000 millones.

En lo que respecta al período pre-electoral, los instrumentos, la política económica y los stocks -USD 42.800 millones de reservas internacionales, cuya libre disponibilidad se encuentra cómodamente por debajo de los USD 10.000 millones- están sobre la mesa, pero como el tipo de cambio es un precio que se forma en virtud de lo que ha de esperarse en el futuro, la moneda sigue en el aire. Un eventual acuerdo con el FMI implicará, al menos en alguna medida, perder margen de maniobra en lo cambiario, situación es que difícil anticipar como será procesada por el mercado y por las propias autoridades.