

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

65° | Diciembre 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

Nuestro Indicador Mensual de Actividad Económica (IMA) indica que en octubre se mantuvo el repunte, al incrementarse 0,4% en términos desestacionalizados y 9,2% respecto del mismo mes del 2020. Al comparar con el EMAE, cuyo último dato es de septiembre, vemos una dinámica similar, donde en ambos casos el nivel de actividad ya recuperó los niveles prepandemia. Asimismo, en el acumulado del año la actividad se expandió 10,6%, mostrando una recuperación mayor a la esperada. **Por tales motivos, estimamos que 2021 cerrará con un repunte del 9,4%, mientras que para 2022 proyectamos un crecimiento del 2,5%.**

El Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social dio a conocer los datos de empleo registrado de septiembre, que confirman la recuperación del empleo, aunque todavía heterogénea. El empleo total creció en 71 mil puestos de trabajo respecto de agosto, una de las marcas más altas de toda la serie.

Al comparar con la situación prepandemia, la recuperación es todavía muy desapareja. El empleo registrado total se encuentra 147 mil puestos por encima de aquel momento, traccionado por el monotributo y el monotributo social y por el empleo público. En cambio, el empleo de asalariadas en casas particulares y del régimen de autónomos permanecen significativamente por debajo del nivel prepandemia, con casi 6p.p. por recuperar en cada caso. **Que los sectores más rezagados en el empleo asalariado formal sean los servicios intensivos en trabajo de menor calificación, junto con el bajo nivel del empleo en casas particulares, muestran las secuelas de largo plazo que la pandemia deja sobre el tejido laboral argentino.**

En el plano fiscal, los números de octubre dan cuenta de una aceleración del gasto público para el último trimestre del año, el cual creció por encima de los ingresos por primera vez en 2021. **El acumulado de los diez meses del año lleva a un déficit primario de -1,9% del PIB, lo cual confirma las proyecciones que advertimos en nuestros últimos informes con un**

resultado anual entorno al -3% y lejos del -4% que proyectó el gobierno.

Como era de esperar, el principal determinante de la aceleración del gasto fue la inversión pública, que creció un 264% anual en octubre y acumula un crecimiento en 2021 de 128%. Sin embargo, se mantiene muy por debajo de las proyecciones oficiales, que habían planteado un gasto de capital entorno a los \$1 billón para todo el año y faltando solo dos meses para finalizar acumula \$470 mil millones. **Otra particularidad que se observa en la evolución del gasto público es la dificultad por recuperar el crecimiento real de las partidas que componen la seguridad social (jubilaciones y asignación universal por hijo principalmente).**

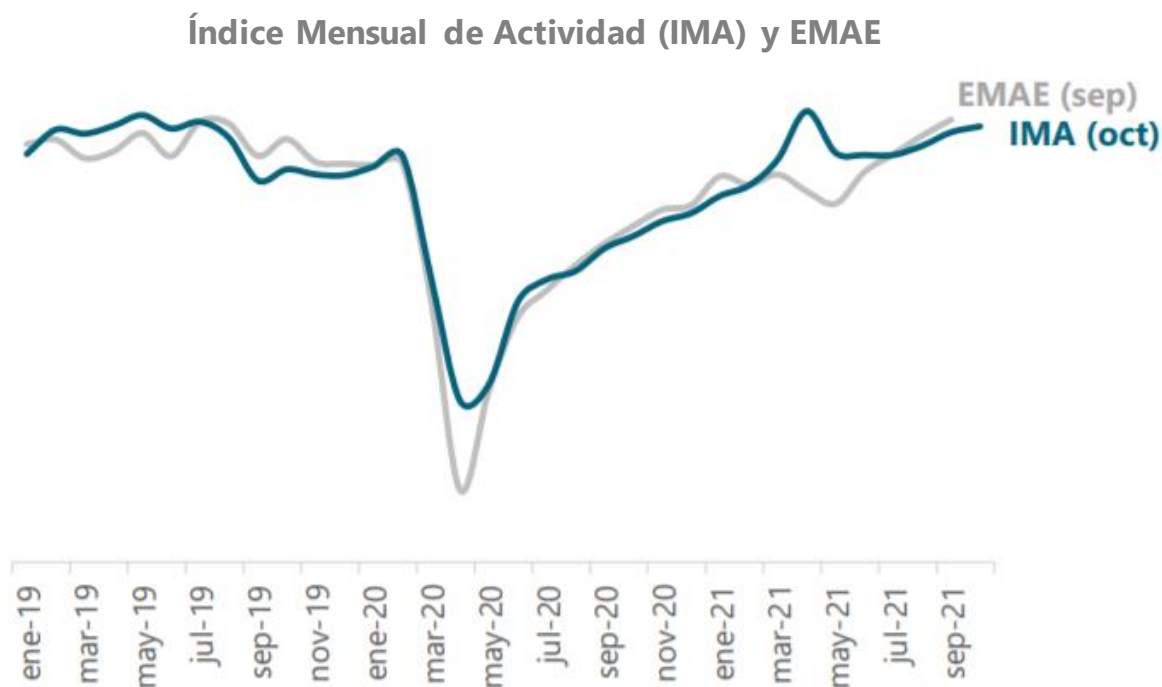
En materia cambiaria, en noviembre la demanda de dólares puso a prueba la apreciación del tipo de cambio real que el Banco Central venía sosteniendo desde marzo de este año. A las habituales tensiones sobre el dólar en períodos electorales se acopló el proceso de pérdida de reservas, que durante el segundo semestre de 2021 consumió el excedente que se había acumulado en la primera mitad del año, bajo el contexto de alta estacionalidad de la liquidación de divisas del agro.

El balance post-electoral muestra que la tensión pudo ser contenida, evitando una disrupción del tipo de cambio, aunque a un costo considerable en términos de las reservas de mayor disponibilidad. Superado el test, la exigencia sobre las reservas motivó diversas modificaciones en el esquema cambiario, todas apuntadas a contener la demanda de divisas.

Ante este escenario de altas exigencias, **la posible neutralización de la demanda de divisas del sector público por medio de un acuerdo con el FMI podría contribuir a la estabilidad macroeconómica.** Aun así, que la presión del sector privado sobre el dólar se sostenga implica un escenario complejo, en tanto el nivel de reservas es en la actualidad la única ancla para la evolución de los precios.

La actividad económica recupera los niveles prepandemia

Nuestro Indicador Mensual de Actividad Económica (IMA) indica que en octubre se mantuvo el repunte, al incrementarse 0,4% en términos desestacionalizados y 9,2% respecto del mismo mes del 2020. **Al comparar con el EMAE, cuyo último dato es de septiembre, vemos una dinámica similar, donde en ambos casos el nivel de actividad ya recuperó los niveles prepandemia. Asimismo, en el acumulado del año la actividad se expandió 10,6%, mostrando una recuperación mayor a la esperada. Por tales motivos, estimamos que 2021 cerrará con un repunte del 9,4%, mientras que para 2022 proyectamos un crecimiento del 2,5%.**



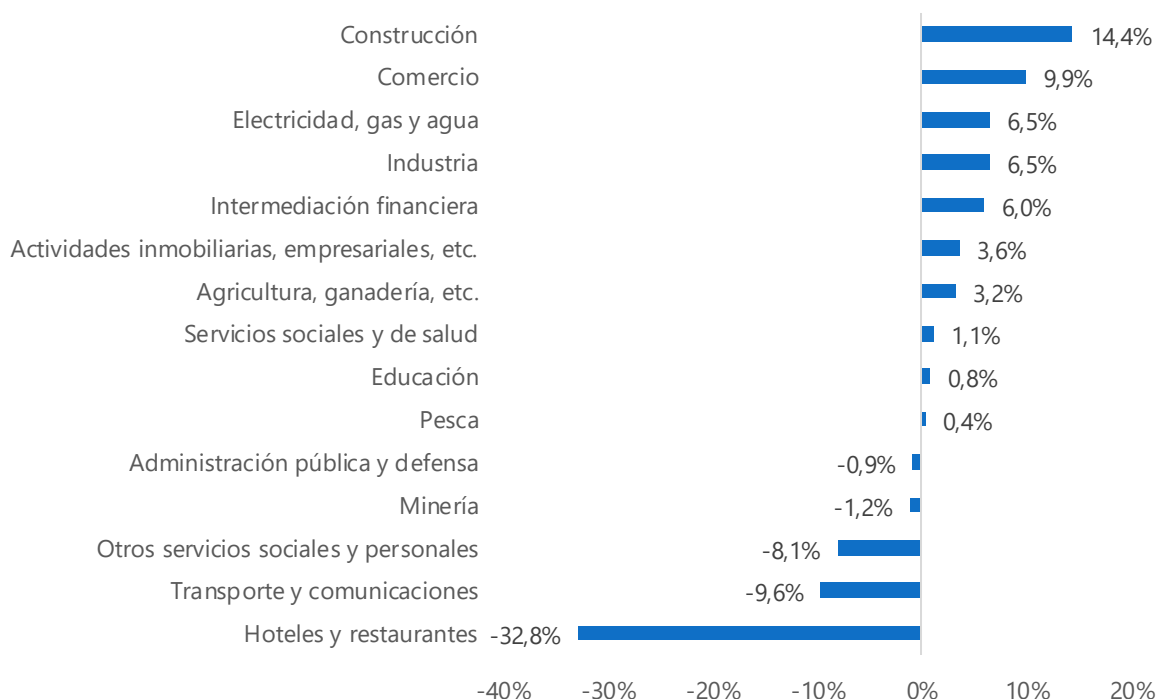
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía e INDEC.

De todos modos, al analizar al EMAE por sectores, vemos que la recuperación es bastante heterogénea. Los sectores más dinámicos son la Construcción, Comercio, SSPP, Industria e Intermediación Financiera. Estos cinco sectores promedian un crecimiento del orden de 8,7%. Mientras que del otro lado se encuentra Hoteles y Restaurantes con una caída de -32,8% y le sigue Transporte y Comunicación y Otros Servicios Sociales y Personales. Este último sector es relativamente pequeño e involucra los servicios personales no contemplados anteriormente como así también

servicios de Cine, Radio y Televisión y otros servicios de espectáculos artísticos y de diversión.

EMAE por Sectores

Variación sin estacionalidad vs febrero 2020 (prepandemia)



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

A partir de lo anterior, se observa un comportamiento lógico vinculado con la recuperación de las actividades más esenciales, postergando los rubros recreativos o aquellos vinculados con el transporte público. Esto no solo se explica por cuestiones vinculadas a la pandemia, sino también por las decisiones de gasto de las familias, dado el menor poder adquisitivo. **En los próximos meses, si se mantiene la mejora del poder adquisitivo y si las nuevas variantes del COVID-19 no reducen drásticamente la movilidad, es esperable que el repunte se mantenga, pero que además se vuelva más homogéneo.**

El empleo, también marcado por un repunte heterogéneo.

El Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social dio a conocer los datos de empleo registrado de septiembre, que confirman la recuperación del empleo, aunque todavía heterogénea. El empleo total creció en 71 mil puestos de trabajo respecto de agosto, una de las marcas más altas de toda la serie.

Este crecimiento se explica por las modalidades monotributo (+39 mil), asalariados privados (+20 mil), asalariados públicos (+8 mil) y monotributo social (+7 mil), mientras que autónomos y asalariadas de casas particulares mostraron leves contracciones respecto del mes anterior (-500 y -1.000, respectivamente).

Al comparar con la situación prepandemia (feb-20), la recuperación es todavía muy desapareja. El empleo registrado total se encuentra 147 mil puestos por encima de aquel momento, traccionado por el monotributo y el monotributo social y por el empleo público. En cambio, el empleo de asalariadas en casas particulares y del régimen de autónomos permanecen significativamente por debajo del nivel prepandemia, con casi 6p.p. por recuperar en cada caso.

La recuperación heterogénea del empleo

Variación del empleo registrado respecto de feb-20

	Asalariados privados	Asalariados públicos	Asalariados de casas particulares	Independientes Autónomos	Independientes Monotributo	Independientes Monotributo Social	Total
Absoluta (en miles)	-47,1	96,1	-28,6	-22,2	113,0	36,0	147,3
Relativa	-0,8%	3,0%	-5,7%	-5,6%	6,9%	9,8%	1,2%

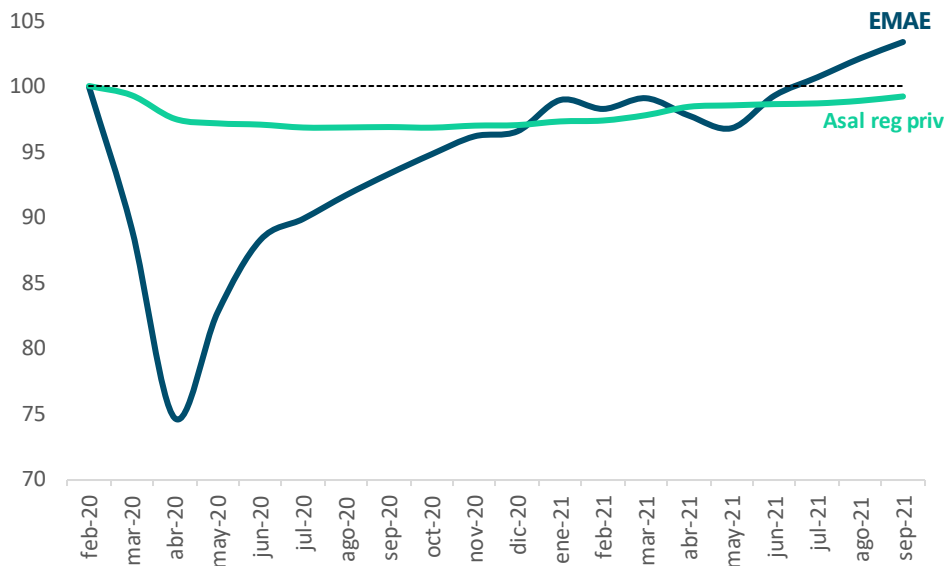
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a SIPA-MTEySS.

En cuanto al empleo asalariado privado, si bien acumula 11 meses al alza, todavía resta recuperar el 25% de los puestos de trabajo perdidos en pandemia: han recobrado su empleo casi 141 mil personas de las 188 mil que lo perdieron. Como se puede apreciar en el gráfico a continuación, la evolución del empleo registrado no acompañó al repunte de la actividad económica: presentó una caída relativa mucho menor,

debido a la estabilidad que caracteriza a estos puestos de trabajo y a las medidas gubernamentales (prohibición de despidos, ATP, entre otras), pero la recuperación también es mucho más lenta.

Evolución del empleo formal y la actividad

Series desestacionalizadas, feb20=100.



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a SIPA-MTEySS e INDEC.

Así, el empleo asalariado privado registrado permanece -0,8% por debajo de feb-20 y -5,5% por debajo de dic-17, el máximo de la serie. **La recuperación parcial del empleo asalariado privado también ha sido heterogénea.** Al comparar con la situación prepandemia, se observa que la mitad de los sectores ha recuperado e incluso superado dicho nivel, mientras que la otra mitad permanece por debajo.

La recuperación se explica principalmente por la creación de puestos de trabajo en la industria y en servicios de alta calificación, agrupados bajo las actividades empresariales, inmobiliarias y de alquiler, mientras que los sectores más afectados son servicios como transporte, servicios comunitarios, sociales y personales, y, en especial, hoteles y restaurantes.

Que los sectores más rezagados en el empleo asalariado formal sean los servicios intensivos en trabajo de menor calificación, junto con el bajo nivel del empleo en casas particulares, muestran las secuelas de largo plazo que la pandemia deja sobre el tejido laboral argentino.

Radiografía de la recuperación en el empleo privado registrado

Sector de actividad	Absoluta (en miles)	Relativa
Pesca	0,9	7,0%
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	30,0	3,6%
Industrias manufactureras	30,3	2,8%
Suministro de electricidad, gas y agua	0,6	0,9%
Servicios sociales y de salud	2,3	0,7%
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	0,7	0,2%
Construcción	0,1	0,0%
Comercio y reparaciones	-7,2	-0,7%
Enseñanza	-5,0	-1,2%
Intermediación financiera	-4,7	-2,9%
Explotación de minas y canteras	-2,7	-3,2%
Transporte, almacenamiento y comunicación	-21,6	-4,1%
Servicios comunitarios, sociales y personales	-18,7	-4,9%
Hoteles y restaurantes	-51,7	-19,5%

Variación del empleo asalariado privado respecto de feb-20

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a SIPA-MTEySS.

El patrón de recuperación del empleo formal, tenue pero sostenido, muestra un despliegue similar en las distintas provincias del país. En el último mes todas presentaron mejoras, a excepción de Chubut (-300), Salta (-300) y San Luis (-100). Sin embargo, al comprar con la situación prepandemia, son 15 las que superaron ese nivel de empleo, mientras 9 permanecen por debajo.

La provincia de Buenos Aires, que concentra casi un tercio del total del empleo, superó en septiembre el nivel de feb-20. En cambio, a CABA, que le sigue en participación sobre el empleo total (representa casi un cuarto), todavía le restan recuperar 50 mil puestos de trabajo.

El empleo en CABA no repunta

Variación del empleo asalariado privado respecto de feb-20

Provincia	Absoluta (en miles)	Relativa
Tierra del Fuego	2,3	7,0%
Misiones	4,3	4,4%
Catamarca	1,0	3,5%
Formosa	0,7	2,8%
San Luis	1,0	2,0%
Corrientes	1,3	1,8%
San Juan	1,3	1,7%
Río Negro	1,7	1,7%
Chaco	1,2	1,6%
Santa Cruz	0,8	1,4%
Santa Fe	6,2	1,3%
Entre Rios	1,3	1,0%
Córdoba	1,7	0,3%
La Pampa	0,1	0,2%
Buenos Aires	2,9	0,2%
La Rioja	-0,1	-0,3%
Santiago del Estero	-0,3	-0,7%
Chubut	-0,9	-1,0%
Tucumán	-1,7	-1,0%
Jujuy	-0,6	-1,0%
Salta	-1,5	-1,3%
Caba	-49,7	-3,4%
Neuquén	-4,3	-3,6%
Mendoza	-9,3	-3,9%

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a SIPA-MTEySS.

En este contexto de un mercado de trabajo formal aún deprimido, con baja creación de puestos y sectores aún muy rezagados, todavía resuena **el anuncio de un proyecto para la “conversión de los planes sociales en empleo”** (en referencia a más de un millón de personas beneficiarias del Potenciar Trabajo). Como desarrollamos más extensamente en el informe de coyuntura [anterior](#), frente a un panorama de baja demanda de trabajo **las iniciativas de esta índole tienden a “ordenar la fila”, seleccionando**

a quienes tienen más chances de ingresar a un empleo, pero sin favorecer la creación de nuevos puestos de trabajo.

¿Una mayor “disciplina fiscal” en 2022?

Los números fiscales de octubre dan cuenta de una aceleración del gasto público para el último trimestre del año, el cual creció por encima de los ingresos por primera vez en 2021. El acumulado de los diez meses del año lleva a un déficit primario de -1,9% del PIB, lo cual confirma las proyecciones que advertimos en nuestros últimos informes con un resultado anual entorno al -3% y lejos del -4% que proyectó el gobierno.

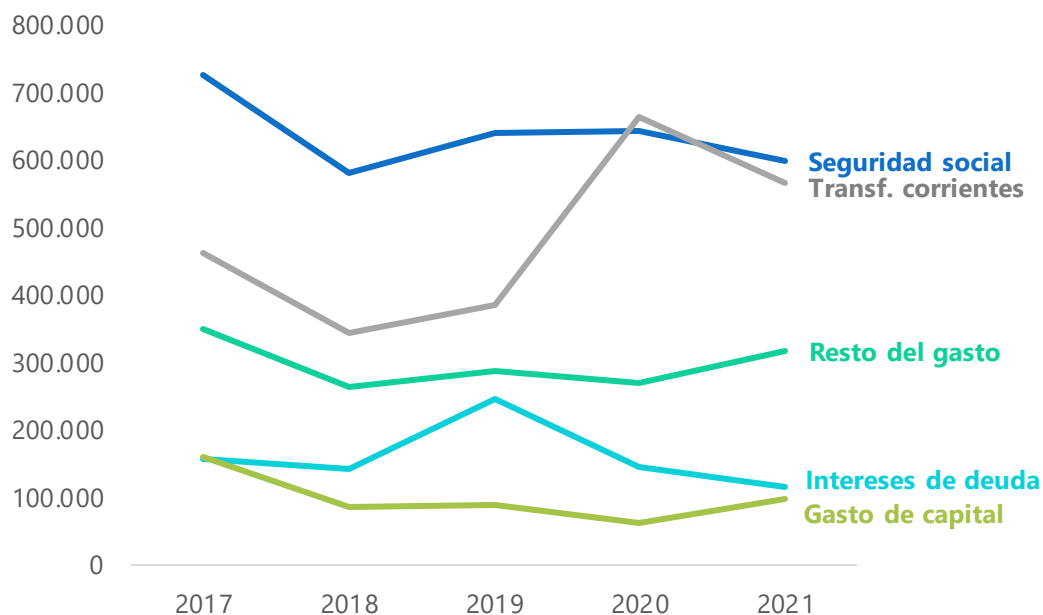
Como era de esperar, el principal determinante de la aceleración del gasto fue la inversión pública, que creció un 264% anual en octubre y acumula un crecimiento en 2021 de 128%. Sin embargo, se mantiene muy por debajo de las proyecciones oficiales, que habían planteado un gasto de capital entorno a los \$1 billón para todo el año y faltando solo dos meses para finalizar acumula \$470 mil millones.

En el informe del mes [pasado](#) proyectábamos que esta partida no podrá superar los \$700 mil millones, lo cual a su vez pone en duda el nivel planteado para el 2022 en el presupuesto de \$1,5 billones. Parece estar en este renglón del presupuesto la variable de cierre de una eventual meta fiscal con el FMI, que muestre mayor disciplina, pero recortando una partida llamativamente sobrestimada como es la inversión pública.

Otra particularidad que se observa en la evolución del gasto público es la dificultad por recuperar el crecimiento real de las partidas que componen la seguridad social (jubilaciones y asignación universal por hijo principalmente). Luego del notable ajuste que implicó el cambio de la ley de movilidad jubilatoria llevado a cabo por Cambiemos a fines de 2017, esta partida se mantiene desde entonces muy lejos de los niveles alcanzados hasta ese momento.

La nueva composición del gasto público

Acumulado ene-oct de cada año, a precios de 2021.



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

Por otro lado, también se debe destacar que las transferencias corrientes presentan un crecimiento notable en 2021, si lo comparamos con la etapa prepandemia. Principalmente impulsadas por las transferencias al sector privado, estas partidas presentan sin embargo una caída en términos reales respecto del año pasado. De todos modos, debemos tener en cuenta que fue en este componente donde se concentraron buena parte de las políticas de contención durante los momentos más críticos de la pandemia. **El elevado nivel de este componente en 2021 se explica, no tanto por la continuidad de las políticas vinculadas al COVID, como por la impronta que el gobierno le otorgó a la política de subsidios.**

Por último, dentro del "resto del gasto", el principal determinante del crecimiento real en los primeros diez meses de 2021 es la inversión realizada para la compra de vacunas (poco más de \$150 millones). Por lo tanto, debemos considerar que este crecimiento es extraordinario y no debería mantenerse en 2022.

De cara a un posible acuerdo con el FMI, está claro que, más allá del recorte cosmético sobre el gasto de capital, los dos puntos que el organismo podría considerar en el frente fiscal tienen que ver con la

seguridad social y los subsidios. En el primer caso no tanto por su dinámica reciente como por su relevancia en el presupuesto.

Este es un punto particularmente difícil de abordar, habida cuenta de la caída observada en la inversión en seguridad social desde 2017, pero también si tenemos en cuenta que cualquier reforma regresiva no solo implicará mayor tensión social hacia dentro del Frente de Todos, sino que recién tendrá efectos sobre el gasto en el mediano/largo plazo.

Con la excepción de un nuevo cambio en la movilidad jubilatoria (que sería el tercero en seis años), cualquier reforma regresiva - un incremento gradual en la edad jubilatoria, o un aumento en la cantidad mínima de años de aporte, o un ajuste en la fórmula para determinar el haber inicial- actúa sobre el margen, ya que solo afecta a los nuevos ingresos al sistema.

En consecuencia, parece difícil alcanzar resultados en el corto plazo poniendo el foco sobre la seguridad social, lo que lleva a pensar que un eventual acuerdo con el FMI se podría concentrar especialmente sobre la política de subsidios, con el consecuente interrogante acerca de los efectos inflacionarios que esta definición podría implicar.

Presión sobre las reservas

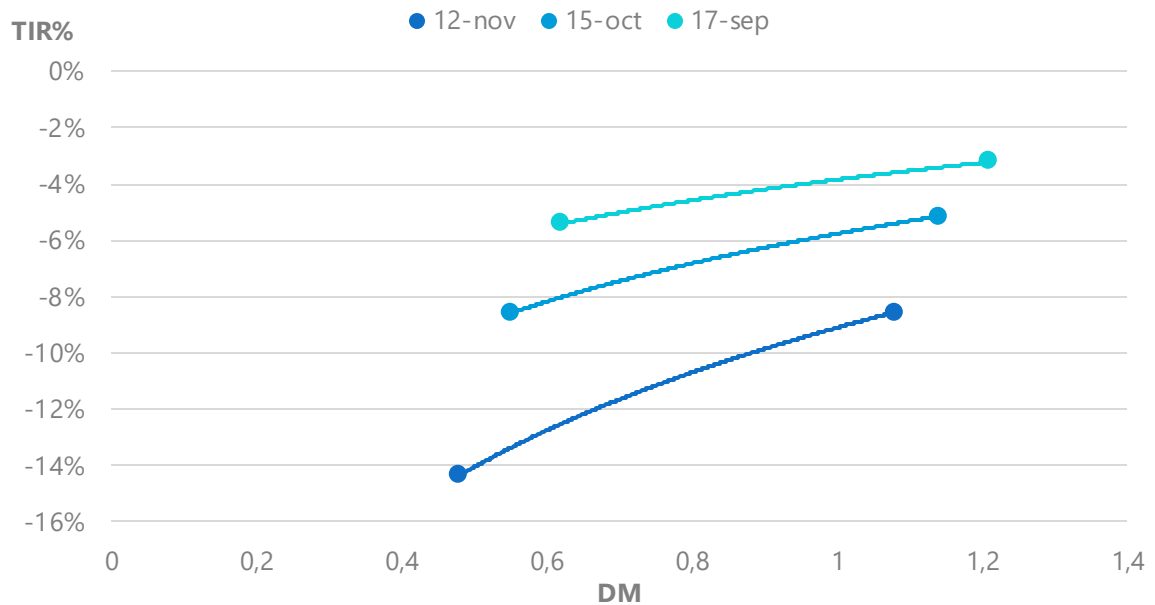
En el mes de noviembre la demanda de dólares puso a prueba la apreciación del tipo de cambio real que el Banco Central venía sosteniendo desde marzo de este año. A las habituales tensiones sobre el dólar en períodos electorales se acopló el proceso de pérdida de reservas, que durante el segundo semestre de 2021 consumió el excedente que se había acumulado en la primera mitad del año, bajo el contexto de alta estacionalidad de la liquidación de divisas del agro.

La demanda por cobertura llegó a manifestarse en mercados rendimientos negativos de los bonos ajustables por el tipo de cambio oficial previo a las elecciones generales y exigió a los distintos instrumentos de administración del frente cambiario. **La autoridad monetaria atravesó las elecciones vendiendo dólares en el mercado oficial, en los paralelos y en los**

contratos de dólar futuro en los mercados a término. Asimismo, el volumen de demanda en los paralelos además estuvo limitado por las restricciones regulatorias acordadas con la CNV.

Menores rendimientos, mayores presiones cambiarias

Rendimientos bonos USD linked 2022



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

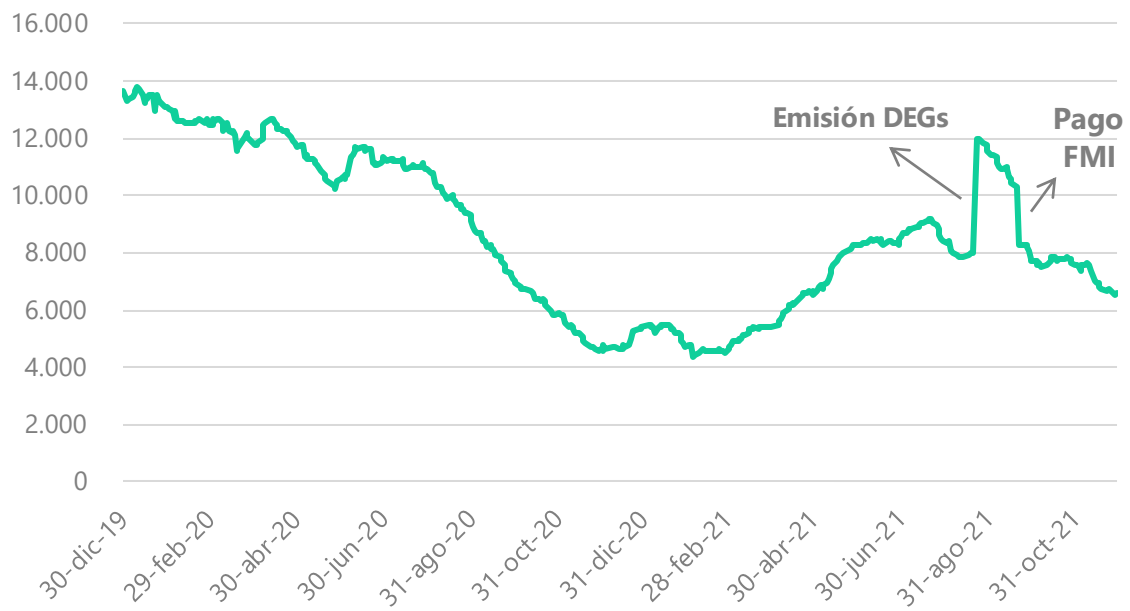
El balance post-electoral muestra que la tensión pudo ser contenida, evitando una interrupción del tipo de cambio, aunque a un costo considerable en términos de las reservas de mayor disponibilidad.

Superado el test, la exigencia sobre las reservas motivó modificaciones al esquema cambiario, entre las que se destacó el **corrimiento del BCRA en la oferta de dólar paralelo para sostener la cotización del MEP**. Esto derivó en una depreciación de este tipo de cambio implícito, con liquidación de dólares en cuentas locales, convergiendo inicialmente al nivel del CCL, con liquidación en cuentas en el exterior.

Como parte de las novedades a la administración cambiaria también se advirtió una mayor volatilidad de la variación diaria del tipo de cambio oficial, en sintonía con las declaraciones del presidente del BCRA en favor de una aceleración del ritmo de depreciación, aunque sujeta a revisiones según su impacto sobre el nivel de precios.

Caída de las reservas de disponibilidad amplia

En millones de USD



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

Otras medidas involucraron la restricción al financiamiento en pesos de los viajes al exterior y el establecimiento de la neutralidad de la posición neta de contado en moneda extranjera de los bancos. Esta disposición apuntaba a generar oferta y/o limitar la demanda de dólares de las entidades, pero fue utilizada para la propagación de noticias falsas sobre la estabilidad de los depósitos, que no estaban relacionados con la norma. La "fake news" provocó cierto retiro de depósitos del sector privado al cierre del mes, pero con un impacto muy acotado en el contexto de elevada liquidez en dólares de las entidades financieras.

Más allá de lo anecdótico, **las reservas internacionales aún se encuentran sometidas a una fuerte presión a dos bandas**. Por una parte, la dinámica del sector privado aún se enfrenta a un período de saldos negativos, hasta que la temporada de alta liquidación del agro logre equilibrar la demanda de importaciones y del déficit en turismo y compras con tarjetas. Por otra parte, se encuentra la dinámica del sector público, donde se avecinan vencimientos con el FMI por \$1.800 millones en diciembre de 2021 y \$3.900 millones entre enero y marzo de 2022, muy comprometedores para los actuales niveles de reservas internacionales. Tal como se ha visto durante el episodio de corrida sobre los tipos de cambio paralelos entre septiembre

y octubre de 2020, **la presión a dos bandas sobre las reservas también puede retroalimentarse por expectativas, dando paso a las diversas estrategias que cada sector posee para buscar cobertura dólar** (adelantamiento de importaciones, formación de activos externos, demanda de instrumentos indexados, etc.).

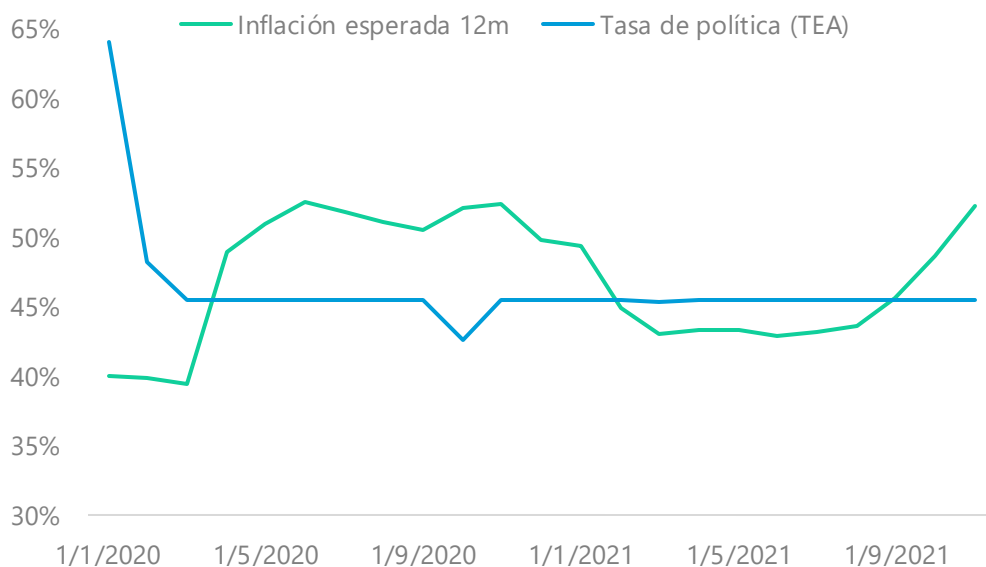
Ante este escenario de altas exigencias, **la posible neutralización de la demanda de divisas del sector público por medio de un acuerdo con el FMI podría contribuir a la estabilidad macroeconómica.** Aun así, que la presión del sector privado sobre el dólar se sostenga implica un escenario complejo, en tanto el nivel de reservas es en la actualidad la única ancla para la evolución de los precios.

En esa dirección, **resulta sintomático que en el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de noviembre la mediana de la expectativa de inflación para 2022 haya mostrado un incremento de 3,2 p.p., marcando 52,1% (vs. 48,9% en la expectativa del mes pasado).**

Con la tasa de política monetaria jugando un rol a-cíclico, que a lo largo de los últimos dos años se ha mantenido mayormente en terreno real negativo versus la inflación esperada, las miradas tenderán a concentrarse sobre el nivel de reservas, su grado de disponibilidad y su evolución.

Tasa de política e inflación esperada

En % anual



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

Ante la cercanía de definiciones sobre las características que adoptará el régimen de gestión macroeconómica de los próximos años, **cabe preguntarse cuáles son otros instrumentos de los que puede disponer la política económica para procurar la estabilidad nominal y si acaso el control de agregados monetarios podría funcionar como un relevo para el nivel de reservas en esa tarea.**