

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

66° | Febrero 2022

-  <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

Como venimos sosteniendo en los últimos informes, **la actividad económica continúa recuperando de manera sostenida, pero mostrando una marcada heterogeneidad no solo desde el punto de vista de la oferta y la demanda sino también cuando se analizan los componentes que integran a cada uno.**

De acuerdo con nuestras proyecciones, para el 2022 estimamos un crecimiento económico del orden del 3,1%, el cual se explica por un arrastre estadístico del 2,8%, sumado a un buen inicio del año impulsado por la recuperación del turismo interno. No obstante, a partir del segundo trimestre vemos una desaceleración debido a la falta de drivers que puedan sostener el crecimiento, que incluso podría transformarse en una posible caída trimestral si persiste la escasa acumulación de reservas por parte del BCRA y la consecuente tensión cambiaria.

Por su parte, **el 2021 cerró con una marcada recuperación del empleo, aunque también heterogénea.** Al analizar la evolución de la cantidad de personas ocupadas, se advierte que todas las categorías ocupacionales se recuperaron, al menos parcialmente, pero a diferentes velocidades, con el monotributo liderando el repunte.

En cuanto a las perspectivas para 2022, vemos un escenario de relativa estabilidad en las tasas de empleo y desocupación, en torno al 43% y al 8% respectivamente. Con un crecimiento moderado de la economía, la cantidad de personas ocupadas también aumentaría (+300 mil puestos de trabajo en el año, entre todas las categorías ocupacionales), pero no se anticipa un escenario de un mercado laboral muy dinámico y de una acelerada creación de puestos de trabajo registrados.

Por otro lado, **el 2021 concluyó con una nueva caída del salario real de las y los trabajadores.** De acuerdo al RIPTE, el salario promedio de 2021 fue -3,2% menor que el de 2020. Si bien es un dato desalentador, que se suma a las caídas consecutivas de 2018, 2019 y, en menor medida, 2020, la evolución del RIPTE muestra cierta mejora hacia la segunda mitad de año, tras la reapertura de las paritarias. **La base para la discusión de la paritaria 2022 es, al menos, un “empate sobre la hora”, que evita profundizar el deterioro del 2020.**

En el plano fiscal, **el resultado primario 2021 cerró con un déficit de -3% del PIB, tal como adelantamos en los últimos informes** y alejado de la proyección contenida en el presupuesto 2022 de -4%.

Tomando en consideración que tanto en el Presupuesto 2021 como en el 2022 el gasto de capital se encuentra significativamente sobrestimado, sumado a otras diferencias menores que identificamos en el informe, **creemos que la meta de déficit fiscal acordada con el FMI para este año de -2,5% luce bastante factible de alcanzar, sin necesidad de hacer un ajuste significativo sobre el gasto primario.** De cumplirse ese escenario para el 2022, tampoco parece excesiva la meta de -1,8% en 2023, en relación con lo que históricamente representan los programas del Fondo.

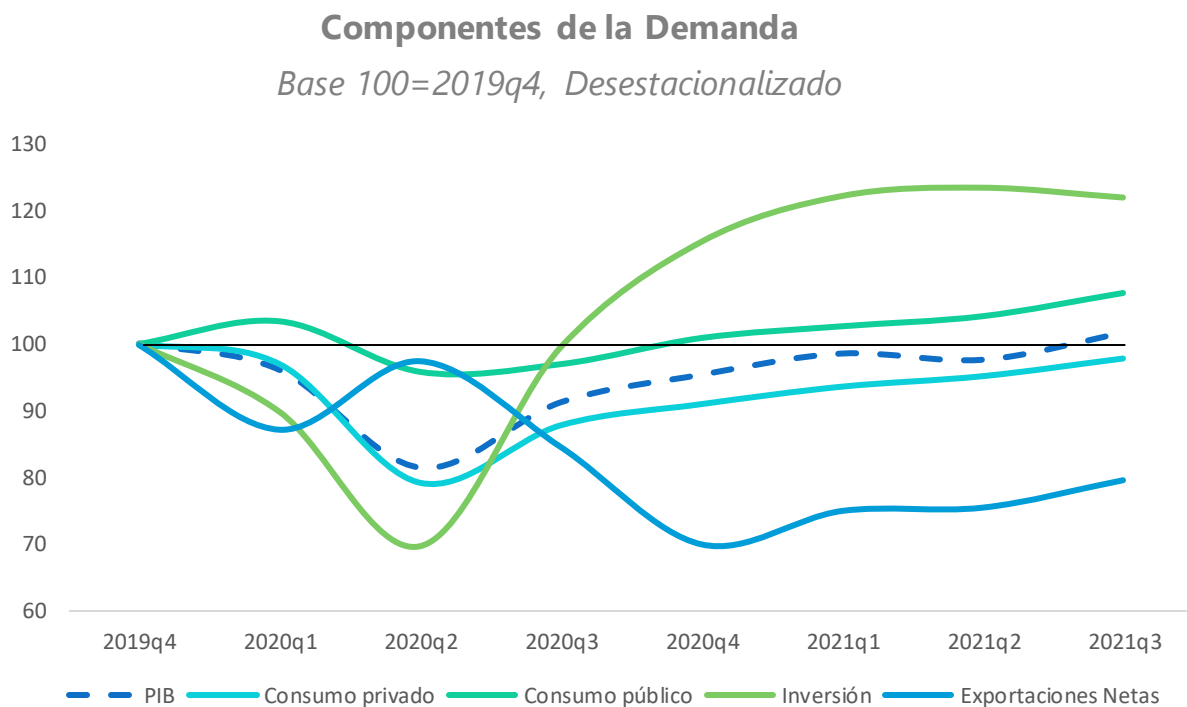
Con un déficit primario acordado con el FMI de 2,5%, el objetivo de emisión de 1% arroja necesidades netas de fondos del orden del 2%, lo cual en principio no parece difícil de financiar en el mercado doméstico, garantizando cierta previsibilidad para el programa financiero en pesos. Por su parte, el objetivo de ir retirando al BCRA de su rol de financista del Tesoro y el piso negociado para la tasa de interés real imprime cierta moderación monetaria.

La variable que -al menos por el momento- se mantiene desanclada es la inflación. Dado que el tipo de cambio jugará un rol limitado como ancla nominal y los ajustes de tarifas serán recurrentes, sumado a la inercia elevada que arrastran los precios, no se avizora una reducción significativa en el corto plazo.

Esto le pone presión a la política monetaria y puede ser el talón de Aquiles de la recuperación en la actividad económica. Si bien las tasas reales mostraron un incipiente ajuste al alza, todavía les queda un largo tramo por recorrer para pasar a terreno positivo, o al menos neutro. El riesgo es que, si la política monetaria "se queda corta", las presiones recaigan sobre el gradualismo de la política fiscal, que tiene multiplicadores más potentes y podría terminar abortando la incipiente recuperación de la economía real.

Fuerte y heterogénea recuperación

Como venimos sosteniendo en los últimos informes, **la actividad económica continúa recuperando de manera sostenida, pero mostrando una marcada heterogeneidad no solo desde el punto de vista de la oferta y la demanda sino también cuando se analizan los componentes que los integran.** En efecto, el gráfico a continuación refleja las distintas dinámicas que presentan los componentes de la demanda, mostrando la disparidad entre los mismos.



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

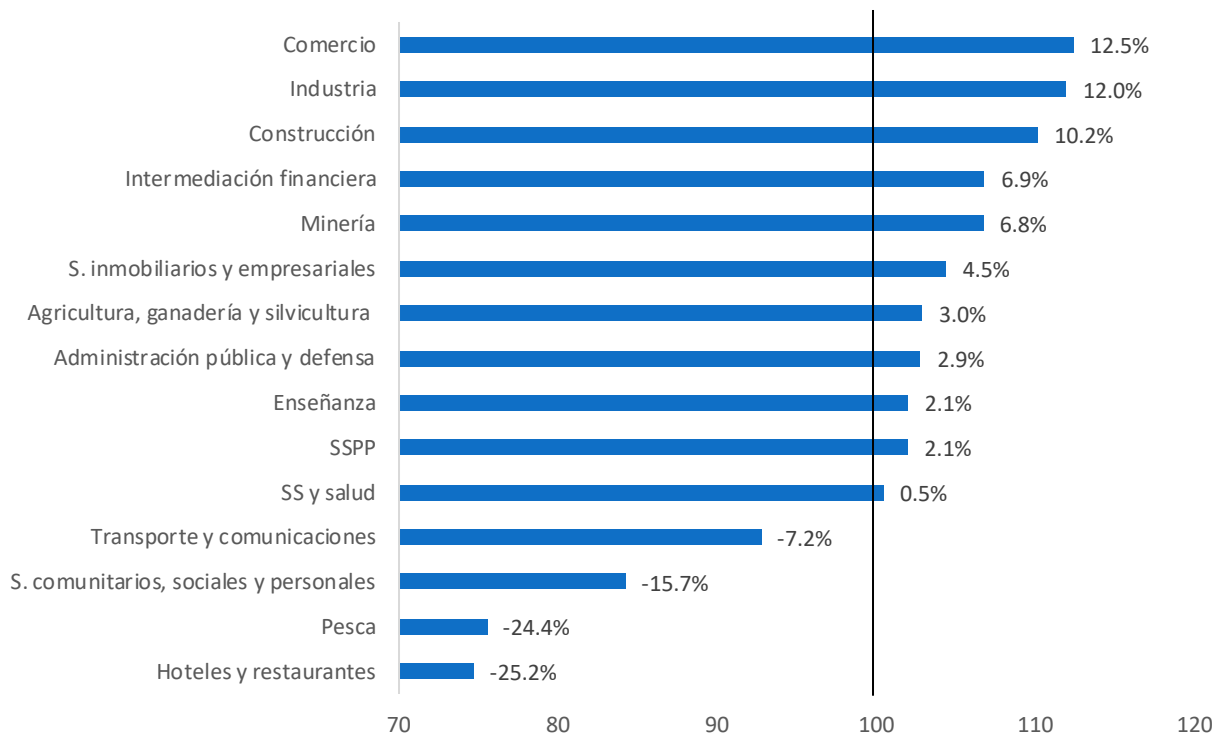
La inversión lidera el repunte, con una recuperación muy fuerte que se dio a fines del 2020 y que luego fue perdiendo fuerzas a lo largo de todo 2021. Otro rasgo característico de esta variable es su marcada volatilidad, tanto en los momentos de auge como de recesión. El consumo (tanto público como privado), en cambio, es el componente más estable, aunque el del sector privado fue el más afectado durante la pandemia y eso hizo que todavía no logre recuperar los niveles prepandemia.

Las exportaciones netas tuvieron un comportamiento anticíclico a lo largo del 2020 y durante el 2021 mostraron un débil repunte que hizo que terminaran siendo el componente de más flojo desempeño.

Desde el lado de la oferta, la mayoría de los sectores recuperaron el nivel prepandemia, e incluso hay algunos que se encuentran muy por encima de la misma (comercio, industria y construcción). Sin embargo, quedan 4 sectores que todavía están por debajo. Estos son transporte y comunicaciones -muy vinculado a la movilidad de la gente- servicios comunitarios, la pesca y, por último, hoteles y restaurantes. Para este último debemos esperar a ver qué resultados nos trae la temporada de verano que indicaría ser la mejor de los últimos años, producto de la política pública del previaje, la elevada cotización del dólar en términos reales y las restricciones del turismo internacional asociados a la pandemia.

Desempeño de los sectores vs niveles prepandemia

Base 100=Diciembre 2019, Desestacionalizado



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

De acuerdo con nuestras proyecciones, para el 2022 estimamos un crecimiento económico del orden del 3,1%, el cual se explica por un arrastre estadístico del 2,8%, sumado a un muy buen inicio del año impulsado por la recuperación del turismo interno. No obstante, a partir del segundo trimestre vemos una desaceleración debido a la falta de drivers que puedan sostener el crecimiento, que incluso podría

transformarse en una posible caída trimestral si persiste la escasa acumulación de reservas por parte del BCRA y la consecuente tensión cambiaria (ver más adelante).

El panorama del empleo

El 2021 cerró con una marcada recuperación del empleo, aunque también heterogénea. En el tercer trimestre del año, la tasa de ocupación se ubicó en niveles prepandemia (42,9%) y la de desocupación descendió a 8,6%.

Al analizar la evolución de la cantidad de personas ocupadas, se advierte que todas las categorías ocupacionales se recuperaron, al menos parcialmente, pero a diferentes velocidades.

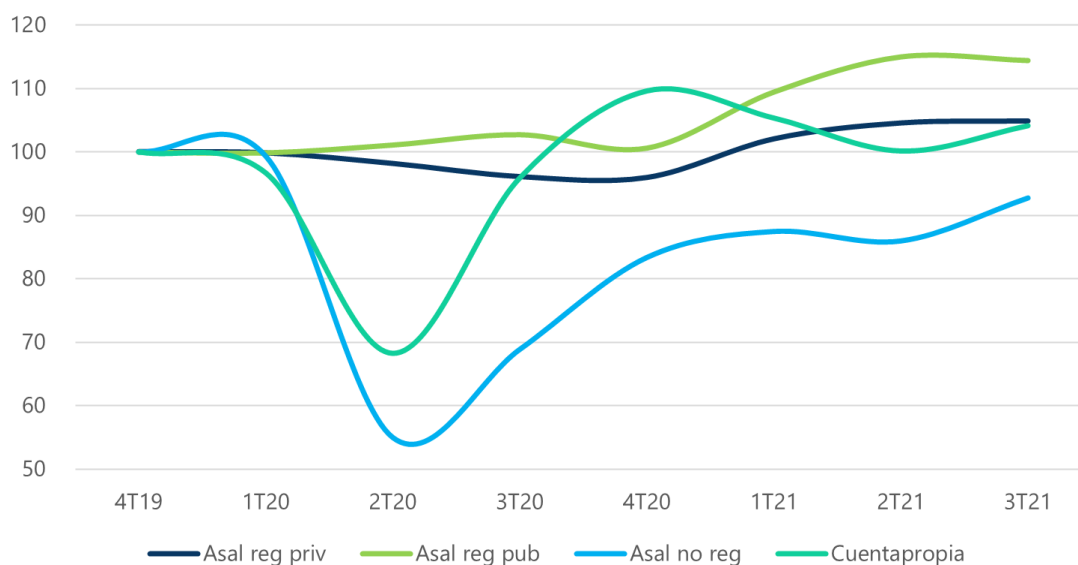
Como ya señalamos en informes anteriores, el impacto de la pandemia y las restricciones a la movilidad fueron mucho más fuertes sobre los sectores de empleo no registrado y el cuentapropismo. Por cada puesto de trabajo asalariado registrado perdido, en el 2T20 se perdieron 3 por cuentapropia y 5 no registrados. **Luego, el cuentapropismo mostró un crecimiento acelerado, superando ampliamente el nivel prepandemia hacia el último trimestre del 2020. En 2021 exhibió cierto retroceso, aunque se mantiene 4,1% por encima del nivel de fines de 2019.**

El sector asalariado no registrado permanece rezagado: -7,2% personas asalariadas no registradas menos respecto de fines de 2019. La incógnita allí es si es posible una recuperación total o si, por el contrario, un importante número de unidades productivas no sobrevivió a la pandemia. El claro repunte del último trimestre permite pensar que todavía queda un margen posible por recuperar.

El empleo asalariado registrado, por su parte, tuvo una caída mucho menor y, de acuerdo a la EPH, también se recuperó de manera plena. Así, la cantidad de empleados públicos sería un 14,1% superior respecto de fines de 2019 y, en el caso de los asalariados privados, se habría producido un crecimiento del 4,8% respecto de la prepandemia.

Evolución del empleo según categoría ocupacional

Base 4T19= 100



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

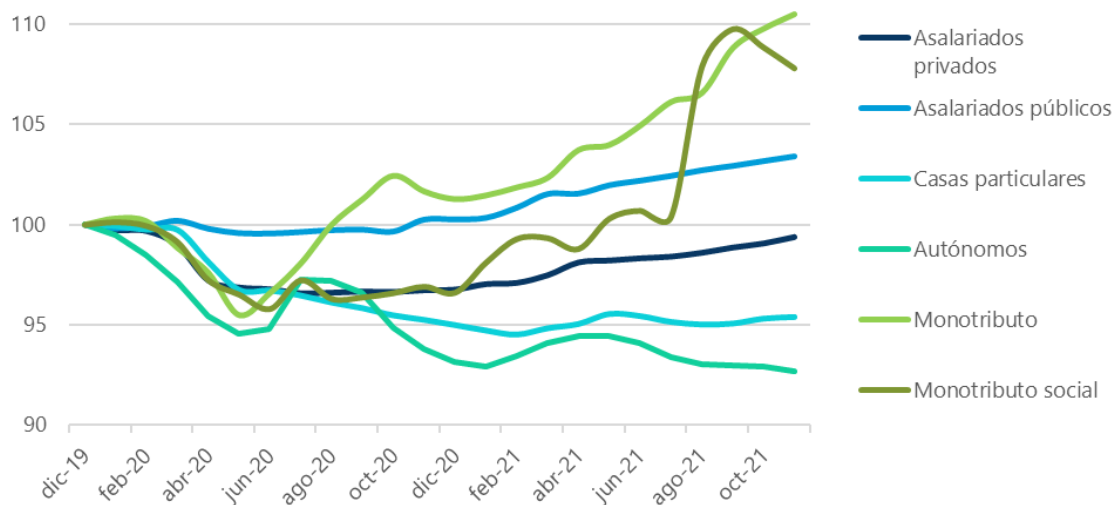
Esta recuperación del empleo registrado, sin embargo, no coincide con información del SIPA. De acuerdo a los datos publicados por el MTEySS, en el tercer trimestre del 2021 la cantidad de trabajadores estatales era 1,7% superior en relación al último de 2019, mientras que el empleo asalariado privado registrado se mantenía -2,8% por debajo (incluyendo a las trabajadoras de casas particulares y medido con estacionalidad, a fines de que sean datos comprobables con la EPH).

En lo que sí coincide la información del SIPA con los datos de EPH es en la marcada recuperación de los regímenes de empleo independiente: el monotributo y el monotributo social. El primero alcanzó el nivel de diciembre de 2019 ya en agosto de 2020 y el segundo tuvo un marcado crecimiento a lo largo de 2021

En cambio, permanecen bastante por debajo del nivel prepandemia las categorías de autónomos (posiblemente, muchos conformen ahora la categoría del monotributo, por caída de su facturación y/o desactualización de las escalas) y de trabajadoras de casas particulares, que ha dejado de caer, pero por el momento no evidencia una recuperación sostenida.

Evolución del empleo registrado según categoría ocupacional

Base dic19= 100



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

En cuanto a las perspectivas para 2022, vemos un escenario de relativa estabilidad en las tasas de empleo y desocupación, en torno al 43% y al 8% respectivamente. Con un crecimiento moderado de la economía (alrededor del 3%), la cantidad de personas ocupadas también aumentaría (+300 mil puestos de trabajo en el año, entre todas las categorías ocupacionales), pero no se anticipa un escenario de un mercado laboral muy dinámico y de una acelerada creación de puestos de trabajo registrados. Más bien, que la creación de empleo acompañaría el crecimiento poblacional.

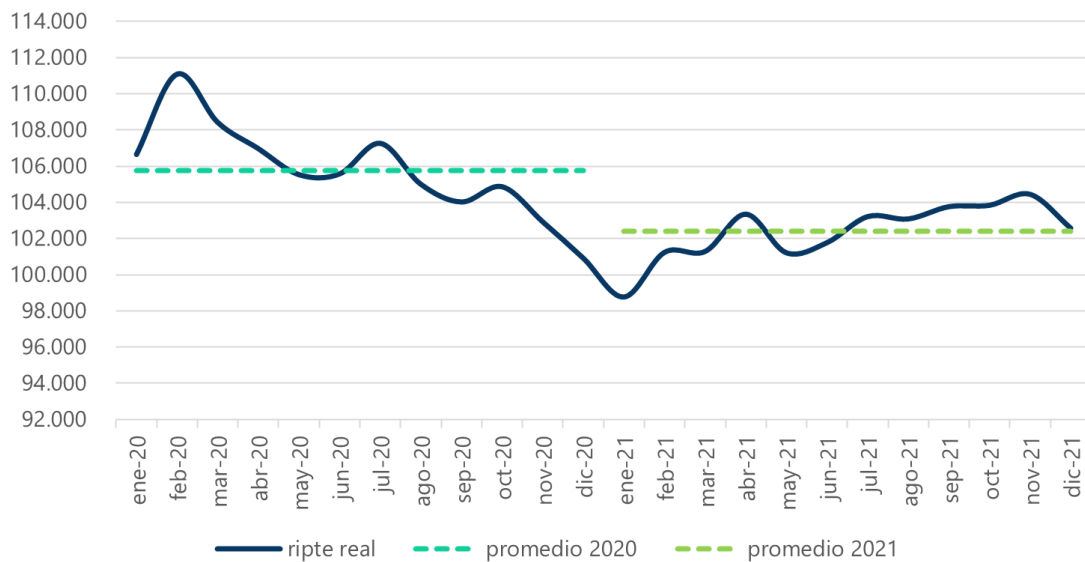
El salario volvió a caer

El 2021 concluyó con una nueva caída del salario real de las y los trabajadores. De acuerdo al RIPE, el salario promedio de 2021 fue -3,2% menor que el de 2020. Si bien es un dato desalentador, que se suma a las caídas consecutivas de 2018, 2019 y, en menor medida, 2020, la evolución del RIPE muestra cierta mejora hacia la segunda mitad de año, tras la reapertura de paritarias. En efecto, al comparar el salario promedio del segundo semestre del año con el del segundo semestre del año anterior,

se advierte que se mantuvo prácticamente estable (-0,7%). El RIPTe en diciembre 2021, por su parte, resultó +1,6% superior al de diciembre 2020.

La evolución del salario muestra que, en el contexto de aceleración de inflación del año 2021, las paritarias llegaron tarde, aunque al final del año alcanzaron a recomponer el terreno perdido. A esta situación se agrega la recomposición de la paritaria 2021 que algunos convenios colectivos (Comercio, Estatales) tuvieron a comienzos de 2022. **La base para la discusión de la paritaria 2022 es, al menos, un “empate sobre la hora”, que evita profundizar el deterioro del 2020.**

Evolución del RIPTe
A precios de dic-21



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

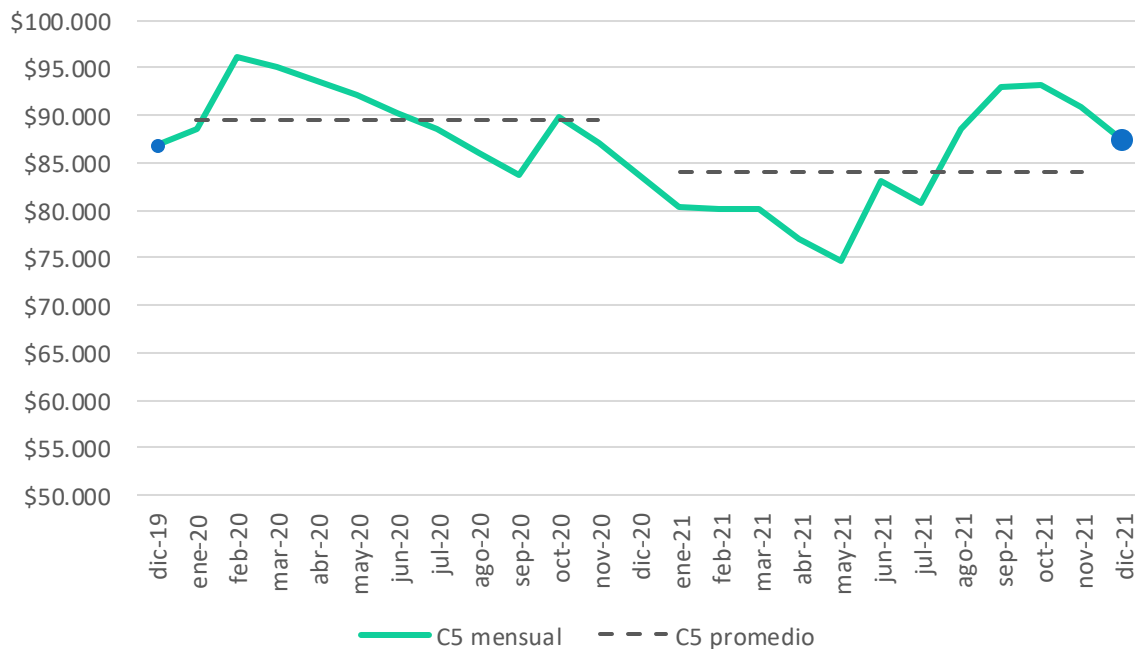
Como mostramos en nuestro [documento “Paritarias y Coordinación Macroeconómica”](#), a lo largo de los últimos años, cada vez que la inflación promedio superó el 35% anual, los salarios perdieron la carrera nominal y su poder adquisitivo se vio disminuido. **La recuperación del salario real difícilmente sea posible en un entorno de elevada inflación y es importante la recuperación de los mecanismos vinculados a políticas de ingresos. Esto es, mecanismos de coordinación salarial, entre los sectores de actividad, y también con el conjunto del esquema macroeconómico.**

Por su parte, el salario real de las y los trabajadores estatales corrió una suerte similar, aunque con una volatilidad más marcada que en el sector privado. La remuneración promedio del 2021 de la categoría representativa C5 mostró una caída del -3,9% respecto del promedio de 2020. Sin embargo, en el segundo semestre del año su crecimiento fue del +3,8% respecto del segundo semestre del año anterior. Y en la comparación dic21-dic20, el crecimiento asciende a +4,6%, sin tener en cuenta los efectos de los bonos de fin de año (que en 2021 también apuntaló la recuperación del salario del bolsillo, con un extra de \$20.000 otorgado ese mes vs. \$4.000 el año anterior).

La recomposición del salario estatal sobre la segunda mitad del año 2021 fue importante y le permitió volver a los niveles del inicio de comienzos de 2020 (en especial en las categorías más bajas), aunque aún le queda un largo camino para recuperar el terreno perdido en los años previos, entre 2015 y 2019.

Salario estatal - categoría representativa

Remuneración bruta C5 a precios de dic-21



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Subsecretaría de Empleo Público e INDEC.

¿Qué dejó el ejercicio fiscal 2021?

El resultado primario 2021 cerró con un déficit de -3% del PIB, tal como adelantamos en los últimos informes y alejado de la proyección contenida en el presupuesto 2022 de -4%. Se llega a este escenario sin considerar el ingreso extraordinario por el pago de DEG del FMI (equivalente a 0,9% del PIB), pero considerando el aporte extraordinario vinculado a las grandes fortunas (0,5% del PIB) y la mejora en la recaudación vinculada a comercio exterior por el incremento en los precios internacionales (0,5% del PIB).

El mes de diciembre se destacó por una aceleración estacional del déficit similar a la ocurrida en los últimos años, aun cuando el gasto primario se incrementó 10 puntos porcentuales por debajo de los ingresos (77% vs 87%, respectivamente).

Si bien las principales partidas del gasto presentaron incrementos considerables, se destaca el caso del gasto de capital que alcanzó una variación respecto a diciembre 2020 del 134% y recuperó el terreno perdido desde la llegada del macrismo.

La inversión pública recupera el terreno perdido

Media móvil 3 meses, a valores de diciembre 2016



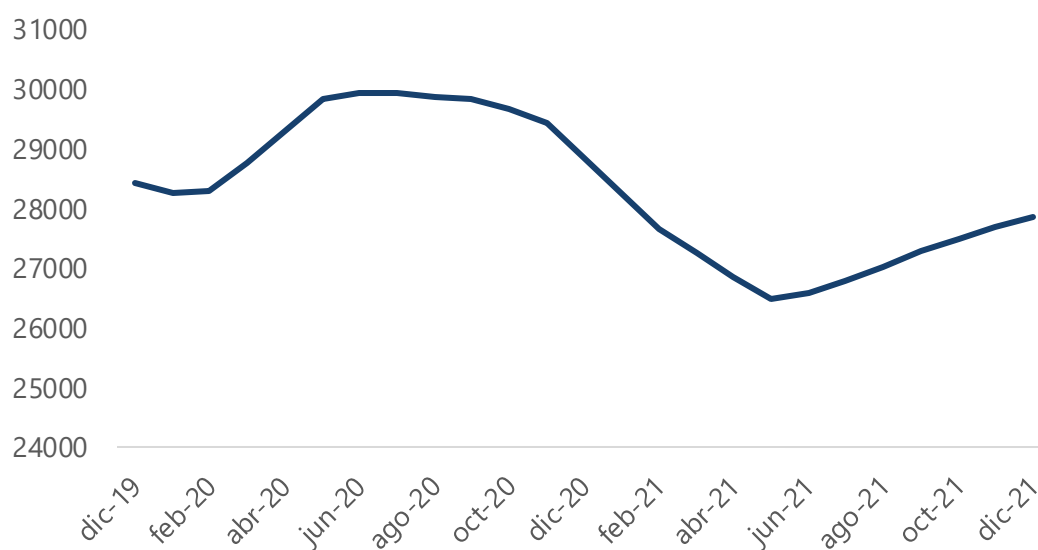
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

Por otro lado, **también se destacó la dinámica de subsidios, particularmente los de la energía, que se incrementaron un 113% anual**, mientras que los subsidios al transporte solo lo hicieron en un 54% anual, en línea con la inflación. Este capítulo adquiere particular relevancia luego del principio de acuerdo con el FMI, dado que es el único tema al que se le hace mención explícita de cara a un ajuste presupuestario.

Por último, también **vale la pena mencionar la caída en términos reales del gasto vinculado con jubilaciones y pensiones, que crecieron en 2021 solo 42% anual**, quedando claramente por debajo de la inflación. Es importante destacar, sin embargo, que la variación diciembre contra diciembre deja un incremento por movilidad de 52,7%. La lenta recuperación del primer semestre fue la que llevó a una variación promedio para el año que contrasta con la importante recuperación de los últimos meses del 2021.

Las jubilaciones comienzan a recuperarse

Media móvil 3 meses, a valores de diciembre 2021



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

El cierre del 2021 comienza a arrojar claridad sobre las posibles dinámicas del 2022. Una particularidad que advertimos en nuestros últimos informes era la excesiva previsión de gasto de capital en las proyecciones oficiales para el 2021, donde estimaban ejecutar poco más de \$1.000 millones,

cuando el dato definitivo se encuentra entorno a los \$650 millones¹. Esta diferencia arrastra hacia abajo la previsión para 2022, donde se espera ejecutar \$1.500 millones según el proyecto de presupuesto, un valor que implicaría más que duplicar la ejecución de 2021.

Tomando en consideración esta diferencia y otras menores entre el cierre observado y el previsto en el presupuesto 2022 para el ejercicio 2021, **la meta de déficit fiscal acordada con el FMI para este año de -2,5% luce bastante factible de alcanzar, sin necesidad de hacer un ajuste significativo sobre el gasto primario**. De cumplirse ese escenario para el 2022, tampoco parece excesiva la meta de -1,8% en 2023, en relación con lo que históricamente representan los programas del Fondo.

Considerando una inflación cercana al 38% para 2022 y de 30% para 2023, se podría lograr estas mejoras en el déficit con un gasto primario contrayéndose entre 2% y 3% en términos reales en ambos años. Para tener una comparación, **esta contracción real del gasto en el bienio 2022-2023 de 5,1% en dos años resulta insignificante en comparación con la contracción de 22,4% en cuatro años que aplicó la gestión de Cambiemos**.

Sin embargo, el principal desafío no pasa por la dinámica de búsqueda de equilibrio fiscal, sino en las restricciones para su financiamiento. Es en este aspecto donde se debe poner el foco al menos en 2022. Bajo el esquema acordado con el FMI se deberá reducir el financiamiento del propio Tesoro del 3,7% del PIB en 2021 al 1% en 2022, para eliminar este canal de fondeo hacia el 2024. Esto llevará indudablemente a una política muy agresiva del gobierno nacional por captar fondeo en el sector privado mediante emisión de títulos, lo que redundará en un incremento en las tasas y en dificultades con los gobiernos subnacionales, que tendrán que competir con el gobierno nacional por el ahorro privado.

¹ A comienzos de noviembre advertíamos en nuestro informe de coyuntura "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 aun si esperamos una aceleración en el último trimestre, es esperable que el gasto de capital alcance, a lo sumo, \$700 millones".

El 2022 está en el aire

El anuncio del principio de acuerdo con el FMI abrió la posibilidad de que el año *macrofinanciero* cierre prematuramente. En una economía que vive el día a día esto no es un hecho menor, sobre todo de cara a las elecciones presidenciales del año que viene.

Con la soja en el orden de los USD 580 dólares y los ingresos de dólares financieros anunciados por el ministro el 28 de enero (USD 3.800 millones del FMI y USD 5.000 millones de OOII, netos en ambos casos), el objetivo de acumulación de reservas de USD 5.000 millones para 2022 luce verosímil, incluso pagando con estas fuentes los USD 4.500 millones de vencimientos con privados de año y a pesar de las noticias negativas respecto del desempeño de la cosecha, impactada por la sequía.

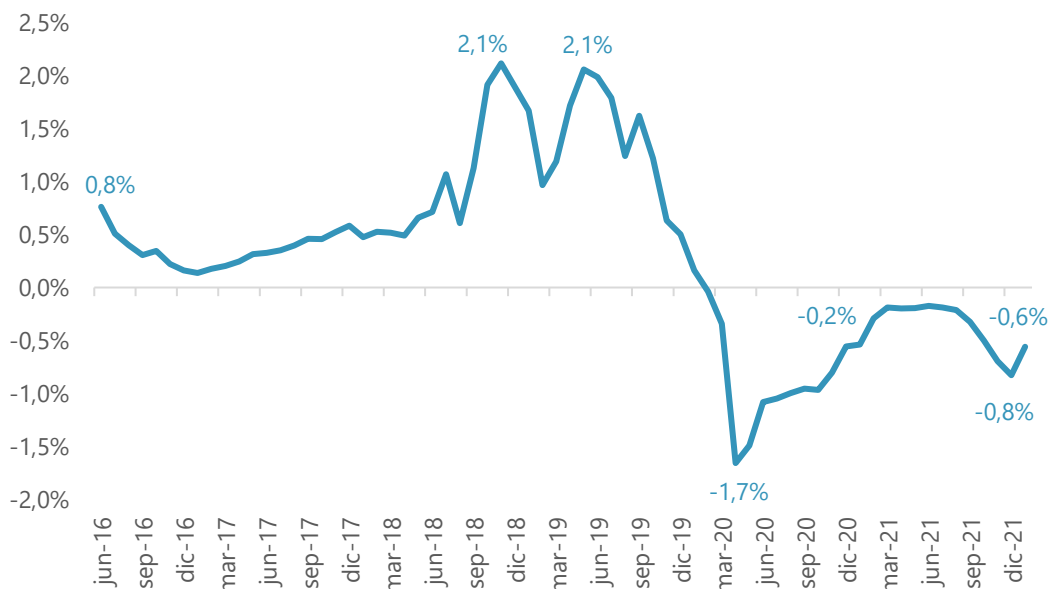
Con un déficit primario acordado con el FMI de 2,5%, el objetivo de emisión de 1% arroja necesidades netas de fondos del orden del 2%, lo cual en principio no parece difícil de financiar en el mercado doméstico, garantizando cierta previsibilidad para el programa financiero en pesos. Por su parte, el objetivo de ir retirando al BCRA de su rol de financista del Tesoro y el piso negociado para la tasa de interés real imprime cierta moderación monetaria.

De este modo, **la combinación de refuerzo de reservas y política monetaria más contractiva -copiando lo que en los hechos está ocurriendo en el resto del mundo de cara a la aceleración inflacionaria global- puede ayudar a contener los tipos de cambio paralelos y minimizar las tensiones en el ámbito financiero**, permitiendo pensar en cierto piso de estabilidad macro para 2022, en ausencia por supuesto de cisnes negros que provengan del exterior.

cumplible en la Carta de Intensión, la presión recaerá sobre la impronta gradualista de la política monetaria y fiscal.

Las tasas de interés reales a mitad de camino

Badlar, Tasa Efectiva Mensual (TEM) real



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

Con la Com. "A" 7432 el BCRA comenzó a dar las primeras señales de moderación monetaria, pero a las tasas de interés reales todavía les queda un largo tramo por recorrer para pasar a terreno positivo, o al menos neutro. **El riesgo es que, si la política monetaria "se queda corta", las presiones recaigan sobre el gradualismo de la política fiscal, que tiene multiplicadores más potentes y podría terminar abortando la incipiente recuperación de la economía real.**

Por el contrario, una política monetaria más adecuada puede comenzar a coordinar hacia adelante los niveles de inflación y, al mismo tiempo, operar sobre el principal mecanismo de transmisión que el banco central tiene a disposición en el corto plazo: el canal cambiario. Si se habilita este mecanismo adicional de moderación en los precios, es susceptible que el BCRA esté contribuyendo a blindar la situación externa y nominal de cara a las elecciones de 2023, con costos moderados o incluso nulos en materia de actividad.