

# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

59° | Junio 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

Como mostramos en el informe [anterior](#), la actividad económica mantiene un sendero de recuperación desde mayo de 2020. Pero **se da una particularidad más que interesante: desde principios de año, el consumo medido por el IMC se estancó e inclusive tuvo una caída en marzo, mientras que la inversión medida con el IMI se incrementó a un ritmo mayor.**

En este caso, **nadie mejor que Kalecki y su famosa frase “los capitalistas ganan lo que gastan, mientras que los trabajadores gastan lo que ganan” para entender lo que está sucediendo.** Esto podemos aplicarlo a lo que está sucediendo hoy en la Argentina, ya que la crisis del Covid-19 empeoró la distribución funcional del ingreso en detrimento de la remuneración del trabajo asalariado y, por ende, afectó el consumo de la población. Sin embargo, la actividad se ha sostenido por un incremento del excedente bruto de explotación que se traslada en mayores inversiones. Al mismo tiempo, este sector tiene un efecto riqueza positivo producto de una revaluación de sus activos dolarizados y el ahorro forzoso realizado en pandemia que se traduce en un consumo de bienes durables.

Profundizando en el tema salarios, la remuneración promedio de las y los trabajadores registrados y estables le empató –muy pequeña mejora real– a la inflación en el primer trimestre. A la fecha, la mayoría de las paritarias cerró con acuerdos en torno a la pauta oficial: entre un 30% y un 36% de aumento en tramos, de manera tal que superaron la meta de inflación del presupuesto 2021 (29%). Pero dado que la evolución del IPC en los primeros meses ha estado por encima de lo previsto, **la posibilidad de que el salario real crezca quedará supeditada a las cláusulas de revisión incluidas en la mayor parte de las paritarias para el último trimestre del año.**

**En materia de precios, durante abril la inflación fue más baja que en marzo, ubicándose en 4,1% mensual, aunque todavía por encima de lo que los analistas vienen previendo en el REM del BCRA.** Si bien para mayo se espera una nueva desaceleración, la evolución del nivel de precios

doméstico fue dominante en las últimas semanas, dado que su aceleración es uno de los principales determinantes de la caída del poder adquisitivo de buena parte de la población.

Asimismo, las compras netas de divisas por parte del BCRA, junto con el desarme de la posición en futuros, **le permitieron a la autoridad monetaria desacelerar visiblemente la tasa de devaluación del tipo de cambio oficial sin abandonar su posición compradora en el MULC, principal eje de la política antinflacionaria del gobierno.**

Lo expresado en los párrafos anteriores, junto con la posibilidad de que un menor nivel de actividad en el segundo trimestre del año modere el ritmo de aumento de los precios, abre la posibilidad de que el debate inflacionario pierda fuerza en los próximos meses.

De todos modos, eso no es garantía de que se mantenga la estabilidad cambiaria y financiera, dado que a partir de junio de este año Argentina entra en período de gracia con el Club de Paris y los plazos para renegociar un acuerdo con el FMI se acortan -con vencimientos en septiembre y diciembre con el organismo-. Además, a partir de julio el país ingresa en modo electoral, en virtud de la fecha límite para la definición de las listas y el inicio de las campañas.

Eso abre el interrogante de cuál debería ser el rol de la política monetaria. La situación de la economía real todavía no es sólida, ya que existe mucha heterogeneidad en el crecimiento y la sensibilidad del capital de trabajo de las empresas a los episodios que interrumpen la movilidad es incierta, haciendo que el canal de crédito de la política monetaria pueda ser altamente nocivo. Lo más probable es que el BCRA utilice el poder de fuego acumulado en estos meses para intervenir en los distintos frentes cambiarios e intente reservar cualquier suba de la tasa de interés para situaciones de disrupción financiera extremas, como las producidas en septiembre de 2020.

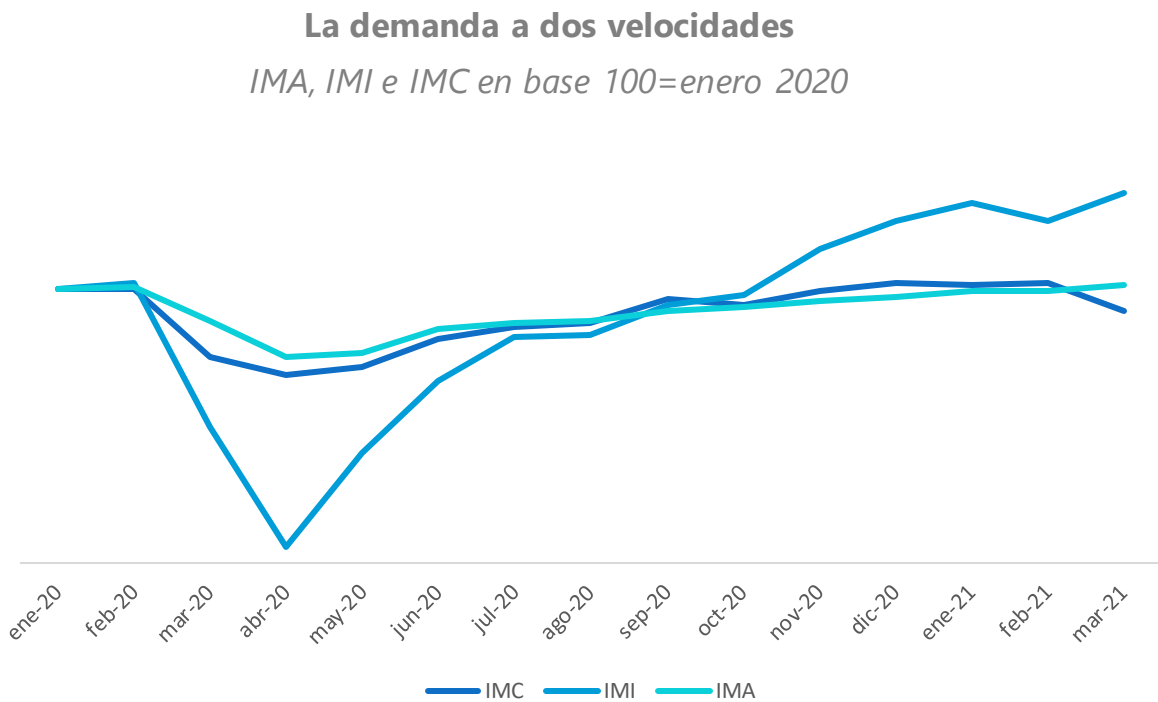
Por último, en materia fiscal **los primeros cuatro meses del año dejaron por resultado un ligero desequilibrio de solo -0,2% del PIB en el resultado primario.** Parado sobre este escenario, que se destaca por ser

el de menor déficit de los últimos cinco años, el gobierno anunció un nuevo paquete de medidas de asistencia para mitigar los efectos de la segunda ola de contagios.

**En total, todo el paquete de medidas implica un gasto adicional de \$480.000 millones, equivalente a 1,3% del PIB, el cual según el gobierno será financiado con los mayores ingresos explicado por el Aporte Extraordinario en las Grandes Fortunas. Sin embargo, ese ingreso solo alcanzará para financiar de forma parcial las medidas, dado que al momento se recaudaron \$223.000 millones de los \$307.000 millones que se esperaban recaudar. La diferencia de \$257.000 millones (0,7% del PIB) implicará un rojo adicional para el déficit primario de este año. De este modo, revisamos al alza nuestra proyección del déficit primario para 2021 a 5,1% del PBI (- \$1.893 MM).**

## La segunda ola coincide con el momento más desigual de la recuperación

Como mostramos en el informe [anterior](#), la actividad económica mantiene un sendero de recuperación desde mayo de 2020. Pero **se da una particularidad más que interesante: Desde principios de año, el consumo medido por el IMC se estancó e inclusive tuvo una caída en marzo, mientras que la inversión medida con el IMI se incrementó a un ritmo mayor.**



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

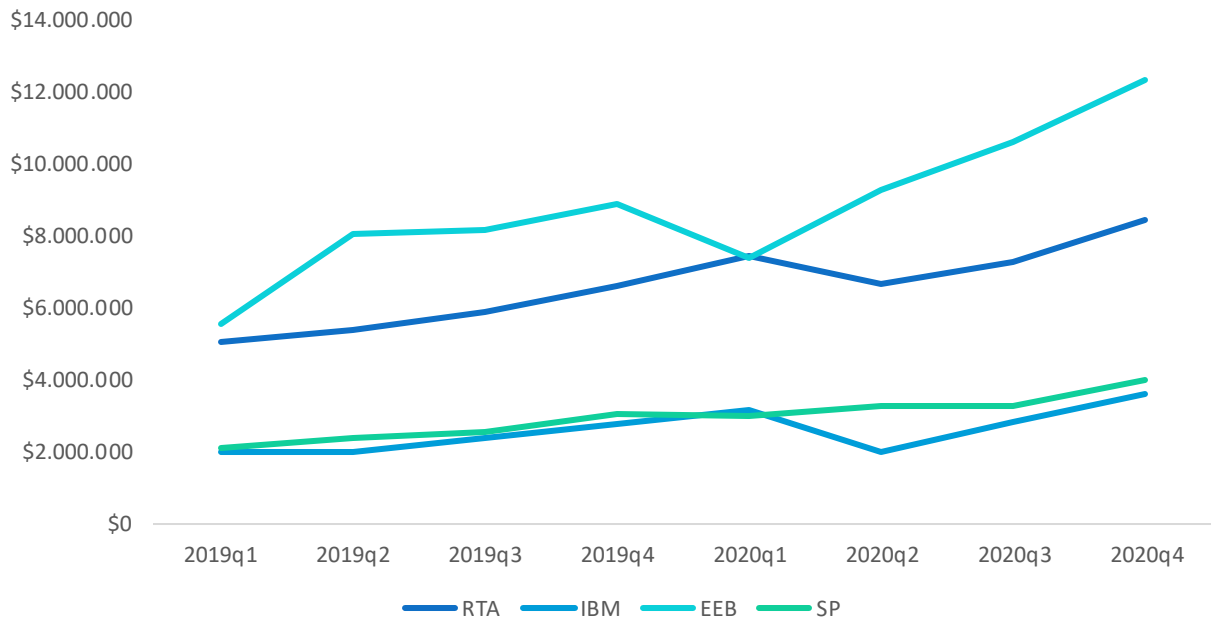
En este caso, **nadie mejor que Kalecki y su famosa frase “los capitalistas ganan lo que gastan, mientras que los trabajadores gastan lo que ganan” para entender lo que está sucediendo.** Es decir, el beneficio de las empresas en su conjunto depende (en buena medida) de sus propias decisiones de gasto, en particular aquellas vinculadas con la inversión.

Esto podemos aplicarlo a lo que está sucediendo hoy en la Argentina, ya que la crisis del Covid-19 empeoró la distribución funcional del ingreso en detrimento de la remuneración del trabajo asalariado y, por ende, afectó el consumo de la población (ver próxima sección). Sin embargo, la actividad se ha sostenido por un incremento del excedente bruto de explotación que

se traslada en mayores inversiones. Al mismo tiempo, este sector tiene un efecto riqueza positivo producto de una revaluación de sus activos dolarizados y el ahorro forzoso realizado en pandemia, que se traduce en un consumo de bienes durables.

### Una distribución a favor de las empresas

*Evolución de la cuenta generación ingreso en valores corrientes*

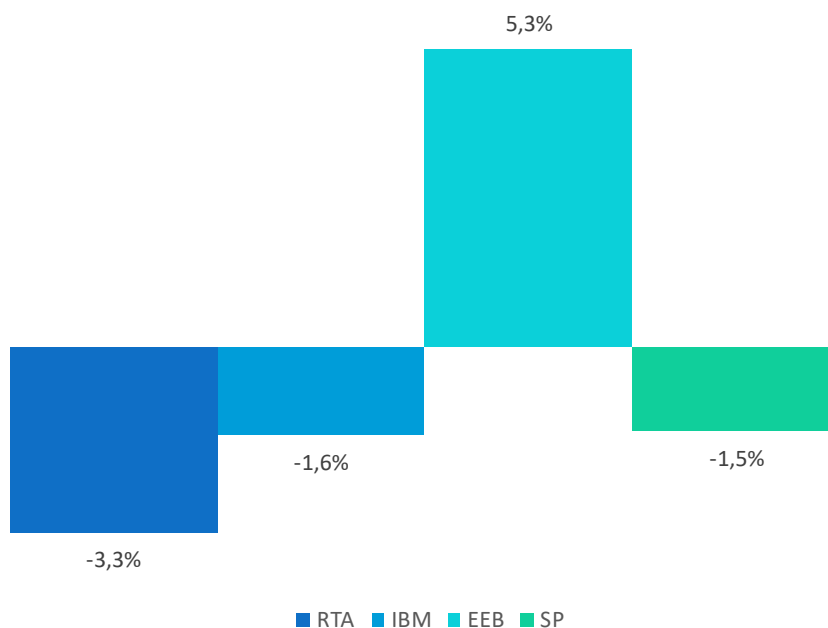


Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a INDEC.

Cuando observamos lo sucedido entre el último trimestre del 2020 contra el mismo del 2019 vemos que en términos reales tanto el sector asalariado (RTA), monotributista y autónomo (IBM) como el sector público (SP) perdieron en la distribución funcional del ingreso, mientras que los dueños del capital incrementaron su porción (EEB).

### Distribución del ingreso

Variación 2020q4 vs 2019q4

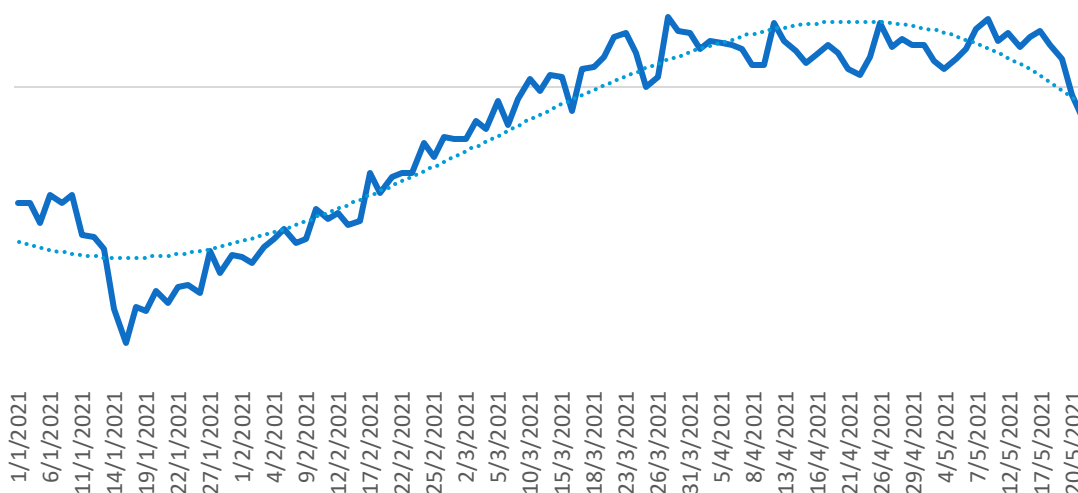


Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a INDEC.

**No obstante, esta recuperación ahora se encuentra en duda ya que apareció con fuerza la segunda ola de contagios, llevando a mayores restricciones de circulación que afectan la actividad económica.**

## Movilidad a los lugares de trabajo

Base febrero 2020



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

Como mostramos en el informe anterior, la movilidad a los lugares de trabajo presenta una alta correlación con la actividad económica. A partir, de mediados de mayo la movilidad comenzó a reducirse y se observa en particular una fuerte caída desde el día 18, justo antes de la introducción de las nuevas restricciones. Con lo cual, **a la recuperación desigual de la actividad económica ahora se le suma un nuevo freno que pone en duda el repunte proyectado para lo que queda del año, que en buena medida dependerá del comportamiento de la curva de contagios y del ritmo de vacunación.**

### ¿Lograrán los salarios ganarle a la inflación en 2020?

La remuneración promedio de las y los trabajadores registrados y estable le empató a la inflación en el primer trimestre. Luego de crecer sólo 1,8% mensual en enero, los primeros tramos de aumentos paritarios permitieron que en febrero el RIPTTE se elevara un 6,2% y en marzo, un 4,9%. Así, en el trimestre acumuló un aumento nominal de 13,4% respecto de diciembre, mientras que la inflación acumulada fue 13% en el mismo período. **Como resultado, el salario privado logró una pequeña recuperación de tan solo 0,4% en términos reales.**



**Vale destacar que este tímido resultado tuvo lugar en un contexto de aceleración inflacionaria, el cual superó las expectativas del mercado para el mes de marzo. Es decir, los salarios mantuvieron su poder adquisitivo a pesar de una suba “exigente” de nivel de precios.**

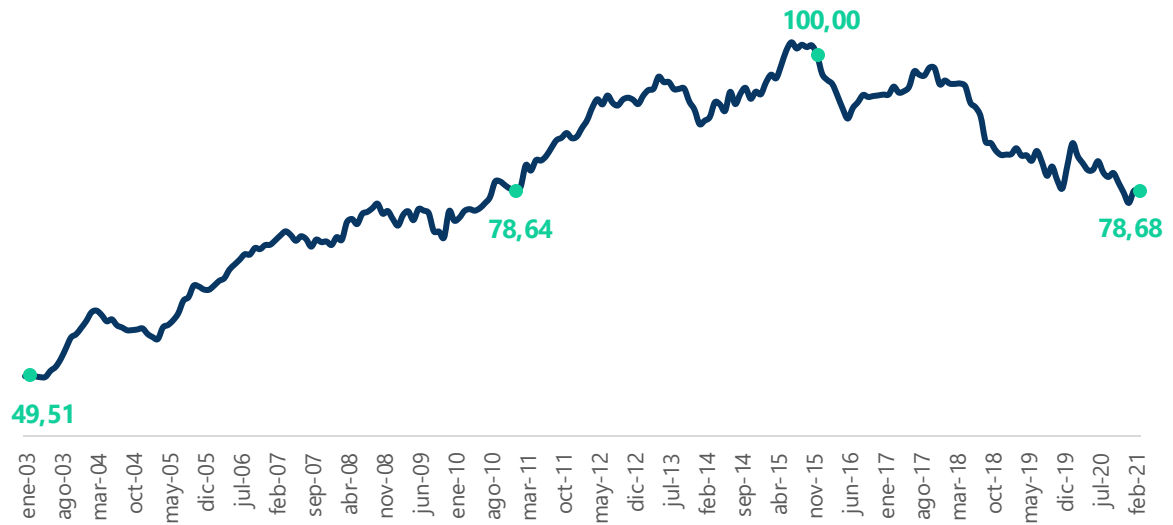
Sin embargo, este dato debe ser matizado por dos cuestiones: un hecho y una incógnita. El hecho es que los salarios todavía se encuentran en un nivel muy bajo en comparación a los últimos años, porque la caída acumulada de las remuneraciones desde 2015 ha sido pronunciada. La incógnita es si en lo que sigue del año los salarios finalmente podrán empezar a mostrar una mejora.

**En la comparación con la situación pre-pandemia, se ve que en marzo la remuneración promedio en términos reales se ubicó un 6% por debajo del nivel de marzo 2020.** En aquel primer trimestre de 2020, previo a la irrupción de la pandemia, los salarios habían iniciado un camino de recomposición, acumulando una expansión del 6,4% en términos reales respecto de diciembre 2019.

Sin embargo, ese inicio auspicioso fue interrumpido por el shock a la actividad económica y al mercado de trabajo. Mientras que el empleo asalariado no registrado y el cuentapropismo fueron los segmentos más afectados, el empleo registrado tuvo una menor pérdida de puestos de trabajo gracias a las políticas de contención, pero sin evitar que el salario real retrocediera, a fines de 2020, otro -1%, llegando hasta el nivel que tenía diez años atrás. Las recuperaciones marginales del poder de compra aún tienen un largo recorrido por delante para alcanzar, al menos, el nivel previo a la pandemia.

## Evolución real del RIPTE

base Dic 2015=100



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

Por otra parte, dada la estacionalidad de la serie de salario, el dato positivo del primer trimestre de 2021 merece ser puesto en contexto. Los primeros trimestres suelen ser, salvo en ocasión de eventos muy disruptivos, momentos de recuperación, porque contienen los principales tramos de aumento de los acuerdos salariales. En la evolución reciente del RIPTE, desde 2018, todos los años se vio que el salario recuperó un poco en el primer trimestre, para luego terminar el año perdiendo poder adquisitivo.

**En perspectiva, la pequeña variación positiva de comienzos de 2021 puede resultar insuficiente para que el salario consolide una mejora a lo largo del año.**

## La estacionalidad de los salarios

Variación del RIPTE en términos trimestrales

	Variación acumulada por trimestre		
	RIPTE	IPC	RIPTE real
I-2018	6,7%	6,7%	0,1%
II-2018	5,4%	8,8%	-3,1%
III-2018	6,5%	14,1%	-6,7%
IV-2018	8,9%	11,5%	-2,3%
I-2019	13,2%	11,8%	1,3%
II-2019	6,9%	9,5%	-2,3%
III-2019	9,4%	12,5%	-2,8%
IV-2019	9,0%	11,7%	-2,4%
I-2020	14,7%	7,8%	6,4%
II-2020	2,6%	5,4%	-2,6%
III-2020	6,1%	7,7%	-1,5%
IV-2020	8,0%	11,3%	-3,0%
I-2021	13,4%	13,0%	0,4%

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

A la fecha, la mayoría de las paritarias cerró con acuerdos en torno a la pauta oficial: entre un 30% y un 36% de aumento en tramos, de manera tal que superaron la meta de inflación del presupuesto 2021 (29%). **En mayo se sumó el cierre de la paritaria de la administración pública nacional, con un 35% de aumento en 6 tramos.** Pero dado que la evolución del IPC en los primeros meses ha estado por encima de lo previsto, es prácticamente imposible que se cumpla la proyección oficial: la inflación mensual debería descender a 1,2% todos los meses que restan del 2021. Con los precios fuera de rango, de no ocurrir una marcada desaceleración inflacionaria, **la posibilidad de que el salario real crezca quedará supeditada a las cláusulas de revisión incluidas en la mayor parte de las paritarias para el último trimestre del año.**

## Déficit fiscal a la baja, pero con ajuste al alza

**Los primeros cuatro meses del año dejaron por resultado un ligero desequilibrio fiscal de solo -0,2% del PIB en el resultado primario.**

Parado sobre este escenario, que se destaca por ser el de menor déficit de los últimos cinco años, el gobierno se encuentra en una posición relativamente holgada para enfrentar vía políticas fiscales expansivas los efectos contractivos de la segunda ola de la pandemia.

En los últimos días, y ante el preocupante incremento de casos y las nuevas medidas de aislamiento, el gobierno anunció un conjunto de políticas con el objetivo de morigerar el impacto negativo sobre empresas y familias del nuevo confinamiento.

De estas medidas se destacan, por su magnitud, entre las destinadas a empresas:

- Ampliación del Programa de Recuperación Productiva (REPRO), con una inversión en torno a \$52.000 millones.
- Incorporación del sector gastronómico al REPRO y reducción de las contribuciones patronales en los sectores críticos, con un costo de \$8.500 millones.

Por otro lado, respecto de las que buscan subsidiar por el lado de la demanda a las familias podemos resaltar las siguientes:

- Tarjeta Alimentar: refuerzo para las familias con menores de hasta 14 años por un total de \$18.000 millones al mes.
- Ampliación del Programa Progresar con becas para la terminación de la primaria y la secundaria, la capacitación profesional, el cursado de carreras universitarias y para formar enfermeros y enfermeras. La inversión durante este año supera los \$28.000 millones.
- Ampliación de la AUH y asignaciones familiares por un monto total de \$29.000 millones al incorporar a 700 mil nuevos titulares de derecho.

- Programa Potenciar Trabajo: los 920 mil trabajadoras y trabajadores de este programa cobrarán en mayo \$12.204 y hacia fin de año \$14.040, significando una inversión anual de \$167.000 millones.

**En total, todo el paquete de medidas implica un gasto adicional de \$480.000 millones, equivalente a 1,3% del PIB, el cual según el gobierno será financiado con los mayores ingresos explicado por el Aporte Extraordinario en las Grandes Fortunas. Sin embargo, ese ingreso solo alcanzará para financiar de forma parcial las medidas, dado que al momento se recaudaron \$223.000 millones de los \$307.000 millones que se esperaban recaudar. La diferencia de \$257.000 millones (0,7% del PIB) implicará un rojo adicional para el déficit primario de este año. De este modo, revisamos al alza nuestra proyección del déficit primario para 2021 a 5,1% del PBI (- \$1.893 MM).**

El interrogante que se abre a partir de ahora es si este incremento del déficit, producto de las políticas expansivas para dar respuesta a la segunda ola, no se agravará aún más cuando comencemos a observar una merma en la recaudación a causa de las medidas de aislamiento tal y como se observó el año pasado. El hecho de que comencemos a ver bajas bases de comparación en la evaluación interanual de la recaudación tributaria no debe subestimar los posibles efectos nocivos por el lado de los ingresos de esta segunda ola de la pandemia.

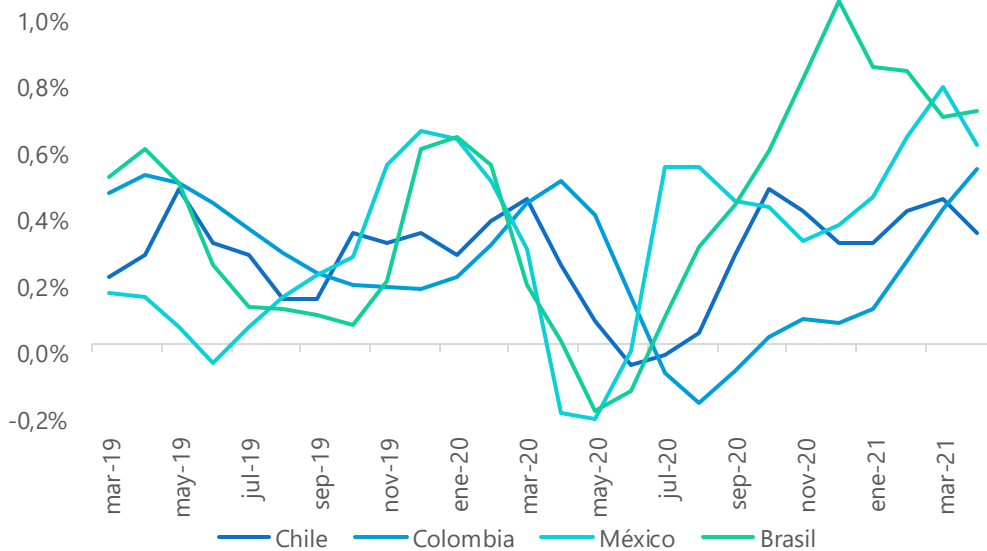
## ¿La inflación se corre de escena?

**En abril la inflación fue más baja que en marzo, ubicándose en 4,1% mensual, aunque todavía por encima de lo que los analistas vienen previendo en el REM del BCRA.** Rubros como el textil (+6%) y transporte (+5,7%) siguen impulsando las subas, mientras que los alimentos (+4,3%) crecen por encima del nivel general, en un contexto conocido de fuerte suba en los precios internacionales.

**El comportamiento de los precios en las principales economías de la región, sumado a las propias noticias provenientes de EEUU, muestran que el fenómeno de aceleración de la inflación post-pandemia tiene características globales.** Esta situación todavía está lejos de poder comprenderse en su plenitud dado que, a pesar de los importantes paquetes de estímulo aplicados de modo generalizado (principalmente en los países desarrollados), la debilidad en la creación del empleo se sostiene: EEUU tiene hoy 8,2 millones menos de empleos que en febrero de 2020, y se sostendrá en la medida en que no finalice la campaña de vacunación.

### Recomposición de los precios a nivel regional

*Variación % mensual, promedio móvil tres meses*



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

En el caso de Argentina, si bien para mayo se espera una nueva desaceleración, la evolución del nivel de precios doméstico fue un tema dominante en las últimas semanas, dado que su aceleración es uno de los principales determinantes de la caída del poder adquisitivo de buena parte de la población. Esto queda demostrado a partir de los esfuerzos oficiales por intervenir en las cadenas de comercialización de los principales bienes-salario de la Argentina (con la carne como caso paradigmático) y la aplicación de políticas específicas como la ampliación de la Tarjeta Alimentar, que además coincidió con el recrudescimiento de la pandemia.

En efecto, y tal como comentábamos en el informe mensual de [abril](#), la presencia de la segunda ola de contagios en el segundo trimestre del año motivó la reaparición de medidas contracíclicas, como la mencionada Tarjeta Alimentar y el rediseño del Repro II. Las cuentas fiscales mostraron una importante mejora en los primeros cuatro meses del año, con un déficit primario de -0,2% del PIB, en comparación con -1,6% para el mismo período de 2020 (ver sección anterior), lo cual genera mejores condiciones para que la política expansiva no tenga consecuencias de segunda vuelta en términos cambiarios.

Asimismo, las compras netas de divisas por parte del BCRA ascienden en el año a USD 3.700 millones lo cual, junto con el desarme de la posición en futuros que ha hecho la autoridad monetaria en los últimos meses, va conformando una serie de buffers importantes para la política económica para lo que resta del año. De hecho, **fue esta nueva circunstancia lo que le permitió al BCRA desacelerar visiblemente la tasa de devaluación del tipo de cambio oficial sin abandonar su posición compradora en el MULC, principal eje de la política antinflacionaria del gobierno.**

Lo expresado en los párrafos anteriores, junto con la posibilidad de que un menor nivel de actividad en el segundo trimestre del año modere el ritmo de aumento de los precios, abre la posibilidad de que el debate inflacionario pierda fuerza en los próximos meses.

### **¿Qué esperar de la política monetaria?**

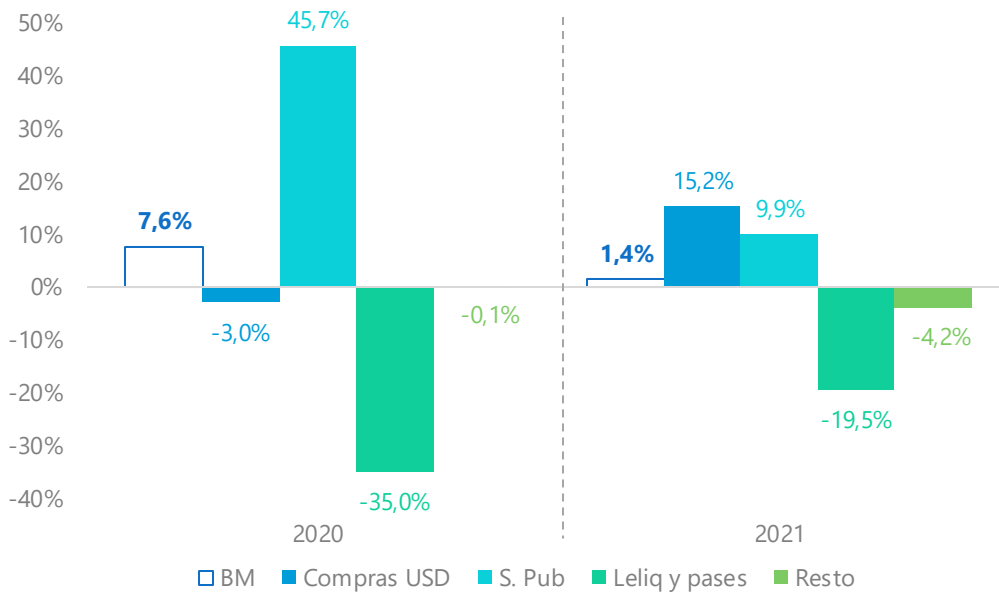
Ahora bien, este entorno al que parece dirigirse la economía argentina en los próximos meses, ¿es garantía de estabilidad cambiaria y ausencia de tensiones financieras? El año pasado, en marzo y abril -los meses más duros del aislamiento- los tipos de cambio paralelos mostraron un fuerte incremento a raíz del efecto monetario de las medidas de estímulo sostenidas desde el BCRA. A su vez, a partir de junio de este año Argentina entra en período de gracia con el Club de Paris y los plazos para renegociar un acuerdo con el FMI se acortan -con vencimientos en septiembre y diciembre con el organismo-. Finalmente, a partir de julio el país ingresa en

modo electoral, en virtud de la fecha límite para la definición de las listas y el inicio de las campañas.

**Estos elementos se constituyen en posibles drivers para la inestabilidad del mercado de cambios, lo cual abre el interrogante de cuál debería ser el rol de la política monetaria<sup>1</sup>.**

### Retrocede la monetización de la economía

En % del PIB



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

**Desde la corrección de tasas de interés del año pasado, orientada a contener los efectos disruptivos producidos por el endurecimiento de los controles de cambio de septiembre, el BCRA ha tomado una actitud pasiva en lo que hace al manejo monetario:** el proceso de desmonetización vinculado a la menor asistencia al Tesoro fue parcialmente compensado por el efecto expansivo de las mayores compras

<sup>1</sup> Al cierre de este informe, mediante las Com. "A" 7290 y 7291, el BCRA estableció que los requisitos de efectivo mínimo integrables en LELIQ podrán darse por cumplidos a partir de la adquisición en el mercado primario de títulos públicos de plazos no menores a 180 días, para los cuáles se habilitó una ventanilla de recompra y se los eximió de las regulaciones de fraccionamiento crediticio. En el corto plazo, los bancos podrían realizar un acomodamiento de cartera en el margen que les permita recomponer una parte del margen financiero, lo cual habilitaría cierta holgura para el financiamiento al Tesoro, pero sin grandes cambios de fondo en las condiciones monetarias y de financiamiento para lo que resta del año.



de divisas en el MULC y los pagos de intereses de LELIQ, que derivó en un nuevo incremento en el stock de instrumentos de regulación monetaria.

No obstante, la situación de la economía real todavía no es sólida, ya que existe mucha heterogeneidad en el crecimiento y la sensibilidad del capital de trabajo de las empresas a los episodios que interrumpen la movilidad es incierta, haciendo que el canal de crédito de la política monetaria pueda ser altamente nocivo. Lo más probable es que el BCRA utilice el poder de fuego acumulado en estos meses para intervenir en los distintos frentes cambiarios e intente reservar cualquier suba de la tasa de interés para situaciones de disrupción financiera extremas, como las producidas en septiembre de 2020.