

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

67° | Marzo 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

La apertura de la ronda de discusiones salariales en este 2022 se produce en un contexto inédito para la negociación colectiva.

Durante la posconvertibilidad, las paritarias por actividad económica se convirtieron en el mecanismo decisivo de determinación salarial, pero hasta ahora nunca se han enfrentado a una inflación internalizada en niveles del 50% anual.

Como señalamos en el [informe de coyuntura anterior](#), **la paritaria en 2021 no fue mala en términos de cifras, pero llegó demasiado tarde. Si los aumentos no se hubieran demorado hacia el segundo semestre, el salario podría haberse defendido mejor.**

¿Puede crecer el salario real en 2022 si se firman paritarias del 45%, frente a una inflación esperada del 55%? Aunque suene paradójico, esto puede ser posible. **La clave será que, a diferencia de lo que ocurrió en 2021, los acuerdos lleguen a tiempo, es decir, que la mayor parte del aumento se concentre en los primeros meses.**

De acuerdo a los datos del SIPA publicados por el Ministerio de Trabajo, **en diciembre el empleo asalariado registrado se ubicó por encima del nivel prepandemia. De todas maneras, sigue bastante lejos del nivel de diciembre 2017, el valor máximo de la serie**, previo a que se desatara la crisis que golpeó al empleo en 2018 y 2019.

Al desagregar los datos por sector de actividad, se advierte que la situación continúa siendo bien heterogénea. La recuperación se explica principalmente por la industria y el agregado de otros servicios (actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler), que presentan casi 40 mil puestos de trabajo más que en febrero 2020. La otra mitad de los sectores presentan caídas.

De acuerdo con nuestro IMA, en enero la economía se incrementó 1% mensual, consolidando la tendencia al crecimiento, luego del freno de los últimos meses en torno a los niveles alcanzados previo al ASPO 2020.

Para este año, del memorándum con el FMI se desprende un crecimiento del 3,5%. Sin embargo, dado el histórico vínculo entre el nivel de actividad y el saldo de divisas, con la escalada de las materias primas -en particular la energía-, las importaciones en valores de GNL no podrán mantenerse a los niveles del año 2021, llevando a una cuenta corriente probablemente deficitaria. **Por ende, la guerra en Ucrania y el contexto internacional ponen en duda la capacidad de la economía para crecer 3,5% durante este año.**

Por el lado fiscal, ocurre una situación similar debido a la presión que pone en los subsidios energéticos. **En un escenario muy optimista, donde los aportes y contribuciones vuelvan a los niveles previos a la pandemia, se podría alcanzar la meta fiscal 2022 incluso con cierto incremento en los subsidios sobre la energía eléctrica.** Sin embargo, más temprano que tarde, y de cara a la meta del 2023, sólo una revisión más profunda a la política de subsidios podrá hacer consistente la reducción del déficit primario más allá del 2,5%.

En el plano monetario el acuerdo no agrega “malas noticias” a lo que se anunció como entendimiento. La exigencia cuantitativa es limitar el financiamiento monetario a un máximo de 0,7 billones de pesos en 2022 (1% PBI en 2022). El Memorandum Técnico especifica una reducción del 0,6% para el 2023 y su eliminación en 2024, en línea con lo anunciado por Guzmán.

El plano cambiario del acuerdo es el más problemático, por el alto grado de exigencia en reservas, el desbalance del sector energético y el aumento de los precios internacionales de los combustibles.

En el contexto actual, resulta difícil prever el saldo de la cuenta corriente debido a la volatilidad de los términos de intercambio, pero daría la impresión de que en el frente externo el acuerdo fue realizado bajo una proyección diferente de precios. Aún bajo un escenario de normalización que permita cumplir el objetivo 2022, hacia 2023 y 2024 la meta resulta muy exigente y preanuncia una discusión de cara a las sucesivas revisiones.

¿Puede crecer el salario real en 2022?

La apertura de la ronda de discusiones salariales en este 2022 se produce en un contexto inédito para la negociación colectiva.

Durante la posconvertibilidad, las paritarias por actividad económica se convirtieron en el mecanismo decisivo de determinación salarial, pero hasta ahora nunca se han enfrentado a una inflación internalizada en niveles del 50% anual.

Como señalamos en el [informe de coyuntura anterior](#), 2021 fue el cuarto año consecutivo en que se registró una caída del poder adquisitivo: el RIPTE fue un 3,2% menor en el promedio de 2021 en relación al 2020. Pero también mostramos que, a partir del segundo semestre y con la reapertura de las paritarias, el salario tuvo un pequeño respiro. El RIPTE en diciembre 2021 resultó +1,6% superior al de diciembre 2020. **Esto implica que la paritaria en 2021 no fue mala en términos de cifras, pero llegó demasiado tarde. Si los aumentos no se hubieran demorado hacia el segundo semestre, el salario podría haberse defendido mejor.**

Gracias a esta recuperación sobre el final, el piso desde el que parte la paritaria 2022 es más elevado y contribuye a acercar dos objetivos que a priori lucen contradictorios: **que haya cierta recuperación salarial, pero que se de en el marco de la moderación nominal que declaró el Ministerio de Trabajo (inicialmente, un 40%, que acaso se flexibilice hacia el 45%).**

¿Puede crecer el salario real en 2022 si se firman paritarias del 45%, frente a una inflación esperada del 55%? Aunque suene paradójico, esto puede ser posible. **La clave será que, a diferencia de lo que ocurrió en 2021, los acuerdos lleguen a tiempo, es decir, que la mayor parte del aumento se concentre en los primeros meses.**

En un ejercicio hipotético, calculamos cómo quedaría el RIPTE 2022 en relación al año pasado, con una paritaria del 45% distribuida de la siguiente manera: 20% en marzo, 15% en junio y 5% en septiembre y 5% en diciembre, tomando las expectativas de inflación del REM. **El resultado**

es un aumento del 2,3% en términos reales, al comparar el promedio de 2022 con el promedio de 2021.

Sin embargo, cabe tomar el ejercicio con cautela. Dependerá de cómo se distribuya el 45% de aumento, de cómo evolucione la inflación (el dato de febrero fue superior al esperado) y de la eficacia de los mecanismos de revisión para lidiar con incrementos inesperados del IPC. El miércoles se acordó que **el salario mínimo, vital y móvil subirá 18% en abril, 10% en junio, 10% en agosto y 7% en diciembre. Con esa distribución de los aumentos, el RIPTE caería un -0,6% en el año.**

Conseguir el crecimiento del salario real no será para nada sencillo, dado que la historia de la negociación colectiva muestra que no está preparada como institución para soportar siquiera inflaciones superiores al 30%, **y que en los últimos años la economía se fue desplazando hacia el peor escenario, en términos de la evolución de la inflación y el salario real: inflación creciente y salario decreciente¹.**

En definitiva, descartado el escenario de moderación de la inflación (por suba del precio de las materias primas, en particular energía, y el retorno del *crawling peg*), la incipiente recuperación salarial de fines de 2021 sólo se podrá sostener si la negociación colectiva ingresa en un terreno inexplorado. Es decir, paritarias con mayor nominalidad que en la historia reciente y con acuerdos que formalmente pueden no ser más cortos, pero que en términos prácticos concentren gran parte del aumento en los primeros meses.

El riesgo de este camino es que la propia dinámica de salarios se vuelva una fuente adicional de inestabilidad nominal, pero frente a los cuatro años de pérdida salarial acumulada (-20% respecto a 2017), la situación social exigirá que las negociaciones estén a la altura. Las claves para administrar ese riesgo será establecer una pauta de incremento legítima, contener la dispersión entre acuerdos y alcanzar una coordinación ajustada con el sendero de evolución de los precios.

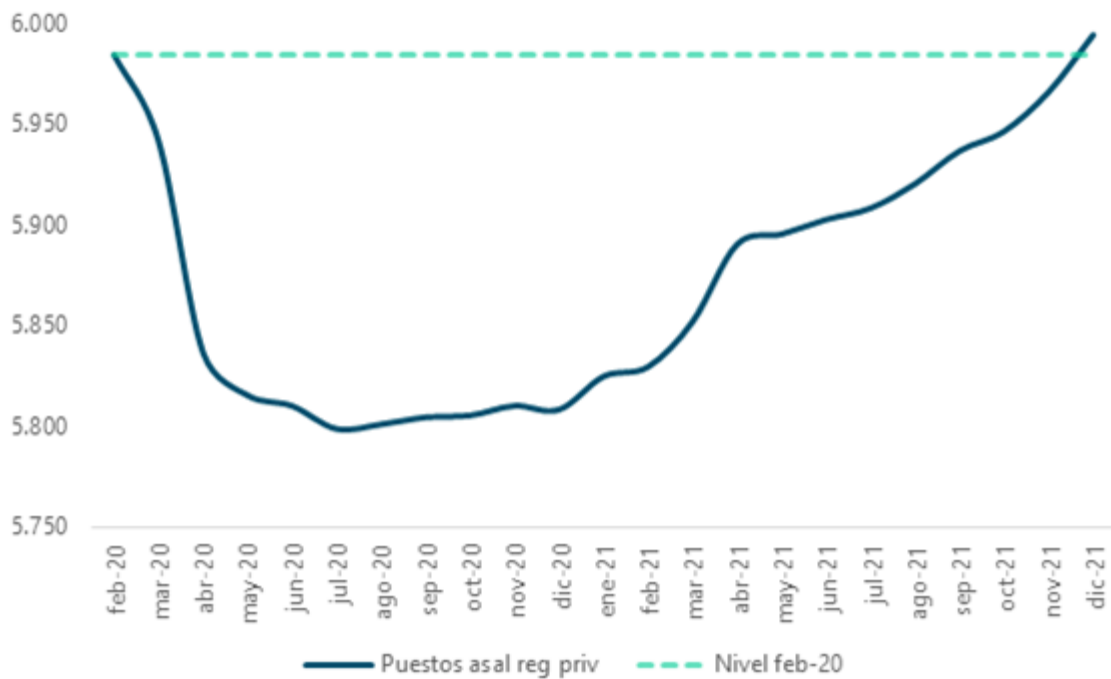
¹ Ver nuestro reciente trabajo: [Paritarias y coordinación macroeconómica. ¿La negociación colectiva puede contribuir a la estabilización nominal?](#)

El empleo formal ya está en niveles prepandemia

De acuerdo a los datos del SIPA publicados por el Ministerio de Trabajo, **en diciembre el empleo asalariado registrado se ubicó por encima del nivel prepandemia**. En efecto, hubo 5.994.741 puestos de trabajo formales, 10 mil más que en febrero 2020 (+0,2%). **De todas maneras, sigue bastante lejos del nivel de diciembre 2017, el valor máximo de la serie**, previo a que se desatara la crisis que golpeó al empleo en 2018 y 2019. Todavía resta recuperar en torno a 288 mil puestos de trabajo.

Evolución del empleo asalariado privado registrado

Serie desestacionalizada, en miles



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

Al desagregar los datos por sector de actividad, se advierte que la situación continúa siendo bien heterogénea. La recuperación se explica principalmente por la industria y el agregado de otros servicios (actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler), que presentan casi 40 mil puestos de trabajo más que en febrero 2020.

Construcción, comercio y salud también presentan un crecimiento respecto de la pre-pandemia. Por último, pesca y suministro de

electricidad, gas y agua también marcan un saldo favorable, aunque son sectores de menor magnitud.

La otra mitad de los sectores presentan caídas. Los servicios se encuentran especialmente afectados: para intermediación financiera, transporte y servicios comunitarios, sociales y personales, las caídas respecto de febrero del 2020 se ubican en torno al 3-4%. **Hoteles y restaurantes, el sector más afectado durante toda la pandemia, sigue 39 mil puestos de trabajo abajo**, por lo que prácticamente compensa el crecimiento de la industria. De todas formas, acumula 6 meses consecutivos de –pequeños- aumentos, lo que permite hablar de una incipiente recuperación (+16 mil puestos de trabajo desde febrero del año pasado, cuando alcanzó su mínimo).

Recuperación del empleo pospandemia

Variación de la cantidad de puestos de trabajo asalariados registrados privados entre feb20 y dic21

Sector de actividad	Variación	
	Absoluta	Relativa
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	-4.931	-1,5%
Pesca	129	1,0%
Explotación de minas y canteras	-1.564	-1,8%
Industrias manufactureras	39.921	3,7%
Suministro de electricidad, gas y agua	587	0,8%
Construcción	9.622	2,5%
Comercio y reparaciones	6.200	0,6%
Hoteles y restaurantes	-39.018	-14,8%
Transporte, almacenamiento y comunicación	-18.578	-3,5%
Intermediación financiera	-4.940	-3,1%
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	39.828	4,8%
Enseñanza	-3.337	-0,8%
Servicios sociales y de salud	2.429	0,7%
Servicios comunitarios, sociales y personales	-15.954	-4,2%
Sin especificar	-506	-58,8%
Total	9.888	0,2%

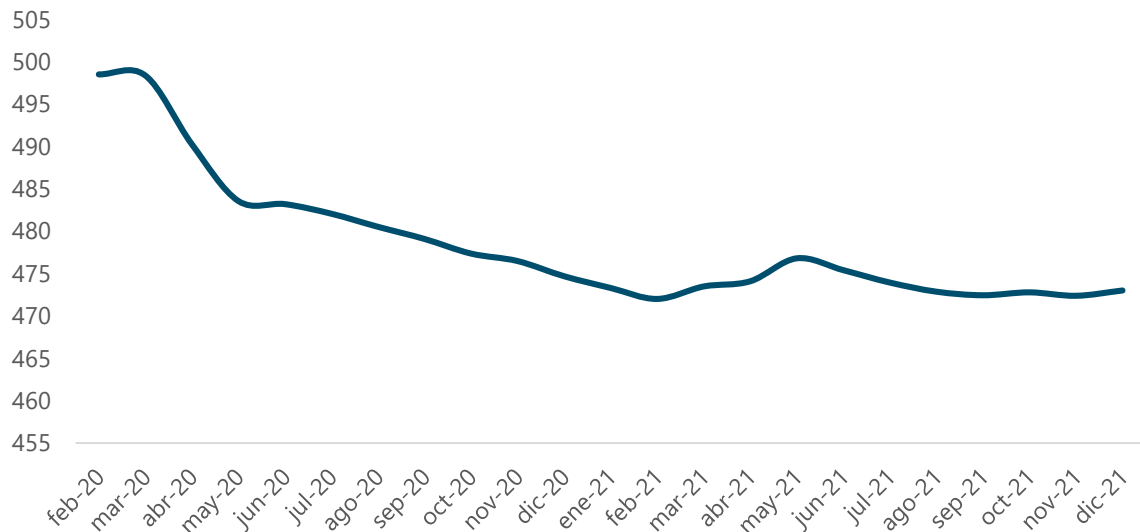
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a SIPA MTEySS.

Corresponde señalar que el sector del empleo doméstico también permanece muy golpeado. Las estadísticas del SIPA presentan al empleo asalariado en casas particulares como una modalidad ocupacional diferente del empleo asalariado registrado privado y por eso este sector no se encuentra incluido en la cuenta anterior.

En diciembre 2021 hubo 25 mil asalariadas en casas particulares menos que en febrero 2020 (-5,1%). Como se observa en el gráfico, si bien el sector ha detenido su caída, no muestra signos de recuperación, a pesar de *Registradas*, la iniciativa gubernamental para fomentar la formalización del sector.

Evolución del empleo asalariado en casas particulares

Serie desestacionalizada, en miles



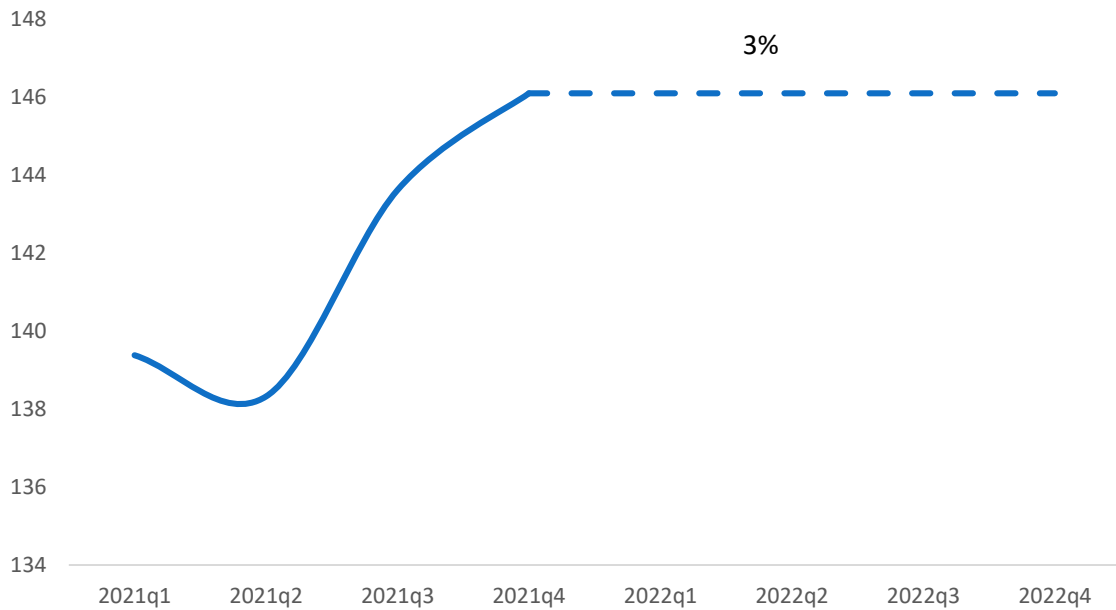
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a SIPA MTEySS.

Economía en guerra

Según el último informe del INDEC, la actividad económica medida por el EMAE presentó un incremento de 10,3% durante todo el 2021. **Así, superó los niveles de 2019 y se encuentra muy cercano a los de 2018. El último período del año deja un arrastre para el año 2022 del orden del 3%.**

Arrastre 2022 EMAE Trimestral

Sin estacionalidad

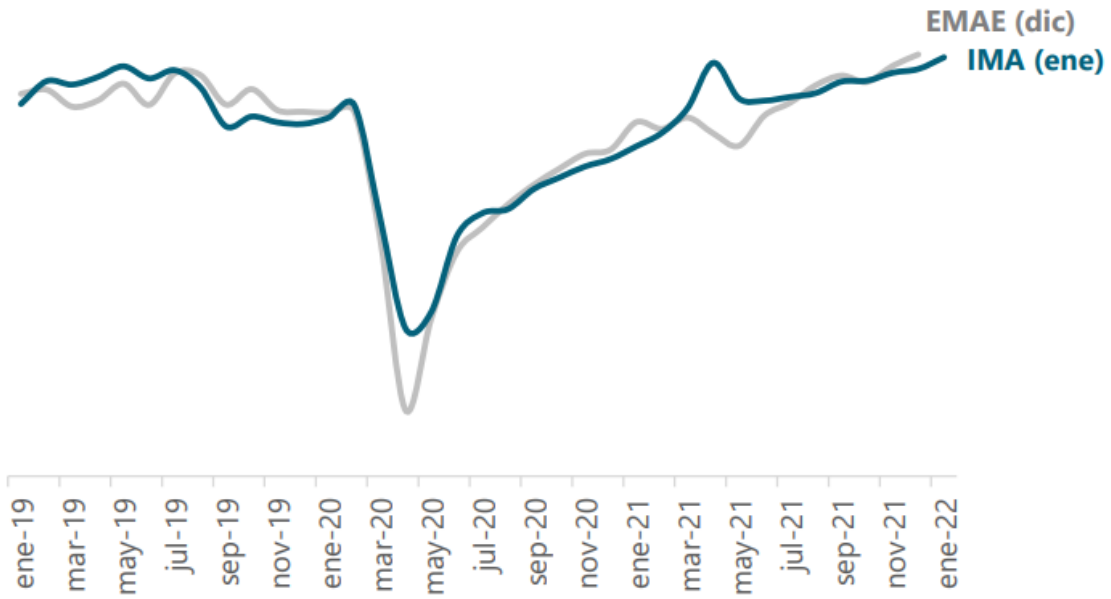


Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a INDEC.

De acuerdo con nuestro IMA, en enero la actividad económica se incrementó un 8,1% anual, aunque hay que tener en cuenta la baja base de comparación. La dinámica del primer mes de 2022 refleja una tendencia de evidente mejoría en casi todos sus componentes. Al observar el indicador en frecuencia mensual sin estacionalidad se advierte que en enero la economía se incrementó un 1% respecto de diciembre, consolidando la tendencia al crecimiento, luego del freno de los últimos meses en torno a los niveles alcanzados previo al ASPO 2020.

Índice Mensual de Actividad (IMA) y EMAE

Sin estacionalidad

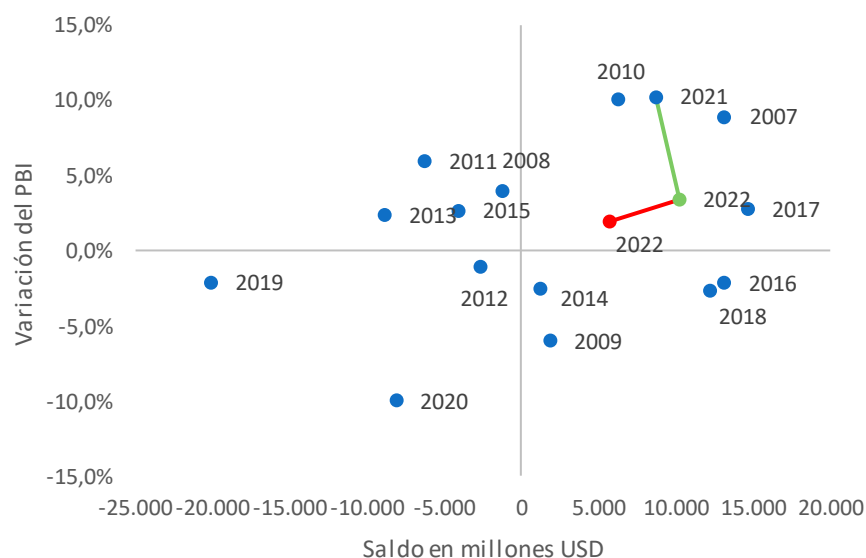


Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a INDEC.

Históricamente, la actividad económica estuvo muy ligada al devenir de la oferta de dólares en el mercado cambiario. Previo al estallido de la guerra en Ucrania y la disparada de los precios internacionales, asumíamos un escenario similar al planteado por el FMI y el REM del BCRA. Como se desprende del gráfico a continuación, las proyecciones para el crecimiento del 2022, ubicado en 3,5%, se encontraba en línea con el saldo de divisas y la comparación histórica.

Variación del PIB y Saldo de Dólares

En millones de USD y en %



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

Sin embargo, con la escalada de las materias primas -en particular la energía-, las importaciones en valores de GNL no podrán mantenerse a los niveles del año 2021, llevando a un saldo incierto de la cuenta corriente. **Por ende, la guerra en Ucrania y el contexto internacional ponen en duda la capacidad de la economía para crecer 3,5% durante este año.**

¿Es viable el acuerdo con el FMI?

Luego de un cierre fiscal que arrojó un déficit primario de -3,5% del PIB², el 2022 inicia con el memorándum de entendimiento con el FMI en el que se coloca como meta una reducción del déficit a 2,5%³.

El acuerdo implica entonces una reducción de 1 punto porcentual en el déficit primario, que debiera resolverse con una combinación de mejoras en los recursos tributarios y reducción del gasto, para el que no está prevista una "recomendación" explícita de reformas estructurales para reducir el déficit (reforma jubilatoria, empleo público, por ejemplo). El interrogante que se abre es entonces qué partidas serán posibles

² Excluyendo el aporte extraordinario a las grandes fortunas (0,5% del PIB) y el ingreso de Derechos Especiales de Giro del FMI (0,9% del PIB).

³ Equiparable a un resultado primario de \$1.758,6 millones.

objetivos del ajuste y/o cuáles podrían ser las fuentes adicionales de nuevos ingresos para mejorar en esa magnitud el resultado primario.

Del lado del gasto público los subsidios parecen configurarse como el principal determinante para lograr esa reducción del déficit. Una reducción del gasto primario del orden del 0,5% del PIB difícilmente podría lograrse por medio de ajustes en otras partidas que cuenta con baja incidencia en el presupuesto, mientras que el sistema previsional resulta políticamente muy sensible para contribuir al ajuste en esa magnitud.

Por medio de la segmentación tarifaria en electricidad, el gobierno busca lograr un ahorro de subsidios aplicando la tarifa plena sobre los segmentos de mayores ingresos e incrementos progresivos en el resto de la población. De esta manera, se pretende mejorar el déficit fiscal en 0,5% del PIB aproximadamente.

Ahora bien, el problema que surgió en estos días es el incremento en los precios internacionales de la energía a causa de la invasión rusa sobre Ucrania. Si los precios internacionales mantienen el nuevo nivel, parece poco probable que se pueda lograr la meta de reducción de subsidios, aun en el caso de avanzar con la segmentación tarifaria. **Actualmente con estos precios un buen escenario implicaría no incrementar la magnitud de los subsidios en relación al PIB.**

Bloqueada esa opción de ajuste por el lado del gasto primario, resulta complejo encontrar otras partidas de donde obtener tal magnitud de ahorro. Respecto de los ingresos, lo que el programa acordado con el Fondo contempla es una mejora más bien simbólica en la administración tributaria, que podría aportar no más de 0,1% del PIB para reducir el déficit fiscal. En este punto, **es determinante lo que ocurra con el mercado de trabajo formal, dado que son los aportes y contribuciones a la seguridad social el rubro de los ingresos más relegado desde el inicio de la pandemia, donde se perdieron casi 0,7% del PIB.**

Las posibilidades de la meta fiscal del memorándum

Proyecciones propias en % del PIB

Concepto	2018	2019	2020	2021*	2022 (p)
Ingresos totales	17,8%	18,4%	17,9%	17,7%*	17,5%
Ingresos tributarios	9,7%	10,3%	10,6%	10,6%*	10,7%
Seguridad social	6%	6%	5,7%	5,1%	5,3%
Otros ingresos	2%	2,4%	1,7%	2%	1,4%
Gastos primarios	20,1%	18,8%	24,4%	21,3%	20,3%
Consumo y operación	3,7%	3,3%	3,4%	3,3%	3,1%
Seguridad social	8,8%	8,7%	9,7%	8,0%	7,9%
Transferencias corrientes	5,6%	5,2%	9,7%	7,7%	7,4%
Gastos de capital	1,4%	1,1%	1,0%	1,4%	1,3%
Otros gastos	0,6%	0,5%	0,6%	0,9%	0,6%
Resultado primario	-2,3%	-0,4%	-6,5%	-3,5%*	-2,8%

Nota: (*) No incluye ingresos extraordinarios por impuesto a las grandes fortunas ni el pago de DEGs del FMI.

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

En consecuencia, alcanzar la meta comprometida con el Fondo en el actual contexto dominado por la presión de precios internacionales sobre hidrocarburos por el conflicto entre Rusia y Ucrania, requiere una clara recuperación por el lado de los ingresos vinculados a la seguridad social.

En un escenario muy optimista, donde los aportes y contribuciones vuelvan a los niveles previos a la pandemia, se podría alcanzar la meta fiscal 2022 incluso con cierto incremento en los subsidios sobre la energía eléctrica. Sin embargo, más temprano que tarde, y de cara a la meta del 2023, será necesario avanzar con cambios más profundos sobre la política de subsidios para reducir el déficit primario más allá del 2,5%.

En cuanto a los mecanismos de financiamiento del déficit, el acuerdo no agrega “malas noticias” a lo que se anunció como entendimiento.

La exigencia cuantitativa es limitar el financiamiento monetario a un máximo de 0,7 billones de pesos en 2022 (1% PBI en 2022). El Memorandum Técnico especifica una reducción del 0,6% para el 2023 y su eliminación en 2024.

Lo peor que se podría esperar en la letra chica del Memorándum no se presentó: i) no hay limitación explícita a los encajes remunerados con bonos del tesoro (sí hay una declaración genérica al respecto); ii) no hay limitación a la reducción del stock de instrumentos del BCRA y/o emisión de instrumentos del Tesoro; iii) no hay limitación explícita al tipo de instrumentos que el Tesoro puede emitir (sí referencias genéricas a reducir la emisión CER).

Esto implica que el acuerdo preserva importantes márgenes de maniobra para alcanzar el cumplimiento del programa financiero en pesos. Una estimación del vencimiento de deuda en pesos por 9% resulta consistente con un gap de financiamiento adicional por 1,3% del PBI. Esto implica un roll over del 115% respecto a los vencimientos anuales en pesos, magnitud similar a la de 2021, que podría incluso incrementarse de resultar mayor el financiamiento a través de encajes de títulos públicos o crecimiento de la base monetaria por caída de Leliqs y Pases.

El plano cambiario del acuerdo es el más problemático, por el alto grado de exigencia en reservas, el desbalance del sector energético y el aumento de los precios internacionales de los combustibles.

Las exigencias cuantitativas en este tema son dos: i) acumulación de reservas; ii) limitación de operación en futuros. **Aunque la limitación de operación en futuros es una novedad respecto al anuncio original del entendimiento, no es tan restrictiva.** Frente a un stock de USD 4,2 mil millones vendidos, se admite un crecimiento de hasta USD 9 mil millones. Esto ocurre en un contexto de arbitraje fluido entre la curva de futuros de dólares con la curva de pesos, donde la compresión de la TEA en pesos que los futuros tuvieron en los últimos dos meses da cuenta de que no hay una sobrecarga de expectativas de devaluación discreta del tipo de cambio oficial.

Por otra parte, la meta acumulación de reservas es de USD 5.800 millones para 2022, mientras que las proyecciones del acuerdo total son por USD 15.000 millones, la meta puede ser parcialmente flexibilizada si se cae el financiamiento de OOII o no se renegocia con el Club de París.

¿Es alcanzable el objetivo de reservas? Luego de que en 2021 las commodities ingresaron en un ciclo alcista, la administración de la cuenta financiera dejaba un margen ajustado, pero a priori suficiente para su cumplimiento. Sin embargo, la disrupción de precios luego del inicio de la guerra en Ucrania pasó a sesgar desfavorablemente los términos de intercambio, con un incremento del gas natural licuado (GNL) que más que supera la mejora en productos de exportación.

En un contexto de mayor demanda de importaciones de GNL por la reducción de la generación hidroeléctrica y la provisión de gas de Bolivia, que el GNL haya alcanzado precios superiores a los 60 dólares el mmBTU implicaba un escenario de stress sobre la cuenta corriente, de carácter comprometedor para el objetivo de acumulación de reservas internacionales.

Luego de que el GNL recortara su suba, hasta ubicarse en la zona de los 30 a 35 dólares el mmBTU, el escenario resulta más plausible para los precios de exportaciones actuales, con la soja en torno a los 600 dólares por tonelada y el maíz, entre los 280 y 290 dólares por tonelada. Este resultado estaría apoyado por el aumento de reservas netas acordado en el marco del programa con el FMI, que alcanzaría los 3100 millones de DEG computables en el objetivo y que se añadiría al financiamiento esperado de otros OOII por USD 2.000 millones.

Si para el 2022 el balance entre estos ingresos comprometidos de divisas y el saldo incierto de la cuenta corriente hace difícil de prever el resultado en reservas internacionales, para los años 2023 y 2024 las metas lucen mucho más exigentes. En 2023 sería necesario sostener el financiamiento de otros OOII y el superávit de cuenta corriente, mientras que hacia 2024 la caída de vencimientos de deuda externa hace que sin roll over o renegociación la meta resulte muy lejana, incluso suponiendo escenarios relativamente optimistas de la cuenta corriente. **En definitiva, el objetivo**

de acumulación de reservas internacionales plantea una meta demasiado rígida que preanuncia discusiones al momento de su revisión, en especial a partir de 2023.