

# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

69° | Julio 2022

-  <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

**La renuncia de Guzmán provocó otra escalada en el nivel de incertidumbre y volatilidad que maneja la economía argentina.** Tras su salida, el lunes el dólar financiero pegó un salto del 10% y el BCRA tuvo que salir a intervenir fuertemente en el mercado de dólar futuro y en el mercado secundario de bonos para evitar un nuevo desplome de sus cotizaciones (ver más adelante). Resta ver ahora si lo mismo sucede con la inflación.

Uno de los principales desafíos de la flamante ministra Batakis estará en la cuestión fiscal y el refinanciamiento de la deuda, de cara al cumplimiento del acuerdo con el FMI.

Los primeros cinco meses del 2022 dejaron por resultado un déficit primario entorno al 0,6% del PIB. Este resultado se explica por un incremento acumulado de gasto primario de 78% anual versus una variación de 66% en el ingreso total.

Sin embargo, al descontar el efecto por la elevada base de comparación del Aporte Solidario, los ingresos de 2022 hubiesen crecido 75% anual. Del mismo modo, si se excluyen del gasto primario los pagos extraordinarios de mayo 2022 por el Refuerzo de Ingresos, entre enero y mayo de este año la variación anual del gasto hubiese sido 74%. En suma, **al tener en cuenta esto, la dinámica expansiva de la política fiscal para la primera parte del año queda matizada.**

Al margen de lo anterior, **a un mes de finalizar el primer semestre, no parece claro que la meta de déficit de \$566,8 millones sea factible de cumplir sin un ajuste significativo en las cuentas públicas o, al menos, un freno muy importante en los pagos (para ser efectuados durante julio).**

A esto se le agrega la cuestión del refinanciamiento de la deuda, con vencimientos muy elevados a fin de mes y luego de la corrida contra los bonos en moneda local que tuvo lugar unas semanas atrás. Un primer mes sumamente desafiante.

**Por el lado de los salarios, el mayor ritmo de incremento de los precios pone en peligro la esforzada resistencia que el poder adquisitivo presentó en los últimos meses.** Las dudas sobre el sendero que vaya a tomar el IPC, con la incertidumbre acerca de si se registrarán nuevas variaciones mensuales del orden del 5%, provoca que sea mucho más costoso para el salario “saltarse un mes” en la paritaria o que los incrementos calculados para “durar dos o tres meses” pronto puedan quedar mal calibrados frente al aumento de precios.

¿A qué estrategias han apelado los sindicatos para tratar de contrarrestar la aceleración inflacionaria? Por un lado, la vigencia de los acuerdos ha tendido a acortarse en los últimos años, conforme la escalada inflacionaria. Por otro, **al observar el detalle de los acuerdos se advierte que, aunque 60% es la referencia anual, la realidad es que casi todos tienen pautada una revisión a los 6 meses y para ese momento ya acumularán incrementos del 40%-50%.**

Acortando su horizonte temporal efectivo, la paritaria ingresa en un terreno hasta ahora inexplorado. Se trata de una inflación con un piso del 60%, una magnitud con la que las negociaciones colectivas de la posconvertibilidad no habían tenido que lidiar hasta ahora.

Por otro lado, a las desigualdades estructurales que la economía argentina presentaba en la distribución personal del ingreso, la pandemia le ha traído como novedad una mayor desigualdad en la distribución funcional. Es decir, si un componente de la desigualdad ya era la insuficiencia de ingresos laborales en los deciles más bajos de ingresos, **el patrón de recuperación de la pospandemia está agregando una mayor desigualdad en la relación entre el trabajo y el capital, dado que la participación del sector asalariado retrocedió de manera significativa.**

## El mercado se corrió del riesgo tesoro

**En el primer trimestre del año, el tesoro había conseguido una tasa de refinanciamiento del 150% en sus licitaciones primarias.** El 61% de las colocaciones fueron de letras o bonos CER. El apetito por estos títulos también se vio reflejado en el mercado secundario, donde los instrumentos más cortos marcaron una TIR negativa.

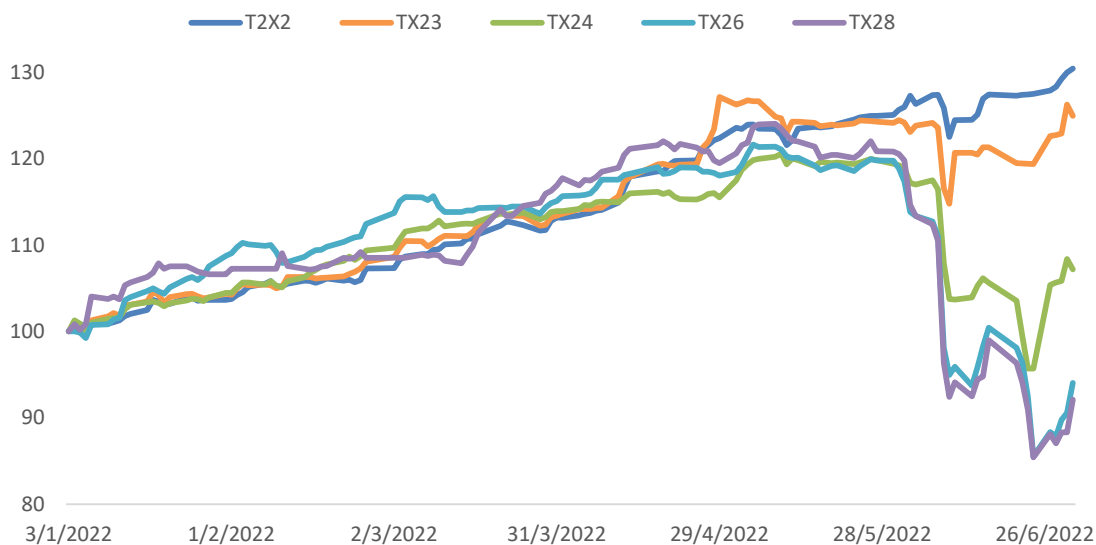
**No obstante, en abril, la demanda comenzó a mostrar algunos límites.** Algunas declaraciones de economistas de la oposición sembraron dudas sobre el pago de dichos títulos tras un hipotético cambio de gobierno en diciembre de 2023, al afirmar públicamente que el stock de deuda en pesos indexada era insostenible. Ese mes la tasa de roll over cayó al 90%, luego de un intento de la Secretaría de Finanzas de colocar títulos con vencimiento en 2024. La aversión por títulos posteriores a 2023 se advertía con claridad al observar el spread entre los rendimientos del TX23 y el TX24: en la primera semana de mayo superó los 8,5pp (el TX23 tenía una TIR del -7,3% y el TX24 del +1,2%).

**En los primeros días de junio, las dudas sobre la capacidad de pago del tesoro se adelantaron a los instrumentos de 2022 y 2023, a modo de profecía autocumplida. De manera súbita, los precios de los principales bonos de la deuda pública local se desplomaron,** generando un pánico generalizado en el mercado. A modo de referencia, entre el miércoles 8 y el jueves 9, el TX23 acumuló una caída del -7,1%.

La caída de los precios pudo ser contenida y parcialmente revertida tras una fuerte intervención del BCRA, que emitió para comprar estos títulos. Al observar la variación de la base monetaria en el último mes, se advierte que el factor "Otros", que incluye las operaciones de compra/venta de títulos públicos en cartera del BCRA, implicó una expansión de \$460.820 millones (0,8% del PBI) entre el 9 y el 27 de junio. A pesar de esta intervención, los rescates netos diarios de los Fondos Comunes de Inversión continuaron.

## Hasta el 2023 ¿y más allá?

Precio de los bonos locales (100 = 1/1/2022)



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

**La fuerte expansión monetaria y los rescates masivos de los fondos ejercieron presión sobre los tipos de cambio paralelos.** La cotización del CCL subió un 20% entre puntas en el último mes y por el momento no encuentra techo. En respuesta, el BCRA subió la tasa: +300pb para leliqs y pases, +400pb para PF BADLAR y +500pb para los plazos fijos a personas.

**A pesar de las grandes tensiones financieras, el Tesoro pudo refinanciar todos los vencimientos del mes.** Tras una primera licitación muy pequeña (el 14/6 se emitieron títulos por \$22.146 millones, con vencimientos por \$7.979 millones), la Secretaría de Finanzas realizó un canje de LEDES que vencían el 30/6 por dos canastas que combinaban LEDES con vencimientos en agosto, octubre, noviembre y diciembre. De esa manera, descargó el 60% de los vencimientos de cara a la segunda licitación. En ella vencían \$233.565 millones y se consiguieron \$248.078 millones, sin contar la segunda vuelta, provenientes del sector público y Bancos. Del total de financiamiento obtenido, el 85% correspondió a instrumentos con vencimiento en 2022 y, el 15% restante, a un bono dólar linked con vencimiento en 2023.

Dada la dificultad evidente que está teniendo el Tesoro para colocar deuda al sector privado (situación que difícilmente se revierta), la única manera de que cierre el programa financiero en 2022 es con un rebalanceo de los

pasivos remunerados, del BCRA al Tesoro. Es decir, buscar que los Bancos vayan de leliqs y pases a letras y bonos del Tesoro.

**A este escenario complejo, se sumó la renuncia de Guzmán, que provocó otra escalada en el nivel de incertidumbre y volatilidad que maneja la economía argentina.** Si el cumplimiento del programa financiero para 2022 ya planteaba interrogantes, el cambio improvisado en la conducción del ministerio agravó esta situación.

Tras la renuncia, el lunes el dólar financiero pegó un salto del 10% y el BCRA tuvo que salir a intervenir fuertemente en el mercado del dólar futuro y en el mercado secundario de bonos para evitar un nuevo desplome de sus cotizaciones. **Uno de los principales desafíos de la flamante ministra Batakis estará en el refinanciamiento de la deuda, de cara al cumplimiento del acuerdo con el FMI.**

Por último, cabe hacer algunos comentarios sobre el stock de deuda en pesos y las distintas miradas respecto de si es alto, normal o bajo. El ratio deuda en moneda local/PBI se ubica en 25% (primer trimestre 2022). Más de la mitad de las nuevas colocaciones de los últimos 12 meses fueron indexadas (47% CER y 5% dólar linked) y el 65% del stock de deuda en pesos es ajustable por CER (mayo 2022).

Sin embargo, estos datos deben ser matizados: **el 43% del stock de deuda bruta en pesos está en manos del sector público.** Además, el stock de deuda es alto por el resabio de la expansión del gasto a causa de la pandemia, pero la dinámica fiscal actual se encuentra más contenida. **La corrida de principio de mes evidencia un problema de confianza sobre la capacidad de pago del tesoro, pero la dinámica fiscal del sector público no es explosiva.**

## Tensiones en el frente fiscal

Los primeros cinco meses del 2022 dejaron por resultado un déficit primario entorno al 0,6% del PIB<sup>1</sup>. Este resultado se explica por un incremento acumulado de gasto primario de 78% anual versus una variación de 66% en el ingreso total. Sin embargo, se debe tener en cuenta la elevada base de comparación en los ingresos por el Aporte Solidario (\$148,5 mil millones entre marzo y mayo 2021), aislando este efecto los ingresos de 2022 hubiesen crecido 75% anual. Del mismo modo, si se excluyen del gasto primario los pagos extraordinarios de mayo 2022 por el Refuerzo de Ingresos, entre enero y mayo de este año la variación anual del gasto hubiese sido 74%. En suma, **al tener en cuenta esto, la dinámica expansiva de la política fiscal para la primera parte del año queda matizada.**

Por otro lado, a un mes de finalizar el primer semestre, **no parece claro que la meta de déficit de \$566,8 millones sea factible de cumplir sin un ajuste significativo en las cuentas públicas o, al menos, un freno muy importante en los pagos (para ser efectuados durante julio).**

En este sentido, al mes de junio en el plano fiscal no le sobra margen para alcanzar la meta. Para tener en cuenta, entre 2015 y 2021 ese mes usualmente generó un déficit entorno al 0,5%, a causa del impacto del aguinaldo en el empleo público y el sistema previsional. En 2022 el margen es de aproximadamente 0,1% para junio (\$103 millones). Incrementar el déficit por encima de ese valor llevaría a incumplir la meta acordada. Acá aplicaría la idea que estuvo circulando de modificar la estacionalidad de las metas, pero manteniendo el objetivo de déficit anual.

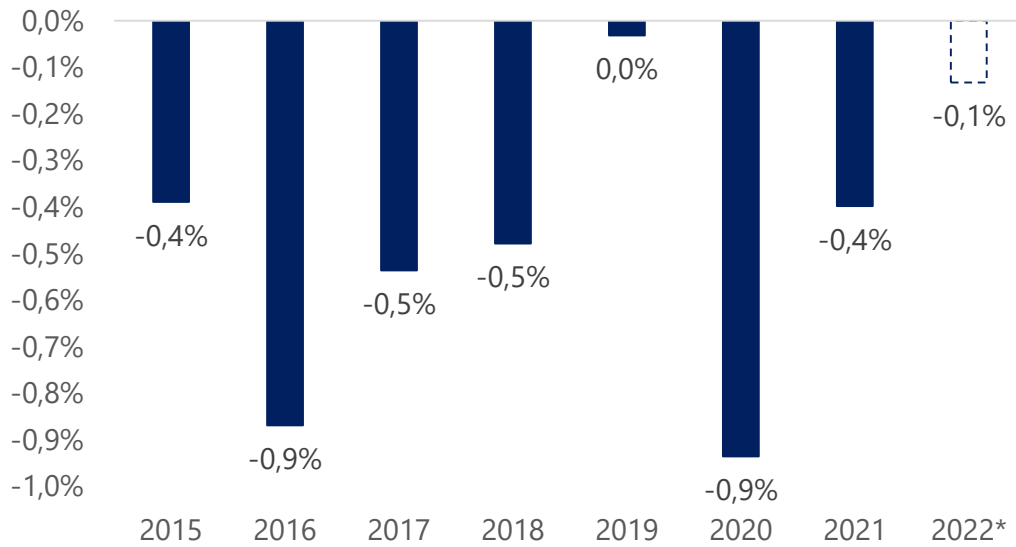
Más allá de que se pueda lograr alcanzar la meta del primer semestre, la muy probable postergación de pagos implicará posponer el incumplimiento para finales de año, dado que el frente fiscal quedará excesivamente tensionado.

---

<sup>1</sup> Se considera un déficit de \$191.528 millones para mayo, al excluir de los ingresos los \$29.116 millones provenientes de las rentas de la propiedad vinculadas a las emisiones primarias de títulos públicos que exceden el 0,3% del PIB, en línea con lo establecido en el acuerdo entre el Gobierno Nacional y el FMI.

### Una meta difícil de cumplir

*Déficit fiscal primario en % del PIB de mes de junio de cada año*



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) a Min. de Economía e INDEC.

**Ante este panorama, el proyecto de segmentación de tarifas se presenta como la principal opción para salvar la meta fiscal 2022. Sin embargo, parece poco probable que se logre avanzar lo suficiente como para lograr un ahorro fiscal relevante.** Aparte de las consideraciones eminentemente políticas y la salida de Guzmán, también se debe poner sobre la mesa la dificultad operativa de avanzar con declaraciones juradas masivas y cruzar esos datos con el entramado de distribuidoras de energía eléctrica que existen en los principales aglomerados urbanos. Llevar adelante un proyecto de esta magnitud en tan pocos meses implica un desafío operativo que parece escapar a las capacidades del aparato estatal.

### ¿Puede crecer el salario bajo el nuevo escenario de inflación?

En los primeros 4 meses del año, el Índice de Salarios tuvo una variación del 20,6%, lo cual implicó una caída del -2,0% en términos reales. La composición del índice da cuenta de la heterogeneidad del panorama

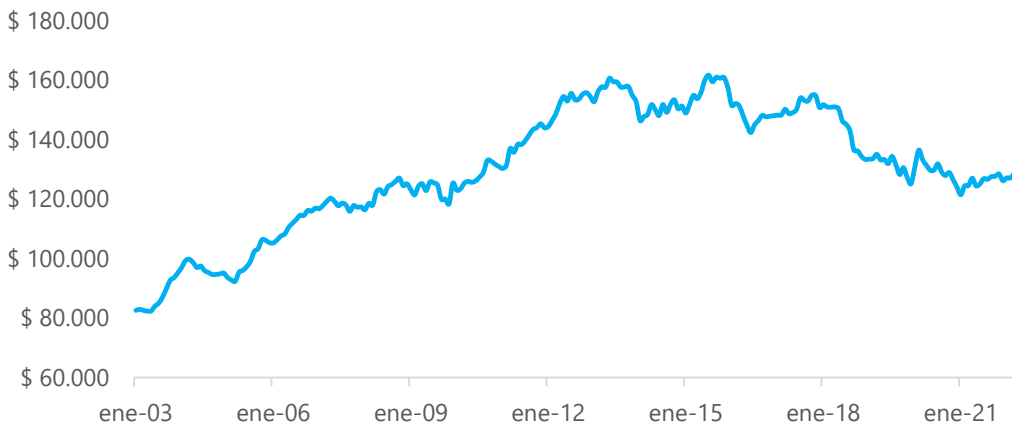


salarial, la cual muestra un buen desempeño de los ingresos del empleo público y privado registrado en comparación con los precios, con la contracara de una caída del - 3,7% en el salario del empleo privado no registrado.

Se destaca que el empleo privado formal logró un comienzo de año más favorable que en años anteriores, aún a pesar de la aceleración inflacionaria. Medido a través de la remuneración promedio del empleo asalariado registrado (RIPTE), **en los primeros cuatro meses del año el salario muestra un incremento promedio del 25,2%, que se compara contra una inflación del 23,1% en el mismo período.** Estos registros confirman el cambio de tendencia que los ingresos laborales registrados empezaron a mostrar a partir de la segunda mitad de 2021, momento en que se interrumpió la caída que el RIPTE presentaba de manera prácticamente ininterrumpida desde 2016 (con excepción de la efímera mejora en 2017).

### Un freno a la caída del salario

*RIPTE en términos reales*



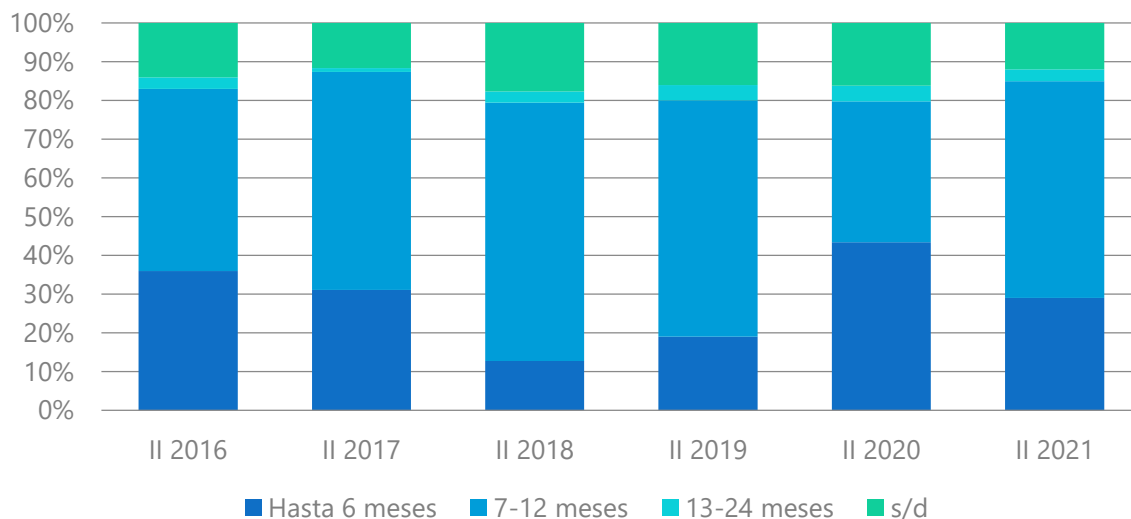
*Fuente: RIPTE-Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a MTEySS, IRP-ITE e IPC-INDEC.*

Sin embargo, **el mayor ritmo de incremento de los precios pone en peligro la esforzada resistencia que el salario real presentó en los últimos meses.** Las dudas sobre el sendero que vaya a tomar el IPC, con la incertidumbre acerca de si se registrarán nuevas variaciones mensuales del orden del 5%, provoca que sea mucho más costoso para el salario "saltarse un mes" en la paritaria o que los incrementos calculados para

“durar dos o tres meses” pronto puedan quedar mal calibrados frente al aumento de precios. La vigencia de los acuerdos ha tendido a acortarse en los últimos años, conforme la inflación escalando.

### Paritarias que se acortan

*Acuerdos cerrados al segundo trimestre de cada año por plazo*



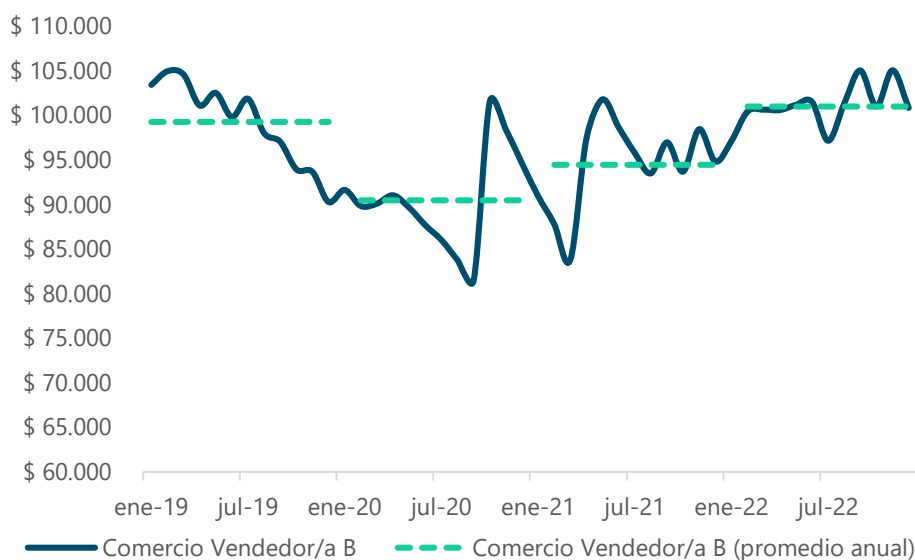
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a MTEySS.

Las principales negociaciones colectivas se han orientado en torno a una pauta del 60% con acuerdos formalmente largos (12 meses): alimentación y sanidad 59%; comercio, bancarios, estatales nacionales, y estatales, docentes y médicos PBA 60%; construcción 62%; gastronómicos 66%. **Sin embargo, al observar el detalle de los acuerdos se advierte que, aunque 60% es la referencia anual, la realidad es que casi todos tienen pautada una revisión a los 6 meses y para ese momento ya acumularán incrementos del 40%-50%.**

Entre las estrategias para evitar la licuación salarial, la paritaria de Comercio se destacó por la sucesiva cantidad de aumentos, en siete tramos entre abril de 2022 y marzo de 2023. Luego de haber sufrido una muy dura caída salarial en 2020 y una amplia volatilidad en 2021 (como producto de que los aumentos iniciales se licuaban rápidamente), desde fines de 2021 y principios de 2022 se consolidó una serie de incrementos que logró llevar a las remuneraciones por encima de los niveles prepandemia. **Con una inflación proyectada en el orden del 72,6% para diciembre de 2022, la**

**paritaria de comercio conseguiría consolidar esta recuperación del salario.**

**La estrategia de Comercio para recuperar el poder de compra**  
*Salario real para categoría representativa, a precios constantes de mayo*  
 2022



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a CCT Comercio, IPC INDEC y REM jun22.

Acortando su horizonte temporal efectivo, la paritaria ingresa en un terreno hasta ahora inexplorado. Se trata de una inflación con un piso del 60%, una magnitud con la que las negociaciones colectivas de la posconvertibilidad no habían tenido que lidiar hasta ahora.

Considerando que durante los últimos veinte años a la paritaria no le fue posible ganarle a la inflación si esta superaba el 35%, resultaría una novedad que el salario continúe defendiéndose en 2022 tal como lo viene haciendo, lo cual da cuenta de tres cuestiones: **i) que el contexto socioeconómico y político impone un límite a un mayor deterioro del salario; ii) que el régimen macroeconómico empieza a desplazarse de la inflación moderada a la inflación alta, en la medida en que se internaliza la nueva pauta; iii) que se agudiza la heterogeneidad de ingresos entre el empleo registrado, que al menos puede sostener el nivel de salarios, y el resto de los tipos de empleo.**

**Con una paritaria cuyo mayor mérito es defender el nivel salarial en el contexto de alta inflación, llama la atención la falta de mecanismos de recomposición de ingresos para la base de la pirámide salarial.**

Mientras que a principios de abril la Cámara de Diputados y el Senado de la Nación resolvieron una suma fija de \$20.000 para todo su personal -lo cual beneficia relativamente más a los salarios más bajos-, el resto de las negociaciones que se cerraron al momento no incorporaron este tipo de disposiciones. En un contexto de creciente incidencia de la pobreza entre quienes tienen trabajo asalariado registrado (un 17% se encontraba en situación de pobreza al segundo semestre de 2020)<sup>2</sup> y de aceleración de la inflación de alimentos, **resulta llamativa la falta de aumentos por suma fija o de un porcentaje adicional por encima de la paritaria para los escalafones más bajos, dada su virtud como instrumento para achatar la pirámide salarial y así reducir la pobreza y la desigualdad.**

Por otra parte, luego de más de seis años de caída del salario estatal, la paritaria SINEP en 2022 cerró un acuerdo que (de no mediar un salto inflacionario) permitiría una ligera recomposición de lo perdido. El esquema incluye un aumento del 60% en cinco tramos, un aumento del 10% en el valor de las URs (unidades retributivas) y cláusula de revisión en octubre, que implica un incremento anual del orden del 70%. La última suma fija que se otorgó en SINEP, de \$4000 a partir de febrero 2020, quedó congelada desde entonces y debería actualizarse a un mínimo de \$10.000 para volver a representar el mismo poder de compra de entonces.

## **La distribución funcional del ingreso después de la recuperación**

A las desigualdades estructurales que la economía argentina presentaba en la distribución personal del ingreso, la pandemia le ha traído como novedad una mayor desigualdad en la distribución funcional<sup>3</sup>. Es decir, si

<sup>2</sup> Véanse las estimaciones de L. Tornarolli

<sup>3</sup> La distribución funcional o primaria del ingreso se puede conocer a través de la cuenta generación del ingreso que publica INDEC. En esta clasificación, el Valor Agregado Bruto

un componente de la desigualdad ya era la insuficiencia de ingresos laborales en los deciles más bajos de ingresos, **el patrón de recuperación de la pospandemia está agregando una mayor desigualdad en la relación entre el trabajo y el capital, dado que la participación del sector asalariado retrocedió de manera significativa.**

Los antecedentes muestran que entre 2016 y 2017 la participación de las y los trabajadores asalariados en el ingreso total superaba el 50%. Luego, con la recesión de 2018 y 2019, ésta retrocedió más de 5pp. Como contrapartida, creció la participación tanto del sector empresarial (+3 pp.), como del trabajo independiente (+2 pp.), dado el crecimiento del cuentapropismo.

**En el 2020, con la fuerte caída de la actividad provocada por la pandemia, todos los sectores perdieron de manera relativamente pareja, lo que significó que nadie redujera su participación sobre la torta.** Como señalamos en el [informe de coyuntura de mayo 2021](#), esto fue consecuencia de las medidas compensatorias del Estado, que implicaron un aumento de los subsidios a la producción (principalmente, ATP).

En cambio, en 2021, tras la recuperación de la actividad y la reducción parcial de los subsidios a la producción, el resultado es bien diferente. **El trabajo independiente mantuvo su participación prácticamente constante, mientras que el sector empresarial creció casi 4 pp., en detrimento de los ingresos del trabajo asalariado.** Así, la participación de este sector se encuentra en un mínimo de 43,1%, lejos del “fifty-fifty” de los años previos<sup>4</sup>.

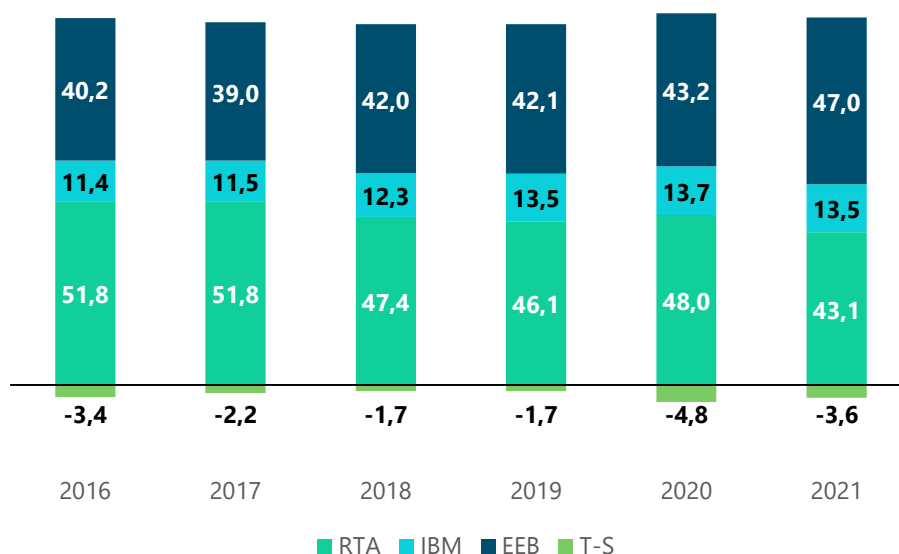
---

generado por la economía argentina se reparte entre las y los trabajadores asalariados (RTA), las y los trabajadores independientes (IMB), y las y los empresarios (EEB), luego de los impuestos y subsidios a la producción (T-S). Esta distribución es luego alterada por las políticas de redistribución (impuestos y transferencias), que determinan una distribución personal del ingreso.

<sup>4</sup> Cabe destacar que por cuestiones metodológicas el “fifty-fifty” de 2016/2017 no resulta comparable con los niveles de mediados de la década de 1970, cuando se habían alcanzado los niveles máximos de participación del trabajo asalariado en el ingreso. Véase [Graña \(2007\)](#).

### Cada vez más lejos del fifty-fifty

Distribución funcional del Valor Agregado Bruto, en %.



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

La caída de la participación del sector asalariado en el ingreso, con el empleo y las horas trabajadas volviendo a lo largo de 2021 a sus niveles prepandemia, es consecuencia directa de la caída del salario real mencionada en la sección anterior.

#### La recuperación económica no es solamente dispar entre los distintos factores de producción, sino también entre los sectores de actividad.

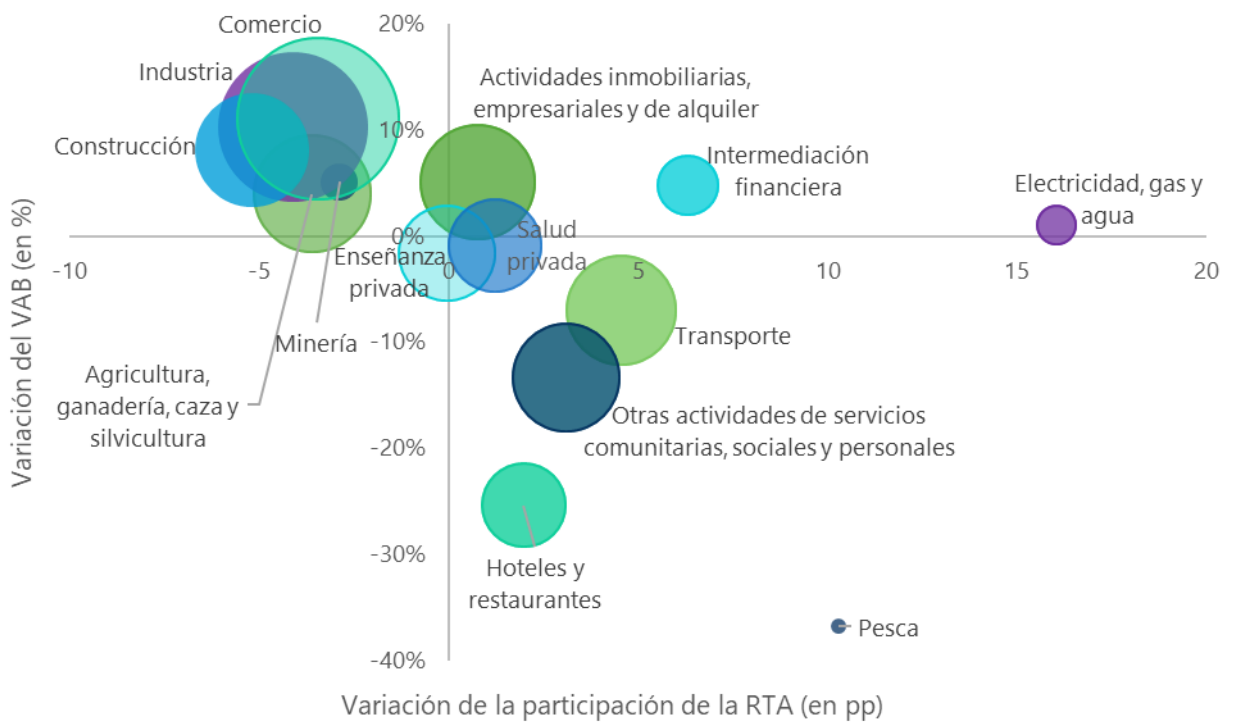
El gráfico a continuación muestra, en el eje vertical, la variación en términos reales del VAB de cada sector entre el 4T19 y el 4T21. En el eje horizontal, se presenta la diferencia en puntos porcentuales de la participación del sector asalariado en el VAB, también entre el 4T19 y el 4T21. El tamaño de las burbujas indica el tamaño del sector en cantidad puestos de trabajo asalariados (registrados y no registrados) en el 4T19.

La relación entre la recuperación del sector de actividad y la participación de la RTA en el ingreso parece ser más bien inversa. Es decir, **las actividades económicas en las que el sector asalariado más ha retrocedido -la industria, el comercio y la construcción- son aquellas que presentan una mayor recuperación de su producción, ubicándose incluso por sobre los niveles prepandemia.** En estas ramas de la

economía, no sólo no se comparte el crecimiento, sino que el sector empresarial se apropia de los frutos de la recuperación. **La industria, el comercio y la construcción son, además, sectores muy importantes en cantidad de trabajadores**, por lo cual este comportamiento sectorial tiene consecuencias a nivel agregado para la economía.

### Crecimiento sin distribución

Variación del VAB y de la participación de la RTA, 4T21 vs 4T19.



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

Por otra parte, salud y enseñanza presentan un resultado más bien neutro, tanto en términos de VAB como de participación de la RTA. Las actividades empresariales, inmobiliarias y de alquiler, la intermediación financiera, y electricidad, gas y agua son los tres sectores que presentan un resultado virtuoso, de crecimiento del VAB y de la participación de la RTA. **Por último, hay un grupo de sectores que siguen por debajo del nivel de actividad de la prepandemia (transporte, servicios, hoteles y restaurantes, y pesca), pero en los que el sector trabajador ha ganado participación (lo cual implica que ha conseguido mitigar la pérdida salarial).** El cuadrante de pérdida de VAB y pérdida de participación de la RTA se encuentra vacío.

La dispersión a nivel sectorial **abre el interrogante sobre cómo lidia la política económica con estas asimetrías de distinta naturaleza**, donde algunas de ellas reflejan la poca flexibilidad del marco tributario para evitar un patrón de crecimiento desigual, otras muestran el desbalance relativo del sector trabajador frente al empresarial y una porción no menor aún arrastra las consecuencias del achicamiento en la pandemia.