

IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición Nº 1456 - 3 de Noviembre de 2022

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Carlos Gabriel Rivas y Gustavo Reyes

Argentina: cuando la macro mata a la micro y lo sufre el valor de las empresas

En Foco 1 – Maximiliano Gutiérrez

La desaceleración del nivel de actividad prosigue en el cuarto trimestre, de acuerdo a la recaudación de impuestos asociados al mercado interno

En Foco 2 – Marcelo Capello, Laura Caullo y Joaquín Aguirre

El dato regional de la semana:

Sólo en tres provincias el salario privado supera al salario público, en un contexto en el que el empleo estatal crece al 3 % anual en la última década

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Editorial:**4*****Argentina: cuando la macro mata a la micro y lo sufre el valor de las empresas***

- La traducción a la economía de Argentina del conocido dicho popular "billetera mata galán" sería: "La macroeconomía mata los esfuerzos y las oportunidades microeconómicas"
- La macro de Argentina en los últimos años ha funcionado tan mal que en cierta forma nos está anestesiando y casi empezamos a acostumbrarnos a las tasas de inflación entre el 6% y 7% mensual, brechas cambiarias cercanas al 100% y primas de riesgo entre 2.500 y 3.000 puntos básicos
- Una de las razones por las cuales este contexto impide el buen funcionamiento de la economía, es porque "sepulta" las oportunidades y esfuerzos microeconómicos de las empresas por ser más eficientes. Así, las valuaciones de las firmas terminan siendo más afectadas por la macroeconomía que por su propia competitividad
- La presente editorial analiza cómo el actual escenario macro de Argentina "mata" los esfuerzos microeconómicos de las empresas por ser más eficientes y por ello, hace muy difícil de aprovechar cualquier oportunidad de inversión. Para analizar estos puntos, se utiliza como marco de referencia el caso de la valuación de una empresa mendocina que desarrolla sus actividades comerciales en uno de los sectores exportables más dinámicos de la economía
- Las altas tasas de descuento y la elevada brecha cambiaria hacen que el escenario macroeconómico actual resulte el peor momento de los contextos para valorar a esta empresa
- El máximo esfuerzo de la empresa por mejorar su eficiencia en costos y en su política comercial mejora su flujo en un 20%, pero un cambio favorable en el contexto macro, a un escenario no precisamente ideal, puede mejorar el valor actual del flujo entre un 100% y un 300%

En Foco 1:**9*****La desaceleración del nivel de actividad prosigue en el cuarto trimestre, de acuerdo a la recaudación de impuestos asociados al mercado interno***

- El índice desestacionalizado elaborado por IERAL, en base a la recaudación de impuestos asociados al mercado interno refleja una caída del 1,9% en términos reales en el mes de octubre, en relación a septiembre. Así, los datos anticipan que la economía está "devolviendo" una fracción significativa de la recuperación experimentada en el primer semestre
- En la medición interanual, la economía sigue en terreno positivo, de acuerdo a la extrapolación al EMAE de la recaudación de estos impuestos, con una variación de 3,4 % en setiembre y 3,7%, en octubre, pero en un andarivel que se ubica 3,3 puntos porcentuales por debajo del registrado para el promedio enero-agosto
- En forma coincidente, el índice General de Actividad publicado por OJF muestra un crecimiento acumulado hasta septiembre del 5,6%, pero el índice desestacionalizado reflejó una contracción mensual de 0,4% respecto a agosto. Con el número de septiembre, el tercer trimestre habría cerrado con una merma de 0,1% comparado con los meses de abril a junio. Estos resultados tienden a confirmar el agotamiento del ciclo de recuperación del nivel de actividad del escenario pos-covid, pero en un andarivel ubicado por encima de los registros de 2021
- Los recursos nacionales crecen a un ritmo inferior que los recursos coparticipables con las provincias (1,1% y 9,9% por encima de la inflación anual acumulada, respectivamente), debido, en parte, a una contracción de los derechos de exportación del 38% (octubre mostró la resaca del "dólar soja" de setiembre)
- Las limitaciones de la economía argentina para lograr un sendero de crecimiento sostenido tienen que ver con un ciclo local cada vez más volátil. Ante la falta de un plan de estabilización,

cada intento de expansión fiscal y monetaria contiene las semillas de su propio ajuste, sea por la aceleración inflacionaria que licúa la demanda agregada, sea por la falta de capacidad de financiamiento de las importaciones necesarias para lubricar la oferta de bienes y servicios

En Foco 2:**15*****El dato regional de la semana: Sólo en tres provincias el salario privado supera al salario público, en un contexto en el que el empleo estatal crece al 3 % anual en la última década***

- Noviembre llega con cerca de 30% de inflación acumulada en 4 meses del segundo semestre del año, un guarismo que no será emulado por la mayoría de los salarios. Si se analizan los acuerdos alcanzados hasta la fecha para el período diciembre 2021 - diciembre 2022, ningún sindicato grande logró firmar paritarias por encima del 100%. Estas negociaciones derivaron en resultados muy dispares, con acuerdos que en algunos casos superaron el 90%, pero otros no llegaron ni al 70%
- Por otra parte, mientras que en el sector público el incremento de personal fue una constante en los últimos años, en el sector privado registrado las fluctuaciones macroeconómicas lo ubican en igual nivel que 10 años atrás. Se trata de 6,2 millones de trabajadores, sólo un tercio del total de puestos del país
- El empleo público aumentó en promedio a razón del 3% anual a lo largo de la última década, fenómeno que contrasta con el crecimiento cero del empleo privado formal. En la evolución del empleo público se distinguen tres subperíodos: 2012-2015, cuando el ritmo de crecimiento promedio anual del empleo público (tres niveles) fue del 5%; en el lustro siguiente, 2015- 2020, con una suba anual promedio del 1% y, finalmente, en 2020-2022, en el que la tasa de crecimiento vuelve a subir, ubicándose ahora en el 3% anual promedio
- Sólo en 3 jurisdicciones los asalariados privados ganan lo mismo o más que los del sector público: Chubut (115%), San Luis (103%) y CABA (100%). En el resto, los salarios privados en su conjunto están por debajo de los salarios públicos. De las 10 provincias que mejoraron su posición en el ranking de salarios privados registrados entre 1995 y 2022, el 40% son patagónicas. De las jurisdicciones del sur, sólo Tierra del Fuego cayó en el posicionamiento. La que más puestos escaló en los últimos 27 años es San Juan
- Entre los trabajadores formales del sector privado, los mayores salarios privados se encuentran en Chubut, CABA, Santa Cruz y Tierra del Fuego, con guarismos entre 60% y 30% superiores al salario público promedio
- A nivel nacional, los asalariados privados que trabajan en la informalidad ganan el 47 % de los privados registrados. En casos como La Pampa y Tierra del Fuego, los informales se acercan más al sueldo formal, con un equivalente del 75 %, pero en provincias como Chubut y San Juan, el ingreso de los informales es 1/3 de los formales. Además, los privados no registrados ganan el 50% de lo que perciben los asalariados públicos

Editorial

Argentina: cuando la macro mata a la micro y lo sufre el valor de las empresas

Carlos Gabriel Rivas¹ y Gustavo Reyes

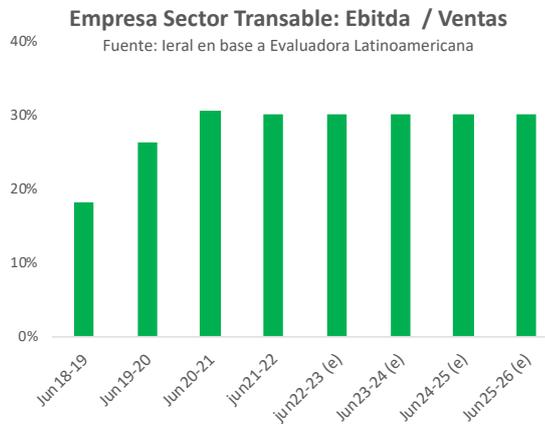
- La traducción a la economía de Argentina del conocido dicho popular “billetera mata galán” sería: “La macroeconomía mata los esfuerzos y las oportunidades microeconómicas”
- La macro de Argentina en los últimos años ha funcionado tan mal que en cierta forma nos está anestesiando y casi empezamos a acostumbrarnos a las tasas de inflación entre el 6% y 7% mensual, brechas cambiarias cercanas al 100% y primas de riesgo entre 2.500 y 3.000 puntos básicos
- Una de las razones por las cuales este contexto impide el buen funcionamiento de la economía, es porque “sepulta” las oportunidades y esfuerzos microeconómicos de las empresas por ser más eficientes. Así, las valuaciones de las firmas terminan siendo más afectadas por la macroeconomía que por su propia competitividad
- La presente editorial analiza cómo el actual escenario macro de Argentina “mata” los esfuerzos microeconómicos de las empresas por ser más eficientes y por ello, hace muy difícil de aprovechar cualquier oportunidad de inversión. Para analizar estos puntos, se utiliza como marco de referencia el caso de la valuación de una empresa mendocina que desarrolla sus actividades comerciales en uno de los sectores exportables más dinámicos de la economía
- Las altas tasas de descuento y la elevada brecha cambiaria hacen que el escenario macroeconómico actual resulte el peor momento de los contextos para valorar a esta empresa
- El máximo esfuerzo de la empresa por mejorar su eficiencia en costos y en su política comercial mejora su flujo en un 20%, pero un cambio favorable en el contexto macro, a un escenario no precisamente ideal, puede mejorar el valor actual del flujo entre un 100% y un 300%

Valor de la empresa y flujo de beneficios

La determinación del valor (precio) de una empresa depende de múltiples factores que básicamente están determinados por el flujo de beneficios esperados a lo largo de los próximos años.

¹ Presidente de Evaluadora Latinoamericana S.A.

En el caso de la empresa mendocina tomada como testigo, la misma presenta un flujo actual y proyectado de Ebitda (beneficios antes de intereses, impuestos y depreciación) que, en términos del total de ventas, se encuentra cercano al 30%.



De acuerdo al análisis de la propia empresa, este flujo de beneficios esperado podría aumentar hasta un 20% con mejoras de eficiencia tanto en los costos internos como en las actuales políticas comerciales de la corporación.

Como el flujo de beneficios esperados se genera en el futuro, para determinar el valor de una empresa es necesario "descontar" este flujo por alguna tasa de interés, de forma tal, de poder calcular el valor que tienen "hoy" (valor presente) estos beneficios esperados para el futuro.

La tasa de interés que se utiliza para realizar la "operación" de descontar los flujos futuros esperados tiene múltiples componentes:

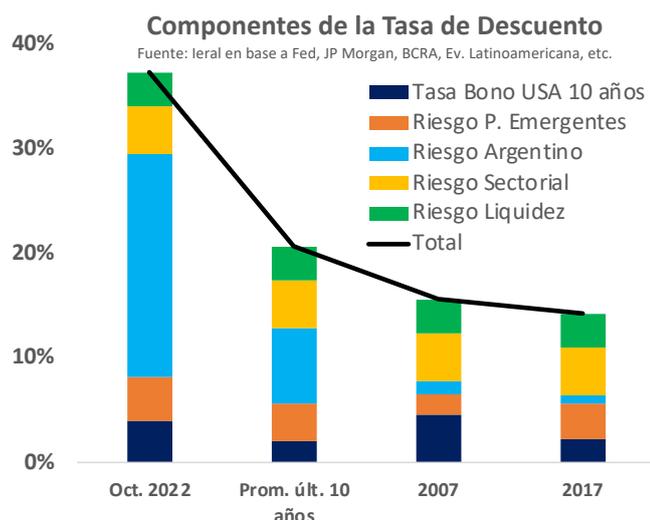
- El primero de ellos, está dado por una tasa que es considerada por el mercado como libre de cualquier "riesgo". En general, para el cálculo de esta tasa se utiliza el rendimiento anual (TIR) del bono del tesoro americano a 10 años.
- El segundo componente trata de captar el "riesgo" asociado a que estos beneficios se generarán dentro de una economía que considerada "emergente" que por definición resulta más riesgosa que el promedio de economías avanzadas.
- La tercer variable a tener en cuenta es que, dentro de las economías emergentes, la empresa desarrolla sus actividades en Argentina. Nuestro país, de acuerdo a la valuación de los mercados financieros, presenta un nivel de riesgo marcadamente superior al del promedio de las economías emergentes.
- Por último, a todos los anteriores componentes se les añade otros dos factores que tratan de captar el riesgo del sector donde interactúa la empresa y el de liquidez de fondos financieros.

La tasa de descuento resultante de todos estos componentes es dependiente del contexto macroeconómico en que se encuentre tanto el sector, como el país y el mundo.

A efectos de visualizar esta dependencia se tomaron los siguientes 4 diferentes momentos:

- El actual (octubre de 2022),
- El promedio de los últimos 10 años,
- El 2007 (último año de expansión importante de la economía y momento en el cual comenzó a deteriorarse el tipo de cambio real),
- El 2017 (último año de crecimiento antes de la pandemia y con relativa tranquilidad en el mercado cambiario).

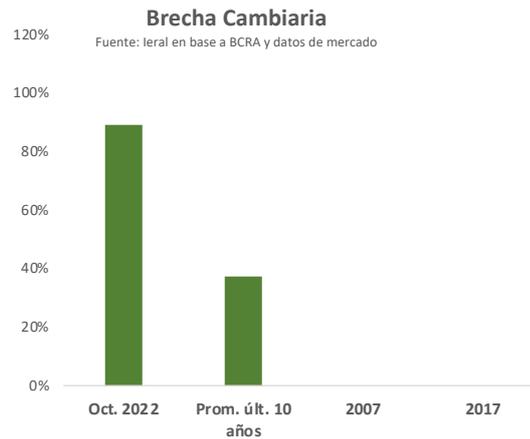
En el siguiente cuadro puede observarse la magnitud de la tasa de descuento y de sus componentes en cada uno de los momentos elegidos.



Las diferentes tasas de descuento permiten (al descontar un mismo el flujo esperado de beneficios futuros), obtener distintos valores de precios (en dólares) para la misma empresa dependiendo cual sea el contexto macroeconómico implícito en dichas tasas.

Por otro lado, si bien la tasa de descuento permite transformar el flujo futuro esperado de beneficios en el valor que "hoy" tiene la empresa, las características actuales del mercado cambiario en Argentina hacen que sea necesario tener también en cuenta otro factor macroeconómico para determinar el "verdadero valor" de una empresa en nuestro país.

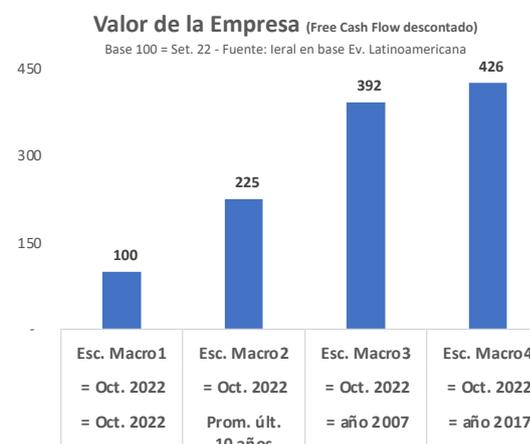
Dadas las restricciones del mercado cambiario oficial, el valor de venta de un empresa en Argentina debe expresarse en términos del precio del dólar libre y por lo tanto, la brecha cambiaria también termina siendo un factor muy relevante para determinar el valor de una empresa.



De esta forma, teniendo en cuenta las diferentes momentos seleccionados se pueden construir un marco de referencia de 4 escenarios macroeconómicos hacia el futuro:

- El primer escenario asume que el actual contexto se mantiene a lo largo de la vida de la empresa.
- Los tres restantes también asumen que se mantiene el actual contexto macroeconómico pero solamente hasta las elecciones 2023. Luego, a partir del 2024:
 - En el segundo escenario, el contexto macro es igual (tasa de descuento y brecha cambiaria) al que rigió en los últimos 10 años.
 - En el tercer escenario, el contexto macro es igual al que rigió en durante el 2007.
 - En el cuarto escenario, el contexto macro es igual al que rigió durante el 2017.

De esta forma, es posible calcular el valor de la empresa bajo los 4 escenarios descriptos y, de manera muy simple, evaluar el impacto directo que tiene el contexto macroeconómico (tasa de descuento y brecha cambiaria) sobre el valor de la empresa.



Como es posible observar en el anterior gráfico, las altas tasas de descuento y la elevada brecha cambiaria hacen que el escenario macroeconómico actual resulte el peor momento de los contextos para valuar a esta empresa. Por otro lado, una mejora del escenario macroeconómico a partir del 2024 tiene efectos muy potentes sobre el valor actual de la empresa: el mismo se multiplicaría por 2.2 si el contexto macro fuera el que prevaleció en los últimos 10 años, por 3.9 si fuera el del 2007 y por 4.2 si fuese el de 2017.

Contexto macro “mata” esfuerzo microeconómico

Las estimaciones anteriores representan cuantitativamente la explicación del título de esta editorial: el máximo esfuerzo de la empresa por mejorar su eficiencia en costos y en su política comercial mejora su flujo en un 20% pero un cambio favorable en el contexto macro, a un escenario no precisamente ideal, puede mejorar el valor actual del flujo entre un 100% y un 300%.

Si bien hay factores dentro de este contexto macroeconómico que Argentina no puede manejar (tasa de interés en Estados Unidos y prima de riesgo de Países Emergentes), la magnitud de estas variables es bastante inferior a las que sí está en condiciones de cambiar ya que dependen exclusivamente del contexto macroeconómico de nuestro país: brecha cambiaria y riesgo argentino.

Estos resultados muestran la importancia que tiene mejorar el contexto macroeconómico a partir del 2024. Por ejemplo, si el fondo de sustentabilidad de Anses tuviese acciones de empresas similares a la mendocina, su valoración podría aumentar un 300% con una economía medianamente ordenada.

En la medida que los factores subyacentes del contexto macro no experimenten avances sustanciales, el valor presente de los beneficios futuros esperados de las empresas en Argentina seguirán siendo muy bajos y por lo tanto, es muy difícil que se realicen inversiones en nuestro país ya que, más allá de los posibles esfuerzos que puedan hacer las empresas, el contexto macroeconómico termina “matando” cualquier oportunidad o esfuerzo microeconómico.

En Foco 1

La desaceleración del nivel de actividad prosigue en el cuarto trimestre, de acuerdo a la recaudación de impuestos asociados al mercado interno

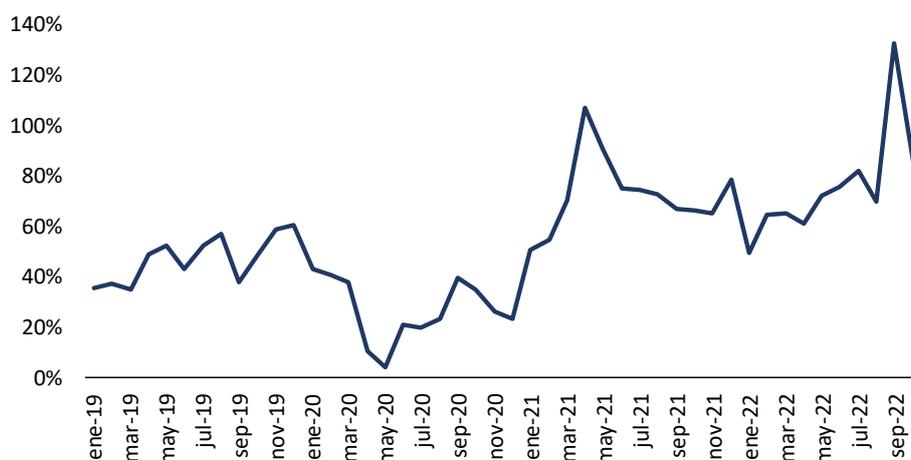
Maximiliano Gutiérrez

- El índice desestacionalizado elaborado por IERAL, en base a la recaudación de impuestos asociados al mercado interno refleja una caída del 1,9% en términos reales en el mes de octubre, en relación a septiembre. Así, los datos anticipan que la economía está "devolviendo" una fracción significativa de la recuperación experimentada en el primer semestre
- En la medición interanual, la economía sigue en terreno positivo, de acuerdo a la extrapolación al EMAE de la recaudación de estos impuestos, con una variación de 3,4 % en setiembre y 3,7%, en octubre, pero en un andarivel que se ubica 3,3 puntos porcentuales por debajo del registrado para el promedio enero-agosto
- En forma coincidente, el índice General de Actividad publicado por OJF muestra un crecimiento acumulado hasta septiembre del 5,6%, pero el índice desestacionalizado reflejó una contracción mensual de 0,4% respecto a agosto. Con el número de septiembre, el tercer trimestre habría cerrado con una merma de 0,1% comparado con los meses de abril a junio. Estos resultados tienden a confirmar el agotamiento del ciclo de recuperación del nivel de actividad del escenario pos-covid, pero en un andarivel ubicado por encima de los registros de 2021
- Los recursos nacionales crecen a un ritmo inferior que los recursos coparticipables con las provincias (1,1% y 9,9% por encima de la inflación anual acumulada, respectivamente), debido, en parte, a una contracción de los derechos de exportación del 38% (octubre mostró la resaca del "dólar soja" de setiembre)
- Las limitaciones de la economía argentina para lograr un sendero de crecimiento sostenido tienen que ver con un ciclo local cada vez más volátil. Ante la falta de un plan de estabilización, cada intento de expansión fiscal y monetaria contiene las semillas de su propio ajuste, sea por la aceleración inflacionaria que licúa la demanda agregada, sea por la falta de capacidad de financiamiento de las importaciones necesarias para lubricar la oferta de bienes y servicios

La recaudación tributaria exhibió un crecimiento en términos reales del orden del 2,7% en el mes de octubre, 4,4 puntos porcentuales por debajo de la variación de la recaudación acumulada entre enero y septiembre. Con estos números, la recaudación tributaria en lo que va de 2022 superó los \$15.700 miles de millones. Un dato por demás interesante, dada la implementación del Programa de Fomento Exportador en el mes de septiembre: las

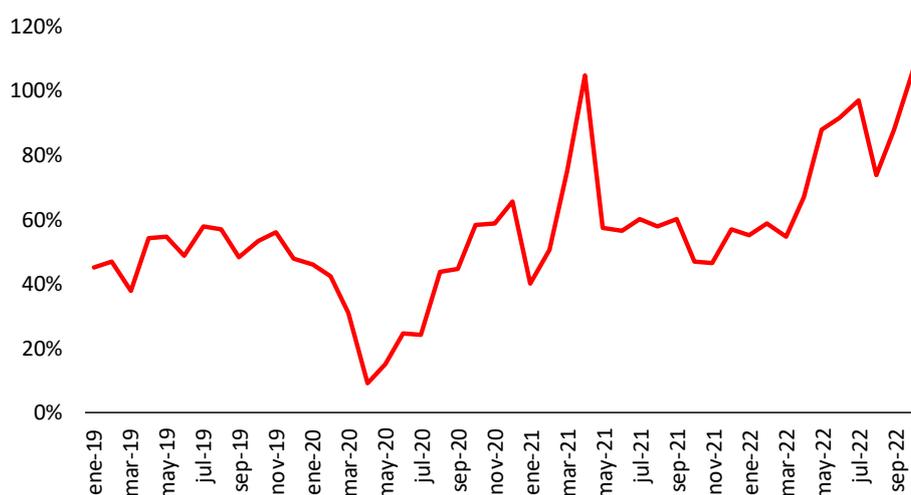
menores liquidaciones de divisas en el mes de octubre llevaron a una contracción de los derechos de exportación del 38%, neto de inflación. Este fenómeno tiene su correlato al momento de medir la evolución de los ingresos a favor de la Nación vs las transferencias automáticas a las provincias (coparticipación). Los recursos del consolidado de Administración Nacional y Seguridad Social se incrementaron, en términos nominales, un 85,7% interanual (lo que implicó una caída del 1,1% en términos reales)¹, mientras que las transferencias automáticas a provincias subieron 106,4% interanual en igual período (9,9% por encima de la inflación).

Ingresos tributarios consolidado Administración Nacional y Sistema de Seguridad Social (Var% i.a. nominal)



Fuente: IERAL en base a Subsecretaría de Ingresos Públicos

Ingresos tributarios coparticipados a provincias (Var% i.a. nominal)



Fuente: IERAL en base a Subsecretaría de Ingresos Públicos

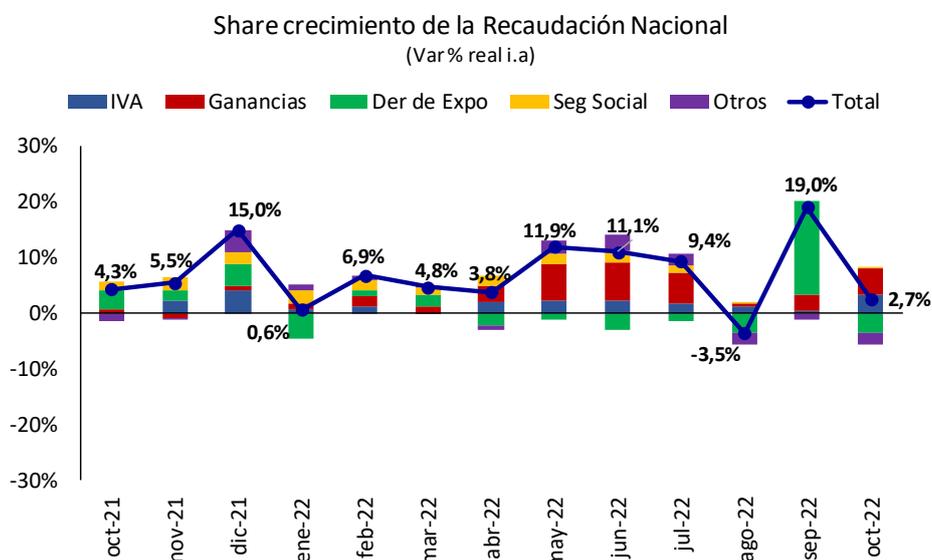
En lo que respecta al resto de los tributos, su comportamiento fue heterogéneo. El impuesto a las ganancias tuvo un crecimiento real interanual del 21,7%. Su buen

¹ Si se excluyen los Derechos de Exportación, el consolidado de Administración Nacional y Seguridad Social hubiera crecido 5,1% por encima de la inflación.

desempeño en el último mes se debió tanto al primer anticipo extraordinario de ganancias para sociedades como al incremento en la retención en las compras de dólar ahorro y los pagos en moneda extranjera, que pasó del 35% al 45% hacia mediados de julio del presente año. Por su parte, otro tributo que aumentó en términos reales es el Impuesto P.A.I.S, con una variación de 38,3%, no obstante, este guarismo se encuentra considerablemente por debajo de la variación real acumulada entre enero y septiembre.

Los impuestos asociados a la Seguridad Social quebraron el sendero de desaceleración que comenzaron a transitar desde el pasado mes de julio, incluyendo una caída del 0,7% interanual en términos reales en septiembre, para crecer 1% en el mes de octubre. La variación interanual está alimentada por el incremento de la remuneración bruta promedio (creció 75,7% i.a nominal conforme al dato de septiembre de RIPTE, último dato disponible) y de los puestos de trabajo (que aumentaron 3,4%).

En la misma línea se ubica el IVA, cuya recaudación en términos reales venía desacelerando desde el comienzo del tercer trimestre, para lograr en octubre un guarismo de 11,9% por encima de la inflación, máximo valor en términos reales en lo que va del año. De esta manera, se situó 7,2 puntos porcentuales por encima de su promedio real de los primeros nueve meses del año. Esta dinámica se puede apreciar en el siguiente gráfico donde su "aporte" al crecimiento interanual aumenta considerablemente en el mes bajo análisis, si se lo compara respecto a los meses previos.



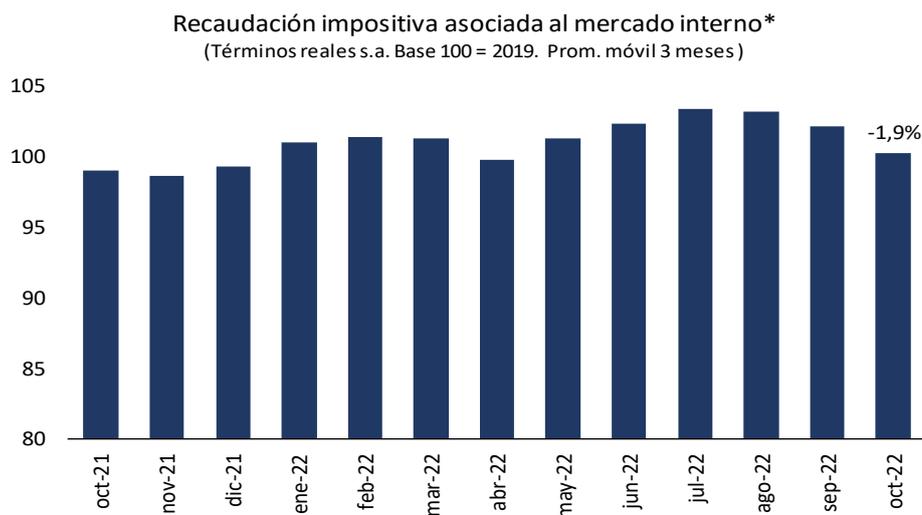
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Subsecretaría de Ingresos Públicos

En cambio, la recaudación asociada a impuestos internos y a los combustibles se encuentran en terreno negativo en moneda constante, con una caída del 6,2% i.a. y del 38,8% i.a, respectivamente. Otro impuesto que mostró una variación real levemente negativa fue el Impuesto a los Créditos y Débitos Bancarios (-0,7% i.a), quebrando una dinámica de 4 meses consecutivos ganándole a la inflación.

La recaudación impositiva anticipa un enfriamiento del nivel de actividad

Si bien la inflación desaceleró en septiembre y quebró el piso del 7% mensual que se venía observando en los últimos meses, no se debe dejar de lado la “ayuda” que generó la postergación de la implementación del ajuste de tarifas. A pesar de este hecho, la aceleración inflacionaria que se viene observando desde comienzos de año, pasando de una tasa promedio de 3,3% en el cuarto trimestre de 2021 a 6,8% en el tercer trimestre de este año, está impactando negativamente en el poder adquisitivo de la demanda. En forma convergente, el endurecimiento del cepo viene afectando el normal flujo de importaciones de insumos y partes, con su consecuente impacto en la producción, fenómenos que frenan el nivel de actividad.

Esta dinámica es capturada por el índice desestacionalizado elaborado por IERAL en base a la recaudación de impuestos asociados al mercado interno, que refleja una caída real del 1,9% mensual en octubre. Así, los datos anticipan que la economía está “devolviendo” una fracción significativa de la recuperación experimentada en el primer semestre. No obstante, los primeros 10 meses del 2022 registran todavía un incremento de la recaudación interna de 2,9% respecto al promedio 2021 en el Índice IERAL.



*Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos, Aportes personales y Contribuciones patronales. Promedios cuatrimestrales.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Subsecretaría de Ingresos Públicos

Al extrapolar el comportamiento de la recaudación asociada al mercado interno en función de la trayectoria de la actividad económica (no hay datos oficiales para septiembre ni octubre), se tiene que el EMAE habría crecido un 5,2% en enero-octubre respecto al promedio 2021. Como es sabido, este guarismo tiene que ver con el fuerte “arrastre estadístico” que dejó el 2021 para 2022. Al analizar mes a mes se tiene que para septiembre se habría dado una caída desestacionalizada de 0,7% versus agosto, en tanto que en octubre la baja mensual habría sido de 0,2%.

En la medición interanual, la economía sigue en terreno positivo, de acuerdo a la extrapolación al EMAE de la recaudación de estos impuestos, con una variación de 3,4 %

en setiembre y 3,7%, en octubre, pero en un andarivel que se ubica 3,3 puntos porcentuales por debajo del registrado para el promedio enero-agosto.

EMAE: Observado y estimado por recaudación
(prom. móvil 3 meses)



Fuente: IERAL con base en INDEC y Subsecretaría de Ingresos Públicos.

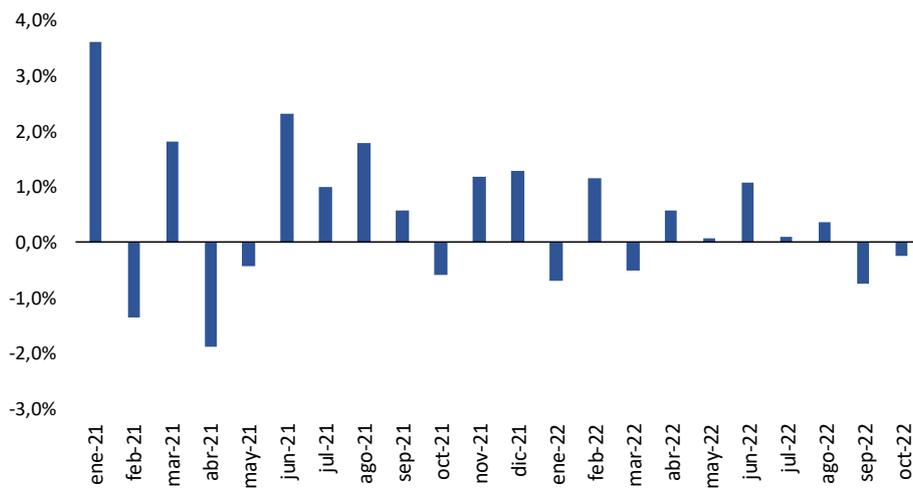
En forma coincidente, el índice General de Actividad publicado por OJF en el mes de septiembre muestra un crecimiento acumulado hasta septiembre del 5,6%, pero el índice desestacionalizado mostró una contracción mensual de 0,4% respecto a agosto. Con el número de septiembre, el tercer trimestre habría cerrado con una merma de 0,1% comparado con los meses de abril a junio. Este resultado tiende a confirmar el agotamiento del ciclo de recuperación del nivel de actividad del escenario pos-covid, pero en un andarivel ubicado por encima de los registros de 2021.

Si se toma los promedios de estos índices para el año 2021 y se compara contra el último mes que están los datos disponibles, el IGA desestacionalizado en septiembre se ubicaba todavía un 4,7% por encima del promedio de 2021, mientras que el Índice Ieral basado en la recaudación muestra para octubre de este año un nivel de 5,5% superior al del promedio del año anterior.

Derivado de la ausencia de un verdadero plan de estabilización, los intentos de corto plazo de expandir la economía con expansión fiscal y monetaria contienen las semillas de su propio ajuste, sea por la aceleración inflacionaria que licúa la demanda agregada, sea por la falta de capacidad de financiamiento de las importaciones necesarias para lubricar la oferta de bienes y servicios.

Lo cierto es que el ciclo de "stop and go" que antes podía medirse en años pares e impares (éstos últimos, vinculados a las elecciones correspondientes) parece ahora ceder paso a una dinámica todavía más inestable, en la que el "stop and go" se cuenta por trimestres.

Desde principios de 2021 se acentuó la volatilidad en la trayectoria del nivel de actividad*



Fuente: IERAL con base en INDEC y Subs. de Ingresos Públicos.

En Foco 2

El dato regional de la semana:

Sólo en tres provincias el salario privado supera al salario público, en un contexto en el que el empleo estatal crece al 3 % anual en la última década

Marcelo Capello, Laura Caullo y Joaquín Aguirre

- Noviembre llega con cerca de 30% de inflación acumulada en 4 meses del segundo semestre del año, un guarismo que no será emulado por la mayoría de los salarios. Si se analizan los acuerdos alcanzados hasta la fecha para el período diciembre 2021 - diciembre 2022, ningún sindicato grande logró firmar paritarias por encima del 100%. Estas negociaciones derivaron en resultados muy dispares, con acuerdos que en algunos casos superaron el 90%, pero otros no llegaron ni al 70%
- Por otra parte, mientras que en el sector público el incremento de personal fue una constante en los últimos años, en el sector privado registrado las fluctuaciones macroeconómicas lo ubican en igual nivel que 10 años atrás. Se trata de 6,2 millones de trabajadores, sólo un tercio del total de puestos del país
- El empleo público aumentó en promedio a razón del 3% anual a lo largo de la última década, fenómeno que contrasta con el crecimiento cero del empleo privado formal. En la evolución del empleo público se distinguen tres subperíodos: 2012-2015, cuando el ritmo de crecimiento promedio anual del empleo público (tres niveles) fue del 5%; en el lustro siguiente, 2015- 2020, con una suba anual promedio del 1% y, finalmente, en 2020-2022, en el que la tasa de crecimiento vuelve a subir, ubicándose ahora en el 3% anual promedio
- Sólo en 3 jurisdicciones los asalariados privados ganan lo mismo o más que los del sector público: Chubut (115%), San Luis (103%) y CABA (100%). En el resto, los salarios privados en su conjunto están por debajo de los salarios públicos. De las 10 provincias que mejoraron su posición en el ranking de salarios privados registrados entre 1995 y 2022, el 40% son patagónicas. De las jurisdicciones del sur, sólo Tierra del Fuego cayó en el posicionamiento. La que más puestos escaló en los últimos 27 años es San Juan
- Entre los trabajadores formales del sector privado, los mayores salarios privados se encuentran en Chubut, CABA, Santa Cruz y Tierra del Fuego, con guarismos entre 60% y 30% superiores al salario público promedio
- A nivel nacional, los asalariados privados que trabajan en la informalidad ganan el 47 % de los privados registrados. En casos como La Pampa y Tierra del Fuego, los informales se acercan más al sueldo formal, con un equivalente del 75 %, pero en provincias como

Chubut y San Juan, el ingreso de los informales es 1/3 de los formales. Además, los privados no registrados ganan el 50% de lo que perciben los asalariados públicos

Considerando la estimación del REM de 6,2% para la inflación de octubre último, se llegaría a noviembre con cerca de 30% de inflación acumulada en 4 meses del segundo semestre del año, un porcentaje que difícilmente será emulado por la mayoría de los salarios.

Aunque algunos pocos trabajadores formales (amparados por sindicatos con elevada capacidad de negociación) han logrado mantener su poder adquisitivo en los últimos meses, una proporción muy elevada de la población activa del país no cuenta con la misma suerte. Entre éstos se destacan los trabajadores informales, históricamente más vulnerables ante los vaivenes inflacionarios. De continuar esta tendencia, sería de esperar un incremento en la pobreza en el segundo semestre (que en el primer semestre de este año llegó a 36,5% de la población total), dado que la incidencia del salario real del sector informal en este indicador es significativa.

El panorama del año completo es también desalentador para los asalariados: se estima 100% de inflación anual para diciembre de 2022. Implica que incluso aquellos trabajadores cuyos gremios obtuvieron mejores acuerdos, difícilmente lograrán mantener su salario real intacto este año. Ello por cuanto si se analizan los acuerdos alcanzados hasta la fecha, para el período diciembre 2021 a diciembre 2022, prácticamente ningún sindicato grande logró paritarias por arriba del 100%: Aceiteros firmó por 98% anual en ese período, Docentes de la Provincia de Buenos Aires y Bancarios alcanzaron un 94%, AFIP un 93% y Estatales 82%.

Las negociaciones paritarias derivaron en resultados muy dispares, ya que mientras algunos gremios firmaron aumentos por encima del 90%, otros apenas superaron el 80%, y en algunos casos no llegaron al 70% (como el caso de Transporte, que logró un aumento del 65%).

Vale aclarar que el año paritario no suele coincidir con el año calendario, y ante la situación actual algunos sindicatos comenzaron a firmar acuerdos que regirán en 2023 y que sí podrían superar el 100%, como Camioneros, que entre noviembre de este año y octubre de 2023 obtendrá un incremento en 4 tramos que totalizará 107%. Pero durante 2022 la suba asciende a 80%.

Ante esta situación, se espera, en promedio, que en 2022 los salarios formales queden al menos 3 puntos por debajo de la evolución general de precios. En el plano de la informalidad, la pérdida anual será al menos del doble, en comparación con los trabajadores registrados.

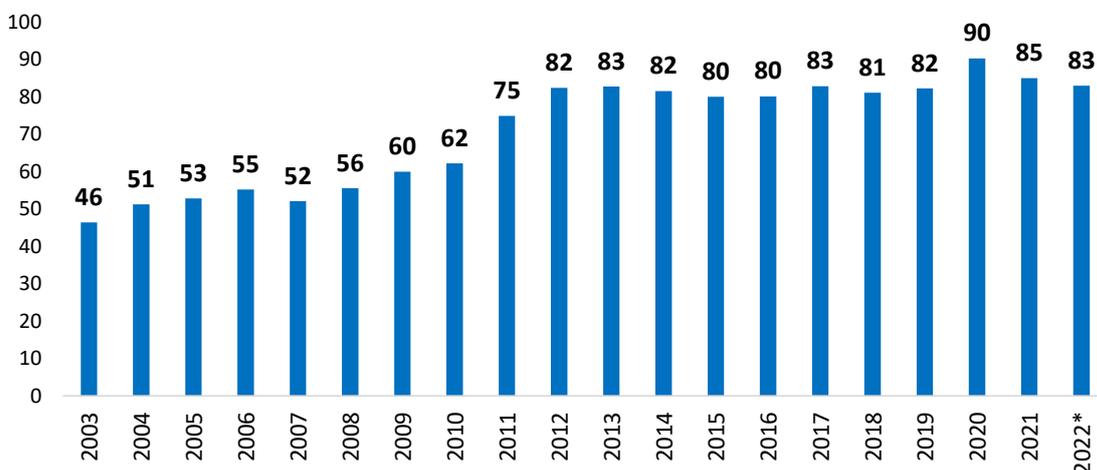
Salarios y empleo privados y públicos nivel nacional

Con la recuperación económica ocurrida entre 2003 y 2011, tras la gran crisis de 2001/2002 (que había licuado empleo y salarios, especialmente en el sector privado), aumentó el empleo y el salario, recuperando terreno el salario privado versus el público.

Así, de representar el salario privado un 50% del salario público promedio en 2004, se llegó a una relación del 82% en 2012, relación que luego se estancó, y en 2022 se halla en torno al 83%.

Evolución de la proporción del salario privado respecto al salario público

*En porcentaje – Serie 2003 a 2022**



Fuente: IERAL en base índice de salarios (INDEC)

l empleo

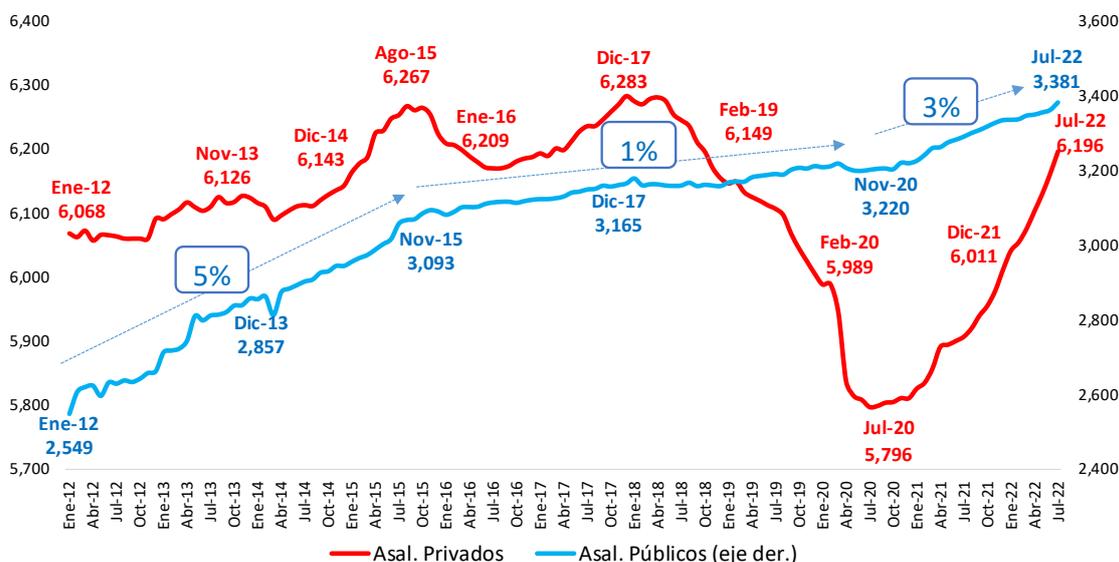
Si bien la brecha salarial entre las remuneraciones públicas y privadas se mantuvo relativamente estable en la última década, no ocurrió lo mismo con los puestos de empleo. Mientras que en el sector público el ingreso de personal fue una constante en los últimos años, en el sector privado las fluctuaciones macroeconómicas lo ubican en el mismo nivel que 10 años atrás (6,2 millones de trabajadores).

En particular, a la evolución del empleo público es posible fraccionarla en tres periodos: entre 2012-2015, donde el ritmo de crecimiento promedio anual fue de del 5% (pendiente empinada); en el lustro siguiente, 2015- 2020, con una suba anual promedio del 1% (pendiente más aplanada) y finalmente entre 2020-2022, en que la tasa de crecimiento interanual vuelve a subir, ubicándose ahora en el 3% anual promedio. En otros términos, el empleo público creció en promedio a razón del 3% anual a lo largo de la última década, a diferentes velocidades según subperiodos, mientras el promedio de crecimiento en el empleo privado formal en el mismo periodo fue prácticamente 0%.

Para un país que evidentemente exhibe un exceso de personal en el sector público consolidado, como mínimo debería ocurrir que el empleo público deje de crecer, o que lo haga a un ritmo menor al de la población. No es lo que ocurre en los últimos 2 años, que era también un problema antes de 2016.

Evolución del empleo asalariado registrado, público y privado

Serie enero 2012 a julio 2022



Fuente: IERAL en base a Ministerio de Trabajo

Salarios privados y públicos por provincias

Considerando datos provenientes de la Encuesta Permanente de Hogares para el primer trimestre 2022, la relación entre salarios públicos y privados para el conjunto de ocupados, detenta significativa heterogeneidad provincial. Se aclara que para los salarios públicos y privados informales la fuente son las EPH, de modo que para los primeros el valor observado en cada jurisdicción refleja el promedio de salarios públicos nacionales, provinciales y municipales de personas que residen en esa jurisdicción.

Las conclusiones no se pueden generalizar, dado que un valor elevado podría ser indicio de salarios privados relativamente altos, o de salarios públicos relativamente bajos, o de una combinación de ambos. Por lo tanto, el análisis debe ser caso por caso.

Chubut, por ejemplo, es la provincia con mejor relación de salarios privados respecto a los públicos (115%). Esto lo logra gracias al hecho de que se trata de la provincia que se ubica en el primer lugar del ranking de salarios privados (tanto considerando el conjunto de asalariados privados, como sólo los registrados), pero la séptima en el ranking de salarios públicos.

En el caso de la provincia de Córdoba, donde los salarios privados representan el 52% de los públicos, pueden mencionarse al menos dos posibles motivos. En primer lugar, para esta métrica se utiliza el ingreso de la ocupación principal del conjunto de asalariados, tanto formales como informales, donde en el caso de Córdoba, al exhibir alta informalidad entre privados, reduce el salario promedio privado. En segundo lugar, los aglomerados relevados en la encuesta corresponden al Gran Córdoba y Río Cuarto, siendo que, en el

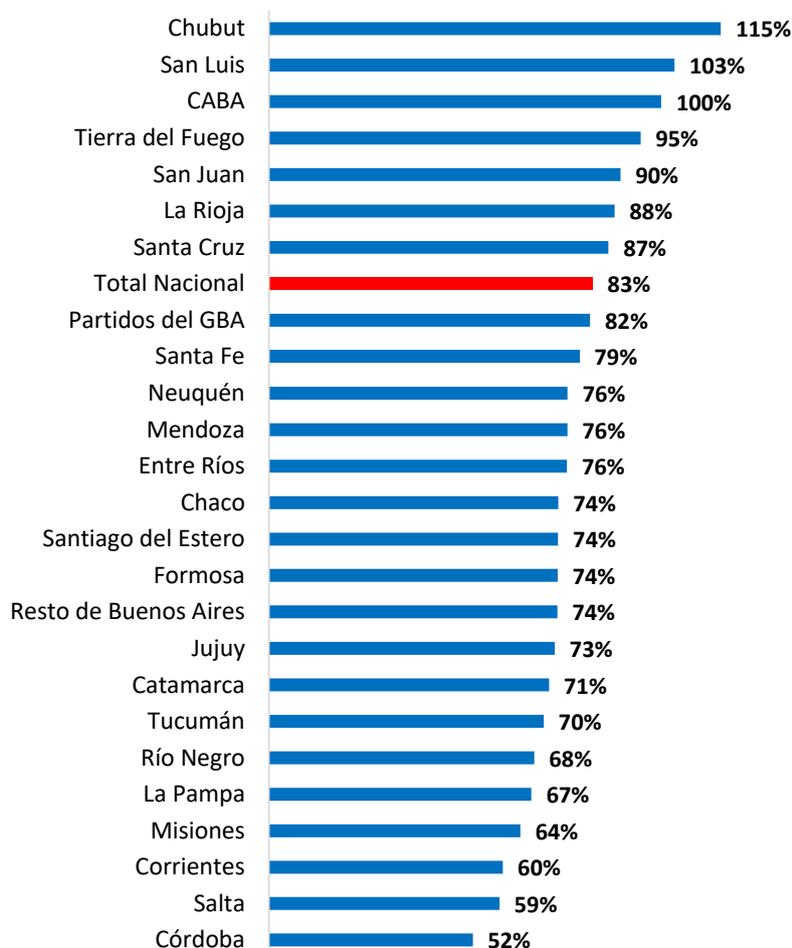
primer caso, los salarios municipales de la ciudad de Córdoba resultan considerablemente más elevados que las remuneraciones privadas.

Se destaca el hecho de que sólo en 3 jurisdicciones los asalariados privados obtienen similares o mayores ingresos que los del sector público: Chubut (115%), San Luis (103%) y CABA (100%). En el resto de jurisdicciones, los salarios privados en su conjunto (formales e informales) resultan por debajo de los salarios públicos.

Entre las provincias con peor relación entre salarios privados y públicos se destaca el caso de Salta (59%), que cae al segundo lugar del ranking como consecuencia de poseer salarios públicos por encima de la media nacional, pero salarios privados bastante por debajo de la media (entre las 9 peor posicionadas).

Proporción del salario privado respecto al salario público para el conjunto de asalariados, según provincia

Primer trimestre 2022



Fuente: IERAL en base a EPH

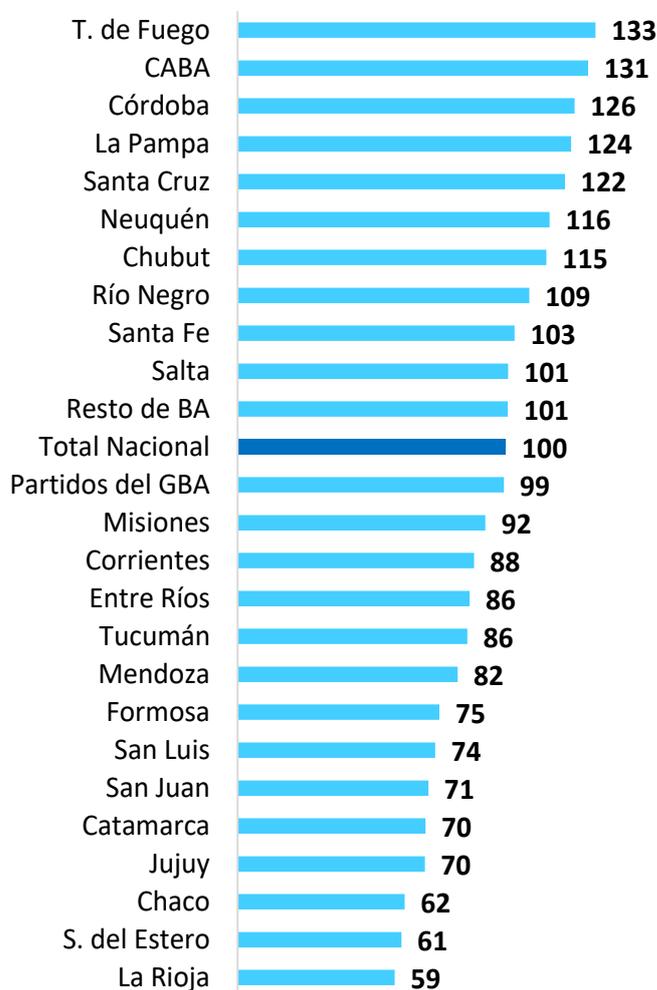
Poniendo el foco en los salarios públicos, se destaca Tierra del Fuego en el primer puesto. A pesar de esto, se posiciona entre las 4 con mejor relación de salarios públicos respecto a los privados (95%), como consecuencia de que sus salarios privados también están entre

los mejores (3er puesto en este rubro). El caso de CABA es similar, dado que, aunque es la segunda jurisdicción con salarios públicos más altos, también es la segunda jurisdicción con salarios privados más elevados. De hecho, los asalariados de ambos sectores ganan aproximadamente los mismo, por lo que su relación de salarios es equivalente.

Por otro lado, los asalariados públicos peor posicionados son aquellos que residen en Chaco, La Rioja y Santiago del Estero, todas provincias con indicadores económicos muy pobres. Chaco y Santiago del Estero también se encuentran entre las jurisdicciones con salarios privados más bajos. Esta semejanza en ambos rubros deriva en que su relación entre salarios sea 74%, por debajo de los observado a nivel nacional.

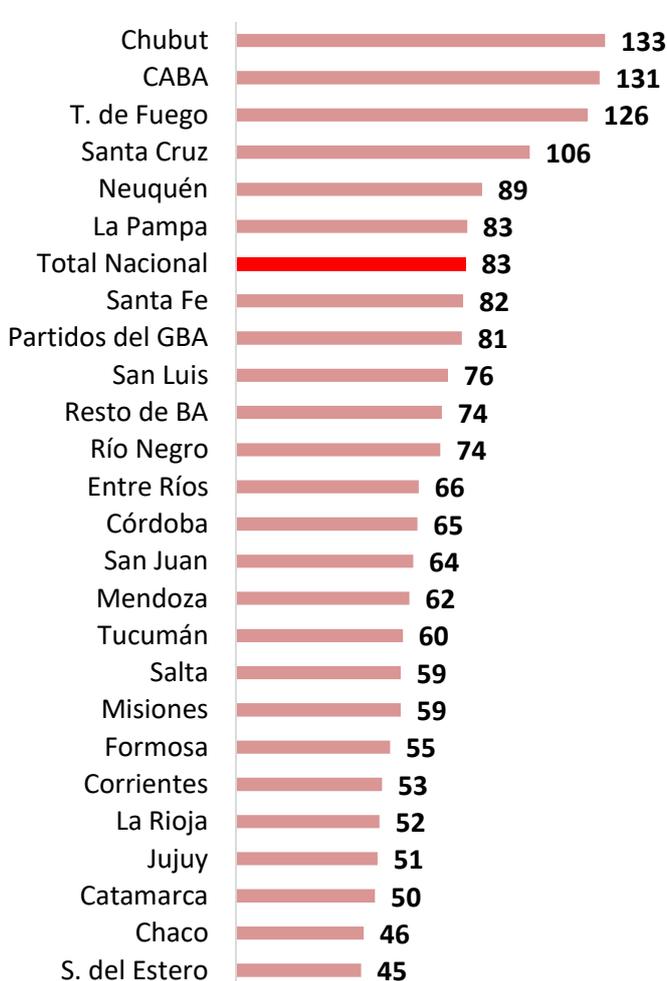
Índice de salario asalariado público

Base 100 en total nacional - Primer trimestre 2022



Índice de salario asalariado privado

Base 100 en salario asalariado público - Primer trimestre 2022



Fuente: IERAL en base a EPH-INDEC

Por lo general existe correlación entre salarios públicos y privados en provincias. A mayor salario privado también suele haber mayor salario público, aunque también se da a la inversa: a mayor salario público mayor salario privado. Es difícil detectar la dirección de la causalidad. Por ejemplo, en Patagonia suelen pagarse altos salarios privados,

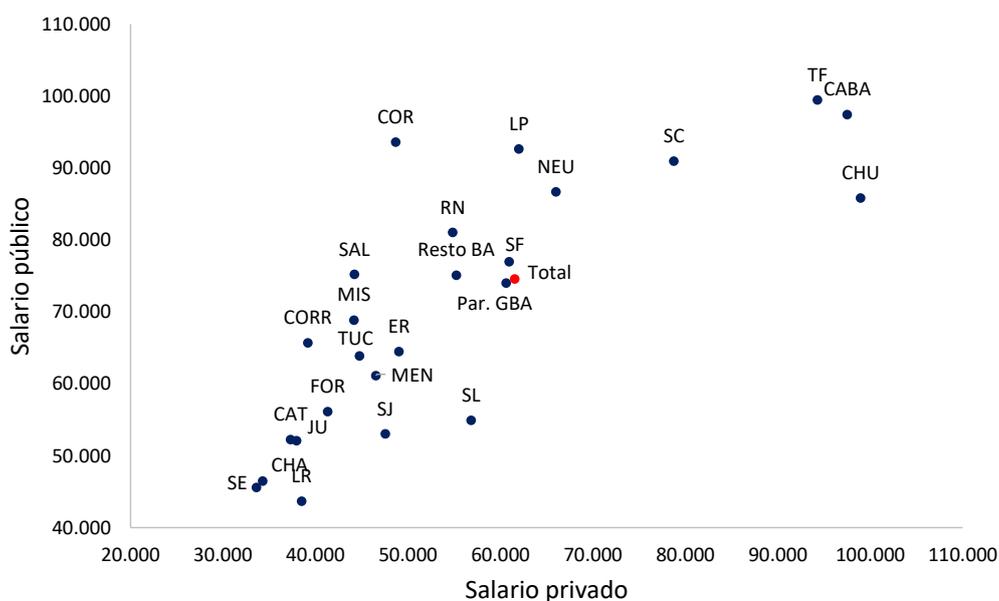
especialmente por la influencia de los sectores de petróleo, gas y minería. Pero además los gobiernos provinciales de la Patagonia también suelen pagar altos salarios, porque tienen buen nivel de recursos: alto nivel de recursos propios y de coparticipación recibida, y además importantes flujos de ingresos por las regalías cobradas por la producción de petróleo y gas.

Quizá por esa razón de las 10 provincias que mejoraron su posición en el ranking de salarios privados entre 1995 y 2022, el 40% de ellas resultan patagónicas.

Pero en los casos en que el sector público provincial paga buenos salarios porque tiene mucha coparticipación desde Nación, y cuenta con un sector productivo no tan desarrollado, los altos salarios públicos resultan un lastre para la competitividad privada de esas jurisdicciones, al competir por los recursos laborales.

Relación entre el ingreso asalariado privado y el ingreso asalariado público

Primer trimestre 2022



Fuente: IERAL en base a EPH

Hasta aquí el análisis correspondía a la totalidad de los asalariados privados. Si en cambio se abre esta categorización, separando entre asalariados privados registrados y no registrados, surgen nuevas conclusiones. Entre los trabajadores formales del sector privado, los mayores salarios privados se encuentran en Chubut, CABA, Santa Cruz y Tierra del Fuego, con guarismos entre 60% y 30% superiores al salario público promedio. Los menores salarios privados se observan en Chaco, Santiago del Estero y La Rioja, entre 30% y 35% menores que el salario público promedio.

Entre los trabajadores informales, el salario promedio resulta la mitad del salario público promedio, desde Tierra del Fuego, en que prácticamente se igualan ambos guarismos,

hasta Santiago del Estero, donde el salario informal resulta un 30% del salario público promedio a nivel nacional.

Algo que vale la pena resaltar es que, en general, mientras mayores son los salarios privados registrados, mayores son los privados no registrados. Es decir, la correlación entre ambas variables es positiva. Aun así, se observan algunas diferencias en el ordenamiento en cada caso. Por ejemplo, mientras que Chubut es la provincia en la que los asalariados privados registrados están mejor posicionados, los no registrados se colocan recién en la quinta posición en ese rubro. En Tierra de Fuego ocurre a la inversa. En esta provincia austral los asalariados informales son los que ganan los mejores sueldos, aunque los registrados se posicionan cuartos. Por su parte, en Córdoba esta divergencia es más fuerte todavía: mientras que en el ranking de salarios privados registrados se encuentra entre las 10 peores posicionadas, en el de salarios privados no registrados se halla entre las 10 mejores posicionadas.

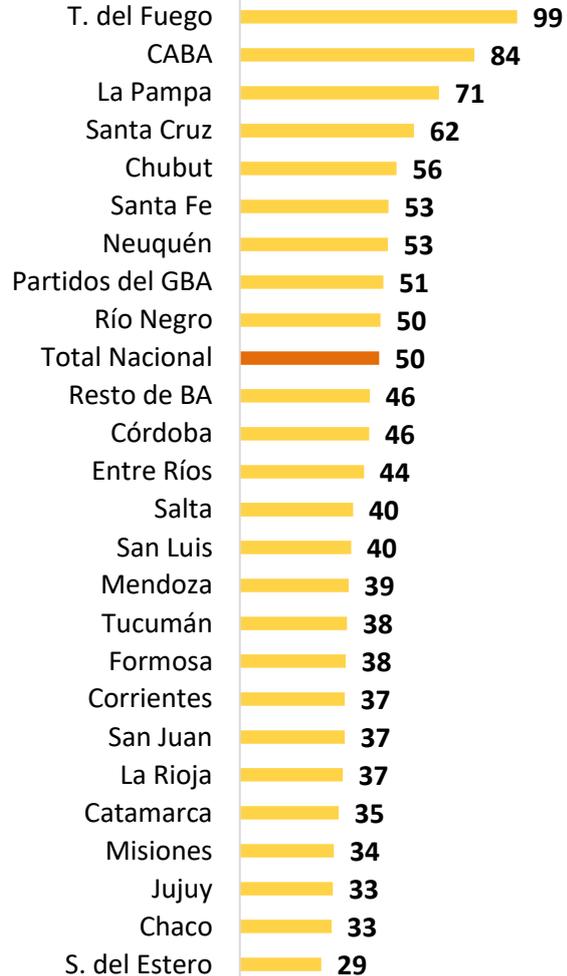
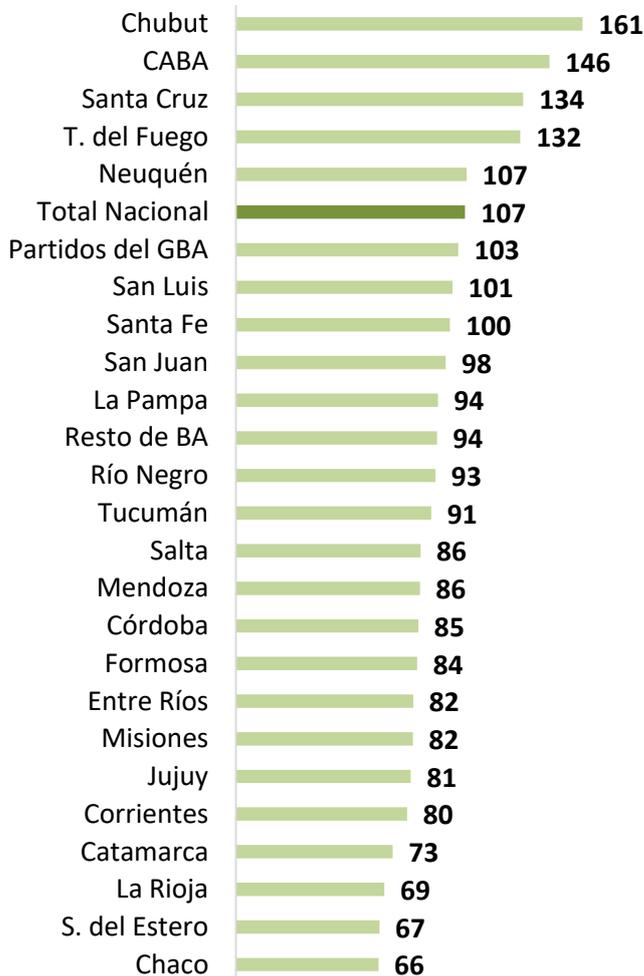
El otro punto a destacar tiene que ver con la magnitud de los salarios en cada caso. A nivel nacional, se puede concluir que los asalariados privados que trabajan en la informalidad ganan menos de la mitad que sus pares registrados (47%). Aun así, esta disparidad es heterogénea entre jurisdicciones. En La Pampa y Tierra del Fuego la distancia es bastante menor: el salario no registrado privado representa el 76% y el 75% del registrado, respectivamente. En contraposición, en Misiones la diferencia se amplía respecto a la media nacional: los informales perciben sólo el 41% de lo que ganan los formales. Si a esto se le suma que Misiones es una de las 4 provincias con peores remuneraciones en el sector informal, queda en evidencia una situación de mucha vulnerabilidad para esta población de trabajadores. En San Juan y Chubut las diferencias son máximas: los trabajadores privados que se encuentran por fuera del sistema perciben sólo un 38% y un 35% respectivamente de lo que ganan sus pares formales. Pero su posicionamiento en términos absolutos es muy distinto. Mientras que en Chubut los registrados son los mejor remunerados del país (y los no registrados están entre los 5 mejores posicionados), en San Juan los trabajadores informales se encuentran entre los 7 con menores sueldos.

Índice de salario asalariado privado registrado

Índice de salario asalariado privado no registrado

Base 100 en salario asalariado público - Primer trimestre 2022

Base 100 en salario asalariado público - Primer trimestre 2022



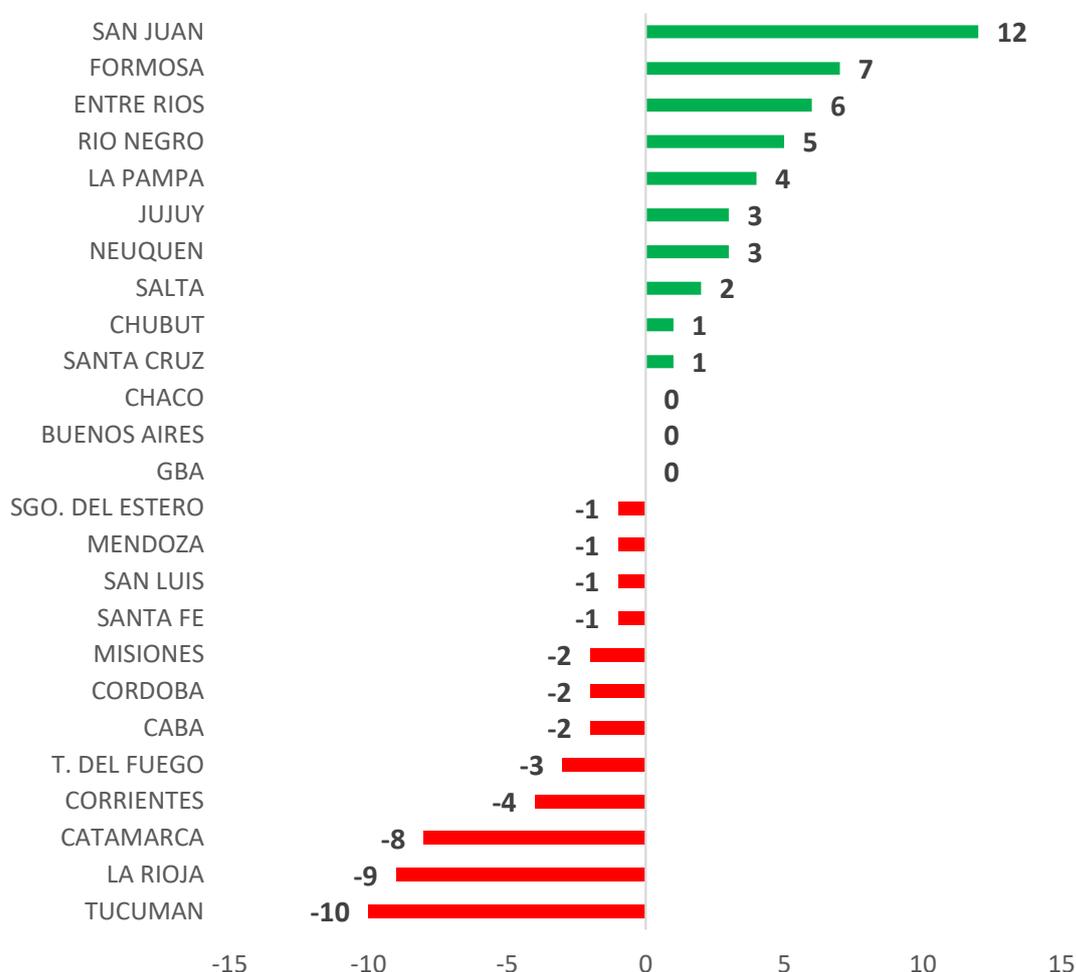
Fuente: IERAL en base a EPH-INDEC

Siguiendo con la segregación de asalariados privados, ahora se hace hincapié en los salarios formales, usando datos de OEDE. Si se compara el posicionamiento que las distintas jurisdicciones mostraban en 1995, con el que muestran hoy, se puede advertir cómo han mejorado o empeorado su desempeño en este rubro, relativo al resto. La provincia que más se destaca es San Juan, que ha escalado 12 puestos en el ranking de provincias con mejores salarios privados: mientras que en 1995 se hallaba en la posición 23 de 25 (es decir, hace menos de 30 años los asalariados privados registrados de San Juan estaban entre los peor remunerados), en 2022 pasó al puesto 11. Formosa la sigue como la que más mejoró en este aspecto, aunque vale aclarar que su punto de partida fue el de la provincia con los peores salarios privados de todo el país (puesto 25 en 1995). También llama la atención que casi todas las provincias patagónicas (Santa Cruz, Chubut, Neuquén, La Pampa y Río Negro) ganaron lugares en la lista. La excepción es Tierra del Fuego. En el otro extremo se encuentra Tucumán, que perdió 10 lugares respecto a 1995. Mientras que

hace 27 años estaba en el puesto 12, en 2022 pasó a ser una de las 3 con peores remuneraciones.

Cambio de posición en el ranking de salario privado registrado

1er sem. 2022 vs 1er sem. 1995



Fuente: IERAL en base al Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial (OEDE)

Empleo en provincias

Los asalariados privados formales representan un conjunto de 6,2 millones de personas frente a más de 20 millones de ocupados en el país. Esto significa que el empleo "genuino" sólo representan un tercio del total de puestos de trabajo en el país.

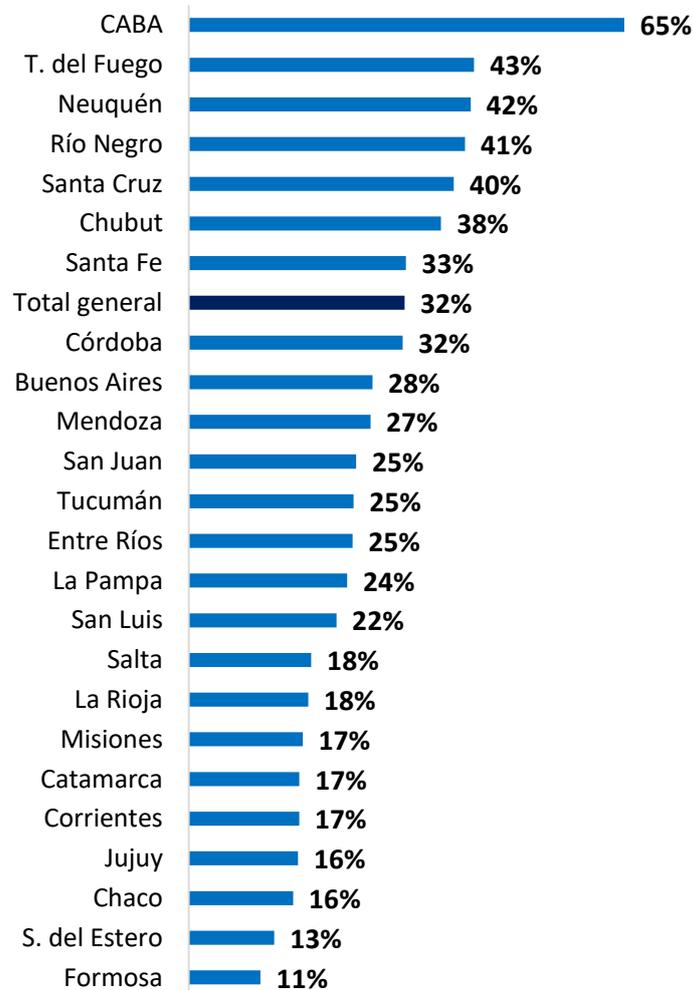
La participación de este grupo también es afectada por el avance de la informalidad y el cuentapropismo, que, si bien aportan a la tasa de empleo, son modalidades de trabajo más precarias. En este panorama, el sector público mantiene una evolución establemente creciente lo cual contradice la situación de las finanzas públicas.

A nivel provincial, las heterogeneidades se evidencian nuevamente. CABA es la jurisdicción con mayor participación del empleo asalariado formal en el sector privado, casi dos tercios

de sus trabajadores poseen amparos en materia salarial (65%), seguida por Tierra del Fuego (43%), Neuquén (42%) y Río Negro (41%). En el otro extremo en Formosa, sólo 1 de cada 10 trabajadores es asalariado registrado en el sector privado.

Proporción de empleo asalariado privado formal sobre el total de ocupados

Primer trimestre 2022



Fuente: IERAL en base a Ministerio de Trabajo y EPH-INDEC

Por otro lado, considerando las bases administrativas del Ministerio de Trabajo, son 12 millones de personas las que se encuentran trabajando en blanco tanto en el sector público como privado, ya sea como asalariado, monotributista o autónomo; mientras que la tasa de empleo da cuenta de más de 20 millones de personas actualmente ocupadas. Esto implica que más de 8 millones de personas se encuentran trabajando en la informalidad. Es decir, la incidencia de la informalidad supera el 40% de los trabajadores de Argentina.