


# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

73° | Septiembre 2024

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía  
Fundación Germán Abdala

# CLAVES DE LECTURA

**La suba de precios encontró un nuevo piso.** La inercia parece el principal driver inflacionario en la actualidad: precios que suben porque otros subieron antes, y no quieren ceder terreno en la carrera nominal.

El Gobierno redobla la apuesta y se aleja más del dogma monetario. Mientras continúa con el ajuste, interviene de forma directa la cotización de los paralelos, anunció que no convalidará paritarias por encima del 2% mensual y redujo el impuesto PAIS para importaciones de 17,5% a 7,5%. Pero esta estrategia está fracasando. **Las distintas mediciones de inflación esperada no convergen a los niveles objetivo de la política oficial, ubicándose en torno del 3,5% para lo que resta del año y el comienzo de 2025.**

**Por el lado del ancla fiscal, el gasto primario continúa haciendo la tarea.** En agosto el ajuste real fue del 25% anual permitiendo compensar un panorama más complejo por el lado de los recursos. ¿Cuánto margen estará dispuesto a utilizar el gobierno en pos de su estrategia anti-inflacionaria? Aquí no sólo debe mirar el cierre de 2024, sino un 2025 que, por lo visto en el presupuesto, luce complicado.

**El gran desafío es la sostenibilidad del sector externo.** El BCRA dejó de acumular reservas y las perspectivas para 2025 distan de ser extraordinarias. La —errática— recuperación de la actividad económica implica una mayor necesidad de divisas, máxime la apreciación del tipo de cambio real. En particular, la recuperación —desigual— del salario permite una recuperación en el consumo de bienes durables y servicios, en un contexto en el que se normalizan los pagos de importaciones. **El Gobierno apuesta sus fichas al blanqueo.** Pero incluso aunque tenga éxito, el panorama del sector externo para 2025 seguirá siendo desafiante.

**La recesión ya tuvo su correlato en el mercado de trabajo.** La tasa de desocupación se incrementó y al segundo trimestre de 2024 hay 216 mil desocupados más que hace un año atrás. **Además, hubo un empeoramiento en la calidad del empleo, con un incremento del perfil cuentapropista a costa de empleo asalariado.**

## Inflación: devaluación, desaceleración y después...

La inflación fue de 4,2% en agosto, permaneciendo en torno del 4% desde mayo. Por su parte, el IPC Núcleo, aquel que excluye a los bienes y servicios estacionales o de carácter regulado, y por tanto debería reflejar más fielmente la dinámica "estructural" de la inflación, avanzó 4,1% el mes pasado, acelerándose 0,4 p.p. respecto de la media mayo-julio (+3,7%).

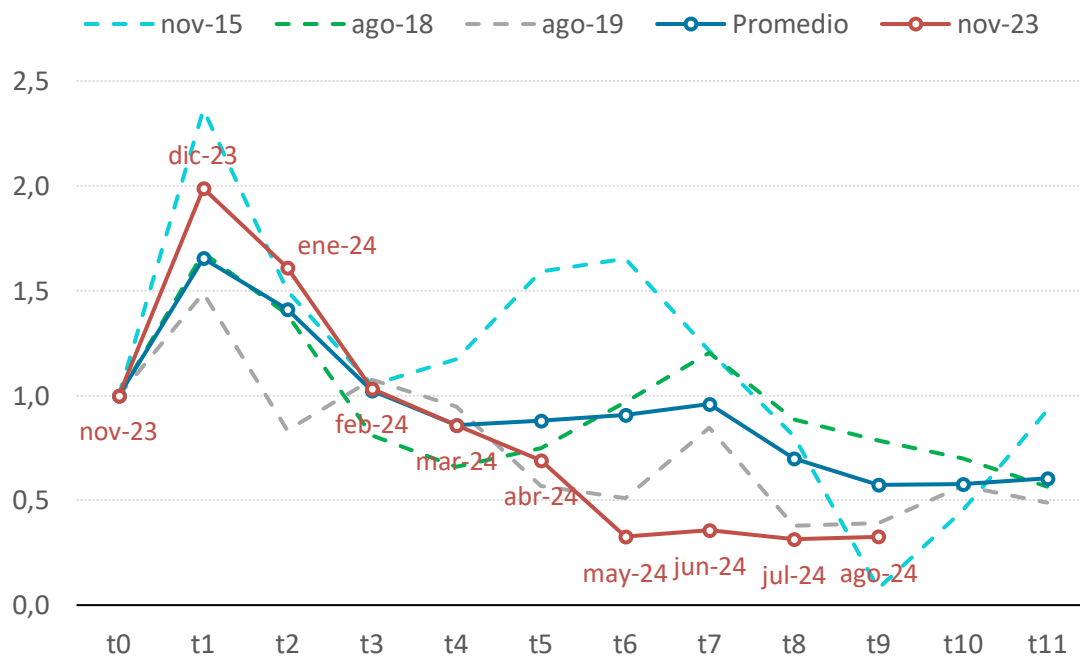
Pasados los efectos de la devaluación de diciembre 2023 sobre las variables nominales, la suba de precios encontró un nuevo piso que le está costando perforar. La inflación bajó de la zona del 20% mensual en diciembre/enero a la de 4% mensual en la actualidad.

### Cómo llegamos hasta acá

La dinámica inflacionaria pos-devaluación tiene algunos puntos en común con los anteriores shocks cambiarios, a la vez que se diferencia en otros. La suba de precios se aceleró con la devaluación y luego bajó con la estabilización del tipo de cambio, rompiendo el piso anterior cuatro meses después del episodio (entre marzo y abril se quebró el piso de octubre/noviembre 2023), algo que se había observado en otros eventos.

### Dinámica inflacionaria en las pos-devaluaciones

t0=mes pre salto cambiario, relación con inflación



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

No obstante, para este caso, hay algunas grandes diferencias. La primera tiene que ver con el escenario de partida. En 2023 no hubo una sino dos devaluaciones sucesivas (agosto y diciembre), de modo que la inflación tuvo dos shocks nominales que se "sumaron" entre sí. A este efecto hay que agregarle el impacto sobre los precios que había tenido el shock real de la sequía: entre enero y abril del año pasado, alimentos y bebidas promedió +9% mensual, 1,8 p.p. por encima del Nivel General (+7,2%). En números, mientras que la inflación mensual promedio en las pre-devaluaciones de 2015, 2018 y 2019 estaba alrededor del 3%, en 2023 se ubicaba en 12%. Por este motivo, también, la duración de los contratos era menor: la menor previsibilidad impactaba en las negociaciones, que terminaban haciéndose por plazos cada vez más cortos, volviendo más permanentes los shocks transitorios.

Es decir que, por un lado, la inflación pre-devaluación de diciembre estaba a su vez afectada por shocks que no se habían llegado a disipar (con lo cual no está claro cuál era el punto de partida) y, por otro, había generado mecanismos de ajuste más veloz (lo que implicaba un mayor riesgo y más rápido impacto).

En segunda instancia, las decisiones que complementaron esta devaluación fueron muy distintas. Por un lado, el salto cambiario se dio en simultáneo con un ajuste fiscal y una baja de la tasa de interés, algo que no pasaba en otros eventos: la devaluación llegaba con aumentos del gasto público que buscaban atenuar su impacto regresivo (mitigando el impacto en la actividad), a la vez que se mejoraba el rendimiento de las opciones en pesos, en la búsqueda por desalentar la demanda de divisas.

El shock en la actividad fue notorio porque además se sumaron diversas desregulaciones que amplificaron el shock en el sector privado, y, aunque su impacto en la inflación es difícil de medir, parece haber jugado un rol. En este punto, vale destacar que la ausencia de políticas de coordinación impuso costos evitables en materia de actividad. Con un sendero de precios y salarios relativamente conciliado entre las distintas partes del conflicto distributivo, que al menos sirve de guía, podría haberse logrado una baja de la inflación con menores pérdidas reales de bienestar para los hogares.

En el plano monetario, la primera decisión fue bajar la tasa de interés de 133% nominal anual a 100%, en un contexto donde la inflación se aceleraba

Esto fue posible porque, y acá radica la tercera novedad, muy alejada del dogma de que es sólo la emisión la que genera inflación, esta devaluación vino de la mano de un endurecimiento de los controles cambiarios (el principal: cuatro cuotas para la compra de divisas para la importación de bienes y servicios), más conocidos como cepo, de modo que la política también fue contractiva por el lado de las cantidades. Así, se repitió el esquema de agosto de 2019 —en septiembre se reimpuso el cepo, previo aumento de la tasa de interés—, pero se dio de manera opuesta con 2015, en tanto que en 2018 no había regulaciones cambiarias ni antes ni después de los eventos de stress.

Como resultado, la baja de la inflación fue mayor respecto del punto de partida en relación con los anteriores episodios —con excepción de 2019, cuando la pandemia de 2020 quebró la nominalidad previa—, pero el estancamiento posterior tiene características muy similares. Sin nada que la mueva, la inflación orbita en torno del 4% mensual.

### **El pasado, ¿pisado?**

En este nuevo contexto, los principales componentes de la suba de precios surgen del propio proceso inflacionario, de modo que, si bien son de menor magnitud que los “exógenos”, también son más persistentes, ya que son comportamientos más arraigados en la sociedad. Dicho de otro modo, la inercia es el principal driver inflacionario en la actualidad: precios que suben porque otros subieron antes, y no quieren ceder terreno en la carrera nominal. En este esquema, el comportamiento óptimo a nivel individual (mejorar el ingreso corriente) no lo es a nivel general (si todos suben sus precios, la inflación no frena), y la política libertaria —la supuesta no interferencia en los comportamientos privados de los agentes— no está siendo efectiva para bajar la nominalidad.

En esta nueva etapa, el gobierno parece insistir con profundizar su estrategia original: i) continuar el ajuste fiscal y monetario, que sirva para ordenar las expectativas y reducir la inflación esperada, ii) tipo de cambio oficial y paralelo virtualmente quietos o yendo por debajo del nivel general de precios, que funcione de “ancla”, con intervención incluida, y iii) congelar o bajar salarios con el anuncio de no convalidar paritarias por encima del 2% mensual, ex-post no siempre concretado (Bancarios, Aceiteros, entre otros).

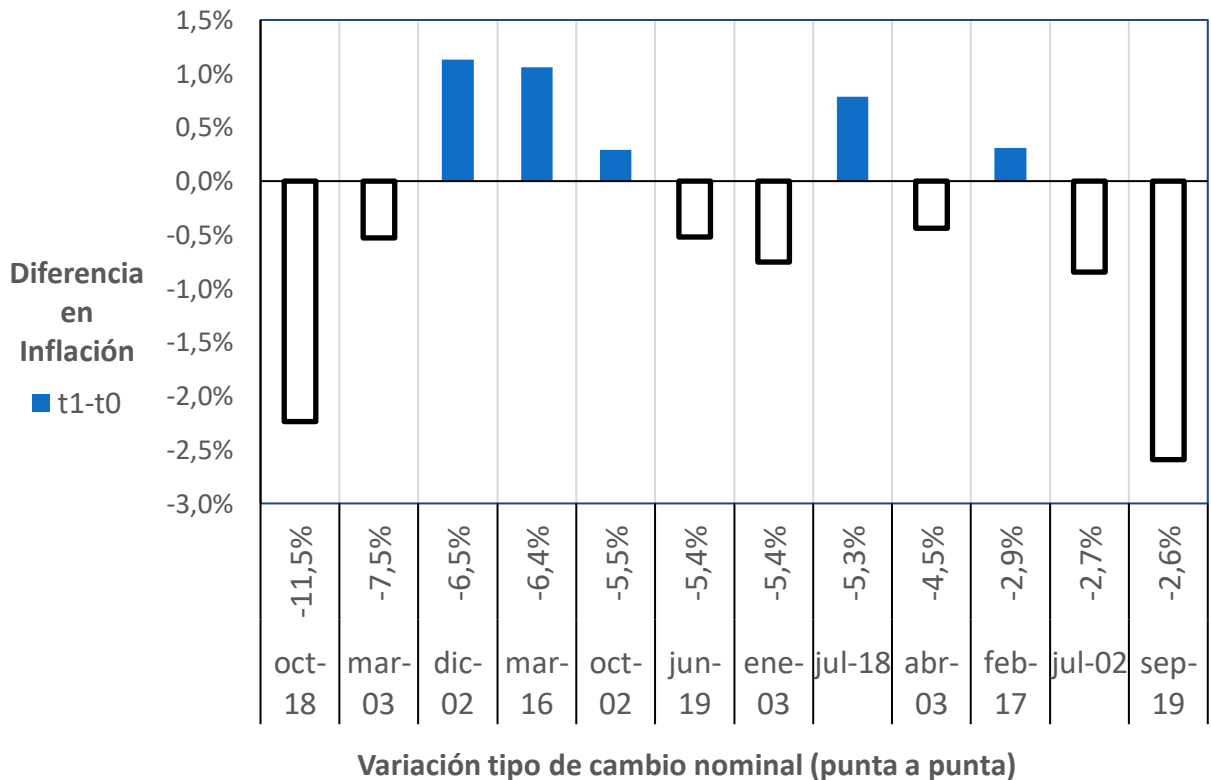
Pero esta estrategia, además de estar lejos de ser un esquema monetarista, está fracasando. Las distintas mediciones de inflación esperada no convergen a los niveles objetivo de la política oficial, ubicándose en torno del 3,5% para lo que resta del año y el comienzo de 2025. En una economía con una memoria inflacionaria de casi veinte años —desde 2007 la suba de precios no es menor a los dos dígitos anuales—, y en donde la política expansiva fue la norma durante este período, el anclaje de expectativas estaría siendo tan costoso como inefectivo.

Para peor, es una estrategia que tiene límites. La tercera premisa (no homologación de paritarias) no está siendo cumplida, la calma cambiaria pende de un hilo y la “eficacia” del ajuste puede haberse agotado.

Por último, y en resonancia con el aparente fracaso de esta estrategia, en septiembre el Poder Ejecutivo dobló la apuesta y retrajo el impuesto PAIS a la compra de divisas para la importación de bienes y servicios de transporte, llevándolo a 7,5%. Como resultado, el dólar de importación pasó de 1.120 ARS/USD en agosto a 1.020 ARS/USD en la actualidad, lo que implica una apreciación nominal de 8,5%.

### Caída del Tipo de cambio nominal, ¿caída de la inflación?

Episodios de caída del TNC y diferencia en inflación en t0 y t1, en puntos porcentuales



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

Más allá de algunos movimientos puntuales, no le vemos efectividad plena a esta política como desarme de inercia. En primer lugar, porque no afecta a alimentos y bebidas ni a tarifas de servicios públicos (excluidos del impuesto), un tercio del Nivel General y principal consumo de los hogares de menores ingresos. Y, en segundo lugar, porque el impacto de los movimientos del dólar es asimétrico: las subas se trasladan más rápido y en mayor proporción que las bajas.

En este marco, no vemos que la inflación pueda romper el piso del 3% mensual antes del cierre del año, quedando por encima de los objetivos oficiales.

## El ancla fiscal y el fin del PAIS

El ancla fiscal sigue haciendo su parte. En los primeros ocho meses del año, la gestión de Caputo invirtió las prioridades respecto de su enfoque durante el macrismo: aplicó un shock fiscal y mantuvo un gradualismo en lo cambiario.

Agosto será un mes de transición, no sólo por los cambios normativos recientes, sino también porque, hasta ahora, las comparaciones se hacían frente una economía que había atravesado dos devaluaciones (agosto y diciembre de 2023). A partir de este mes, comenzaremos a observar una dinámica un poco diferente en términos de, por ejemplo, los recursos relacionados con el comercio exterior, pero también de la actividad.

En agosto la caída de los ingresos totales se duplicó con respecto al promedio anual, pasando de -6,1% a -13,9%. Al mismo tiempo, el gasto primario continúa en torno al -25% real interanual, ligeramente mejorando vs. el 30% interanual del promedio de los primeros 8 meses.

Si bien parece que el ajuste por el lado del gasto se encuentra menguando, poniendo en perspectiva, una caída de un cuarto del gasto primario es un "hito" que el macrismo no pudo lograr en ningún mes de su gestión.

## La composición del ajuste

Gasto por partida, agosto 2024, acumulado 8 meses, variaciones reales e incidencia

IMIG Acumulado. En millones de \$ de 2024	ago-23	ago-24	Var i.a	Var i.a Acumulada 8 meses	Diferencia en PP Agosto vs Promedio 8 meses	Incidencia en la caída del gasto primario
Ingresos totales	9.405.399	8.095.973	-13,9%	-6,1%	-7,8%	
<b>Gasto Primario</b>	<b>9.520.581</b>	<b>7.263.413</b>	<b>-23,7%</b>	<b>-30,0%</b>	<b>6,3%</b>	<b>100%</b>
Prestaciones sociales	5.043.756	4.228.166	-16,2%	-20,3%	4,1%	37%
Jubilaciones y pensiones contributivas	2.961.147	2.631.209	-11,1%	-24,0%	12,9%	26%
Asignaciones (familiares y por hijo)	376.370	463.021	23,0%	-1,3%	24,3%	0%
<i>Asignación Universal para Protección So</i>	174.310	298.980	71,5%	21,1%	50,4%	-2%
<i>Asignaciones Familiares Activos, Pasivo:</i>	202.060	164.042	-18,8%	-21,9%	3,1%	2%
Pensiones no contributivas	270.348	254.731	-5,8%	-21,8%	16,0%	2%
Pensiones del INSSJP	452.274	359.154	-20,6%	0,7%	-21,3%	0%
Otras Programas (Progresar, Argentina Tr	983.618	520.051	-47,1%	-25,2%	-21,9%	8%
Subsidios económicos	1.220.043	1.058.920	-13,2%	-36,0%	22,8%	14%
Energía	998.778	805.869	-19,3%	-37,9%	18,6%	12%
Transporte	204.128	249.567	22,3%	-28,1%	50,3%	2%
Otras funciones	17.137	3.484	-79,7%	-42,2%	-37,5%	0%
Gastos de funcionamiento y otros	1.660.244	1.282.339	-22,8%	-22,1%	-0,6%	12%
Remuneraciones	1.235.045	962.402	-22,1%	-19,4%	-2,7%	8%
Resto	338.095	243.978	-27,8%	-32,4%	4,6%	4%
Transferencias a provincias	356.587	210.572	-40,9%	-69,9%	28,9%	7%
Transferencias a universidades	314.121	216.389	-31,1%	-33,5%	2,4%	4%
Resto	338.095	243.978	-27,8%	-47,2%	19,4%	3%
Gastos de capital	828.104	234.056	-71,7%	-80,1%	8,3%	23%
<b>Resultado Primario</b>	<b>- 115.182</b>	<b>832.560</b>	<b>-822,8%</b>	<b>-210,2%</b>		
Intereses	1.308.353	829.293	-36,6%	-9,1%		
<b>Resultado Financiero</b>	<b>-1.423.535</b>	<b>3.267</b>	<b>-100,2%</b>	<b>-113,8%</b>		

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

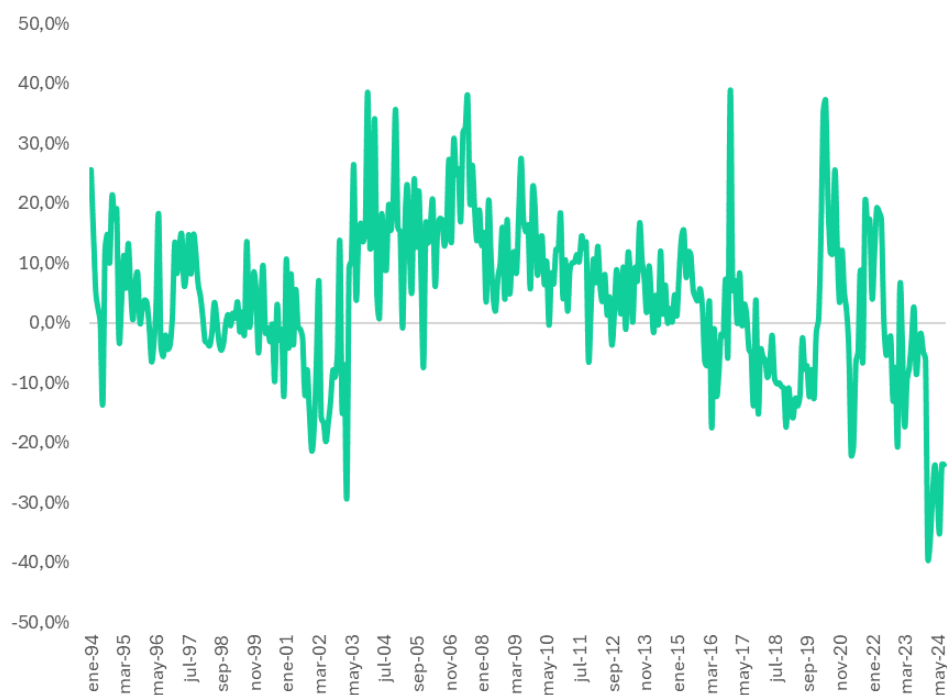
De esta forma, en lo que va del año, el gobierno acumula un "superávit" financiero de aproximadamente 2 billones de pesos, que excede las necesidades hasta fin de año. Ponemos comillas porque hay que recordar que la contabilidad de las LECAP ayuda mucho al superávit (los intereses no se contabilizan como tales) y que se viene acumulando bastante deuda flotante. Entonces, ¿para qué mostrar más superávit si no hay rédito en exceder el 0% prometido? El gobierno podría:

- Utilizar ese espacio para impulsar la recuperación económica, relajando el ajuste por el lado del gasto. Por ejemplo, con un veto parcial a la ley jubilatoria de la oposición o alguna actualización de los bonos a jubilados.
- Fortalecer su estrategia antiinflacionaria: continuar con la contracción del gasto, postergando aumentos o reduciendo la carga tributaria.



## El mayor ajuste de la historia no terminó

Evolución interanual del gasto primario en términos reales



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

La decisión de reducir el impuesto PAIS dejó en claro que optaron por la segunda opción. La baja implicará una pérdida de ingresos de 1,3 millones de pesos (o 0,25% del PBI), aunque, de momento, 0,5 millones (0,1% del PBI) estarían cubiertos por la restitución de ganancias de la cuarta categoría.

En la misma línea, el gobierno nacional viene realizando aumentos parciales en la suma fija al impuesto a los combustibles. De hecho, el gobierno podría incrementar la suma fija a cobrar en los combustibles en un 100% lo que implicaría un aumento en el precio de las naftas cercano al 20%. Esta postergación de los aumentos no es para nada trivial en las cuentas públicas: de aplicar los aumentos postergado le entrarían al sector público nacional casi 0,2 billones adicionales por mes.

El tercer elemento es un poco más complejo: tarifas. A contramano de este shock para bajar el precio de los productos importados, el gobierno continuó realizando aumentos en los precios regulados al menos en agosto y septiembre:

- Tarifas de energía: en agosto y septiembre llevó a cabo incrementos en todas las etapas (generación, transporte y distribución) en base a la inflación esperada (4% en ambos meses).
- Tarifas de transporte: llevó a cabo aumentos del 40% en colectivos y trenes en el AMBA.

Si está haciendo tanto sacrificio por el lado de los recursos sin un éxito garantizado, ¿por qué borrar con el codo lo que escribe con la mano? El gobierno en los próximos días mostrará su estrategia, pero existen dos senderos que, en principio, se bifurcan en octubre:

El primer camino sería profundizar un shock antiinflacionario. En la audiencia pública de gas de comienzos de año, el gobierno había anticipado que, una vez pasada la etapa invernal, reduciría el componente de generación de la factura (PIST), acorde a la caída en el costo de generación (33% para usuarios N1, consumos excedentes de N2 y N3 y a comercios). De esta forma, podría generar un shock por única vez en el precio de las facturas, a priori en el gas. Y quizás en electricidad (ver recuadro). Así entonces, los aumentos de agosto y septiembre se podrían entender como la antesala del shock: concentrar los esfuerzos desinflacionarios en un mes puntual a fin de romper la inercia.

La segunda posibilidad: el gobierno mira el 2025. Teniendo en cuenta este margen que supo construir en 2024, en base a licuación del gasto y el impuesto PAIS, el horizonte de 2025 parece más complicado.

El presupuesto del próximo año dejó algunas "perlititas" que evidencian lo difícil que será mantener el equilibrio sin el impuesto PAIS. Por sólo mencionar la más conocida: los derechos de exportación proyectados se sitúan en torno a los USD 9.000-10.000 millones. Sin embargo, si calculamos los derechos de exportación para los principales cultivos —soja, maíz y trigo— para 2025, la recaudación nacional debería rondar (con los precios actuales) en torno a los USD 6.300 millones.

Entonces, ¿de dónde saldrán los más de 3.000 millones faltantes? Una parte podría explicarse por las exportaciones de servicios, minería y otros productos agroindustriales. Sin embargo, pocas veces se ha logrado tal recaudación, con excepciones como en 2019, cuando se aplicaron derechos a todos los bienes, o en 2012, cuando la minería representó un porcentaje

significativo de los ingresos. Recursos de la Seguridad Social también es otro ítem con un aumento muy fuera de línea respecto al resto de los ingresos: 47,5% vs. por ejemplo 28,6% de IVA.

Más allá de los desafíos en cuanto a los recursos, el gobierno deberá continuar el ajuste en el gasto, donde los subsidios tendrán el papel principal.

### El precio de la energía y la duda de cuándo usar el comodín

El Precio Estacional de la energía eléctrica alcanzó en agosto 2024 los 56 USD/MWh con una cobertura del costo del 61%. Ahora bien, dada la fuerte estacionalidad del costo de generación, esos 56 USD/MWh cubrirían por ejemplo casi el 90% del costo del primer cuatrimestre del año.

Si el gobierno continúa aumentando el precio pagado por la demanda en torno al 3% en los próximos meses, podrá llegar a un precio de 60 USD/MWh hacia el cierre del año.

¿Qué implica esto? Considerando que el costo promedio de generación del total de 2024 rondará los USD 75 USD/MWh, sólo manteniendo el valor en dólares pagado por demanda, la cobertura el año que viene alcanzaría el 80%. Pero el costo promedio del sistema debería tender a disminuir producto de la operación plena del gasoducto NK, con lo cual la cobertura en energía eléctrica podría rondar el 85%/90%.

Este escenario implica una caída del gasto en subsidios a la energía de en torno a 0,7 p.p. del PBI el año entrante. Similar al guarismo presentado en el presupuesto.

De esta forma, el gobierno podría asegurarse su objetivo presupuestario, en un año electoral sin realizar un salto discreto en las tarifas.

¿Preferirá el gobierno asegurar el ajuste en subsidios para 2025 aceptando mayor inercia hoy? ¿O apostará un pleno por la estrategia antiinflacionaria con la esperanza de llegar al 2% mensual?

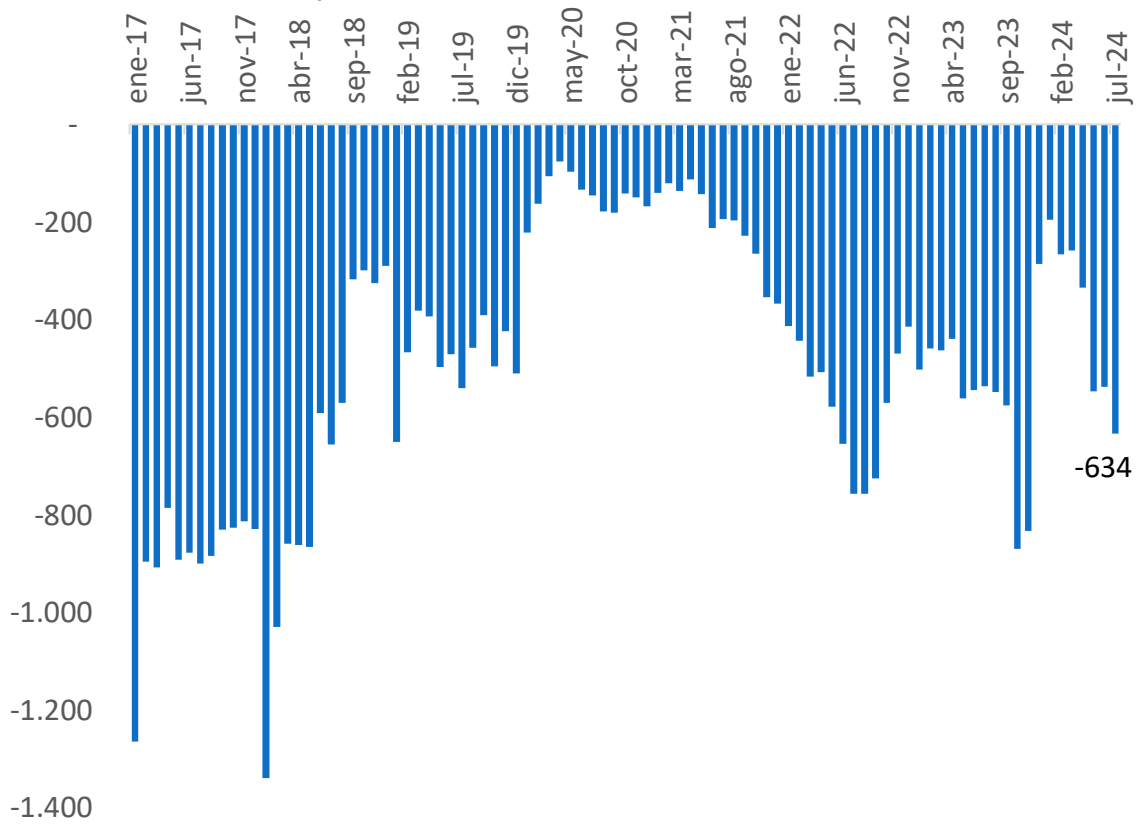
## El ancla cambiaria: ¡Extra, extra! ¡Faltan dólares!

Ya es vox populi la falta de dólares. Hace tiempo que el BCRA dejó de acumular reservas y las perspectivas de precios y cosecha para 2025 distan de ser extraordinarias.

La propia recuperación de la actividad económica implica una mayor necesidad de divisas, máxime la apreciación del tipo de cambio real. Esto ya comenzó a verse en la balanza turística del balance cambiario.

### Miami estalla

Saldo cambiario - turismo y servicios asociados en millones de USD

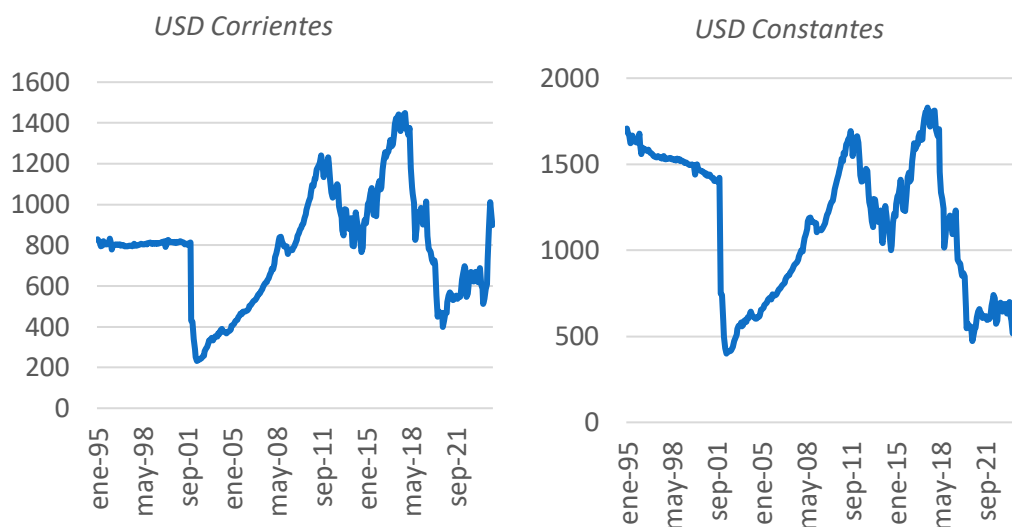


Fuente: BCRA

La demanda de bienes y servicios importados probablemente suba. Esto se explica por tres factores: una recuperación salarial parcial —en el sector privado registrado—, una recuperación de crédito barato y un contexto de fuerte apreciación del TCR debido a la política de crawling 2% del BCRA. En efecto, los mismos salarios medidos en dólares no sólo recuperaron la pérdida de la devaluación, sino que (medidos en dólar paralelo) se encuentran en el nivel más alto en los últimos cinco años.

## Florianópolis también

Salario promedio SIPA en al dólar paralelo, corrientes y constantes



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a SIPA y medios de prensa

Como resultado de esta combinación (recuperación salario real, suba de crédito y salario en dólares elevado), es que se registra una recuperación robusta en el consumo en algunos sectores específicos, en especial bienes durables.

Esto se da en un contexto de regularización del flujo de pago de importaciones (se están normalizando las cuotas y la deuda con importadores), que va a implicar una mayor demanda de divisas en los meses venideros, especialmente octubre.

Las fichas están puestas en el blanqueo. A más exitoso, mayor posibilidad de mantener el TCN y continuar con la dinámica de impulso de consumo vía crédito.

Los depósitos privados en moneda extranjera subieron en USD 7.089 millones entre el 14 de agosto, inicio del régimen de regularización de activos, y el 23 de septiembre, último dato disponible. En estos esquemas, la mayor parte de los ingresos se da sobre el cierre, con lo que habrá que esperar al 31/10 para conocer los resultados (dado que el Gobierno anunció una prórroga de un mes para la etapa 1, la de menor penalidad). El impacto en Reservas, por ahora, es acotado. Las Reservas Brutas pasaron de USD 27.400 millones el 15 de agosto a USD 27.260 millones el 20 de septiembre. La salida de casi USD 400 millones entre pagos a organismos internacionales y otras operaciones con el sector público, la venta de divisas por USD 45 millones en el mercado oficial y la pérdida de USD 170 millones

por "otros" factores, entre los que se encuentran las intervenciones en el mercado paralelo fueron casi compensadas por las operaciones asociadas a encajes (que aportaron USD 1.200 millones en los últimos treinta días, el 50% de los depósitos privados). No obstante, las Reservas Brutas deberían recuperarse en breve, porque los encajes tienen estacionalidad y deberían equiparse al total de los depósitos en algún momento. Pero esta mejora no se trasladaría a las Reservas netas (según definición del FMI): los billetes que incrementan el activo externo de BCRA tienen una contrapartida en el pasivo (cuentas corrientes en otras monedas), por lo que su impacto sobre el patrimonio neto es nulo a priori. El acuerdo con el FMI tiene un objetivo de USD -2.500 millones para fines del tercer trimestre (que destrabaría el desembolso de USD 530 millones de noviembre). Si algo no sale como está previsto, podríamos estar frente a la primera necesidad de una dispensa (waiver) por parte del Fondo en lo que va de 2024.

Si el objetivo del Fondo se logra, o bien el blanqueo es realmente efectivo y el impacto en las Reservas Brutas tapa la falta de Reservas Netas, puede que alcancen el primer objetivo: llegar a fin de año y esperar la cosecha de trigo, la cual se estima sería la mejor en dos temporadas (aprox. 20 M tns) más las exportaciones de productos energéticos. Pero el calendario de pagos en 2025 supone muchas presiones. En el mejor de los casos, la partida se jugará en pleno año electoral.

## El ancla recesión: la obra se llama desigualdad

Este proceso de desaceleración de la inflación, con rigideces y aún sin claridad de ser sostenible en el tiempo, tuvo costo muy alto en la economía real, con una paralización de la actividad económica y su consiguiente impacto en el mercado de trabajo y en la distribución del ingreso.

Según los datos publicados por INDEC, el PIB registró en el primer semestre del año 2024 una caída de -3,4% respecto a igual período de 2023. El primer trimestre del año el PIB se contrajo un -2,2% trimestral y -5,2% interanual, mientras que en el segundo trimestre las caídas fueron de -1,7% tanto en la comparación trimestral como interanual. La baja del segundo trimestre se dio incluso a pesar del efecto rebote que tuvo el agro tras la sequía del año pasado; descontando este efecto la caída del resto de la economía fue significativamente mayor (-7,2% interanual), dando cuenta del impacto que las medidas económicas están teniendo sobre la economía real.

Paradójicamente con lo que sostienen los defensores de este modelo, la recesión del primer semestre fue explicada por un derrumbe de la inversión, que acumuló una caída de -26,7% interanual, junto con el consumo privado que se contrajo -8,2% en el mismo período.

El impacto en la actividad económica ya tuvo su correlato en el mercado de trabajo. De acuerdo a los datos de la Encuesta Permanente de Hogares, la tasa de desocupación se incrementó desde el 5,7% de la PEA en el cuarto trimestre de 2023 —el valor más bajo de la serie iniciada en 2016— al 7,7% de la PEA en el primer trimestre del 2024 (+0,8 p.p. interanual) y al 7,6% en el segundo (+1,4 p.p. interanual). Esto implicó que, de los aglomerados urbanos cubiertos por la EPH, al segundo trimestre de 2024 haya 216 mil desocupados más que hace un año atrás. Además, se incrementó la subocupación: en el segundo trimestre alcanzó una tasa de 11,8% de la PEA (+1,2 p.p. interanual). Este incremento en la desocupación se dio más por aumento de la tasa de actividad que en el segundo trimestre ascendió al 48,5% de la población (+0,9 p.p. interanual), que por una caída de la tasa de empleo que se mantuvo estable en el 44,8% de la población (+0,2 p.p.) en el segundo trimestre del año. Sin embargo, hubo un empeoramiento en la calidad del empleo, con un incremento del perfil cuentapropista a costa de empleo asalariado: la tasa de asalarización cayó en el segundo trimestre al 73,8% (-0,9 p.p. trimestral; -0,4 p.p. interanual) y la tasa de no registro se ubicó en 36,4% (+0,7 p.p. trimestral; -0,4 p.p. interanual).

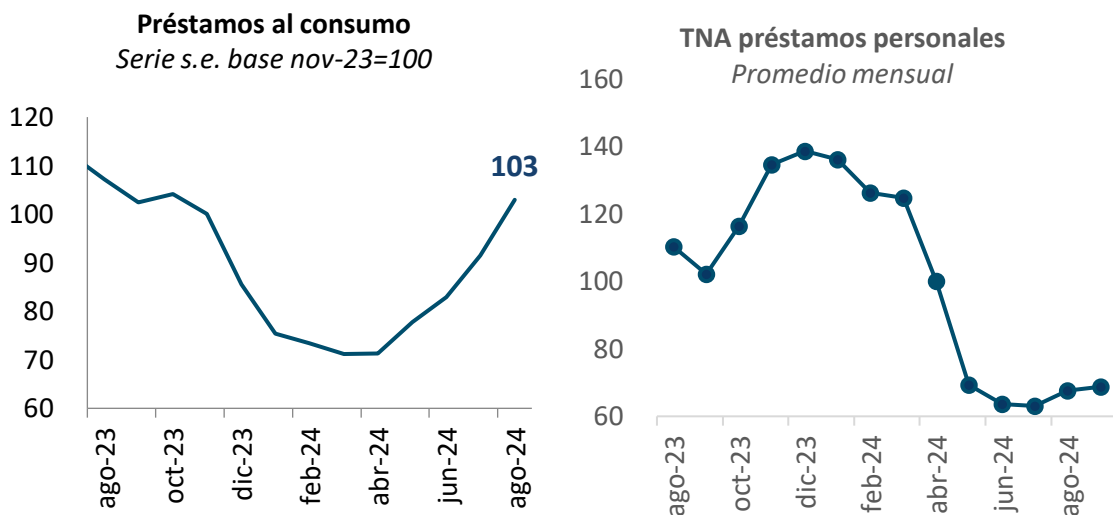
Esta transformación del perfil del empleo también se observó en los datos de registro de SIPA OEDE. En el primer semestre del año 2024 (junio respecto a diciembre) se perdieron empleos asalariados registrados (-177.872 ocupados menos) en todas sus categorías: en el sector privado (-124.496 ocupados), en el público (-46.133 ocupados) y en casas particulares (-6.793 ocupados). En tanto, la inscripción al monotributo sube, reflejando el aumento del cuentapropismo y el fraude laboral (asalariados no registrados) que se observa en la EPH (+148.395 personas).

Pero, aunque suene ilógico un contexto donde el mercado laboral está agonizando, hay componentes del consumo (y de la actividad) que se están recuperando desde julio. Esta recuperación pareciera ser absolutamente desigual tanto en su origen (quién consume) como su destino (qué se consume), y creemos que está fuertemente vinculada a un patrón de consumo mid 90s: crédito y atraso cambiario.

En primer lugar, los indicadores salariales del empleo registrado (SIPA, RIPTE) muestran una recuperación fuerte hacia mitad de año, reduciendo la pérdida salarial que ocasionó la devaluación de diciembre. Esto demuestra que el mecanismo paritario fue relativamente efectivo en recuperar salario, aunque en un contexto de tensión en el mercado de trabajo, la recuperación fue parcial.

La recuperación (parcial y como veremos más adelante, desigual) de los salarios se está combinando, además, con una recuperación del crédito privado (en especial crédito al consumo, como tarjetas y personales), en un contexto de agresivas bajas de la tasa de interés nominal de los préstamos. De esta forma, se combina una suba de ingresos reales con crédito "barato", que permitió recomponer consumo del sector registrado privado.

### Recupera el crédito al consumo



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

De esta forma, se observa una recuperación robusta en el consumo en algunos sectores específicos, en especial bienes durables.

En el mercado inmobiliario, la cantidad de escrituras no sólo recuperaron la pérdida post devaluación, sino que se encuentran en niveles superiores a 2023. La mejora se explicaría también por que aún no se recupera el precio de los departamentos y su abaratamiento relativo en relación al poder de compra en USD.

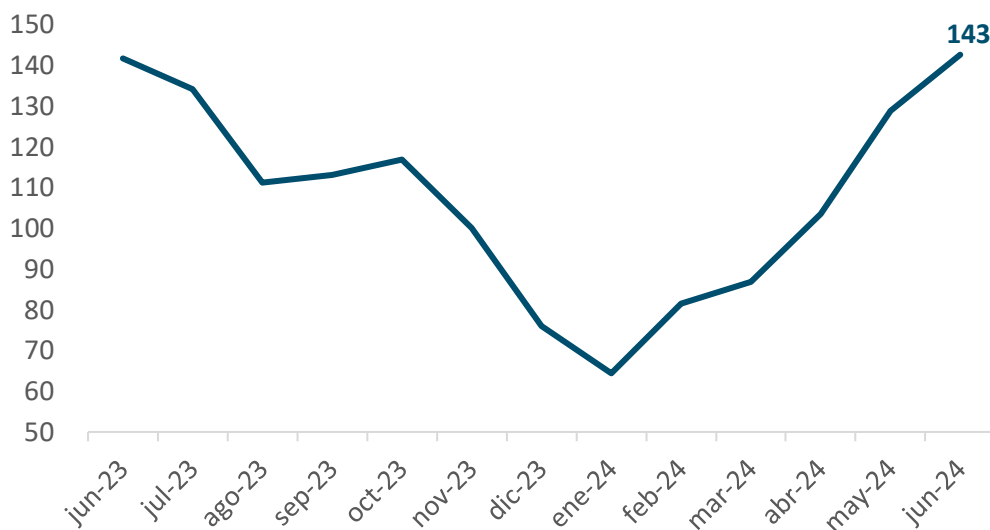


Otro sector en donde pareciera que se repite el mismo patrón son las ventas de automotores. En efecto, los patentamientos en agosto 2024 registraron un valor récord en los últimos años, mientras que también se registra una importante recuperación de la venta de vehículos nacionales a concesionarios. Es posible que haya habido cierta pérdida de cuota de mercado de automóviles de producción nacional en manos de autos importados.

Por último, también se registra una sorprendente mejora en las ventas en shoppings y centros de compra, generalmente asociadas a consumos vinculados a salarios con un poder de compra relativamente elevado. De acuerdo con INDEC, en junio las mismas ya superaban los niveles pre-devaluación de noviembre.

### Recupera el consumo en shoppings

Ventas en centros de compra. Serie s.e. nov23=100



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

Pero ¿por qué la recuperación de la actividad no es tan clara? La respuesta radica en que la misma es desigual y acotada, por sector de consumo y por estrato del mismo.

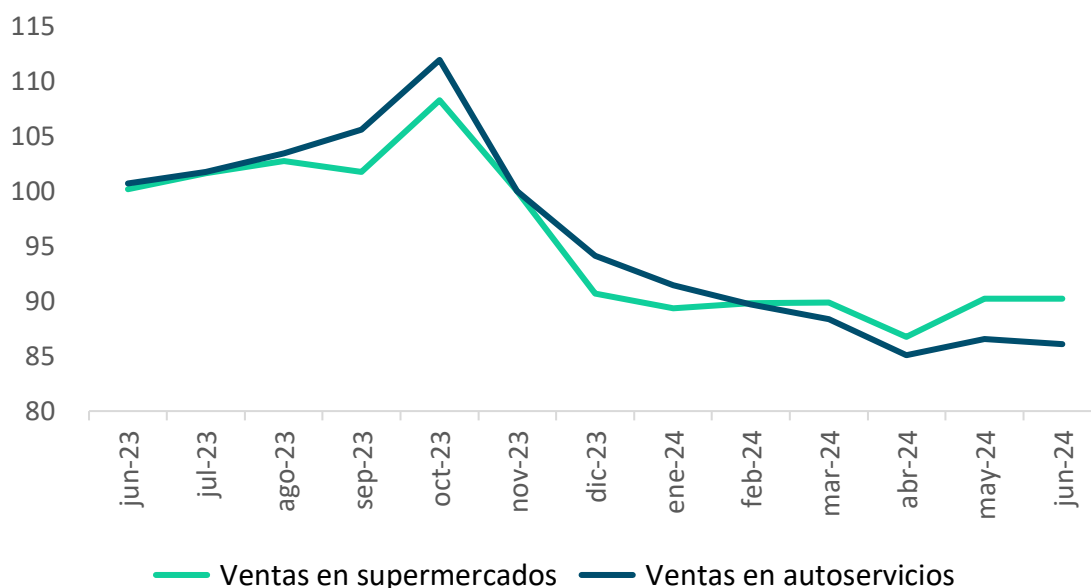
El ejemplo más ilustrativo se observa en la producción industrial. Al observar la evolución de distintas series, pareciera que la actividad tuviera un comportamiento más errático y cercano al estancamiento, que una sólida recuperación. Esto obedece a que sólo algunos sectores industriales están recuperando, ej.: producción automotriz (parcial, traccionada por suba de ventas nacionales que hoy compiten con importados); minerales

no metálicos (de la mano de la mejora en la construcción) y sectores vinculados a la producción de petróleo y gas (explicado por la mejora de producción de Vaca Muerta). Estos sectores aún no consiguen traccionar a la industria en su conjunto, máxime que algunas ramas industriales aún continúan cayendo (como textiles, etc.).

Un patrón similar se identifica al observar el consumo masivo. Aún no se observa una recuperación sostenida y el mismo se ubica muy por debajo de los niveles de 2023. Las ventas en supermercados y autoservicios se ubican aún entre -10% y -15% respecto de los valores pre-devaluación y parecieran estar estancadas. Mismo comportamiento reporta CAME: caída en las ventas minoristas a agosto que acumula un -16% en el año, con volúmenes en agosto -1,6% más bajos que en julio en términos desestacionalizados.

### No todos tienen la misma suerte

Indicadores de consumo. Serie s.e. nov23=100



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

Por último, cabe decir que el EMAE de julio mostró una importante mejora. Pero los indicadores adelantados de agosto no muestran una continuidad (Producción Automotriz mejoró un poco más, pero los indicadores de construcción registraron una baja mensual y el consumo según CAME volvió a caer).

¿Qué implica esto para los objetivos del gobierno? No parece ser tan buena noticia, porque la actividad no recupera del todo, pero al mismo tiempo

algunos sectores pueden empezar a ejercer presión, en particular sobre el esquema cambiario y de esa forma sobre la inflación.

Para gran parte de la sociedad, la pérdida de bienestar es grande. Las próximas semanas se publicarán datos actualizados al segundo trimestre del resto de los indicadores de EPH, como los indicadores de distribución del ingreso —que ya en el primer trimestre del año mostraron un incremento muy fuerte de la desigualdad— y de la tasa de pobreza, que se alcanzó los niveles más altos desde la crisis de 2001/2002 y superó el rango del 50%. El panorama completo de los indicadores socioeconómicos se desarrollará en los próximos informes.