



[2024]

# Informes Especiales

---

LA ECONOMÍA DE LUIS CAPUTO

### La economía de Caputo

Informes del Observatorio UNR N° 65

Serie Informes Especiales N° 24 – septiembre de 2024

#### Autor/es:

- Germán Adolfo Tessmer | [german.tessmer@unr.edu.ar](mailto:german.tessmer@unr.edu.ar) | <https://orcid.org/0000-0002-3827-7027>

#### Responsabilidad editorial:

- Germán Adolfo Tessmer  
- Luciano Andrés Jara Musuruana

- ISSN (serie Informes del Observatorio UNR): 2683-9067

- ISSN (sub-serie Informes Especiales): 2683-9083

- Palabras Clave: política monetaria, economía real, inflación, coyuntura, Argentina, tipo de cambio

- Clasificación JEL: E31, J64, E32

Esta obra está licenciada bajo la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-Compartir Igual 4.0 Internacional.

Para ver una copia de esta licencia, visita <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>.



Universidad Nacional de Rosario (UNR)

- Rector: Franco Bartolacci

- Vicerrector: Héctor Darío Masía



Observatorio Económico Social | UNR

<https://unr.edu.ar/observatoriounr/>

ISSN (página web) 2683-8923

Córdoba 1814 - Rosario, Argentina (S2000AXD)

+54 9 341 4802620 / Interno 147

[observatorioeconsocial@unr.edu.ar](mailto:observatorioeconsocial@unr.edu.ar)

## Índice

Introducción .....	3
El lado financiero .....	5
El lado real.....	12
1. La industria y la construcción .....	13
2. Ventas para consumo final .....	13
3. Salarios.....	15

## Índice de gráficos

Gráfico 1   Evolución mensual del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) y de la variación interanual (%) del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Diciembre de 2011 a junio de 2024.....	5
Gráfico 2  Evolución diaria del Índice del Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM). 10 de diciembre de 2011 a 23 de agosto de 2024 .....	7
Gráfico 3   Evolución diaria de la brecha cambiaria. Variación porcentual del Tipo de Cambio Contado con Liquidación (CCL) con respecto al Tipo de Cambio Bco Nación. 12 de diciembre de 2011 a 16 de agosto de 2024. ....	8
Gráfico 4   Evolución diaria de la brecha cambiaria. Variación porcentual del Tipo de Cambio Contado con Liquidación (CCL) con respecto al Tipo de Cambio Bco Nación. 17 de julio de 2023 a 16 de agosto de 2024. ....	9
Gráfico 5   Evolución mensual de las Reservas Internacionales del BCRA y del Tipo de Cambio Oficial. Junio de 2023 a Julio de 2024.....	9
Gráfico 6   Evolución semanal de la composición del pasivo del BCRA. Valores nominales. 15 de agosto de 2023 a 23 de agosto de 2024.....	10
Gráfico 7   Evolución mensual del Índice de Producción Industrial (IPI) y de la Demanda Eléctrica de la Gran Industria. Enero de 2019 a julio de 2024. ....	13
Gráfico 8   Evolución mensual del Índice Construya y del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC). Enero de 2019 a junio de 2024. ....	13
Gráfico 9   Evolución mensual de Índices de Ventas Minoristas desestacionalizados. A precios constantes. Enero de 2022 a julio de 2024. ....	14
Gráfico 10   Evolución mensual de Índices de Salarios. Enero de 2022 a julio de 2024. ....	15

---

*"Quien quiera edificar la justicia absoluta en la tierra utilizando la violencia, necesitará para ello seguidores, el aparato humano. A éstos tendrá que ponerles a la vista las recompensas interiores y externas necesarias: una recompensa celestial o terrenal; si no, no funciona. Recompensas interiores en la lucha de clases modernas son: satisfacer el odio y el deseo de venganza, satisfacer el resentimiento y la necesidad de tener razón desde el punto de vista pseudo-ético, es decir, satisfacer la necesidad de calumniar y difamar al enemigo. Recompensas externas son: aventuras, triunfos, botín, poder y prebendas. El líder depende por completo para su éxito del funcionamiento de éste su aparato; por ello depende también de las motivaciones del aparato, no de las suyas propias."*

*Max Weber (1919). La política como profesión.*

## Introducción

---

A inicios de septiembre de 2024, a prácticamente 9 meses del mandato de Javier Milei a la cabeza del gobierno nacional, su gestión mantiene un nivel de confianza ligeramente similar al del inicio de su administración, según el Índice de Confianza en el Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella [ICG]. Según este indicador, el actual presidente comenzó su mandato con un nivel de 261 puntos en enero y, en agosto de 2024, registró un nivel de 254 puntos.

También, a inicios de septiembre, la actual gestión nacional viene de sufrir una serie de derrotas parlamentarias, una de las cuales llevó al presidente a vetar la reforma jubilatoria. En paralelo, el precio de los activos financieros ha aumentado en esa misma semana, lo que indica la relativa confianza de los mercados. También en ese lapso, se ha anunciado la reducción del Impuesto País y una menor regulación a las importaciones, lo que prende señales de alerta en algunos productores nacionales.

En términos más amplios a los de una semana, los niveles de competitividad en precios de la economía argentina, que se expresa -parcialmente- por el nivel del tipo de cambio real; no terminan de despejar dudas sobre la sostenibilidad de la política cambiaria actual, como así tampoco la posibilidad del gobierno nacional de acumular reservas. En la contracara de los aspectos macrofinancieros, la economía real viene registrando caídas de dos dígitos promedio de actividad, y los analistas no terminan de ponerse de acuerdo si la economía ha encontrado su piso, y puede empezar a recuperarse.

En lo que respecta a los salarios, los reclamos por mejoras existen, pero parecen tímidas expresiones en relación con la pérdida de poder adquisitivo producto de la devaluación de aproximadamente 109% en la primera semana de mandato, que solo fue parcialmente compensada por la caída de la inflación y de recomposiciones salariales fraccionadas según el sector y el convenio de quienes trabajan en relación de dependencia.

Por fuera del análisis estrictamente económico, la figura del presidente genera múltiples controversias y las divisiones se hacen cada vez más profundas en lo discursivo. Es decir, hay elementos novedosos por su contenido y elementos de continuidad y profundización con respecto a otras gestiones por la presencia de un tipo de estrategia discursiva

que divide y polariza. Todo lo anterior se da en el contexto de una sociedad pendular que, no hace muy poco, validaba las bondades de un Estado intervencionista y ahora parece enaltecer lo contrario.

¿Cómo poner orden a la cantidad de información y desinformación imperante? Este informe presenta una descripción sintética de la performance económica reciente del país desde un enfoque dual. En la primera parte se focaliza en los aspectos financieros, y en la segunda parte, en los aspectos reales. El hilo conductor entre ambos aspectos va a ser la devaluación de aproximadamente 109% implementada al inicio de la gestión del actual presidente y la gestión de sus consecuencias.

La aclaración nunca está de más: cualquier medida económica conlleva sus pros y sus contras, y el valor de un análisis es establecer si los beneficios son mayores a los costos o viceversa. Esto es cierto incluso en épocas de bonanza e indudablemente cierto en épocas recesivas. Asimismo, los efectos de una medida económica no son inmediatos, sino que se distribuyen en el tiempo. Finalmente, cualquier gobierno maneja un conjunto de instrumentos limitados y persigue objetivos múltiples, condiciona, pero no determina. Con estos principios como guía y a sabiendas de que en cualquier elección quedan elementos sin estudiar, realizamos este análisis.

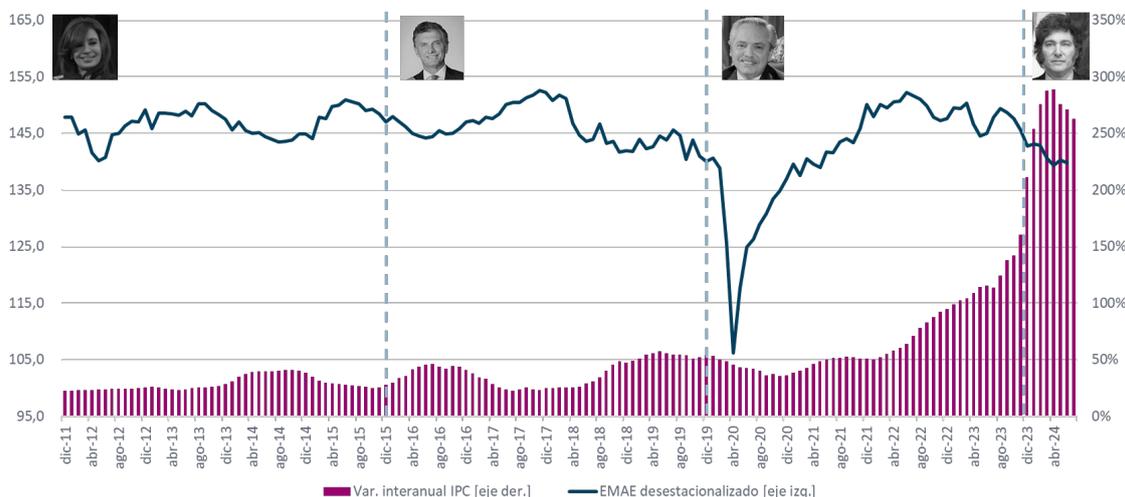
## El lado financiero

En materia económica, la inflación es un tópico de discusión recurrente. En los últimos 10 años, la población argentina se ha acostumbrado a vivir con un nivel de inflación por encima de los dos dígitos interanuales. En consecuencia, lo que se discute por motivo de inflación no se termina discutiendo por productividad.

Por parte de los hacedores de política, además de la tentación de financiar al Estado emitiendo dinero, un argumento más interesante es el que se plantea por la denominada curva de Phillips. La misma es producto del reconocimiento de una regularidad empírica que plantea que, bajo ciertas circunstancias, un mayor nivel de inflación conlleva a menores niveles de desocupación, y viceversa. Como menores niveles de desocupación se encuentran asociados a mayores niveles de actividad, debería observarse un mayor nivel de actividad a mayor nivel de inflación, generalmente con algún rezago entre uno y otro.

El Gráfico 1 provee una intuición sobre ese punto. Muestra la evolución de dos indicadores: el Estimador Mensual de Actividad Económica [EMAE] y la inflación interanual medida por el Índice de Precios al Consumidor [IPC]. El EMAE es el indicador oficial que permite tener una aproximación a las variaciones del Producto Bruto Interno [PBI], dado que se mide trimestralmente. Como se puede observar, desde fines de 2011 en adelante, la economía argentina muestra una situación de relativo estancamiento con variaciones entre la franja de 138 a 152 puntos, solo interrumpida por la caída abrupta al nivel de 106,2 puntos en abril de 2020, como producto de las consecuencias de la gestión de la pandemia. Al momento de redactar este informe, el EMAE de junio de 2024 muestra un nivel de 139,8 puntos, un piso más bajo que los reportados en la segunda gestión de Cristina Fernández y en la presidencia de Mauricio Macri.

**Gráfico 1 |** Evolución mensual del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) y de la variación interanual (%) del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Diciembre de 2011 a junio de 2024.



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, CENDA e Índice Congreso.

Por otra parte, no se registra una correlación clara como la descrita entre el nivel de actividad y los índices de inflación para todo el período. Como se puede observar, entre fines de 2011 y septiembre de 2020, la inflación mostraba una tendencia cíclica levemente creciente, parcialmente explicada por la inyección de dinero a la economía en los años electorales. La lógica del problema cambió a partir del segundo período que comenzó en el noveno mes de 2020,

cuando los efectos de la expansión monetaria utilizada para paliar los efectos de la pandemia quebraron el techo de aumento de precios, en un raid que duró hasta mayo de 2024. A partir de ese punto, comienza el tercer período, en el que se puede encontrar el principio de lo que parece ser una tendencia decreciente de la inflación, ya que incluye un trimestre completo consecutivo a la baja.

En lo que respecta al segundo período identificado, no puede afirmarse estrictamente que un mayor nivel de emisión no tenga un correlato con un mayor nivel de actividad. En efecto, el EMAE tocó su máximo en junio de 2022, cuando registró 152,2 puntos, nivel que se había alcanzado por última vez en diciembre de 2017, es decir, cuatro años y medio atrás con respecto a ese mes. El problema es que la solución implementada generó una serie de problemas en el frente inflacionario que hicieron insostenible el nivel de actividad obtenido, a tal punto que los costos percibidos fueron mayores que los beneficios. Básicamente, los fundamentos de ese aumento de actividad no fueron un mayor nivel de inversión o mayores niveles de trabajo; sencillamente fue un crecimiento apalancado por expansión del gasto público que, para mantenerse, necesitaba de mayor expansión del gasto público incluido el impuesto inflacionario. En un punto, esa expansión terminó por inhibir el crecimiento de la propia actividad económica.

En un informe de difusión viejo, aunque profundamente actual, se explicaban cuáles eran las causas del movimiento del tipo de cambio. En una de las secciones, se explicaba que las devaluaciones generan inflación y que la inflación termina por generar devaluaciones. ¿A qué se debe este fenómeno? Todo bien o servicio que tenga un componente transable, es decir, que utilice un insumo susceptible de ser comercializado internacionalmente o que la totalidad misma del bien sea transable, toma de referencia el precio internacional asociado a cada componente. Con lo cual, al aumentar el tipo de cambio, aumenta el precio del componente transable de cualquier bien local.

Para mayor profundidad se puede consultar: [10 preguntas para entender las variaciones del tipo de cambio](#)

A esto último se le denomina transmisión de precios (de una devaluación). Por supuesto, el proceso no es instantáneo y, como todo en economía, depende de las circunstancias. ¿En qué circunstancias la transmisión se da más rápido? Generalmente, cuando la economía ya tiene inflación, cuando el nivel de capacidad instalada ya es alto, y cuando los contratos se encuentran indexados. Un claro ejemplo de una transmisión rápida fue la devaluación de 22%, a orden del ministro Massa, a mediados de agosto de 2023, tras el resultado electoral de las PASO. Cuando esto ocurre, el efecto positivo de abaratar exportaciones para colocar en el exterior es rápidamente carcomido por la inflación interna (que además es la contracara del aumento del costo de vida de la población). ¿Qué indicador sirve para ver este efecto?

El tipo de cambio nominal expresa el precio de una divisa, generalmente el dólar, en relación con la moneda local. Sintéticamente, cuántos pesos se requieren para comprar un dólar. A fines de 2024, cualquier argentino adulto medianamente instruido, que hace al menos 10 años vive en un contexto inflacionario, conoce este concepto. Uno menos conocido es el del tipo de cambio real. Este es el indicador que debe observarse. El mismo, expresa el poder de compra de una canasta de bienes locales con respecto a una canasta de bienes extranjera.

En economía, toda variable real tiene un tratamiento tal que queda exenta de las variaciones de precios. En el caso del tipo de cambio real, esto se logra dividiendo el tipo de cambio nominal por la inflación local y multiplicando ese resultado por la inflación extranjera. Por ejemplo, si en un año se tuvo una devaluación de 10%, una inflación

extranjera (para el caso, la de EEUU) de 2% y una inflación local de 20%, el tipo de cambio real permanece constante en ese período. Así, si la multiplicación de los dos primeros factores es superior a la inflación local, entonces se torna más competitivo y viceversa.

¿Qué significa que sea más competitivo en precios? Que se facilita la colocación de bienes producidos localmente en el exterior, se abarata el precio de las exportaciones, y se incrementa el de las importaciones. Cuando el tipo de cambio real disminuye, ocurre el efecto contrario. Las exportaciones son el fundamento último para la obtención genuina de divisas y, con ello, de reservas por parte del Banco Central. De nuevo, la contracara de todo esto es un aumento en el costo de vida de la población.

El **Gráfico 2** muestra la evolución del tipo de cambio real multilateral, es decir, con respecto a un promedio ponderado de países. Como se puede observar, en los últimos años, los niveles de competitividad en precios de la economía argentina fueron tendencialmente a la baja, presentando un panorama cada vez más difícil para la obtención de reservas por parte del Banco Central y, por ende, de sostenibilidad del tipo de cambio.

**Gráfico 2 |** Evolución diaria del Índice del Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM).  
10 de diciembre de 2011 a 23 de agosto de 2024.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

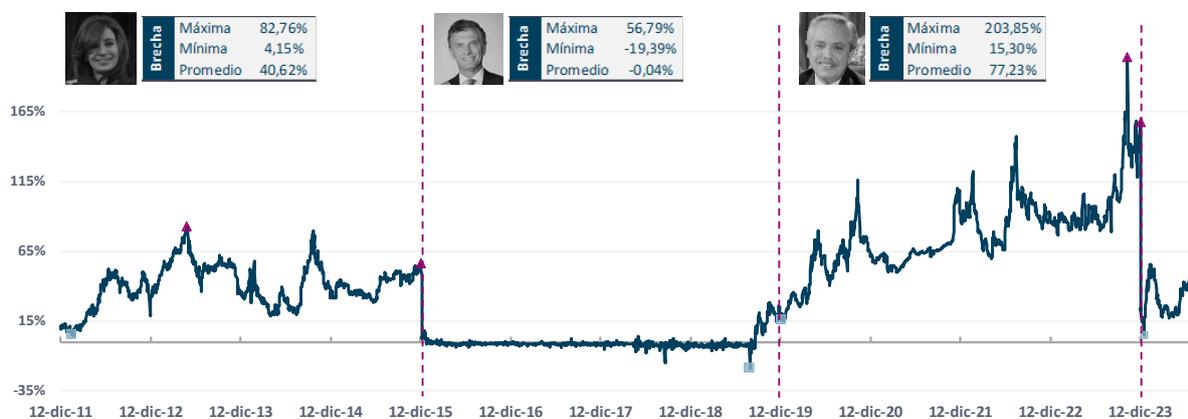
Un dato a tener en cuenta sobre la actual gestión: con la devaluación del ministro Caputo de 109% a mediados de diciembre de 2023, si bien el tipo de cambio real multilateral no cayó al nivel mínimo del que se partió (74,9), en la actualidad registra una ratio de 88,4 tomada al 23 de agosto de 2024. Siendo esto así, surgen una serie de dudas razonables sobre la sostenibilidad de la política cambiaria actual. De haber rebote y mayor actividad:

- ¿Cómo se obtendrán las divisas para financiar mayor nivel de importaciones?
- Si aumenta la puja por salarios, ¿cómo se evitará el traslado a precios?
- ¿Cuándo estarán dadas las condiciones para levantar el cepo cambiario?

Esta última pregunta remite a la existencia de múltiples tipos de cambio financieros en Argentina. Una de las estrategias implementadas por las gestiones de los presidentes Cristina Fernández y Alberto Fernández para controlar los efectos del tipo de cambio en la economía y regular la demanda local de divisas fue la de implementar una política de control, generalmente conocida como "cepo cambiario". En consecuencia, comenzaron a surgir una serie de precios paralelos al oficial: tipos de cambio financieros que regulaban la demanda excedente de dólares por fuera de la norma general.

El **Gráfico 3** muestra la evolución de la brecha cambiaria entre el tipo de cambio publicado por Banco Nación (generalmente más bajo que el tipo de cambio oficial, producto de un promedio de precios de la totalidad de los bancos) y el tipo de cambio contado con liquidación, utilizado para la compra y venta de moneda extranjera en el mercado de capitales. Como se puede observar, la combinación de altos niveles de inflación del equipo de gestión Fernández-Massa derivó en una tendencia creciente durante todo el mandato, que tuvo su pico más alto en el período electoral presidencial de fin de mandato. En ese sentido, la política de devaluación de la dupla Milei-Caputo logró disminuir la brecha desde los niveles heredados, pero sin lograr estabilizarla a niveles menores que los que exhibe - en promedio- por ejemplo, el mandato de Cristina Fernández.

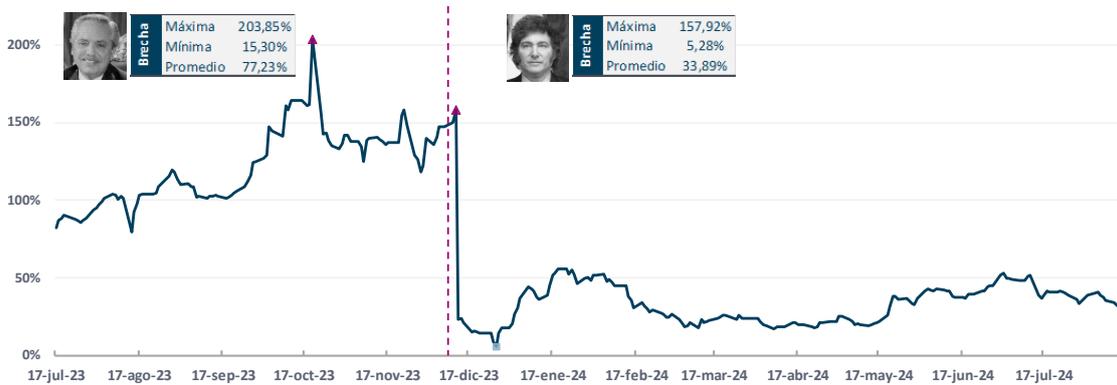
**Gráfico 3 |** Evolución diaria de la brecha cambiaria. Variación porcentual del Tipo de Cambio Contado con Liquidación (CCL) con respecto al Tipo de Cambio Bco Nación. 12 de diciembre de 2011 a 16 de agosto de 2024.



Fuente: Elaboración propia en base a Alphacast y Bco. Nación

En ese sentido, el **Gráfico 4** muestra una evolución más detallada de la brecha cambiaria para la gestión actual. Tres observaciones se pueden derivar. La primera es que la transmisión a precios de la devaluación de Caputo parece haber sido bastante directa (también en el gráfico anterior). La segunda es que indudablemente se ha logrado cerrar la brecha a los niveles con los que venía operando la economía. Sin embargo, el promedio de la brecha parece estancado alrededor de aproximadamente 32% tomando marzo en adelante. A mayor brecha cambiaria, mayor costo de salida del cepo; lo que refuerza y valida la pregunta anterior: ¿cuándo y cómo se llega a las condiciones para su salida?

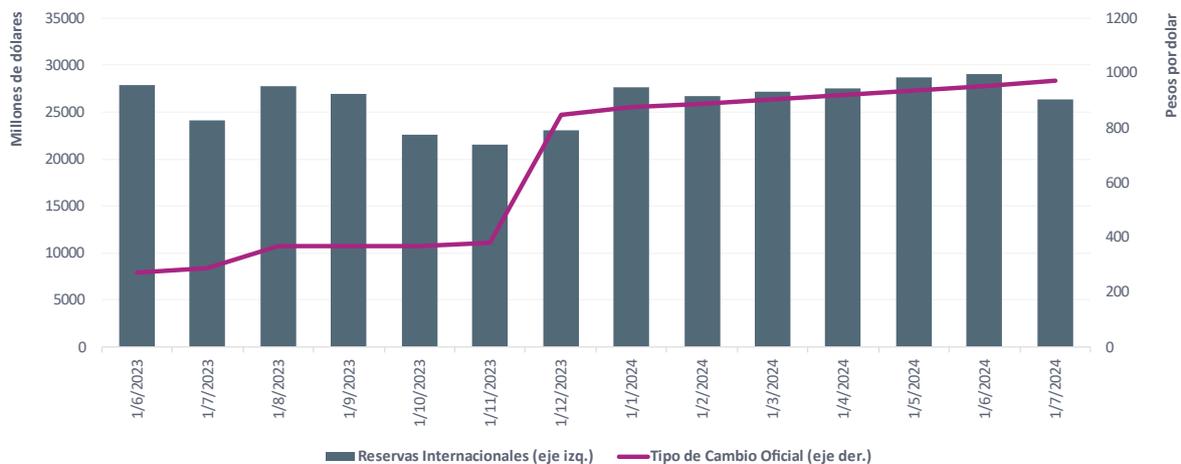
**Gráfico 4 |** Evolución diaria de la brecha cambiaria. Variación porcentual del Tipo de Cambio Contado con Liquidación (CCL) con respecto al Tipo de Cambio Bco Nación. 17 de julio de 2023 a 16 de agosto de 2024.



Fuente: Elaboración propia en base a Alphacast y Bco. Nación

Un aspecto que se podría abordar para dar respuesta a esa pregunta es evaluar la evolución reciente de las reservas del Banco Central. La idea básica es que un tipo de cambio más alto modera la demanda de divisas, al mismo tiempo que favorece la oferta vía liquidación de exportaciones. El Gráfico 5 muestra esa evolución junto a la del tipo de cambio oficial para ese período. Lamentablemente, es poco lo que se puede concluir dado que existen componentes de las reservas internacionales que no se encuentran detallados en los datos publicados por el BCRA. Debido a esto, no se sabe qué ratio de estas reservas son producto de actividad genuina, y qué parte son producto de préstamos o de instrumentos financieros. Un ejemplo de esto último son los distintos tramos habilitados del swap con China. Básicamente, no hay datos oficiales de reservas netas del BCRA. Sin embargo, las brutas muestran un nivel relativamente estable entre junio de 2023 y 2024 con una leve recomposición acorde a la devaluación de diciembre de 2023.

**Gráfico 5 |** Evolución mensual de las Reservas Internacionales del BCRA y del Tipo de Cambio Oficial. Junio de 2023 a Julio de 2024

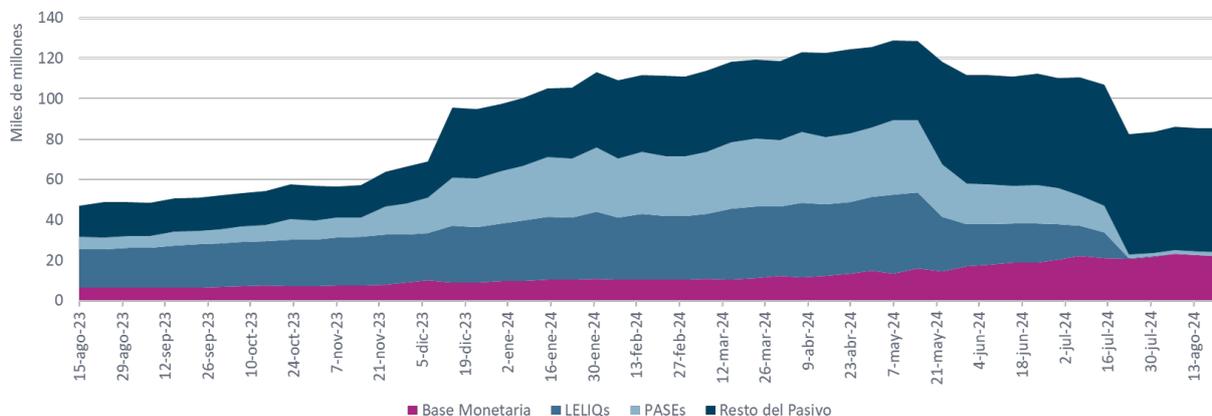


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Para interiorizarse sobre los inicios del swap con China y las dificultades de su cálculo, se puede consultar el informe: [Radiografía del Swap Argentina – China](#)

Dado que no se puede tener una idea cabal del éxito de la medida devaluatoria en el activo del BCRA con respecto a la reconstitución de reservas, se puede observar el comportamiento del pasivo para tener una mirada sobre la emisión de dinero, cuestión que impacta directamente en el aumento de la inflación, según las características del contexto ya detalladas. Al respecto, el **Gráfico 6** muestra la evolución reciente de la composición del pasivo del Central entre agosto de 2023 y 2024. Para hacer una lectura correcta debe tenerse en cuenta que los componentes se encuentran expresados en valores nominales.

**Gráfico 6 |** Evolución semanal de la composición del pasivo del BCRA. Valores nominales. 15 de agosto de 2023 a 23 de agosto de 2024



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Además de buscar solucionar el atraso cambiario vía devaluación, el caballo de batalla de la actual gestión económica es y sigue siendo bajar el nivel de inflación. Como venimos viendo a lo largo de este informe, todos son distintos aspectos interrelacionados de un mismo problema. ¿Qué puede decirse del pasivo del BCRA entonces? Bajo una concepción monetarista del origen y difusión de la inflación, la actual gestión económica busca combatirla mediante:

- Una recesión inducida por la devaluación.
- Un recorte del gasto público, incluido el achicamiento de las funciones y dependencias del estado.
- El saneamiento del balance del BCRA cortando el financiamiento de éste al Tesoro.
- El manejo de expectativas con un esquema de devaluaciones mensuales de 2% (denominado crawling-peg) y la esterilización del dinero emitido para la compra de divisas en el mercado oficial mediante su absorción en el mercado del contado con liquidación.

El **Gráfico 6** refleja la estrategia de saneamiento mediante la reducción progresiva de los pasivos remunerados (LELIQs y PASEs). Esto es, títulos de deuda que el BCRA ofrecía a los bancos y por los cuales debía pagar intereses.

Naturalmente, esos intereses se pagaban con emisión monetaria, lo que retroalimentaba el círculo inflacionario, y daba a los bancos el incentivo a disminuir su cartera de créditos al sector privado sin gestionar riesgos.

En resumen, en el aspecto financiero, los objetivos de disminuir la inflación a la fecha se están cumpliendo. La Tabla 1 refleja ese resultado. También se ha ido solucionando el problema de la deuda acumulada de importadores, principalmente producto del régimen SIRA, que tenía como objetivo unificar los criterios y procedimientos para el control de las importaciones. Y también en el lado positivo, se ha desactivado el sistema de financiamiento del BCRA al Tesoro mediante LELIQs y PASES.

**Tabla 1 |** Evolución de la inflación mensualizada y anualizada mediante IPC. Agosto de 2022 a julio de 2024.

Período	Variación		Período	Variación	
	Mensual	Anual		Mensual	Anual
ago-22	7,00%	78,34%	ago-23	12,40%	124,17%
sep-22	6,20%	82,99%	sep-23	12,70%	137,89%
oct-22	6,30%	87,94%	oct-23	8,30%	142,36%
nov-22	4,90%	92,35%	nov-23	12,80%	160,61%
dic-22	5,10%	94,75%	dic-23	25,50%	211,20%
ene-23	6,00%	98,69%	ene-24	20,60%	254,06%
feb-23	6,60%	102,30%	feb-24	13,20%	275,98%
mar-23	7,70%	104,19%	mar-24	11,00%	287,50%
abr-23	8,40%	108,82%	abr-24	8,80%	288,93%
may-23	7,80%	114,18%	may-24	4,20%	275,94%
jun-23	6,00%	115,60%	jun-24	4,60%	270,98%
jul-23	6,30%	113,40%	jul-24	4,00%	262,95%

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Por el lado de las dudas, queda en cuestión la sostenibilidad de la política monetaria dado el atraso del tipo de cambio real, y la práctica imposibilidad de acumular reservas; debido a la política mencionada de que estas sean nuevamente volcadas al mercado para modificar la cotización del tipo de cambio contado con liquidación y esterilizar los pesos emitidos para la compra de divisas.

Con una cosecha peor de lo esperada tras el período de sequía y caídas de dos dígitos generalizadas de la actividad económica, todo parece indicar que la apuesta de corto plazo para la obtención de dólares va a provenir de los dólares que el gobierno pueda captar mediante la política de blanqueo de capitales y del sector energético minero. En consecuencia, todo también parece indicar que el cepo no se quitará, por lo menos, hasta el próximo semestre. Incluso ya hay rumores de que se mantendrá hasta las elecciones de medio término.

Resta ahora entonces en este informe estudiar las consecuencias de estas medidas en la economía real.

## El lado real

---

En el primer semestre del año, la mayoría de los sectores económicos mostraban caídas de dos dígitos en términos interanuales y, en la mayor parte de los casos, los niveles de actividad son los más bajos desde la pandemia. Esta situación es esperable para un contexto de devaluación y ajuste fiscal, e incluso había sido avisado por el mismo presidente como parte inevitable del proceso.

No obstante, la promesa a futuro era de una recuperación relativamente rápida y notoria. Tal es así, que muchos de los economistas afines al gobierno nacional manifestaron rápidamente que, entre marzo y abril, se observaría el piso de la actividad económica; y que, a partir de mayo o junio, se empezarían a registrar números de recuperación. Incluso, los más optimistas hablaban de una recuperación con forma de V; que es como los economistas denominan a los procesos de crisis con salida rápida.

Los últimos datos disponibles de actividad muestran que el escenario más optimista no se ha cumplido. Sin embargo, al momento de escribir este informe las consultoras especializadas, incluso las más pesimistas, están registrando algunos brotes verdes. Con lo cual, el escenario más factible es que efectivamente se esté registrando algún tipo de recuperación. La pregunta, entonces, es que tan profunda es esa recuperación y si se ha alcanzado un piso.

Analizarlo es difícil por dos motivos. El primero, es que se requiere mirar datos de muy corto plazo, que no siempre están disponibles. Por ejemplo, la medición más cercana al PIB, que es el Estimador Mensual de Actividad Económica [EMAE], tiene a junio como último dato publicado (ya visto en el **Gráfico 1**). En consecuencia, para poder realizar este tipo de análisis se debe recurrir a indicadores mucho más dispersos y menos precisos o abarcativos.

La segunda dificultad, es que la medición debe realizarse en referencia al mes anterior, y por motivos de estacionalidad, no siempre es posible hacerlo. Por dar un ejemplo, en los diarios se suele publicar noticias tales como “la industria pyme registró una caída de aproximadamente el 20% interanual para junio”. Cuando por otro lado, si se la compara con abril, se observan una recuperación de 5%. Alguien muy optimista, podría interpretar este dato como el inicio de la recuperación.

Más allá de las dificultades inevitables del análisis de coyuntura, en esta sección se mostrarán las consecuencias de la política cambiaria y monetaria del actual gobierno. Asimismo, se buscará responder la siguiente pregunta: ¿hay evidencia suficiente para hablar de una recuperación o, al menos, de un piso?

Para realizar este análisis, se seleccionaron distintas variables de actividad dentro de tres tipos distintos de agrupamientos, y que están acordes a la medida devaluatoria tomada y su consecuencia en precios y, a través de estos, al resto de la economía. Cuando hay un salto inflacionario, como el de dic23 – feb24, los salarios suelen caer fuerte al inicio y recuperar más tarde. Esto se debe a que las negociaciones salariales llevan tiempo y no se ejecutan de forma inmediata. A medida que eso ocurre, comienza a caer el consumo, que tarda un poco más en hacerlo, debido a que los agentes suelen amortiguar el impacto en precios reduciendo ahorro. Finalmente, la producción es la siguiente en reaccionar, dado a que la actividad de una empresa no se interrumpe ante el primer signo de crisis.

El camino de la recuperación es exactamente igual, y en ese transitar juegan un rol importante los stocks acumulados. Por ejemplo, si durante los primeros meses del año la producción cayó relativamente menos que las ventas, es posible que se hayan acumulado importantes stocks en las cadenas de valor, y que los comercios decidan reducirlos antes de volver a realizar nuevos pedidos. En consecuencia, se necesita que las ventas entren en un período de normalización antes de que lo haga la actividad productiva.

Ante un escenario de tres tiempos, la estrategia consiste en buscar signos de recuperación en variables de ingreso, de consumo y, por último, en niveles de actividad. Hay algunas excepciones importantes como el caso del agro o el sector energético (que ya están creciendo), pero no serán el punto central de este informe.

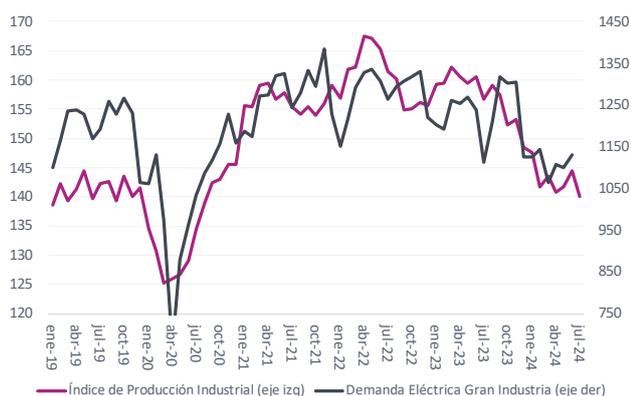
## 1. La industria y la construcción

El Índice de Producción Industrial [IPI], que se muestra en el **Gráfico 7**, es considerado uno de los mejores indicadores de actualización rápida para medir la evolución de la industria. En los primeros siete meses del año, acumula una caída interanual promedio de 10,6%, y el valor es similar a la caída interanual de julio 2024 (último dato recolectado a la fecha). En lo que respecta en las comparaciones mes a mes; tanto en mayo 2024 contra abril 2024 (1%), como entre junio contra mayo (2%); el indicador desestacionalizado mostraba mejoras. Sin embargo, el crecimiento de julio contra junio, cortó la racha creciente, registrando una caída del orden de 3%. En resumen, el único elemento que se tiene, es el de un posible, y también dudoso, piso de actividad para la industria.

Por su parte, el **Gráfico 8** muestra indicadores del sector de la construcción, generalmente más reactivo al ciclo económico. Los dos índices más habituales para medir la actividad, que son el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción [ISAC] y el **Índice Construya**. Ambos muestran un comportamiento similar.

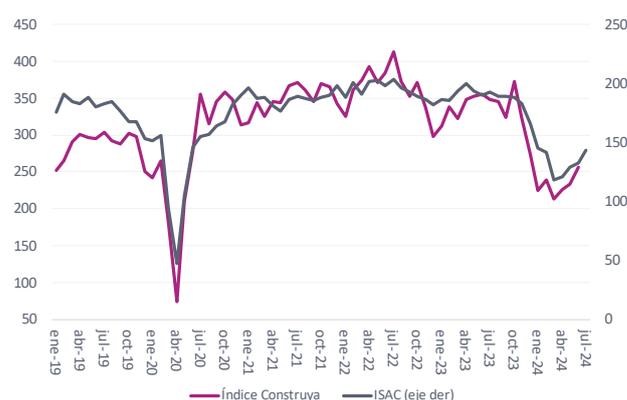
Para los primeros siete meses del año, el Índice Construya acumula una merma promedio de -29,27% interanual. Respecto a la evolución mensual, en ambos casos se observa que la caída fue muy rápida y que el piso se alcanzó en el mes de marzo. Desde entonces ha dejado de caer, e incluso exhibe una mejora de 12,12% entre julio y junio del presente año. No obstante, es una recuperación mínima considerando la caída abrupta de actividad de octubre de 2023. En todo caso, si puede afirmarse que el sector ha alcanzado su piso y empieza a recuperarse.

**Gráfico 7 |** Evolución mensual del Índice de Producción Industrial (IPI) y de la Demanda Eléctrica de la Gran Industria. Enero de 2019 a julio de 2024.



Fuente: Elaboración propia en base a FIEL.

**Gráfico 8 |** Evolución mensual del Índice Construya y del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC). Enero de 2019 a julio de 2024.



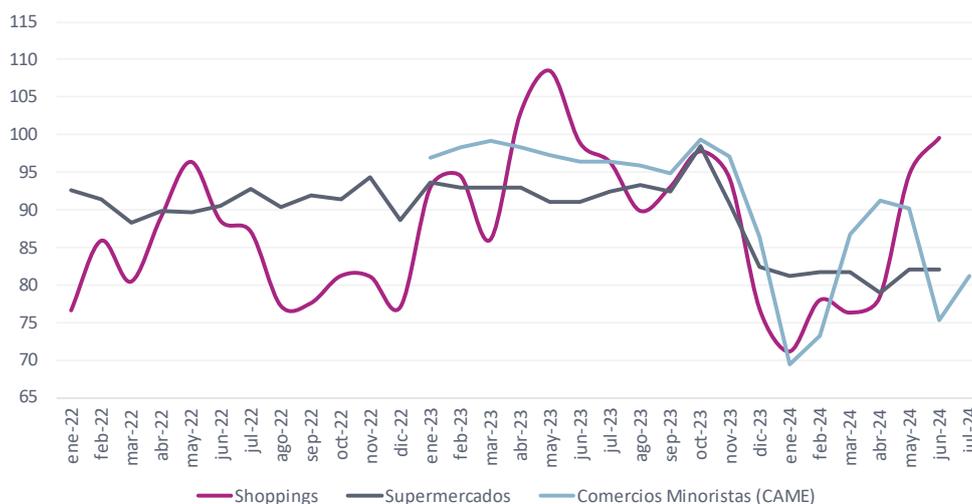
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y Grupo Construya.

## 2. Ventas para consumo final

Para evaluar el nivel de consumo, se tomarán la medición de tres indicadores, que son los que se muestran en el **Gráfico 9**:

- Las ventas en supermercados a precios constantes.
- Las ventas en centros de compra (shopping) a precios constantes.
- El índice de ventas de comercios minoristas que elabora la Cámara Argentina de la Mediana Empresa [CAME]. Para este último indicador sólo se publican variaciones interanuales, por lo que la serie debió ser estimada tomando como valores de base el año 2022.

**Gráfico 9 |** Evolución mensual de Índices de Ventas Minoristas desestacionalizados. A precios constantes. Enero de 2022 a julio de 2024.



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y CAME.

Las ventas en shoppings registraron una caída abrupta de 22,54% de noviembre 2023 a diciembre 2023. Posterior a eso, comenzó la recuperación, la que no terminó de tener una tendencia clara sino hasta mayo del presente año. Así, si se compara el promedio del primer semestre de 2024 contra el de 2023, la performance general sigue siendo de caída, aproximadamente 15%. Viendo la película mes a mes, la recuperación más importante es la que se dio entre mayo y abril de este año, una recomposición de 20,9% en tan solo un mes. Las hipótesis que se encuentran detrás de esta recuperación son:

- La aparición de mayores cuotas y descuentos en tarjetas de crédito para compra minorista.
- El desahorro relativo de las familias para la adquisición bienes.
- Dentro del último punto, particularmente para la adquisición de ropa invernal ante un invierno que mostró temperaturas por debajo del promedio de los últimos años.

Aún si se toma el último dato registrado, el indicador muestra un leve crecimiento de 0,67% interanual para junio de 2024. En este sentido, se diferencia notablemente del resto de los indicadores de ventas.

Distinto es el panorama que presenta, las ventas en comercios minoristas relevada por CAME. Lo que al principio parecía una recuperación en forma de V al inicio del año, termino por desinflarse a partir de mayo de este año, donde se volvió a registrar una caída abrupta, con rebote posterior. Este comportamiento es acorde al comportamiento de una de las mediciones más volátiles de las que se dispone para medir actividad. A la fecha de redactar este informe, el indicador muestra una caída promedio del orden de 17% interanual, para los primeros 7 meses del año.

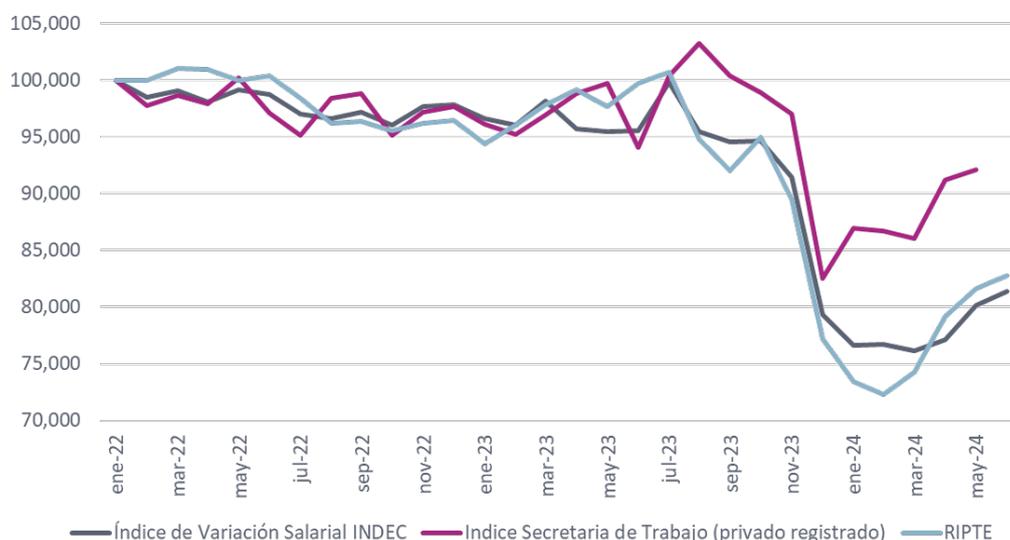
El dato francamente preocupante lo brinda las ventas en supermercados. El motivo es por el tipo de fenómeno que mide. Se trata de un indicador relativamente más estable que los anteriores, dado que cubre mayormente artículos de primera necesidad. Como se puede observar, tras la caída de aproximadamente 9% entre noviembre y diciembre de 2023, el índice encontró un nuevo piso del que no se ha podido levantar. De nuevo, a la fecha de redactar este informe, el las ventas en supermercados exhiben una caída promedio del aproximadamente 12% interanual, para el primer semestre del año.

En resumen, en conjunto, los datos no son conclusivos. Mientras que la venta de artículos de primera necesidad ha disminuido, hasta alcanzar un nuevo nivel relativamente estable, las de shopping center muestran un crecimiento notable. No queda más remedio que admitir que, al nivel de información disponible, aún no alcanza para sacar una conclusión global con respecto al gasto de las familias.

### 3. Salarios

Por último, se analizarán los ingresos de la población. Según nuestra hipótesis inicial, este debería ser una de las primeras variables en recuperarse. La baja de la inflación debería recomponer los ingresos de jubilaciones y también de los asalariados, a medida que se van cerrando paritarias para recuperar parte de lo perdido durante el primer trimestre.

Gráfico 10 | Evolución mensual de Índices de Salarios. Enero de 2022 a julio de 2024.



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, SIPA, y Secretaría de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

El índice RIPTe tuvo una caída muy pronunciada hasta febrero, pero luego ha empezado a recuperarse con la baja de la inflación. No obstante, esta recuperación oculta una particularidad metodológica. Como el RIPTe se elabora a partir de aportes jubilatorios de trabajadores estables, no mide la evolución de aportes no remunerativos, excluye a informales y, lo más importante, está afectado por el tope a los aportes jubilatorios, que se actualiza cada tres meses con la movilidad jubilatoria. Este tope evoluciona por debajo de la inflación cuando esta sube fuertemente, dado lugar

a una subestimación de la inflación. Lo contrario pasa cuando la inflación baja. Así, ante shocks importantes sobre la tasa de inflación, se vuelve una variable muy volátil.

Esto último explica la diferencia en el comportamiento del RIPTE y otros indicadores de salarios como el Índice de Variación Salarial del INDEC o el Coeficiente de Salarios registrados de la Secretaría de Trabajo. El primero tuvo una caída mucho más pronunciada en los primeros meses, pero claramente mostrará recuperación a partir de abril. Otros indicadores, un poco más estables, muestran una menor caída inicial, pero también una recuperación muy modesta. Algunos [indicadores privados](#) que tienen mediciones un poco más actualizadas, muestran un comportamiento similar al de estos últimos: leve rebote desde el piso de enero, y luego un crecimiento muy lento.

De todas formas, hay lugar para algo de optimismo. Con la baja en la inflación de mayo (que se consolidaría en junio), es probable que estos índices comiencen a mejorar de una manera más notoria. Y teniendo en cuenta que ya pareciera haber algún rebote incipiente en abril, podríamos estar en presencia del primer “brote verde” de la economía.

## Breve resumen

---

La situación económica de Argentina refleja un escenario dual entre el frente macrofinanciero y la economía real. Desde el aspecto financiero, si bien se ha logrado una reducción sostenida de la inflación, y se ha trabajado en el saneamiento del balance del Banco Central mediante la disminución de pasivos remunerados; persisten dudas sobre la sostenibilidad de la política cambiaria debido a la incapacidad de acumular reservas genuinas con un ritmo de devaluación de 2% mensual; ratio que sigue siendo menor al que viene registrando la tasa de inflación.

En términos de la economía real, la devaluación ha tenido un impacto significativo y negativo en la actividad económica, con la mayoría de los sectores registrando caídas de dos dígitos en la primera mitad del año. Lo cual no constituye novedad alguna, considerando la política de ajuste impulsada por el ejecutivo desde inicio de mandato, a cambio de una promesa de mejoramiento a futuro.

Al respecto de esto último, se comienzan a observar señales de recuperación. Sin embargo, se observa que estas aún son débiles, y no se encuentran consolidadas en todos los sectores. Por ejemplo, las ventas para consumo final presentan una recuperación desigual, con un desempeño preocupante en las ventas de artículos de primera necesidad. Por su parte, los salarios, aunque han mostrado un rebote, aún están lejos de recuperar el poder adquisitivo perdido.

Al terminar de escribir este informe, las consultoras especializadas adelantan datos en los que ya se puede hablar de rebote. Las dudas tienen que ver con la posibilidad de expansión de este rebote. De aumentar la actividad, por lógica debería aumentar el flujo de importaciones para insumos. Como mínimo, esta situación combinada con las dudas que genera la política cambiaria, lleva a concluir la postergación del cepo cambiario.

Entrando ya en el terreno de las expectativas, que para los fines de este trabajo es el de la especulación; si el mercado observa que van a seguir habiendo restricciones al manejo de divisas, es probable que esto reste efectividad al éxito de la política de blanqueo de capitales, instrumentada para la obtención de divisas en el corto plazo. Así, en términos sectoriales, el análisis de los próximos meses debería estar puesto en aquellos sectores generadores de divisas, el sector agropecuario y el complejo energético minero.