DICIEMBRE 2024

Del ajuste a la **consolidación de las heterogeneidades**

c-pconsultora.com.ar

Resumen

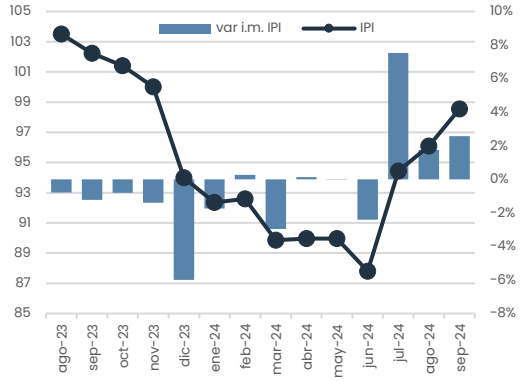
- **La reactivación de la actividad económica es tan innegable como heterogénea**. La economía empieza a atravesar con mayor claridad un período en que el ajuste de la actividad deja lugar a una etapa de consolidación de las heterogeneidades, en la que los indicadores de consumo son aquellos que se muestran más rezagados.
- **Los ingresos de los hogares se estancaron** en los últimos meses. Los rubros que habían sido más dinámicos en la recuperación en el 2do trimestre (jubilaciones medias y altas y salarios privados) tuvieron menor dinamismo, mientras que salarios públicos y programas sociales mostraron un comportamiento pobre.
- **La estabilización empieza a operar más en el crédito que en los ingresos**. **Esto puede explicar la desvinculación de los últimos meses entre el estancamiento de los ingresos y la recuperación de la actividad**. Si bien el ajuste de la actividad empieza a desaparecer, la desinflación y el crecimiento no permiten una mejora relevante en la desigualdad. Esto permite explicar, no solamente la heterogeneidad sectorial, sino el bajo dinamismo del consumo y las dificultades en la reversión de los indicadores socioeconómicos y el empleo.
- **Este comportamiento tiene límites a nivel microeconómico** (racionamiento del crédito, altos costos financieros, amplificación de desigualdades) pero **oxígeno por el lado macroeconómico** (efectos de la desinflación) y por el comportamiento de los bancos.
- La economía continúa teniendo un **grado de indexación relevante**, tanto en lo referido a lo salarial como en parte importante de la previsión social. **La baja inflación es una condición necesaria pero no suficiente para la mejora de la pobreza e indigencia**. Bajo el actual esquema, la mejora de los ingresos necesita de la continuidad de la desinflación. En los últimos meses, su intensidad marca el ritmo de recuperación del salario real. Esto imprime una **perspectiva pesimista** en términos la continuidad de su recuperación.
- La dinámica macroeconómica de los últimos meses tiene particularidades que **reproducen solo parcialmente las experiencias** de apreciación cambiaria de los 70, 90 y 2000: i) el **efecto de un ancla cambiaria** creíble sobre los precios es muy poderoso; ii) la baja de la inflación con tipo de cambio fijo o semi-fijo **expande el crédito**, motorizando la economía iii) a diferencia de otras experiencias, el ancla cambiaria y fiscal imponen un **sesgo regresivo y con tendencia al estancamiento**, limitando el consumo y la expansión de la actividad económica..

Del ajuste a la recuperación heterogénea

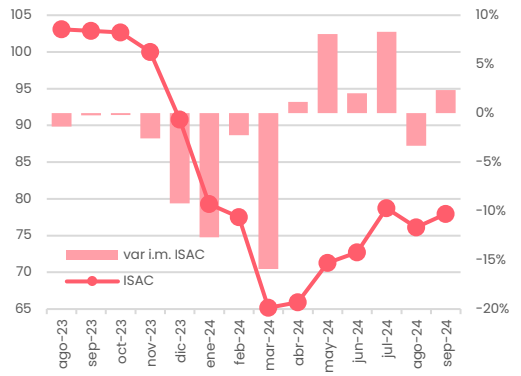
Gracias a la calma cambiaria y la primavera financiera que se evidencia desde agosto, **los efectos de la apreciación cambiaria se empiezan a sentir**. La inflación empieza a romper el piso del 3-4% y las expectativas de devaluación se calman, al calor de la fuerza que tiene el *carry trade* en el marco del blanqueo de capitales y un nivel ciclo financiero (ver **Informe Noviembre**).

En este contexto, **la economía empieza a atravesar con mayor claridad un período en que el ajuste de la actividad pareciera dejar lugar a una etapa de consolidación de las heterogeneidades.** La industria presenta 3 meses de crecimiento consecutivos mientras que la construcción, expansión en 5 de los últimos 6 meses. **La reactivación, aunque errática, es un hecho innegable.** Este comportamiento se combina con dinámicas heterogéneas: la industria en septiembre mostraba niveles de producción 1,5% debajo de los de noviembre mientras que la construcción, 22%.

GRAF. 1 - Índice de Producción Industrial (sin estacionalidad)



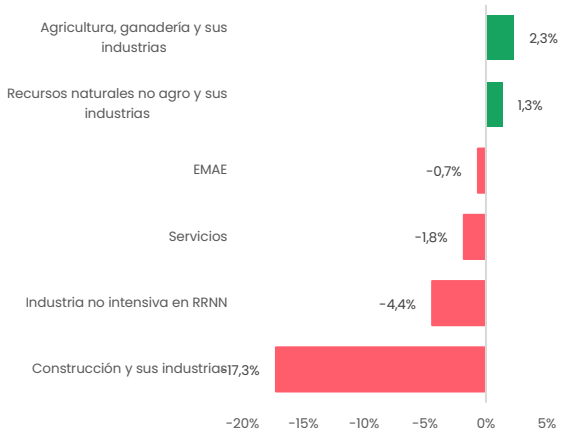
GRAF. 2 - Índice Sintético de la Actividad de la Construcción (sin estacionalidad)



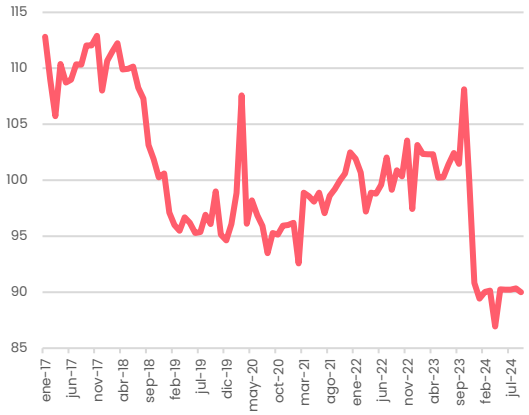
Fuente: C-P Consultora sobre la base de INDEC

Una clasificación de los principales 5 rubros de la economía permite ver los desempeños diferenciales. Dentro de los ganadores podemos encontrar al agro y las industrias basadas en recursos naturales (RRNN) y, dentro de los perdedores, la industria no RRNN, la construcción y comercio y servicios, más dependientes del mercado interno. Asimismo otro rasgo de la recuperación de los últimos meses: el consumo no logra recuperarse como los indicadores de producción. Las ventas de supermercados siguen 10% debajo de noviembre sin muestras de recuperación.

GRAF. 3 - EMAE. Grandes rubros (variación sept2024 - nov23, sin estacionalidad)



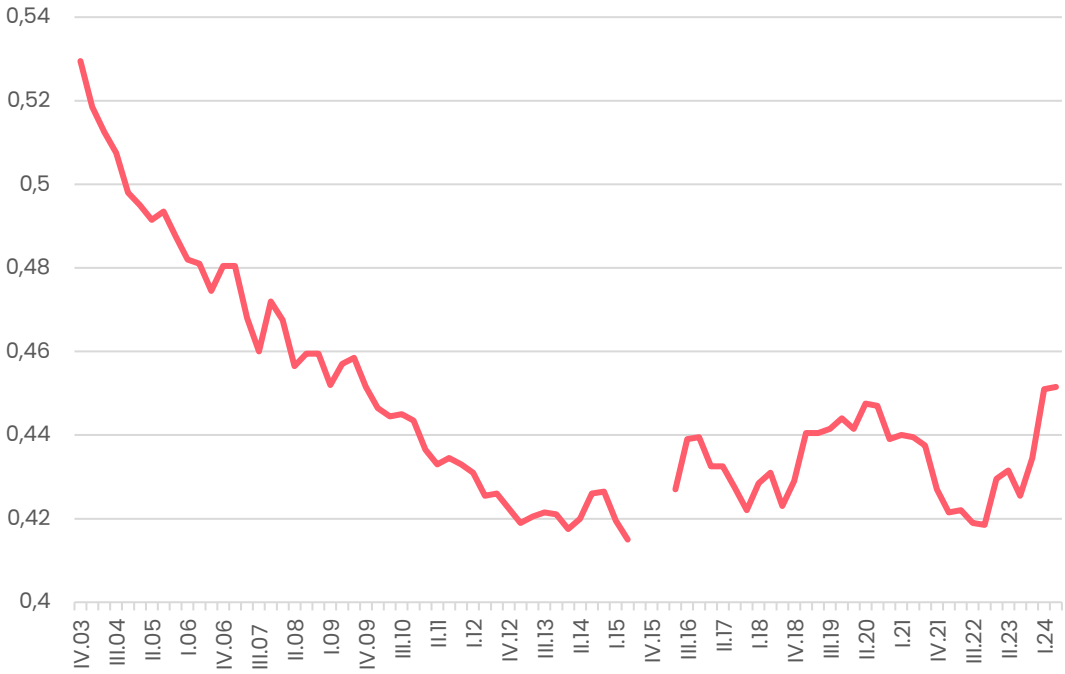
GRAF. 4 - Ventas de supermercados (nov23=100, sin estacionalidad)



Fuente: C-P Consultora sobre la base de INDEC

Entonces, la recuperación de los últimos meses es tan innegable como heterogénea. Entendemos que esta heterogeneidad está relacionada con las características del programa económico, en el **que la desinflación no trae como contrapartida una recuperación de los ingresos y el consumo**. Este proceso está vinculado a una **consolidación de una distribución del ingreso más desigual**, lo cual frecuentemente está subestimado (o no está integrado) en los análisis macroeconómico. En general se asocia una inflación más baja con salarios más altos. Sin embargo, **la baja inflación es una condición necesaria para la mejora de los indicadores de ingresos, pobreza e indigencia, pero no suficiente**.

GRAF. 5 – Coeficiente de Gini del ingreso per cápita familiar (media móvil 6 meses, 2003-2024)



Fuente: C-P Consultora sobre la base de INDEC

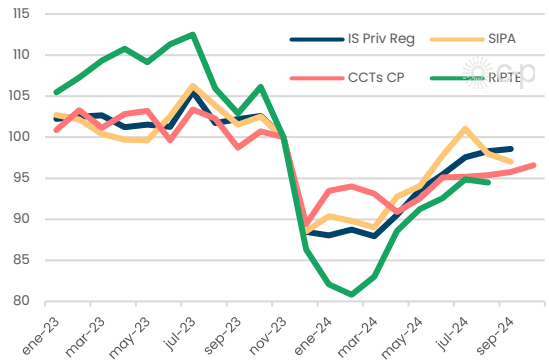
Si las velocidades de precios e ingresos, aun descendiendo en términos nominales, van al mismo ritmo, el poder adquisitivo puede mantenerse estancado o crecer muy gradualmente. Esto se explica por las características del proceso inflacionario, las negociaciones salariales y la política social, que sigue siendo una pieza fundamental del ajuste fiscal. **La economía continúa teniendo un grado de indexación relevante, tanto en lo referido a lo salarial como en la previsión social.**

Como veremos, los mecanismos que explican las mejoras en la distribución relacionadas con la estabilización operan actualmente de manera ineficaz y desigual. Es decir, los ingresos de trabajadores y previsión social no reaccionan positivamente o lo hacen moderadamente, mientras que la estabilización empieza a operar en otros aspectos. **La expansión del crédito es el más relevante y puede explicar la desvinculación de los últimos meses entre el estancamiento de los ingresos y la recuperación de la actividad**. Esto lleva a que, si bien el ajuste de la actividad empieza a desaparecer, la desinflación y el crecimiento no permiten una mejora relevante en la desigualdad. Esto permite explicar, no solamente la heterogeneidad sectorial, sino el bajo dinamismo del consumo y las dificultades en la reversión de los indicadores socioeconómicos y el empleo.

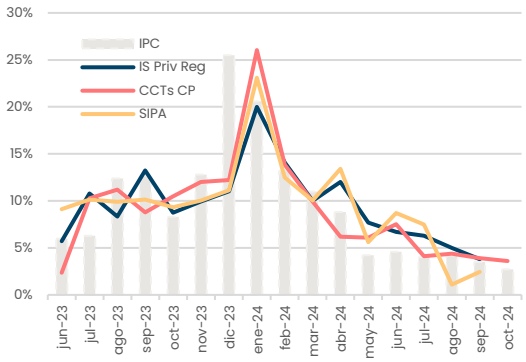
Recuperación condicionada del salario real

La recuperación del salario real luego del *shock* de diciembre 2023 estuvo íntimamente vinculada a las etapas de la desinflación. Cuando la inflación logró descender con fuerza, los salarios reales pudieron recuperarse. En el momento que la inflación mostró un escalón difícil de romper, la recuperación salarial se estancó. La baja en la inflación en octubre, por debajo del 3% debería traducirse en una nueva recuperación salarial. Pero quedan dudas sobre su intensidad y extensión en el tiempo. Entendiendo lo sucedido hasta aquí podemos adelantarnos a los condicionantes más importantes que aparecen en los próximos meses.

GRAF. 6- Salario real (nov23=100)



GRAF. 7 - Salarios e inflación (var. men)



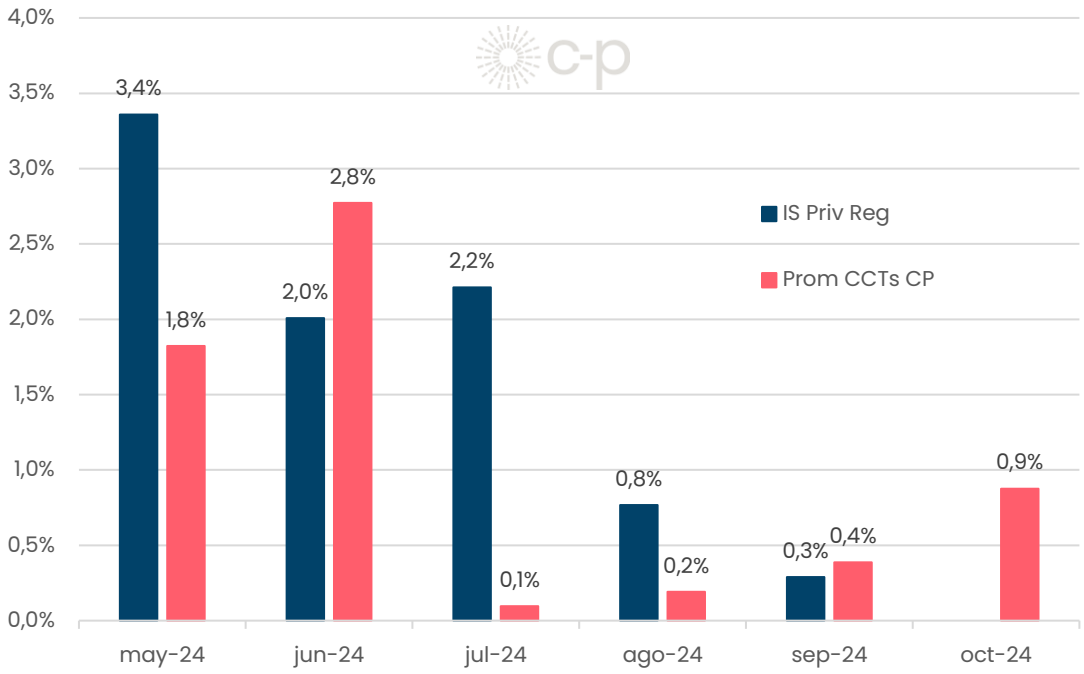
Fuente: C-P Consultora sobre la base de INDEC, relevamiento propio de CCTs y Secretaría de Trabajo

Los indicadores salariales mostraron una contracción muy importante en diciembre, fruto de la aceleración inflacionaria. Con distintas intensidades, desde abril arrancó una recuperación importante que se extendió por cuatro meses, hasta julio. A partir de ese mes, las mejoras salariales, dependiendo del indicador, desaparecieron o se recortaron.

Apareció un límite a la recuperación salarial, que estuvo asociado a dos factores i) la inflación mensual dejó de descender con fuerza ii) las paritarias, por la inercia, descendieron hasta los niveles inflacionarios. Respecto al primer punto, entre mayo y agosto, la inflación mensual se mantuvo en torno al 4%. La dinámica de descenso de 2 o más puntos por mes en la inflación mensual desapareció. Esto llevó a que en esos meses la inflación encuentre una meseta (*plateau*). Respecto al segundo punto, como se observa en el gráfico 2, las variaciones nominales de los salarios fueron descendiendo mes a mes, más paulatinamente que la inflación. Por la inercia contractual, los salarios corren por detrás de la inflación. Si la inflación desciende rápido, las variaciones los salarios nominales quedan por arriba de los precios. Si ésta se ameseta, salarios y precios comienzan a variar al mismo ritmo, produciendo un freno a la recuperación del salario real.

En septiembre la inflación bajó al 3,5% y en octubre al 2,7%. Siguiendo este razonamiento, los salarios reales deberían retomar un sendero de recuperación. Efectivamente, como se ve en el gráfico 3, el promedio de paritarias de septiembre y octubre muestra este comportamiento. Cuando la inflación mensual desciende, debería registrarse un incremento del salario real.

GRAF. 8 – Variación mensual del salario real. Índice de Salarios Privado Registrado y promedio de paritarias CP



Fuente: C-P Consultora sobre la base de INDEC, relevamiento propio de CCTs y Secretaría de Trabajo

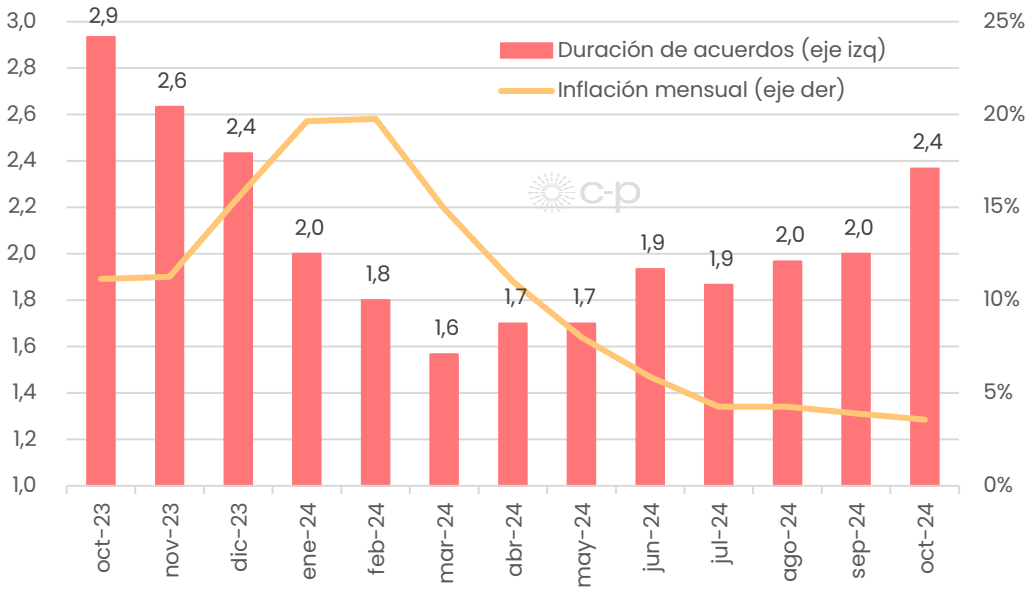
¿Qué conclusiones se pueden sacar de esta dinámica? En primer lugar, que **la recuperación del salario real está condicionada por el proceso de desinflación.** Si la inflación mensual sigue bajando, es esperable que el poder adquisitivo siga subiendo. En

segundo lugar, **la intensidad del crecimiento del salario real está vinculado a la velocidad de la desinflación y de los acuerdos salariales**. Dado que la inflación ya está en niveles mucho más bajos, el proceso de desinflación en puntos porcentuales será necesariamente menor, por lo que, mediante esta vía, naturalmente las variaciones reales serán reducidas.

Asimismo, si el comportamiento inercial continua, la inflación actual (2,7%) será incorporada contractualmente en los próximos acuerdos salariales, por lo que las menores negociaciones impactarán también en una menor variación del salario nominal, acotando la ganancia real. Este proceso está mediado por i) **la continuación del ancla salarial** que viene imponiendo el gobierno, especialmente sobre las negociaciones más importantes, lo cual refuerza este comportamiento ii) **el acortamiento de contratos**, que permite negociaciones más frecuentes, incorporando de manera más veloz la inflación presente en los contratos salariales.

Como se puede evidenciar en el siguiente gráfico, **si bien fueron aumentando en los últimos meses, los contratos salariales siguen cortos, con un período promedio de acuerdo mucho menor al que tenían el año pasado, aún con una inflación más alta. Esta característica refuerza los mecanismos de transmisión (vía contractual) de la inflación presente a los salarios en el futuro, reforzando la desinflación, a costa de resignar la intensidad de la recuperación del salario real. Este mecanismo pareciera ser uno de los componentes centrales para entender la política económica actual.**

GRAF. 9 – Duración de acuerdos salariales e inflación mensual (media móvil 3 meses)



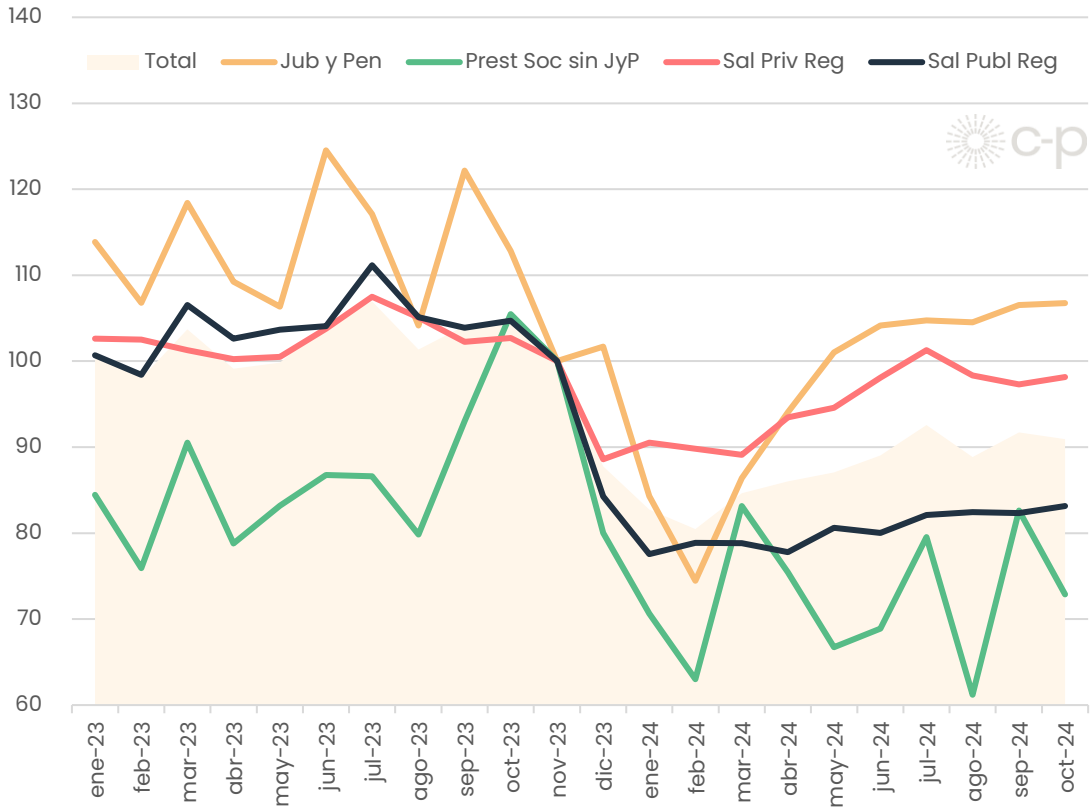
Fuente: C-P Consultora sobre la base de INDEC y relevamiento propio de CCTs

Más allá de los salarios privados registrados

Para analizar la dinámica del resto de los ingresos de los hogares, utilizamos la metodología desarrollada en el **Informe C-P Agosto: Anomalías en Argentina 2024**. El

objetivo es aproximarnos a responder la pregunta de si la dinámica de los salarios registrados es asimilable al resto de los ingresos de los hogares: ¿la ralentización o interrupción en la recuperación del poder adquisitivo se evidencia en otros ingresos?

GRAF. 10 – Evolución de masa de ingresos total y por tipo en términos reales (nov23=100)

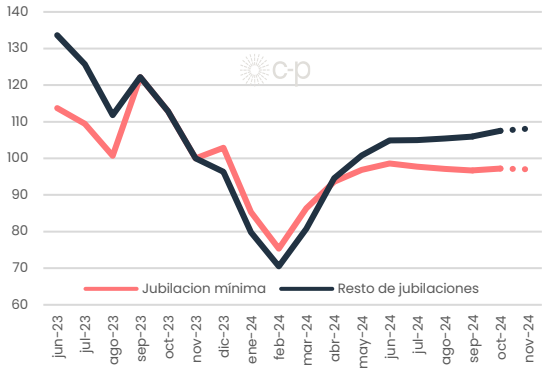


Fuente: C-P Consultora sobre la base de INDEC, ANSES, Secretaría de Trabajo y Secretaría de Hacienda

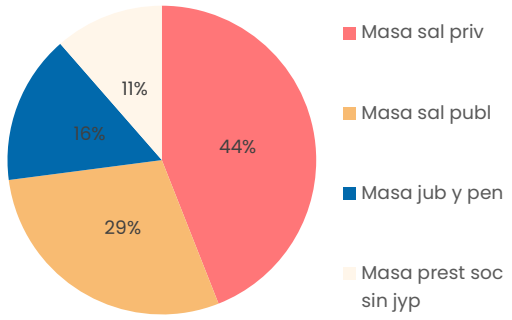
En primer lugar, se observa que **las brechas destacadas en agosto siguen presentes, sin evidencias relevantes que permitan su reducción**.

La masa de **jubilaciones** mostró un comportamiento similar a los salarios privados registrados. Después de una etapa de franca recuperación, dada la indexación de la nueva fórmula de movilidad jubilatoria y el amesetamiento de la inflación, se evidenció un estancamiento de su poder de compra. El descenso de la inflación en septiembre y octubre promete una nueva recuperación, aunque en niveles más moderados respecto a la dinámica del primer semestre. Sin embargo **hacia dentro de los jubilados, la recuperación fue desigual**. El bono para quienes cobran el haber mínimo siguió congelado, por lo que el desempeño de los adultos mayores de menores ingresos fue peor, como muestra el gráfico siguiente. El 40% de los jubilados cobra el haber mínimo y el 66% hasta dos mínimas.

GRAF. 11 - Evolución de las jubilaciones en términos reales (nov23=100)



GRAF. 12 - Masa de ingresos (en %, octubre 2024)



Fuente: C-P Consultora sobre la base de INDEC, ANSES, Secretaría de Trabajo y Secretaría de Hacienda

Por su parte, **los programas sociales no muestran signos de recuperación**, a pesar de las declaraciones frecuentes sobre la Asignación Universal por Hijo. Esto es porque esta prestación es una pequeña parte del total de programas sociales (el 15%) y del gasto previsional total (contando jubilaciones, solo representa el 7%). La masa total de jubilaciones, respecto a noviembre 2023, está 8% por encima, mientras que los programas sociales, un 27% por debajo. Las variaciones respecto al promedio de 2023 también muestran diferencias importantes, con caídas de 4% y 16% respectivamente. Por lo tanto, la **recuperación se evidenció con mayor claridad en las jubilaciones medias y altas, en menor medida en jubilación mínima y resultó inexistente en la masa de programas sociales.**

En tercer lugar, **la masa salarial siguió de cerca el comportamiento de los salarios de cada sector**, situando en octubre 2% por debajo de noviembre 2023 a los privados y 17% debajo a los públicos. Como salta a la vista, la diferente caída inicial (más intensa en públicos que en privados) e intensidad de la recuperación (más débil en públicos que en privados) marca el pulso de los ingresos vía salarios. La desinflación de septiembre y octubre debería dar un nuevo impulso, que no parece desviarse del comportamiento diferencial evidenciado hasta el momento.

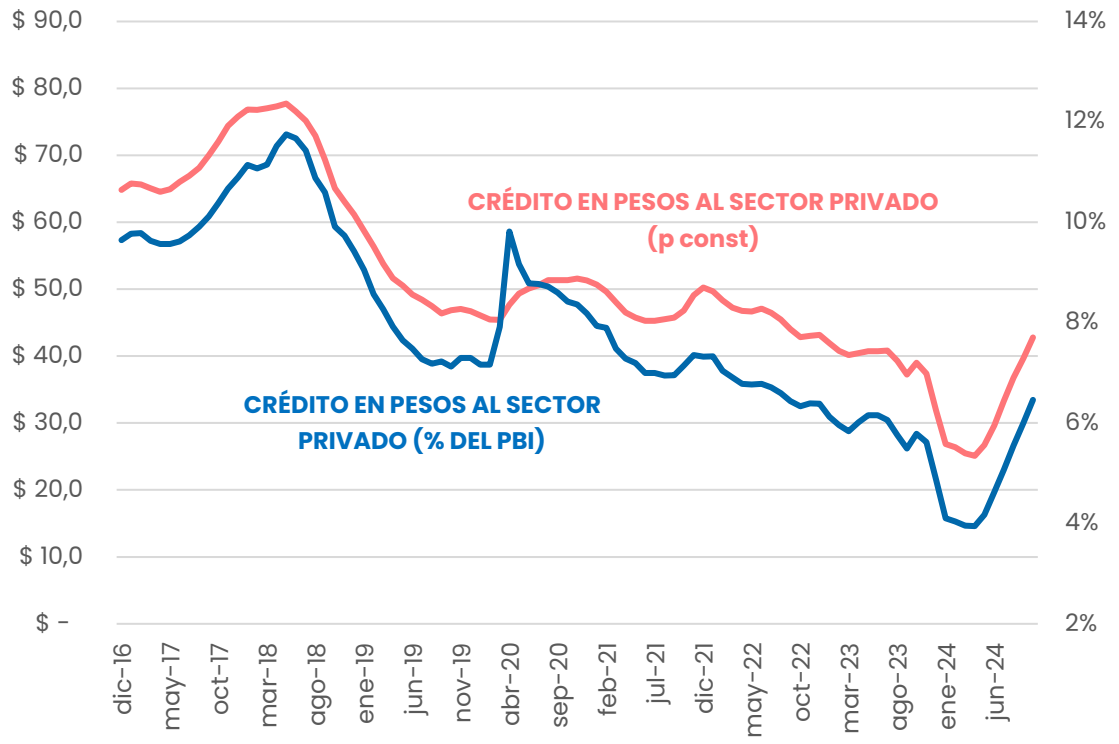
En síntesis, **los ingresos muestran una dinámica muy dependiente de la desinflación.** Los meses de amesetamiento llevaron a un estancamiento de los rubros que habían sido más dinámicos en la recuperación (jubilaciones medias y altas y salarios privados), mientras que salarios públicos y programas sociales mostraron un comportamiento pobre. El descenso de la inflación en octubre genera un impulso positivo sobre los salarios privados (dada la dinámica de paritarias) y sobre los gastos indexados (jubilaciones medias y altas), efecto que no se evidencia con tanta fuerza sobre los salarios públicos (muy deprimidos) y los programas sociales (que siguen estancados). **En este marco, la recuperación de la actividad en los últimos meses y la perspectiva hacia adelante no está explicada por una recuperación de los ingresos de los hogares. Existen otros factores en juego.**

¿Una economía tirada por el crédito?

En el marco del estancamiento de los ingresos, el rápido crecimiento del financiamiento tanto a empresas como a las familias constituye la principal hipótesis que ayuda a explicar el sostenimiento de la recuperación de la actividad económica.

La reciente baja de la inflación puede ser interpretada como el comienzo de un proceso de estabilización de la economía. La baja en la nominalidad y la mayor estabilidad permiten estirar plazos de previsión hacia adelante, impulsando el crédito. En el marco del blanqueo de capitales, este proceso estaría explicando creciendo a tasas altas de las financiaciones que se evidencia desde agosto.

GRAF. 13 – **Crédito en moneda local al sector privado (precios constantes y % PBI)**



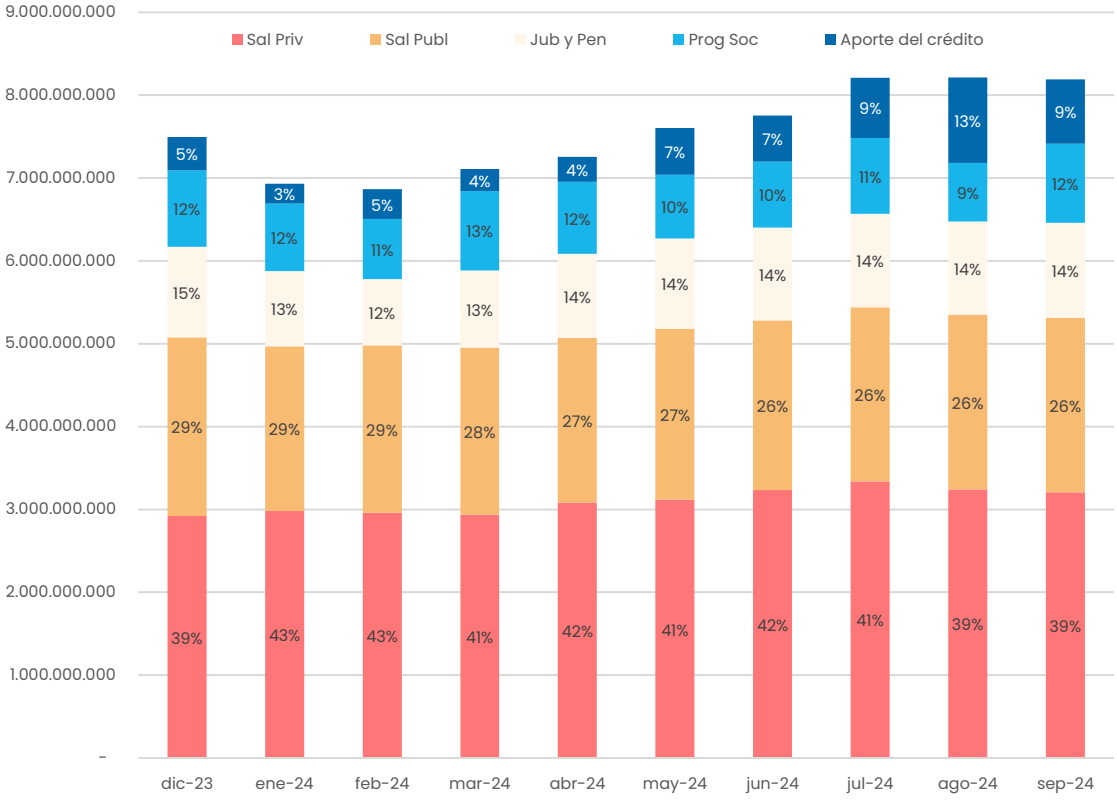
Fuente: C-P Consultora sobre la base de INDEC y BCRA

Los indicadores de producción y el consumo están mostrando un comportamiento mixto. Los ingresos se estancaron, poniendo límites al crecimiento del consumo, especialmente masivo con poco acceso al crédito, mientras que la producción (especialmente en algunos sectores) pareciera estar tirada por el crédito.

A partir de los datos de ingresos y créditos a personas físicas del sistema financiero, estimamos su impacto. Por un lado, se observa el **comportamiento procíclico del crédito**: aumenta más que proporcionalmente en las expansiones y cae más en las recesiones. Esto muestra el doble filo de una estrategia basada en el incremento de las financiaciones como motor de la demanda.

Por otro lado, el crédito pareciera haber impactado en la demanda de los **hogares en los primeros meses del *boom*, pero perdido fuerza recientemente**. El aporte del crédito se estima en alrededor de un 10% en el crédito a los hogares (similar al de los programas sociales). El impacto más fuerte fue en agosto y septiembre, mientras que en octubre este efecto pareciera mermar. Sin embargo, se encuentra en niveles mucho más elevados que a principios de este año.

GRAF. 14 - Masa de ingresos y aporte del crédito (en miles de pesos de nov23)



Fuente: C-P Consultora sobre la base de INDEC, ANSES, Secretaría de Trabajo, BCRA y Secretaría de Hacienda

Por último, **el crédito suele amplificar las desigualdades entre los sectores sociales** por distintas razones: i) quienes tienen más acceso al crédito son los sujetos con una situación económica más estable y consolidada; ii) el destino de estas financiaciones muchas veces está en la compra de bienes de uso durables (línea blanca, motos, automóviles), cuyo acceso suele ser muy restrictivo en los sectores más vulnerables (racionamiento de crédito); iii) los sectores más vulnerables suelen pagar mayores tasas de interés, dado que tienen menor historial crediticio y una situación económica más inestable.

Estas características no solo refuerzan la consolidación de las desigualdades sino también los límites de una expansión económica basada en el crédito a nivel microeconómico. Asimismo, **el crédito es más inestable que las tradicionales fuentes de ingresos** de los hogares, como los salarios y las jubilaciones porque: i) mientras las fuentes tradicionales se cobran todos los meses con cierta estabilidad, el crédito aparece con fuerza, pero después exige su devolución mes a mes; ii) el crédito es procíclico: crece cuando aumentan los ingresos pero baja cuando éstos caen.

Teniendo en cuenta estas características, sin un horizonte de crecimiento de los ingresos, difícilmente se pueda sostener el impulso del crédito evidenciado en estos meses, dado

que el repago de la deuda constituye un límite implícito a su crecimiento. Sin un crecimiento de los ingresos, las familias tendrán problemas para devolver los préstamos, efecto que debería ser palpable en sectores que acceden a financiaciones con elevado costo financiero.

Sin embargo, al margen de este límite a nivel microeconómico, existen dos razones que lo cuestionan y hacen pensar que este efecto puede extenderse en el tiempo.

La primera razón está en el bajo nivel de deuda sobre PIB que tiene la Argentina. Esto constituye, a nivel macroeconómico, una oportunidad. En los últimos años nuestro país sufrió un proceso de desapalancamiento pocas veces visto. La principal razón estuvo en la consolidación de la alta inflación que reforzó el bimonetarismo. En este marco, si el gobierno logra consolidar el ancla cambiaria y menores niveles de inflación, no sería extraño que Argentina vuelva a los niveles de financiaciones que tenía cuando la inflación era más baja.

La segunda razón está en el comportamiento de los bancos frente a la baja de la inflación. La baja de la nominalidad genera una presión sobre los resultados de los bancos, en tanto el margen de intermediación tiende a reducirse. Por este motivo, el sostenimiento del negocio bancario requiere de un mayor dinamismo del crédito para sostener los índices de rentabilidad.

En síntesis, la recuperación económica de los últimos meses no estuvo relacionada con un crecimiento ni de los salarios ni de los ingresos de los hogares, sino por la expansión del crédito. Este comportamiento tiene claros límites a nivel microeconómico pero oxígeno por el lado macroeconómico (efectos de la desinflación) y el comportamiento de los bancos.

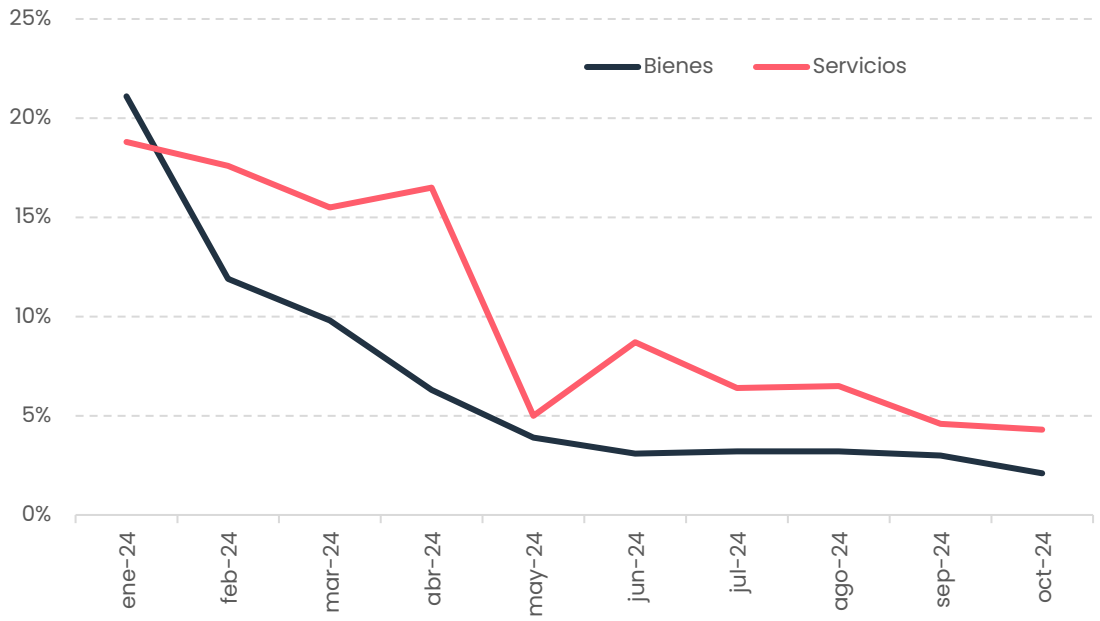
Los costos de la estabilización y las perspectivas

La discusión sobre la recuperación de la actividad económica y los ingresos está intermediada por la desigualdad. En los próximos meses, de no mediar ninguna disrupción en el mercado de cambios, es esperable que la actividad económica vuelva a los niveles de inicios previos a la devaluación de diciembre pero con indicadores socioeconómicos sensiblemente peores. La explicación de dicho comportamiento está íntimamente relacionada con la discusión sobre los **costos de la estabilización** y el devenir de la **distribución del ingreso**.

Como venimos diciendo en nuestros informes, la elección de un programa económico con una devaluación muy elevada en conjunto con un ajuste fiscal (que concentró su efecto negativo en el primer trimestre) condicionó la capacidad y tipo de recuperación posterior. La dinámica macroeconómica de la desinflación con ancla cambiaria tiene particularidades que reproducen **solo parcialmente** los efectos de otras apreciaciones como las evidenciadas de los 2000 así como las utilizadas en planes de estabilización de los 70 y 90s.

Por un lado, existen similitudes con las experiencias pasadas. La principal es que **se están demostrando los poderosos efectos del tipo de cambio como ancla del sistema de precios cuando se gana credibilidad**. El ancla cambiaria bajo este gobierno fue más poderosa cuando pudo despejarse del horizonte un cambio brusco en el tipo de cambio. Los efectos inesperados del blanqueo y sus derivaciones llevaron a una acumulación de reservas inesperada que permitió dar previsibilidad a la estrategia cambiaria. En este marco, resulta innegable que la elección de redoblar la apuesta por la semi-fijación cambiaria tuvo un fuerte efecto desinflacionario. El comportamiento de los precios de bienes y servicios así lo muestran. Luego de la devaluación, son los bienes los que traccionan la desinflación, mientras que los servicios están un escalón por detrás. Este comportamiento pareciera intensificarse en los últimos meses, lo cual puede estar mostrando los efectos intensificados de la apreciación cambiaria.

GRAF. 15 -Ritmo de desinflación en bienes y servicios (inflación mensual)



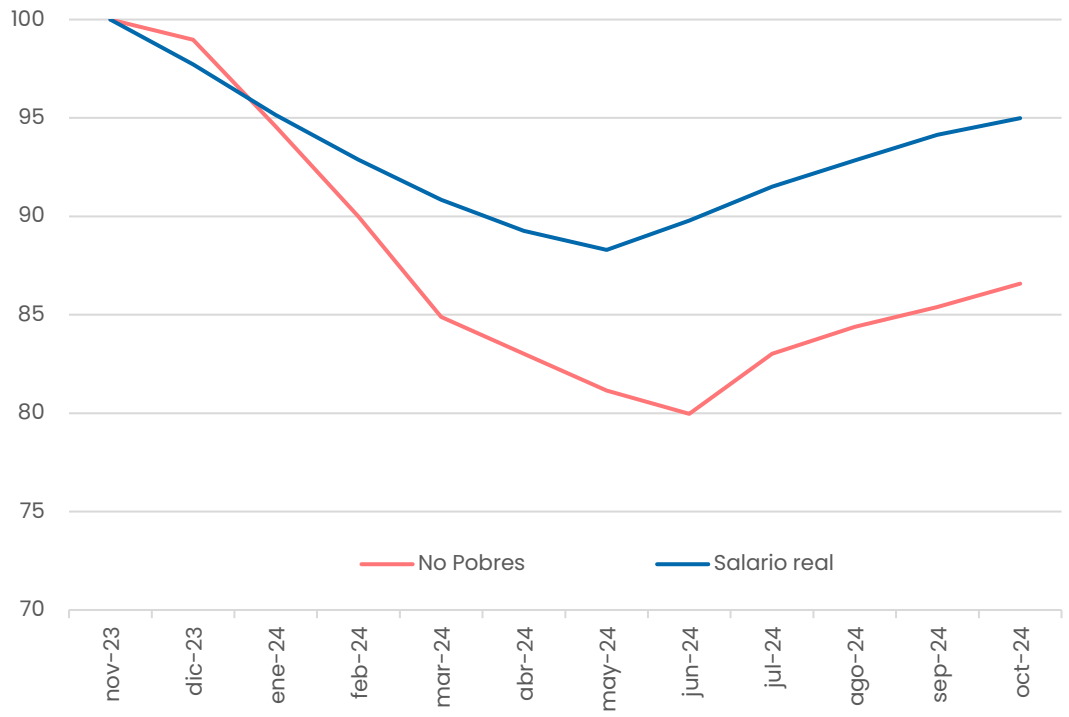
Fuente: C-P Consultora sobre la base de INDEC

Por otro lado, **también existen similitudes en los efectos de la desinflación sobre la extensión de los plazos de previsión. La recuperación del crédito es una característica marcada de las experiencias de estabilización con ancla cambiaria.** Frecuentemente esta expansión del sector financiero está acompañada por una afluencia de capitales en el marco de la apertura financiera, cuestión ausente (hasta el momento) en la experiencia argentina.

En tercer lugar, **a diferencia de otras experiencias de ancla cambiaria, la economía no muestra un crecimiento importante en salarios y actividad económica. Esta particularidad está relacionada con el proceso escalonado de desinflación y la utilización de las paritarias como ancla salarial, en conjunto con una histórica contracción del gasto público, específicamente del gasto en seguridad social.** Otras experiencias de estabilización, como la Convertibilidad, lograron efectos en el corto plazo más poderosos en el crecimiento como en los salarios reales de los ocupados, aún en el marco de un cambio estructural que derivó en mayor desempleo. Este punto hace pensar que la centralidad de la desinflación con ancla salarial y fiscal, tiende consolidar una nueva distribución del ingreso aún con sus costos derivados: la tendencia al estancamiento, mayor heterogeneidad productiva y las dificultades para la recuperación del consumo.

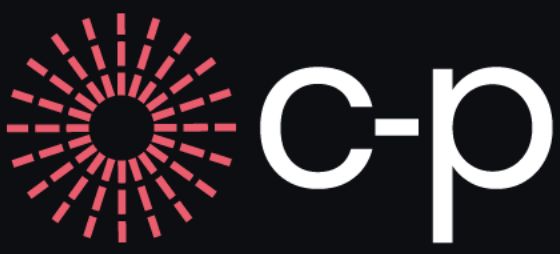
Bajo esta óptica, no resulta llamativo que el programa económico tenga, a 11 meses de su comienzo, una mayor recuperación en algunos sectores y una situación mucho más rezagada en otros. **La estabilización (entendida como la baja sustancial y sostenida de la inflación) suele consolidar estos procesos de heterogeneidad.** El comportamiento desigual de sectores productivos y sociales tiene como corolario una dinámica más restringida en el conjunto de la actividad económica y de la pobreza e indigencia. Como se evidencia en el gráfico, la recuperación del salario promedio del sector registrado fue más rápida e intensa que los indicadores de pobreza estimados, brecha que se amplió en la caída y no parece cerrarse en la recuperación. Esto muestra algo que es preciso monitorear en los próximos meses: los efectos de largo plazo (estructurales) del programa económico.

GRAF. 16 – Personas no pobres y salario real (SIPA). Promedios semestrales, en índice nov23=100



Fuente: C-P Consultora sobre la base de UTDT e INDEC

Las preguntas más importantes hacia adelante hace a la discusión sobre los efectos de la estabilización. **Desde una mirada optimista, es cuestión de tiempo**. El sostenimiento del ancla cambiaria tiene fuertes efectos desinflacionarios que, tarde o temprano, bajan la pobreza vía la expansión del empleo y los salarios. Si bien no lo hace a la velocidad de otras experiencias, los efectos están y una economía con una menor inflación tiene implícito un nivel de pobreza e indigencia más bajo. **Bajo una mirada más pesimista, los efectos de la política de estabilización implementada, con ancla salarial y fiscal, influencian más de lo pensado en la dinámica, entorpeciendo el proceso de recuperación de la actividad y los ingresos**. Este escenario podría pensarse en términos de una economía anémica, en la que el logro desinflacionario no logra traducirse en crecimiento económico.



c-pconsultora.com.ar