



Informe de coyuntura N° 46

Abril 2025

Informe elaborado por: Pablo Manzanelli y Leandro Amoretti

- La economía argentina ingresó en una encrucijada en el sector externo con pronóstico reservado que llevó al gobierno a recurrir a un “blindaje financiero” con el FMI a la cabeza. Las causas de este fenómeno guardan una estrecha relación con la escasa sostenibilidad externa de la experiencia de valorización financiera que instauró Milei, sobre la que actúa el convulsionado contexto internacional empeorando la situación.
- Como se mencionó en el informe de coyuntura anterior, la valorización financiera actual tiene la particularidad de carecer de la fuente de financiamiento principal de las experiencias pasadas: el endeudamiento público en moneda extranjera que tuvo la última dictadura militar, el régimen de convertibilidad (donde se adicionó la inversión extranjera en el marco de las privatizaciones) y el gobierno de Macri. A tal punto esto es así que en lo que va del gobierno de la Libertad Avanza no hubo ni crédito internacional para el sector público, que se redujo en 13.000 millones de dólares, ni inversión extranjera (-1.300 millones).
- La fuente de financiamiento externo constituye un elemento central para sostener el tipo de cambio que resulta decisivo para consumir las ganancias en dólares del denominado “carry trade”, ya que éste se basa, precisamente, en colocaciones en moneda local cuya tasa de interés debe superar la tasa de devaluación de los dólares financieros.
- En tal sentido, hubieron dos “burbujas financieras” de corto plazo el año pasado. La primera de ellas duró entre febrero y abril y alcanzó rendimientos en dólares del 12% mensual. Su interrupción se debió a la reducción del interés y la suba de los dólares financieros en el marco del estancamiento en la acumulación de reservas. Cabe apuntar que la expansión de las reservas, que había permitido reducir los dólares financieros, se había apalancado en el superávit comercial tras el ajuste a las importaciones derivado de la devaluación de arranque y el retraso en el pago de las mismas. En efecto, a partir de ese momento, y en especial desde junio, el aporte de divisas por el superávit de bienes se redujo drásticamente (de 2.700 millones de dólares mensuales a menos de 600).
- La segunda burbuja, que tuvo rendimientos del 7% por mes, se puso en marcha a partir de agosto y su principal financiamiento externo fue el blanqueo que implicó el ingreso de 23.000 millones de dólares. Como denominador común en ambas burbujas, aunque especialmente impulsado por el blanqueo, se registró un incremento del endeudamiento del sector privado en moneda extranjera que actuó como una fuente de financiamiento adicional. Pues bien, esta segunda burbuja se pinchó en enero de 2025 por la suba de los dólares financieros desatando un verdadero drenaje de divisas del Banco Central que acumula pérdidas en sus reservas por 5.000 millones de dólares en lo que va del año.

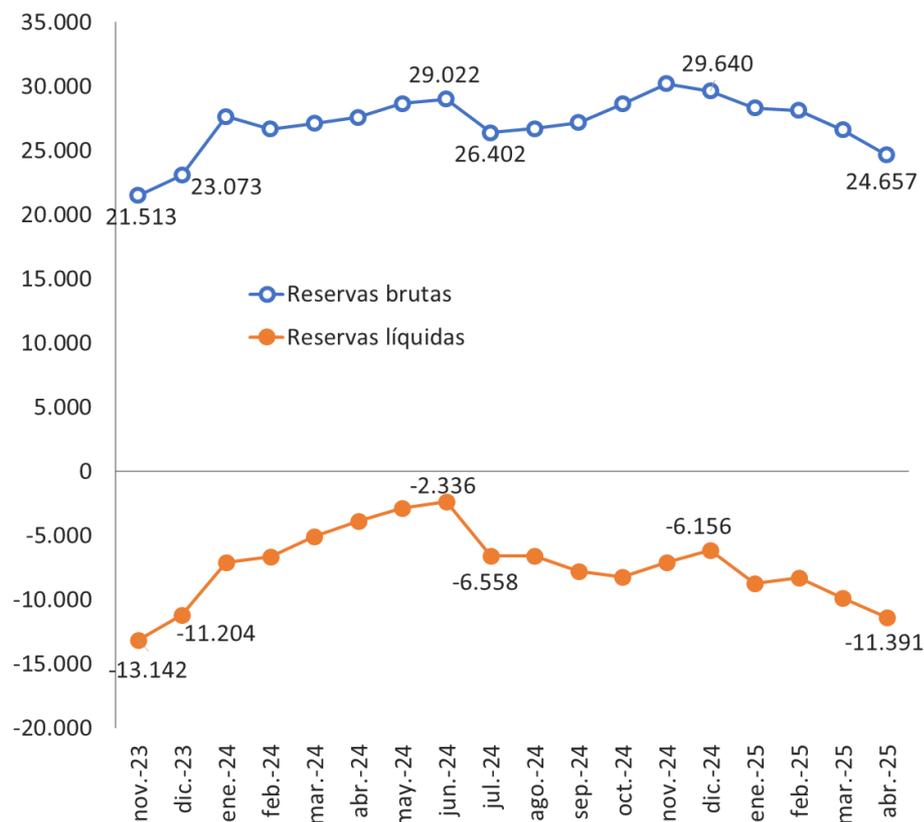
- Además del mencionado “desendeudamiento forzoso” del sector público, hay dos factores principales que explican la fuerte caída de las reservas y que determinan el desarme de la segunda burbuja. En primer lugar, las intervenciones del Banco Central para aminorar la suba de los dólares financieros e intentar sostener el “carry trade”. En lo que va del gobierno de Milei hubo dos vías de intervención: una indirecta a partir del denominado dólar Blend que permite a los exportadores liquidar el 20% de sus ventas en el dólar MEP y por el cual el BCRA no pudo apropiarse de 4.500 millones de dólares entre diciembre y febrero; y otra mediante la intervención directa en los dólares financieros que cobró especial importancia desde diciembre y que acumula desde ahí hasta febrero 1.700 millones de dólares.
- En segundo lugar, el atraso cambiario y la apertura comercial tienden a agravar el déficit de cuenta corriente por el lado del turismo (-2.600 millones diciembre y febrero) y por la mencionada reducción del superávit comercial de bienes. Esto último se acentúa por dos fenómenos simultáneos: 1) la incipiente recuperación económica y del consumo en un contexto de recuperación de los salarios de los trabajadores registrados en el sector privado –no así de los informales y de los del sector público–. Por las características de esa recuperación, que se basa en un proceso de baja inversión y de desindustrialización, todo parece indicar que conllevará un aumento de las importaciones en el marco de la apreciación cambiaria y la apertura comercial. 2) un escenario internacional de guerra comercial que aumenta los saldos exportables y que amenaza con provocar una reducción de las cantidades y/o de los precios de las exportaciones de la Argentina a Estados Unidos que se ubican en torno a los 6.400 millones de dólares (el 8% de las totales).
- En efecto, se trata de un escenario por demás crítico y con perspectivas desfavorables desde el punto de vista de los vencimientos de capital e interés de la deuda en moneda extranjera de corto plazo. Si se suman los vencimientos del sector público nacional y provincial, los vencimientos del BCRA (BOPREAL) y los abultados vencimientos de las obligaciones negociables que emitieron las grandes empresas, en lo que resta del año se deberán afrontar compromisos en moneda extranjera por casi 19.000 millones de dólares. El blindaje financiero del Fondo y otros organismos podrá aliviar coyunturalmente la insolvencia pero no resolverla, máxime en el actual contexto internacional. Una vez más es en el sector externo y la fuga de capitales donde se estrangulan los ciclos de valorización financiera.

1. Los fundamentos de la crisis en el sector externo

Caída de reservas

- La economía argentina ingresó en un contexto de fuerte inestabilidad en el sector externo que se pone de manifiesto en una importante caída de las reservas internacionales del BCRA. En lo que va del año se perdieron 5.000 millones de dólares de las reservas, ubicándose en 24.657 millones de dólares el 8 de abril, un nivel apenas superiores a los de comienzos de la gestión de Milei.
- De ese total alrededor de 18.000 millones de dólares es el swap con China lo que evidencia la precariedad de las reservas del BCRA. Si, además del swap, sustraemos de las reservas brutas el oro, los encajes, las asignaciones de DEG y las obligaciones con organismos internacionales, se constata que el nivel de reservas líquidas es de -11.391 millones de dólares, levemente superior al mes de diciembre de 2023.
- Esta situación ocurrió antes de la guerra comercial desatada con Estados Unidos. Las evidencias indican que las reservas experimentaron una importante recuperación hasta junio que se sustentó en el ajuste a las importaciones y el atraso en su pago. El descenso posterior pudo ser revertido esencialmente por el ingreso extraordinario del blanqueo cuyo impacto fue moderado en el nivel de reservas y de corto plazo dada la reducción de reservas que se advierte desde diciembre del año pasado.

Reservas brutas y líquidas del BCRA (millones de dólares),
Noviembre 2023- Abril 2025*



*Datos correspondientes a la última semana de cada mes, salvo el dato de abril que corresponde al último día hábil disponible (8/4). Las reservas líquidas sustraen a las brutas el oro, los encajes, las asignaciones de DEG, el swap con China y obligaciones con organismos internacionales.

- La situación del aumento de la demanda divisas obedece a distintos factores. En primer lugar, el **desendeudamiento forzoso del sector público** cuyas salidas ascienden a 13.143 millones de dólares durante el gobierno de Milei. En segundo lugar, dos fenómenos que tienden a acentuarse a partir de diciembre: el **turismo** con un déficit de 873 millones mensuales y la **repatriación de capital extranjero** por 654 millones mensuales. Finalmente, en el marco de la presión sobre el tipo de cambio y la brecha cambiaria, el aumento de las intervenciones del BCRA para contener los dólares financieros. A la intervención indirecta que surge del dólar Blend (la parte que los exportadores pueden liquidar en el dólar MEP), se le adiciona a partir de julio y con mayor énfasis desde diciembre la intervención directa (entre diciembre y febrero se volcaron 571 millones de dólares mensuales que se suman a los 1.514 del dólar Blend).
- Por el lado de la disminución de la oferta de divisas se destacan tres elementos: el **superávit comercial** de bienes que se tiende a reducir (aportó apenas 418 millones mensuales entre diciembre y febrero) y dos elementos que se vinculan entre sí. Por un lado, el **blanqueo de capitales** con un ingreso en “otros movimientos” por 15.380 millones de dólares en septiembre y octubre y, por el otro, el fuerte **endeudamiento del sector privado** que se inicia antes pero se impulsa por el blanqueo y se convierte en el elemento más importante de la oferta (entre diciembre y febrero ingresaron por esta vía 1.804 millones mensuales).

Principales componentes del Balance Cambiario (millones de dólares), Diciembre 2023-Febrero 2025

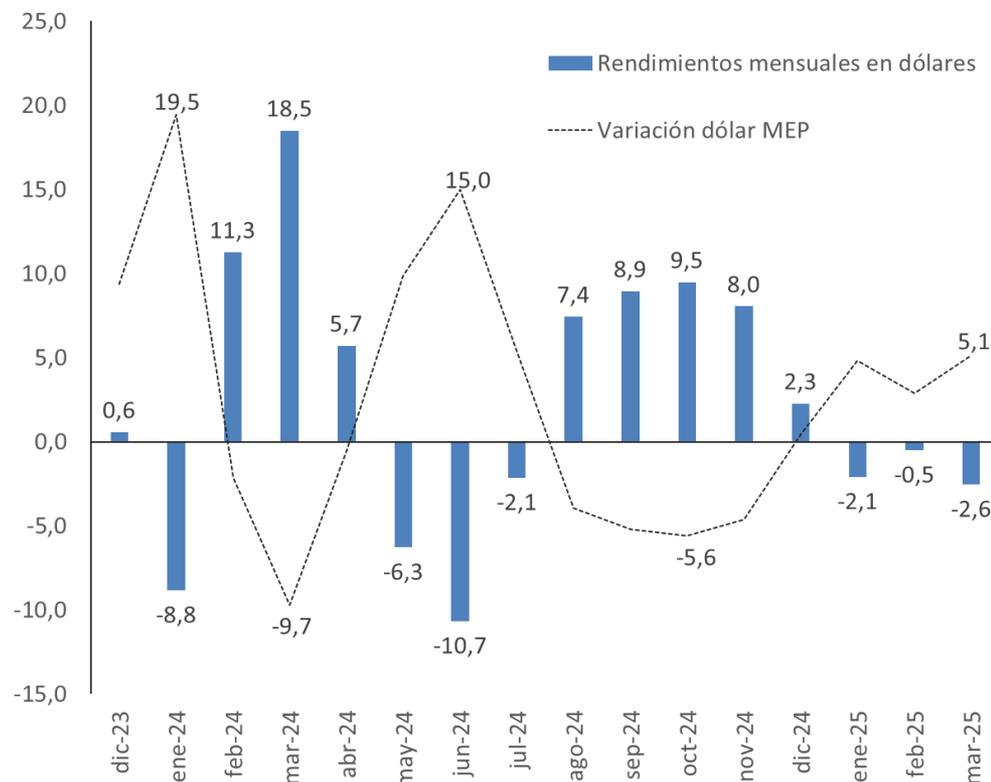
		dic-23/jun-24		jul-24/nov-24		dic-24/feb-25		
		Acumulado	Prom. Mensual	Acumulado	Prom. Mensual	Acumulado	Prom. Mensual	
Ingresos netos	Bienes	18.983	2.712	3.114	623	1.255	418	
	Deuda privada	-300	-43	1.937	387	5.413	1.804	
	Otros movimientos	1.310	187	15.380	3.076	-4.909	-1.636	
Salidas netas	Viajes y pasajes	-2.426	-347	-2.982	-596	-2.619	-873	
	Deuda pública	-8.203	-1.172	-5.370	-1.074	430	143	
	Inversión Extranjera Directa	348	50	284	57	-1.961	-654	
	Intervención dólar financiero	Directa	0	0	-659	-132	-1.712	-571
		Indirecta (Blend)	-9.024	-1.289	-7.255	-1.451	-4.543	-1.514

Nota: la deuda pública y privada comprende el capital y los intereses y la IED contiene la inversión directa y las utilidades y dividendos. La intervención directa del BCRA fue estimada a partir de sustraerle a la "compra-venta de títulos valores", la "compra-venta de títulos valores por parte de las entidades financieras" y la "suscripción primaria de entidades financieras de valores emitidos en moneda extranjera". Por su parte, la intervención indirecta fue estimada a partir de suponer que las exportaciones de bienes y servicios que ingresan al Balance cambiario son el 80% del total, siendo que el 20% restante es liquidado en los dólares financieros.

Se pincha la burbuja financiera

- Las intervenciones en los dólares financieros constituyen un aspecto central para evitar el desarme del “carry trade” que montó el gobierno de Milei que, por la falta de financiamiento externo, es por definición una burbuja financiera de corto plazo y sometida a turbulencias mayores.
- La importancia del tipo de cambio paralelo reside en que las ganancias en dólares se obtienen cuando la tasa de interés en pesos supera la variación del tipo de cambio financiero que es el accesible para el mercado. Los rendimientos en dólares fueron especialmente elevados en dos períodos (febrero a abril y entre agosto y diciembre de 2024) que coinciden con la reducción del dólar MEP.
- Si se toma como referencia la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo (es decir un rendimiento “de mínima”), la primera “burbuja financiera” registró un rendimiento promedio mensual de 11,8% en dólares. Este primer ciclo se interrumpió en mayo por efecto de la reducción del interés y la suba del dólar MEP que estrangularon la renta en dólares.
- La segunda burbuja corresponde al período que se inicia en agosto a partir de la convergencia de la reducción del dólar financiero que implicó una tasa de interés promedio mensual en dólares del 7,2%. Esta burbuja se pinchó este año y es uno de los fundamentos de la salida de divisas que afecta a las reservas y que obligó al gobierno a recurrir al FMI.

Rendimientos mensuales en dólares* y variación mensual del dólar MEP (porcentajes), Diciembre 2023- Marzo 2025

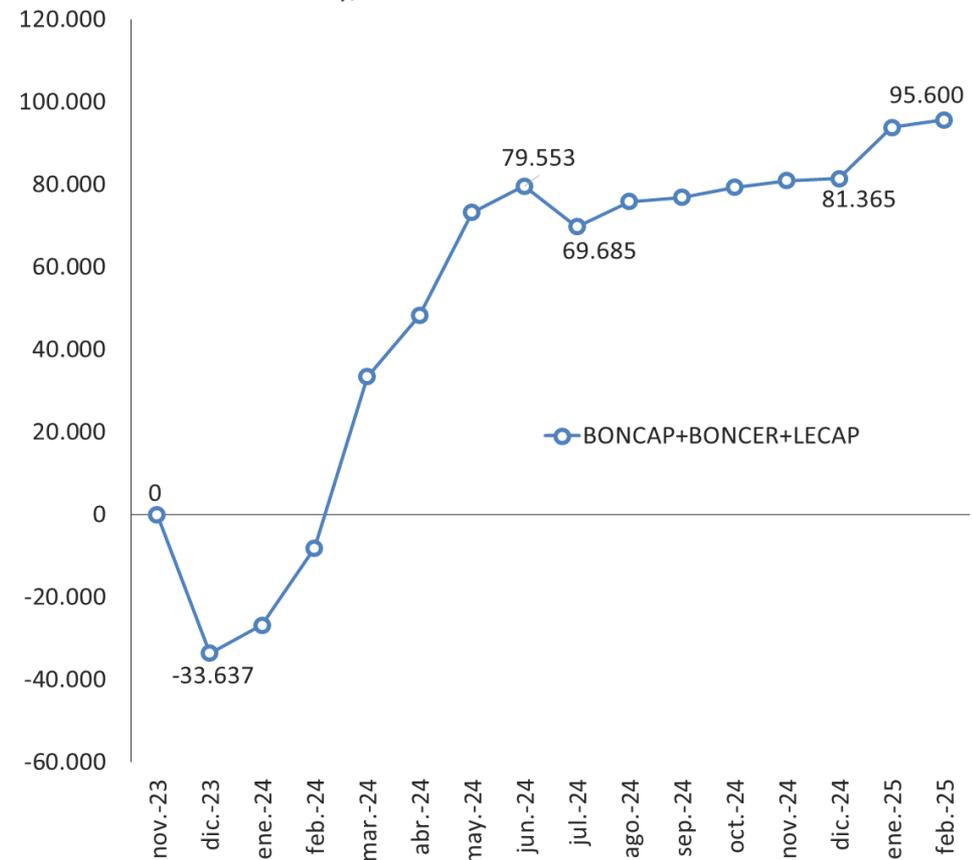


Nota: los rendimientos en dólares se calcularon a partir de la tasa de interés nominal de los depósitos a plazo fijo (30-44 días) y su relación a la variación del dólar MEP.
Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

¿No hay pesos?

- La magnitud del problema es considerable ya que los principales activos en pesos que emitió el Tesoro Nacional crecieron significativamente. Aunque no se limite a ellos, cabe señalar que el proceso de valorización financiera se inscribe, y tiene por ende un sustento, en el incremento de la deuda en pesos.
- Si se excluye el grueso de la deuda que el BCRA le traspasó al Tesoro Nacional (el reemplazo de las LELIQ y pasivos por las LEFI), se corroboran tres instrumentos principales: los BONCAP, los BONCER y las LECAP. Consideradas en conjunto estas colocaciones tuvieron un incremento de 95.600 millones de dólares durante la administración de la Libertad Avanza.
- La expansión principal ocurrió en el marco de la primera burbuja financiera, cuando alcanzaron el stock acumulado de 79.553 millones de dólares en junio. Luego, tras una reducción en julio, se asistió a un nuevo incremento de estas colocaciones. Las LECAP y los BONCAP son se negocian con una tasa fija pactada en la licitación (las de corto plazo se ubican en la actualidad por encima del 2,5%, levemente por encima del plazo fijo) en tanto que los BONCER, además, fluctúan en base al CER.
- En efecto, se trata de una plétora de capital que en el marco del ascenso de la cotización de los dólares financieros y del aumento de las expectativas devaluatorias, pueden presionar sobre la situación cambiaria.

Stock acumulado de los principales instrumentos de deuda en moneda local de la Administración Nacional (millones de dólares), Diciembre 2023- Febrero 2025

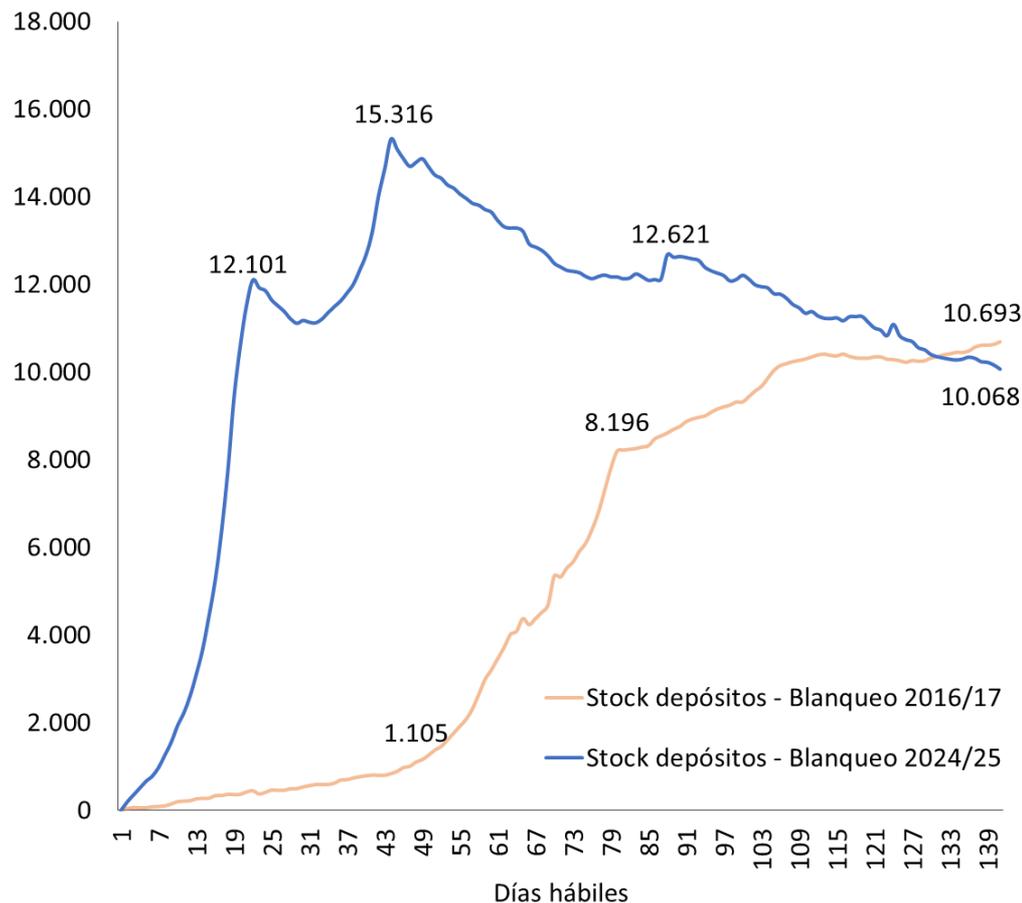


Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía.

El blanqueo se evapora

- Como se mencionó anteriormente, el financiamiento de la segunda burbuja se vinculó al papel desempeñado por el blanqueo de capitales (Ley 27.743) que alcanzó una regularización de activos por 23.321 millones de dólares, en su mayoría depósitos en dólares (20.631).
- Si se evalúa la evolución de los depósitos privados en dólares se advierte que el aumento de los mismos alcanzó a 15.387 millones de dólares en su punto máximo (a los 44 días hábiles de iniciado el blanqueo). Sin embargo, en forma posterior se verifica una tendencia al descenso de los mismos hasta alcanzar los 10.068 millones de dólares en el día 141, lo que afecta las reservas del BCRA.
- Resulta interesante el contraste con el blanqueo de Macri. En primer lugar, la importancia de los depósitos como instrumento del blanqueo constituyen una diferencia ya que la regularización de activos por 116.800 millones de dólares en esa ocasión contó con el ingreso de depósitos locales por apenas 7.728 millones. Aun así, los depósitos privados en dólares se recompusieron y en el día 141 posterior al blanqueo habían crecido en 10.693 millones de dólares, por encima del de Milei que tuvo una alícuota inicial menor (5% vs. 10%) y un pago nulo si se mantienen los depósitos hasta diciembre de 2025 o si se los aplica a instrumentos de inversión en el mercado local, como las Obligaciones Negociables (ON).

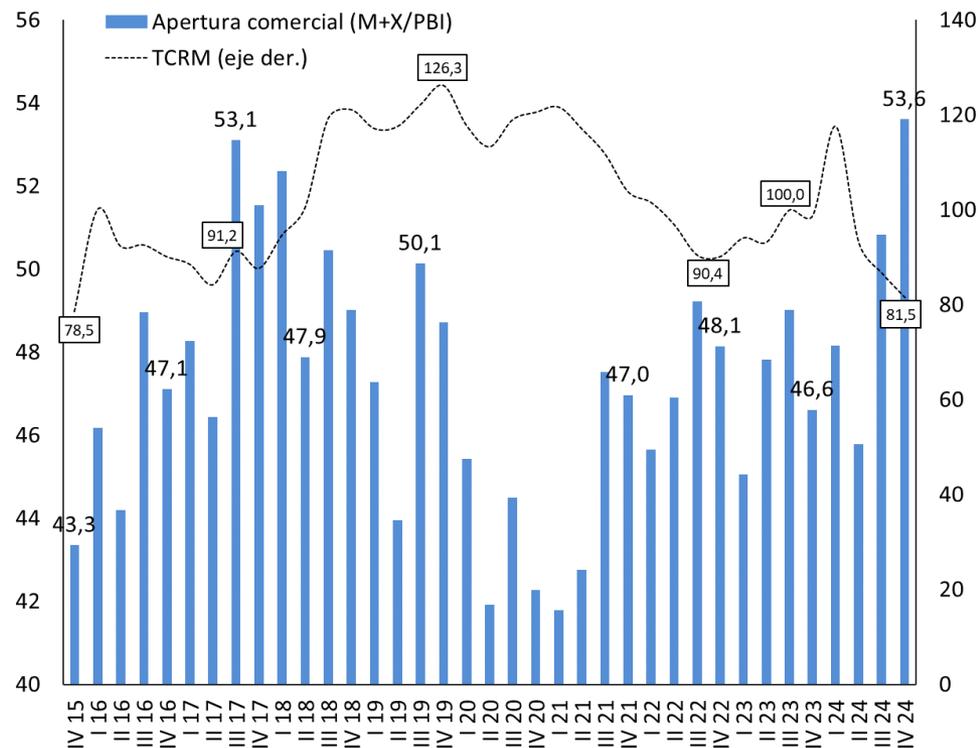
Evolución de los depósitos privados en dólares según régimen de blanqueo de capitales (millones de dólares), Días hábiles desde el inicio del blanqueo 2016-17 y 2024-25



Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

- Otro elemento que alimenta la inestabilidad económica es la política de apertura comercial y apreciación cambiaria que se desplegó en el marco de la guerra comercial (y de monedas) desatada por Estados Unidos.
- Es decir que el cimbronazo mundial de la reducción de aranceles opera en un contexto local de incremento del grado de apertura (53,6% del PIB dependen de las exportaciones e importaciones, el nivel más elevado de los últimos años) y con un nivel de tipo de cambio real que en el cuarto trimestre fue 18,5% inferior al del tercer trimestre de 2023.
- Solo para el ilustrar el anacronismo de las medidas impulsadas por el gobierno de Milei las más importantes: 1) Modificación del código aduanero mediante el DNU 70/2023 a través del cual se eliminó el registro de importadores y se habilitó la declaración jurada anticipada; 2) Eliminación del sistema de precios de referencia por medio de las Resoluciones de ARCA N° 5.581, 5.582 y 5.587; 3) Reemplazo del SIRA por el SEDI. Eliminación de sistema de licencias y permisos de importación; 4) Reducción de aranceles a bienes industriales (neumático, línea blanca, indumentaria, maquinaria usada, etc) mediante los Decretos N° 384/24, 908/24 y 236/25.

Grado de apertura comercial* y evolución del tipo de cambio real multilateral (porcentaje del PIB y 3er trim.23=100), 4to trimestre 2015-2024.

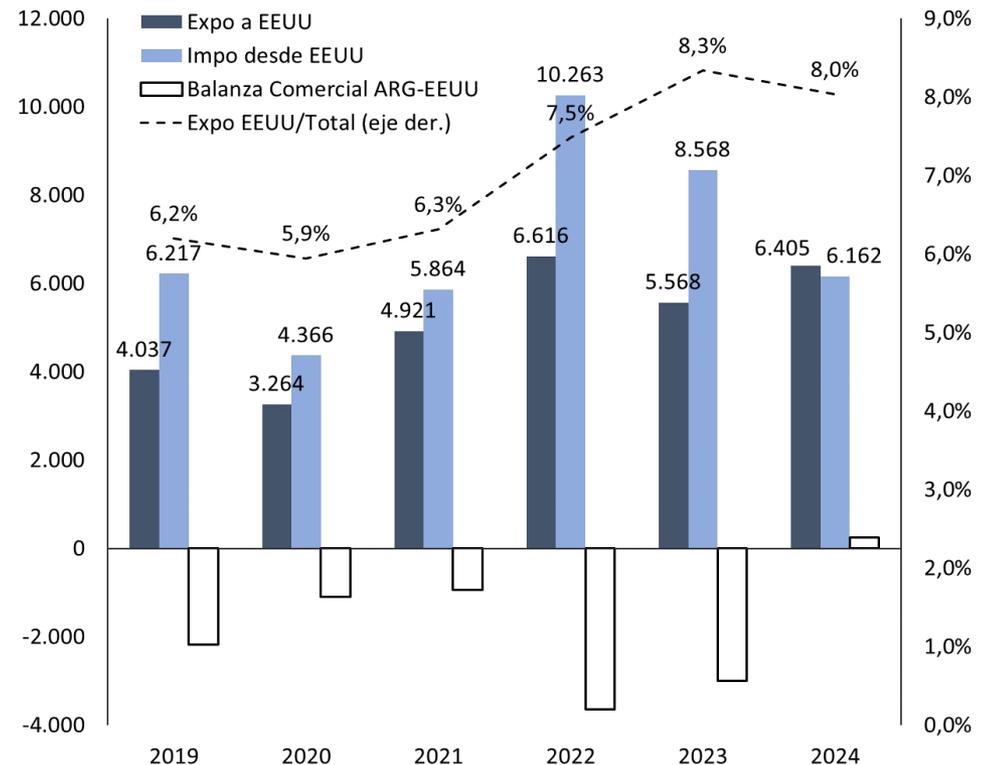


*Calculado como la sumatoria de las exportaciones e importaciones y su porcentaje en el PIB.

Fuente: elaboración propia en base al INDEC y al BCRA.

- Estados Unidos incrementó en 10 puntos porcentuales los aranceles de los productos que provienen de la Argentina, medida que luego se suspendió por 90 días. El promedio ponderado de aranceles a las exportaciones del país a Estados Unidos se ubicaba antes del anuncio en el 2,7% y después de la medida ascendería a un valor próximo al 11%. Se trata de un nivel superior al que surge de las importaciones que hace la Argentina de los bienes norteamericanos (arancel ponderado del 7,6%).
- Esto provocará una reducción de las cantidades y/o de los precios de las exportaciones de la Argentina a Estados Unidos, disminuyendo el valor de las mismas.
- Durante 2024 la balanza comercial fue levemente superavitaria para Argentina (243 millones de dólares), como consecuencia de un leve descenso de las exportaciones (6.405 millones) y un fuerte descenso de las importaciones (6.162 millones).
- La participación de las ventas a Estados Unidos sobre las exportaciones totales fue del orden del 8%. Entre ellas se destacan las de petróleo y derivados (23,7%); metales y minerales (20,9%); químicos (12,6%); oleaginosas, grasas y aceites (6,1%); pescados y sus productos (5,8%); bebidas y tabaco (5,5%); frutas y vegetales (4,4%); entre otros.

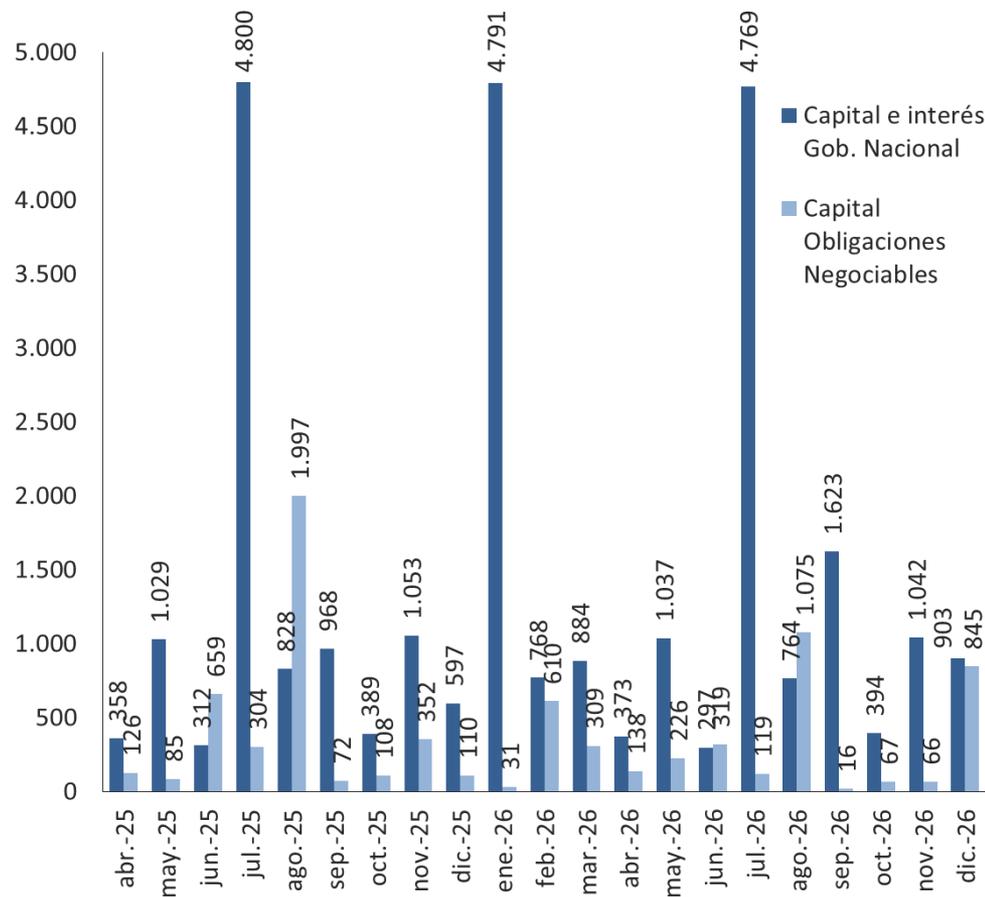
Relación comercial de la Argentina con Estados Unidos (millones de dólares y porcentajes), 2019-2024.



Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

Vencimientos de deuda

Vencimientos de deuda en moneda extranjera de la administración pública nacional y de las Obligaciones Negociables que emite el sector privado (millones de dólares),
Abril 2025-Diciembre 2026



Nota: excluye las Letras intransferibles con el BCRA.
Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía. 12

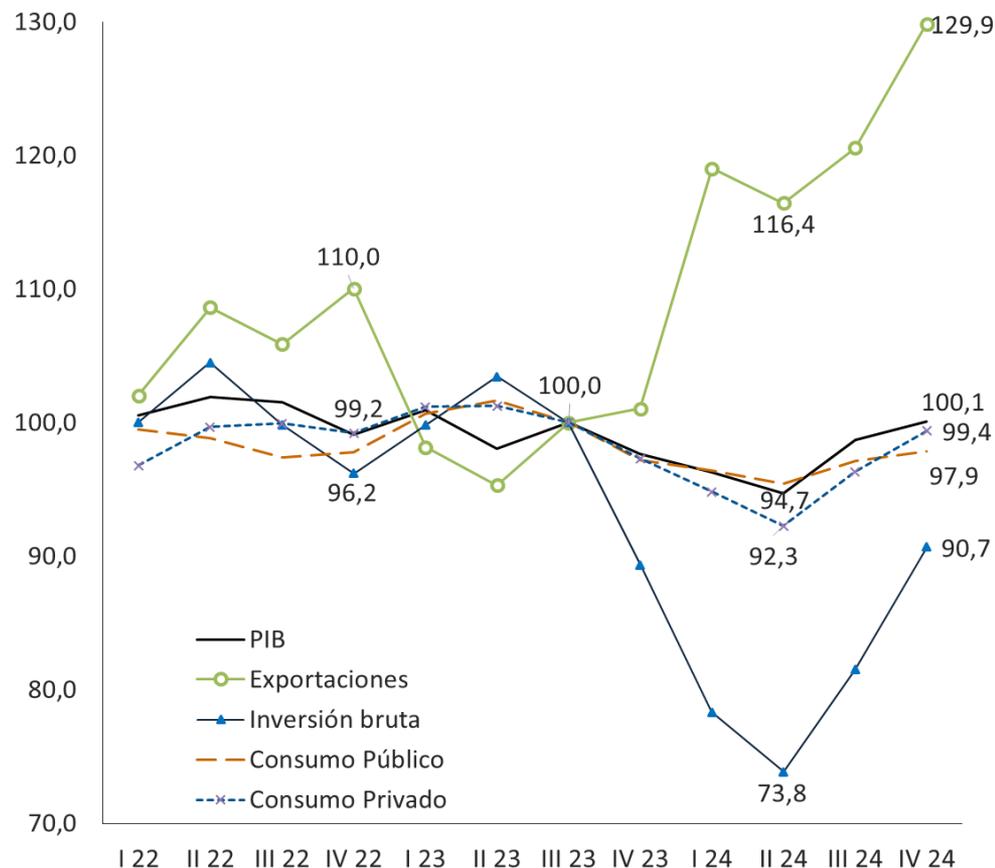
- En efecto, se trata de un escenario por demás crítico y cuyas perspectivas no resultan favorables en el marco de los abultados vencimientos de deuda en moneda extranjera que debe afrontar la economía argentina en el corto plazo.
- Los vencimientos de capital e interés en moneda extranjera del gobierno nacional son de 8.683 millones de dólares hasta octubre, 10.333 millones hasta diciembre. En 2026 ascienden a 17.646 millones de dólares.
- A esos compromisos hay que adicionar los vencimientos de capital del BOPREAL que en los meses que restan de 2025 quedan por pagar 2.500 millones y 2.000 millones en 2026. También los vencimientos de deuda en moneda extranjera de las provincias que ascendían a 2.214 millones en 2025 y a 1.774 millones en 2026.
- Puesto que el endeudamiento privado en moneda extranjera fue el más dinámico durante el gobierno de Milei, cabe señalar que solo por los vencimientos de capital de las Obligaciones Negociables se deben pagar 3.813 millones de dólares en lo que resta de 2025 y 3.823 millones en 2026.
- En suma, solo por los vencimientos de este año la cuenta asciende a 18.860 millones de dólares. ¿Alcanza con el FMI?

2. La economía real: de la crisis a la recuperación de corto plazo

Características de la recuperación

- El primer año de Milei puede dividirse en un primer semestre con una importante fase recesiva después de la devaluación de arranque y el ajuste económico, y un segundo semestre de recuperación del nivel de actividad. Si se compara la serie desestacionalizada del PIB del segundo trimestre de 2024 con el del tercer trimestre del año anterior se constata una caída de 5,3%, y luego una reactivación del 5,7% entre el segundo y el cuarto trimestre de 2024. De este modo, el nivel del cuarto trimestre se ubicó apenas por encima del tercer trimestre de 2023, aunque si se excluye al agro por el efecto de la sequía el nivel sería 2,6% inferior.
- Desde el punto de vista de la demanda agregada, la recesión inicial se fundamentó en el sobreajuste al consumo (público y privado) y un fuerte descenso de la inversión, en tanto que las exportaciones morigeraron la caída de la actividad por la expansión de las mismas. Se trató de un nivel de ventas al exterior que no solo superó el nivel de 2023, que estuvo afectado por la sequía, sino también de la *performance* de 2022.
- Si bien en forma posterior se tendieron a recuperar los diversos componentes de la demanda agregada, en todos los casos –salvo el de las exportaciones– no lograron recuperar el nivel del tercer trimestre de 2023, siendo el más relevante el de la inversión cuyo nivel quedó 9,3% por debajo en el cuarto trimestre de 2024.

Evolución del PIB y de los componentes de la demanda agregada (índice 3er trim.23=100), 1er trimestre 2022-4to trimestre 2024

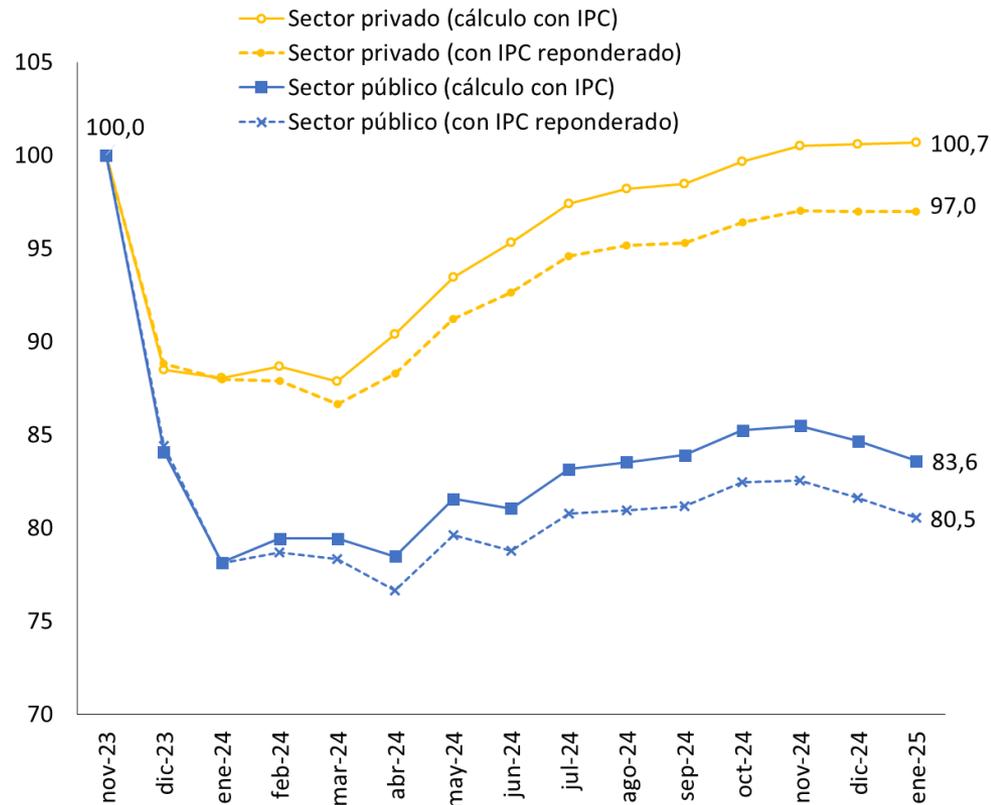


*Serie desestacionalizada.

Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

- La recuperación económica ocurre en un contexto de recomposición salarial heterogénea.
- Tras la caída inicial después de la devaluación de diciembre de 2023, en el sector privado el salario promedio recuperó en el mes de noviembre de 2024 el nivel de noviembre de 2023, y en enero de 2025 lo superó en 0,7 puntos porcentuales.
- El cálculo del poder de compra puede realizarse considerando un índice de precios modificado, el "IPC reponderado". Se busca con este cálculo alternativo -que se basa en los ponderadores de una canasta de consumo más cercana a la actual- dar cuenta del hecho de que determinados servicios, cuyos precios subieron por encima del promedio, tienen un peso mayor en el gasto de los hogares que lo que refleja el IPC de INDEC.
- Si se considera el índice de salario real deflactado con el IPC reponderado, en enero de 2025 no solo no se logró recuperar el nivel de noviembre 2023, sino que se mantuvo una contracción del 3,0%.
- En el caso del sector público la contracción inicial fue más profunda y la recuperación más moderada, registrándose una fuerte pérdida del salario real en 2024. Tal es así que en enero de 2025 el salario promedio se ubicaba 16,4% por debajo del de noviembre de 2023, y al deflactar con el IPC reponderado la caída sería del 19,5%.

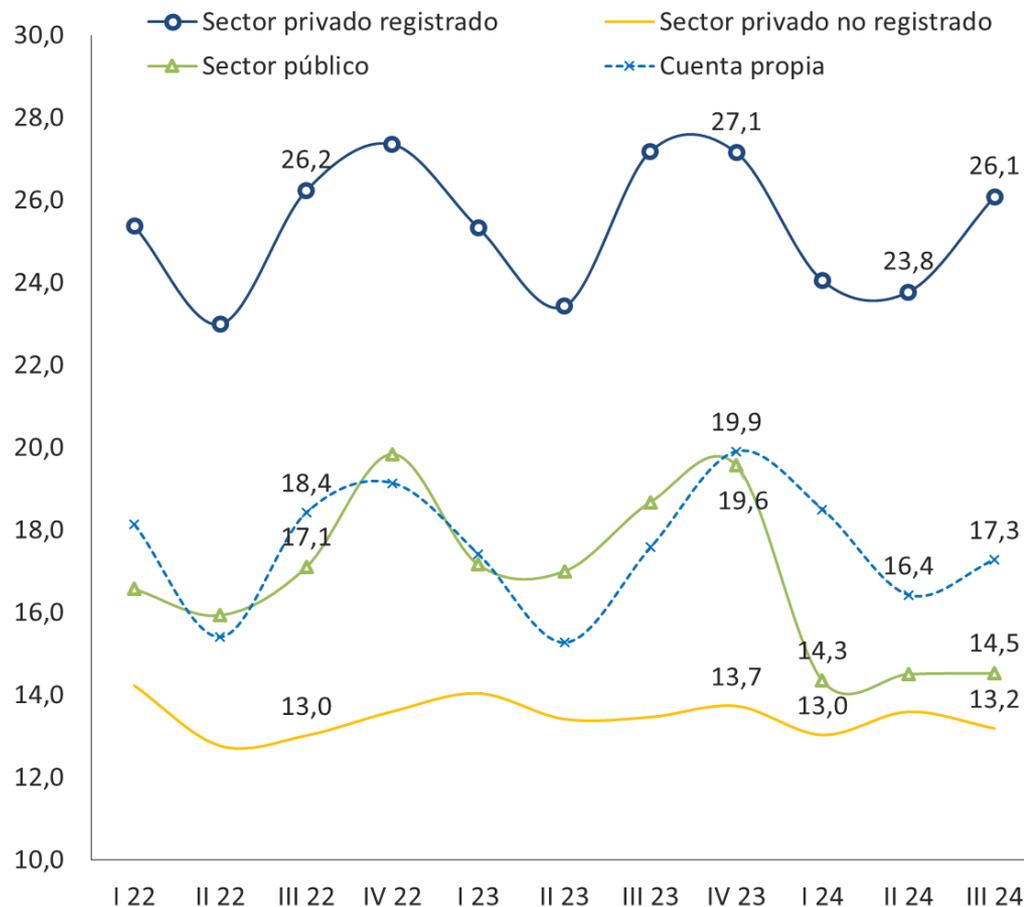
Evolución del poder adquisitivo del salario promedio registrado de los sectores público y privado según el IPC y el IPC reponderado* (índice nov-23=100), Noviembre 2023- Enero 2025



*El IPC reponderado surge de tomar las variaciones de precios de cada una de las 12 divisiones en las que se clasifica el IPC y ponderarlas según el peso que les corresponde en la ENGHo 2017/18 en lugar de la de 2004/05.

- La heterogeneidad salarial exhibe, por lo tanto, cierta recuperación del salario real en los trabajadores del sector privado registrado que no se replica en la misma proporción en los asalariados del sector público y tampoco en los del sector privado no registrado.
- Esta heterogeneidad remite a la necesidad de evaluar el peso que tiene cada uno de estos estratos de trabajadores en el consumo privado. No se trata de evaluar su nivel de consumo, ya que parte de sus ingresos pueden ser ahorrados por ejemplo, sino la evolución del indicador de consumo potencial de acuerdo a su volumen de ingresos.
- Las evidencias permiten afirmar que la recesión inicial generó un impacto profundo en la capacidad de consumo de las distintas categorías ocupacionales ya que el peso relativo de su masa de ingresos se redujo en relación a un consumo privado en decadencia.
- Pero lo más interesante es que la incipiente recuperación de la actividad y el consumo a partir del tercer trimestre de 2024 parece haber estado más impulsada, entre otros factores, por los trabajadores del sector privado registrado y los cuentapropistas, que aumentaron su peso en el consumo, que por los trabajadores del sector público y los asalariados no registrados que no lograron aumentar su peso relativo.

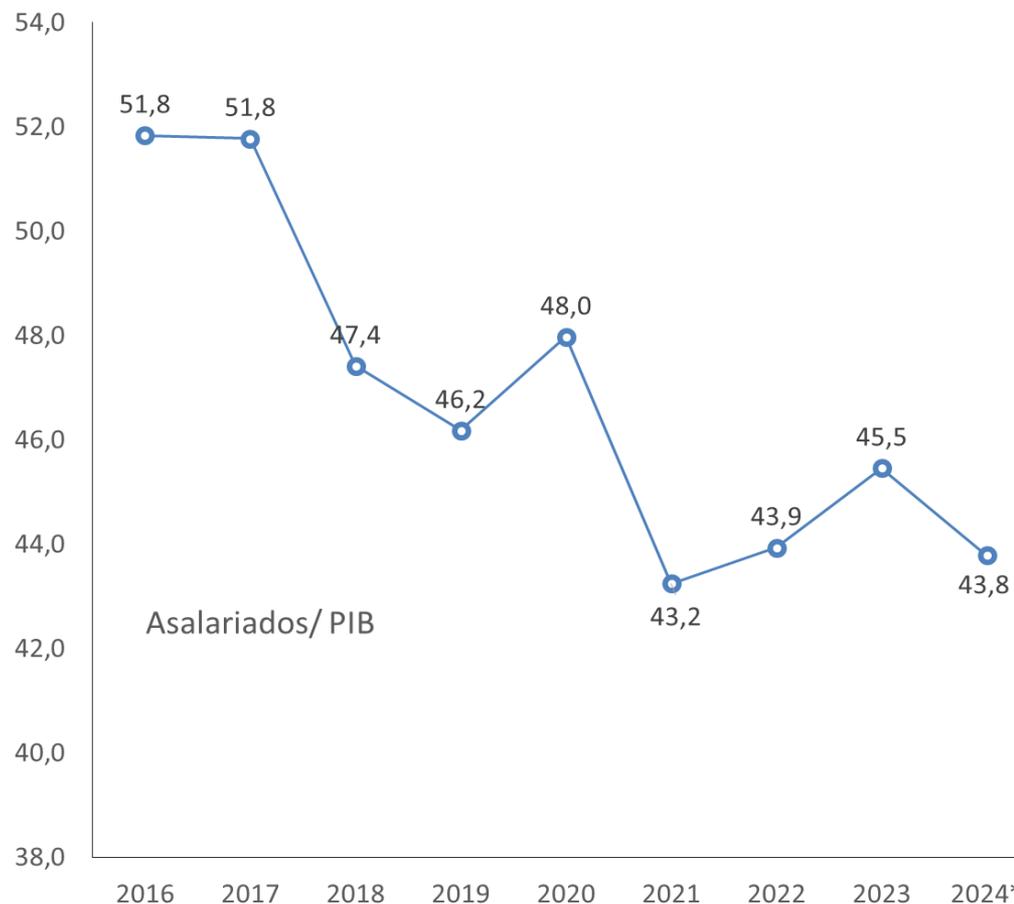
Participación de la masa de ingresos en el consumo privado según categoría ocupacional (porcentaje), 1er trimestre 2022-3er trimestre 2024



*Los cuenta propia corresponden al ingreso mixto bruto.
Fuente: elaboración propia en base al INDEC (CGI) y SIPA.

- A pesar de la recuperación parcial del salario real de los trabajadores registrados del sector privado en la segunda parte del año, los resultados de la participación de los asalariados en el PIB muestra una caída de 45,5% a 43,8% entre 2023 y el promedio de los tres primeros trimestres de 2024.
- Se consolida, así, una tendencia de largo plazo en materia de regresividad distributiva, ya que la remuneración al trabajo asalariado representaba el 51,8% del PIB en 2016, proceso en el que se inició una tendencia al descenso de ese indicador.
- Durante la administración Macri, la incidencia de los trabajadores en el ingreso cayó de ese 51,8% al 46,2%. En el marco del gobierno del Frente de Todos no solo no se logró recuperar el peso relativo de los salarios en el PIB sino que se mantuvo la tendencia a la baja, finalizando el mandato con una participación de 45,5%.
- La caída del 45,5% al 43,8% entre 2023 y 2024 obedece en parte al impacto que tuvo la devaluación de diciembre de 2023 en la aceleración del proceso inflacionario y, en parte, a la reducción del empleo en la industria y el comercio que se evaluará posteriormente.
- Cabe mencionar que el ingreso mixto bruto mantuvo su participación (del 14,0% al 14,6%).

Participación de los asalariados en el ingreso (porcentaje), 2016-2024

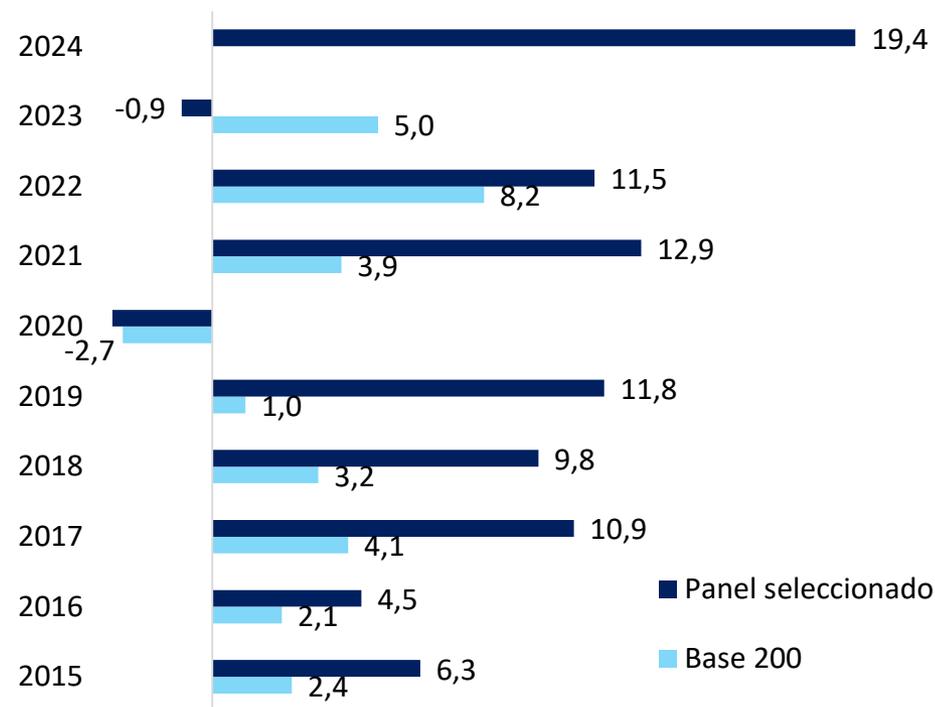


*El dato de 2024 corresponde al promedio de los primeros tres trimestres.
Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

Aumento de la rentabilidad

- La contracara del proceso de regresividad distributiva es el aumento de la rentabilidad empresarial. Si bien, el excedente empresario en relación al PIB se mantuvo estable entre 2023 y 2024, ello esconde la heterogeneidad que también existe en el seno empresarial.
- Una forma de aproximarse a esta cuestión es indagando los balances de 12 grandes empresas que cotizan en la Bolsa de Valores, cuya utilidad neta sobre ventas fue en promedio de 19,4% en 2024, revirtiendo la pérdida que habían declarado en 2023 (-0,9%).
- Se trata de un nivel que es significativamente superior al que internalizaron desde 2015, cuyo nivel fue superior a la rentabilidad obtenida por la cúpula empresarial (las 200 empresas de mayor facturación anual según la base de datos del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO).
- El ranking de utilidades en 2024 fue el siguiente: Pampa Energía (34,4%), AA2000 (32,1%), TGS (30,5%), Telecom (25,0%), Tecpetrol (23,9%), Loma Negra (23,0%), ARCOR (21,0%), YPF (13,0%), HOLCIM (12,0%), PAE (8,9%), Ternium (5,3%), Mastellone (4,0%).
- En el primer trimestre se registraron las mayores tasas de utilidad, que si bien se redujeron se mantuvieron elevadas en los trimestres posteriores.

Utilidad neta sobre ventas en grandes empresas seleccionadas que cotizan en la Bolsa de Valores* y de la cúpula empresarial (porcentaje), 2015-2024

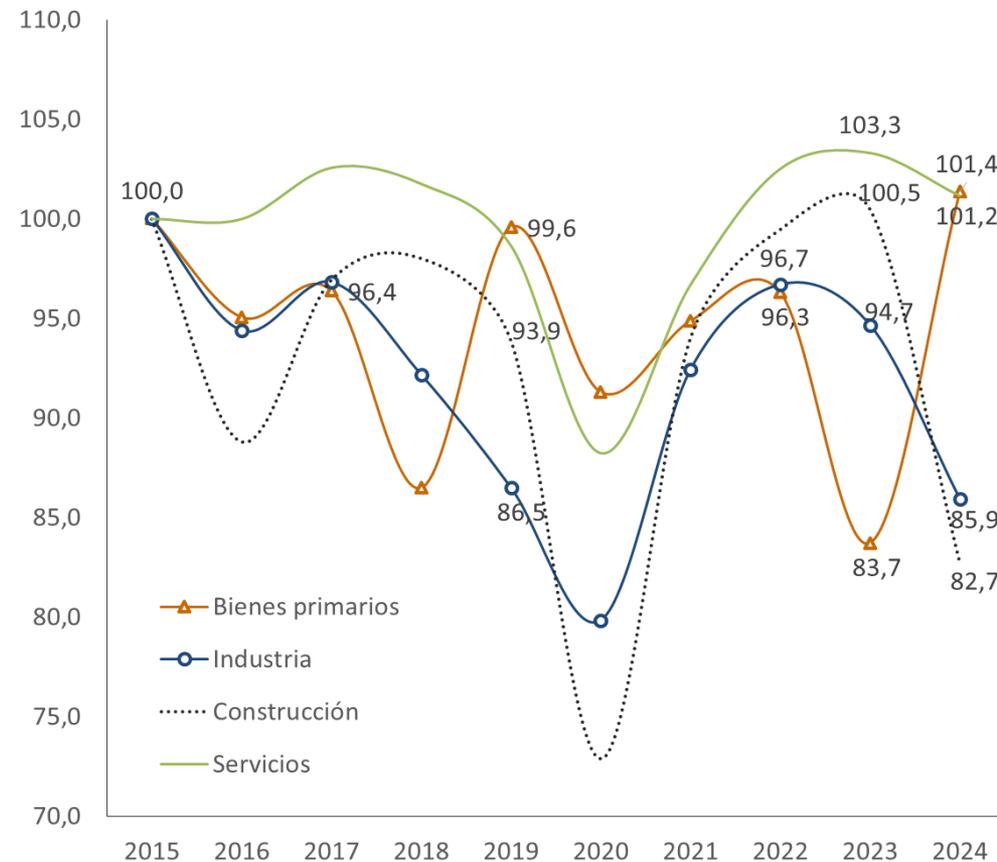


*Se trata de 12 empresas cotizantes de las 200 empresas más grandes del país según su facturación.

Fuente: elaboración propia en base a la CNV y al Área de Economía y Tecnología de FLACSO.

- El análisis sectorial del proceso de recesión y recuperación posterior durante 2024 exhibe, por un lado, el crecimiento de los bienes primarios (es decir del sector agropecuario y de minas y canteras) cuya actividad superó en el promedio anual el nivel de 2015.
- El otro sector que registró una caída moderada (-2,1%) y que, con sus más y sus menos, mantiene su nivel de actividad en la última década, es el sector servicios.
- Por otro lado, se constata una fuerte contracción de la actividad de la industria y la construcción. En el caso de la construcción el descenso alcanzó a 17,7% respecto a 2015 y su nivel de actividad es 17,3% inferior al de 2015. Se trata de un sector especialmente afectado por el ajuste del gasto público.
- El valor agregado industrial registró, por su parte, una contracción de 9,2% interanual en 2024, consolidando la nueva fase de desindustrialización de la economía argentina cuyos alcances son similares a los de la primera modalidad de valorización financiera (1976-2001). Ésta tuvo dos etapas especialmente críticas: la del gobierno de Macri cuando cayó 13,5% y la del gobierno de Milei. En ambas el sesgo antindustrial de la política económica combinó el ajuste en los ingresos, la apertura comercial y el impulso a la valorización financiera.

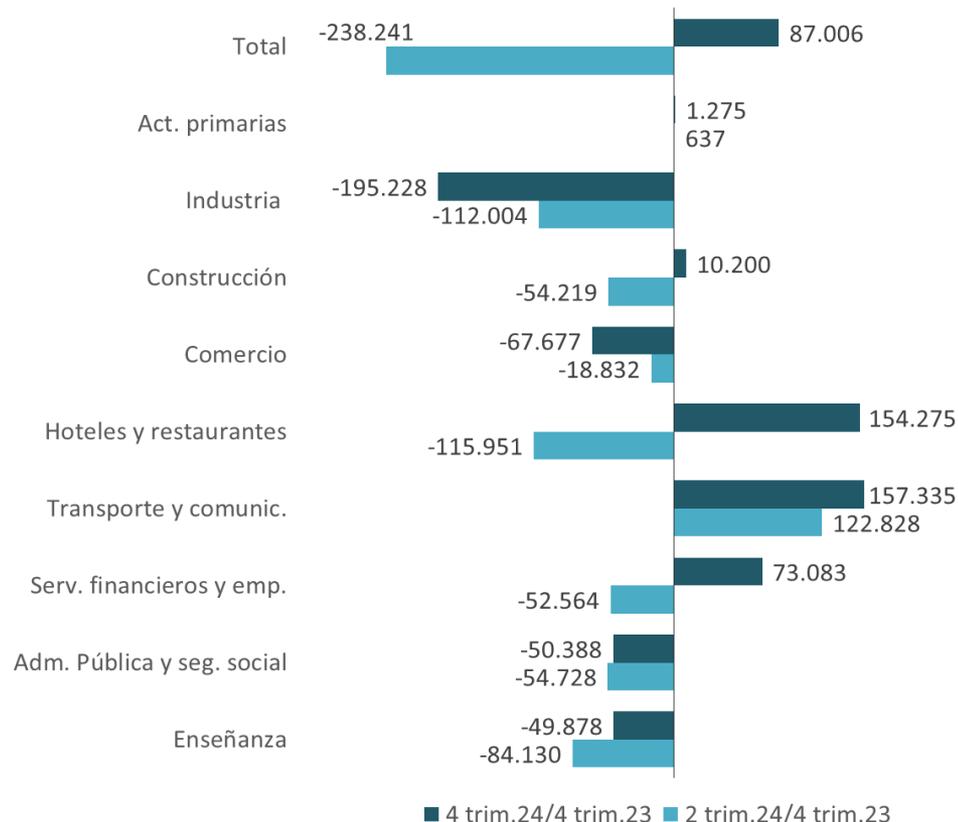
Evolución del PBI y de los principales sectores de actividad (índice 2015=100), 2015-2024



Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

- La dinámica del empleo muestra que tras la caída del primer semestre, cuando la cantidad de ocupados se había reducido en casi 240.000, se tendió a recuperar sumando 87.000 personas ocupadas en el cuarto trimestre de 2024 respecto a igual período del año anterior. Desde el punto de vista de la tasa de empleo ello se reflejó en un leve descenso del 45,8% en el cuarto trimestre de 2023 al 45,7% en el mismo período de 2024.
- Desde el punto de vista sectorial resulta interesante advertir la fuerte caída del empleo industrial en el marco del proceso de desindustrialización, que no se detiene sino que se profundiza en el segundo semestre de 2024. Así, la reducción alcanza a 195.000 obreros industriales.
- Aunque en magnitudes menores, en el comercio la caída en la cantidad de ocupados fue de poco menos de 68.000 personas, en el sector público de 50.000 y en el rubro de la enseñanza de casi 50.000.
- Las actividades que más que compensan esa destrucción de empleo fue el transporte (con incrementos de 157.000) y hoteles y restaurantes que revirtió la fuerte caída del primer semestre (154.000). Por su parte, la construcción logró revertir también la caída del empleo del primer semestre.

Diferencia en la cantidad de ocupados según sectores de actividad (personas), 4to trimestre 2023-2024



Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

