



Informe de coyuntura N° 45

Diciembre 2024

Informe elaborado por: Pablo Manzanelli y Leandro Amoretti

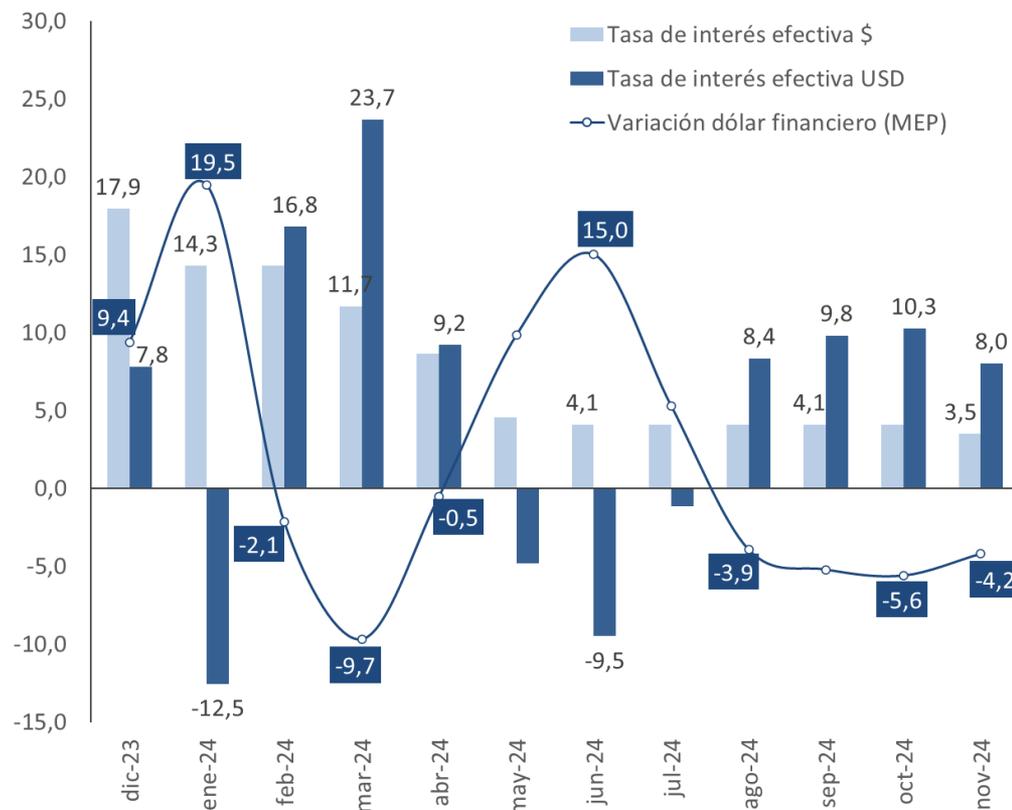
- Desde que asumió el gobierno la Libertad Avanza se puso en marcha un nuevo ciclo de valorización financiera que, por el momento, tiene un carácter de corto plazo dada la fragilidad externa que impera en la economía argentina y que ni la fuerte devaluación inicial, ni el consiguiente ajuste económico, ni el blanqueo extraordinario de capitales pudieron resolver aún.
- En tal sentido, se advirtieron dos “burbujas financieras” en el primer año de gobierno de Milei que se sustentaron en tasas de interés en moneda local que superan la tasa de devaluación de los dólares financieros, generando altas tasas de retorno en moneda dura. Así, la primera de ellas duró apenas tres meses y alcanzó rendimientos en dólares en torno al 35% para quienes entraron en febrero y salieron a fines de abril, cuando se interrumpió la burbuja por la reducción del interés y la suba de los dólares financieros en el marco del estancamiento en la acumulación de reservas. Esta burbuja obtuvo el financiamiento externo del ajuste a las importaciones derivado de la devaluación de arranque y el retraso en el pago de las mismas por parte del gobierno. La segunda burbuja, en cambio, se puso en marcha a partir de agosto y su principal financiamiento externo fue el blanqueo extraordinario que implicó el ingreso de 23.300 millones de dólares. Esta situación excepcional permitió la convergencia de la reducción del dólar financiero con tasas de interés en pesos en torno al 4% mensual que se reflejaron en rendimientos en dólares de 30,1% para quienes ingresaron en agosto y salieron en noviembre.
- Se trata del “veranito financiero” que aún no finalizó pero que ya empezó a exponer las contradicciones propias de los ciclos de valorización financiera que históricamente se estrangulan por el lado del sector externo. La primera prueba de ello es que pese haber ingresado 23.300 millones por el blanqueo (20.600 en forma de depósitos) las reservas brutas no se recompusieron significativamente. Si se las contrasta con el pico de junio, en la actualidad son apenas 1.200 millones más altas.
- Ese análisis se agrava si se consideran dos elementos de relevancia. El primero es que la cuenta corriente del balance cambiario registró en los últimos meses niveles de déficit en torno a 2,4% del PBI que son equivalentes a los previos al estallido de la burbuja financiera en tiempos de Macri (2,7% del PBI mensuales). El segundo se asocia a que el blanqueo intensificó un proceso que ya estaba en marcha: un verdadero “festival” de obligaciones negociables en moneda extranjera por parte de grandes empresas, cuyos montos superan a los del primer bienio de la valorización financiera de Cambiemos (7.619 vs. 4.000 millones de dólares). Sus vencimientos son de corto plazo y van a requerir divisas para cancelarlos si no logran retroalimentar la valorización financiera con endeudamiento. 2

- A diferencia de otras experiencias de valorización financiera en ésta se advierte, al menos en esta primera etapa, la ausencia de financiamiento externo, lo que evidencia que el riesgo argentino es superior a las pulsiones que se derivan de los altos rendimientos en dólares de las colocaciones locales. Por una parte, esto se refleja en la incapacidad del gobierno para refinanciar las amortizaciones de capital de la deuda pública. Insólitamente para el *expertise* del Ministro de Economía, en lo que va del gobierno se llevó a cabo un desendeudamiento “forzoso” en moneda extranjera (-10.100 millones de dólares). Por otra parte, la inversión de portafolio y la extranjera directa de los no residentes son aún más reducidas que en el crítico año 2023 (las primeras fueron negativas y las segundas se redujeron 4,4% interanual a pesar del RIGI, Vaca Muerta y las políticas “pro mercado”).
- Ahora bien, más allá de estos comentarios que hacen a la sostenibilidad del proceso, vale la pena señalar las consecuencias sobre el nivel de actividad económica y la tendencia hacia la conformación de una nueva estructura de precios relativos en detrimento de la producción industrial y más regresiva en la distribución del ingreso.
- La devaluación inicial, el mega ajuste fiscal, la caída de los ingresos reales, la apertura comercial y los sesgos anti productivos de la política económica derivaron en una recesión significativa que fue de 3,1% interanual en los primeros 9 meses de 2024, pero si se excluye al sector agropecuario afectado por la sequía la reducción asciende a 5,5%. Se trata de un nivel que es más de la mitad del de la pandemia y más del doble de la crisis del bienio 2018-19. Su epicentro estuvo en la industria, la construcción y el comercio cuyas caídas fueron superiores a las de 2020.
- La tendencia a la desaceleración del ritmo inflacionario tiene en la recesión y en la estabilización del dólar una contribución decisiva. Por su parte, la apreciación cambiaria en el marco de la apertura comercial provocan cambios en la estructura de precios relativos en detrimento de los bienes (transables), que subieron los precios 5,5% menos que el IPC, y a favor de los servicios (no transables) que aumentaron sus precios 16,4% por encima del IPC. Un *déjà vu* de los noventa y la última dictadura militar.
- El otro precio de la economía con un rezago “histórico” es el salario que sumó una contracción real de 6,8% entre noviembre de 2023 y septiembre de este año, a la caída que viene experimentando desde la etapa de Cambiemos. Acumula desde allí una reducción de 29,5%. Este fenómeno, que es heterogéneo entre el sector público y privado, y la caída del empleo determinaron el descenso en la participación de los trabajadores en el ingreso del 46,4% a 43,9% entre los primeros semestres de 2023 y 2024. Como contrapartida, la rentabilidad ascendió especialmente en las grandes empresas que duplicaron sus tasas de utilidades sobre ventas.

1. La valorización financiera con límites estrechos

- La valorización financiera durante el gobierno de Milei se inscribe en un escenario de fragilidad externa por lo que sus ciclos son de corto plazo. Las ganancias en moneda dura se obtienen cuando la tasa de interés en pesos supera la variación del tipo de cambio financiero que es el accesible para el mercado. Cabe aclarar que aquí se utiliza, a modo de ejemplo, la tasa de política monetaria cuyos rendimientos son similares a otros activos financieros (como las LECAP o el BONCAP).
- De acuerdo a las evidencias se pueden constatar dos “burbujas financieras”. La primera fue después de la devaluación de arranque y abarcó el período febrero-abril, donde la apreciación nominal del dólar financiero fue contemporáneo a tasas de interés efectivas mensuales del 11,5% en promedio, lo que derivó en rendimientos en dólares en torno a 16,6%. Este primer ciclo se interrumpió en mayo por efecto de la reducción del interés y la suba del dólar financiero que estrangulaban 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 con tasas de interés en pesos en torno al 4% mensual. Esto se refleja en rendimientos en dólares del 9% por mes.
- Los rendimientos teóricos en dólares de la bicicleta financiera de Milei acumulados trepan al 66,6% entre diciembre de 2023 y noviembre de 2024.

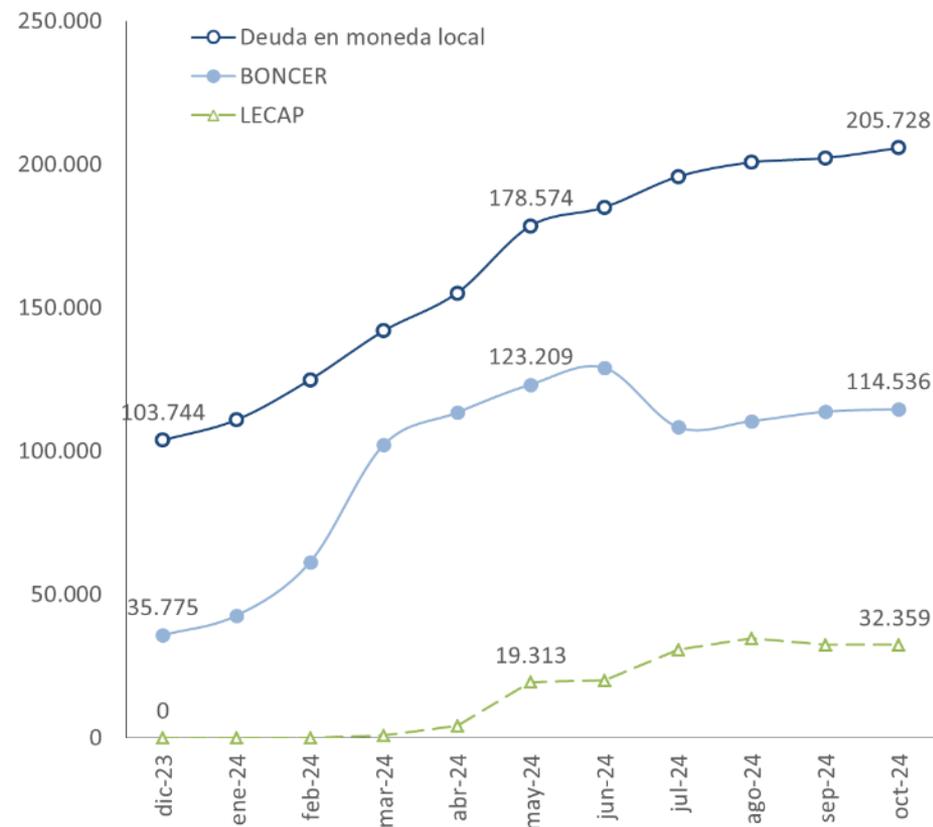
Tasa de política monetaria en pesos y en dólares y variación promedio mensual del dólar MEP (porcentajes),
Diciembre 2023- Noviembre 2024



Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

- Aunque no se limite a la deuda del Tesoro Nacional, cabe señalar que este proceso de valorización financiera se inscribe, y tiene por ende un sustento, en el incremento de la deuda en pesos. Ésta registró un incremento de 101.984 millones de dólares entre diciembre de 2023 y octubre de 2024, lo que equivale a casi duplicar el stock que estaba vigente en diciembre de 2023 (+98,3%). Cabe señalar que en este contexto la deuda pública en moneda extranjera tuvo un desendeudamiento “forzoso” equivalente a 10.100 millones por la falta de financiamiento.
- El endeudamiento en moneda doméstica obedece, solo en parte, al traspaso de la deuda del BCRA al Tesoro Nacional. Para ello se reemplazaron las LELIQ y pases de pasivos del BCRA, que estaban en poder de los Bancos, fundamentalmente por las LECAP, cuya tasa de interés efectiva mensual tuvo un promedio de 4,2% entre marzo y octubre, tendiendo a reducirse levemente (3,9% en octubre).
- Sin embargo, el grueso del endeudamiento en moneda local fue a través del BONCER, cuyo stock trepó de 35.775 a 114.536 millones de dólares, tras haber alcanzado un pico apenas superior en junio. Es decir que este título –con cupón cero (el precio está implícito en la subasta) y que actualiza por CER– se triplicó durante el gobierno de la Libertad Avanza y en octubre fue equivalente a más de la mitad del total de deuda en pesos.

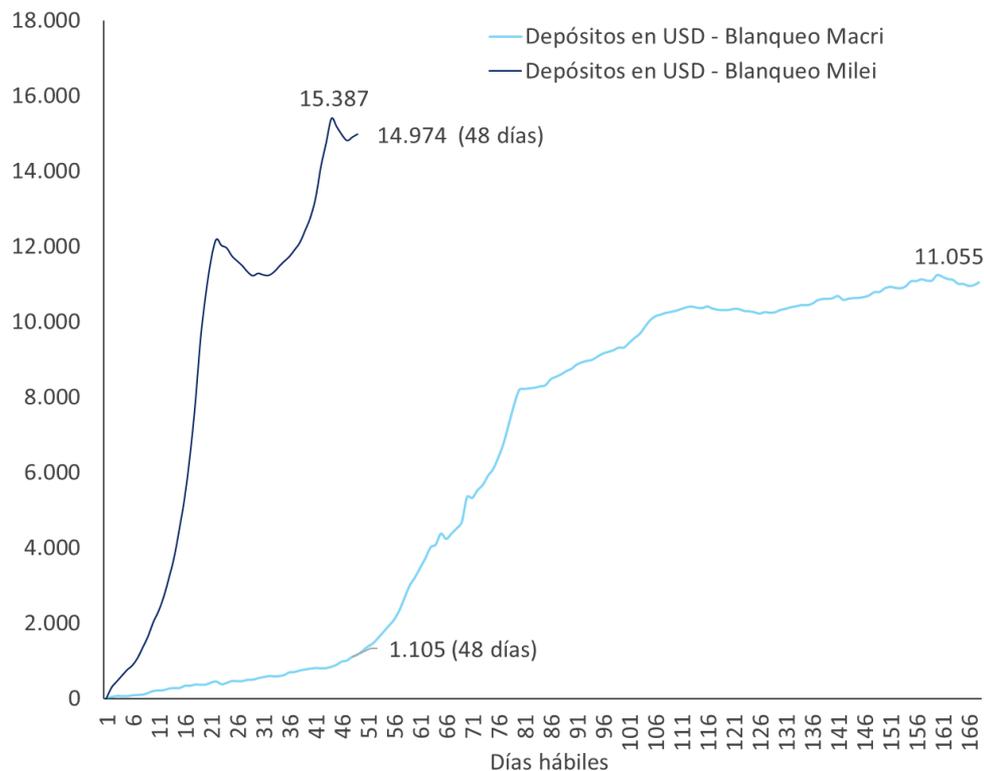
Stock de deuda en moneda local de la Administración Nacional y sus principales instrumentos (millones de dólares), Diciembre 2023- Octubre 2024



Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía.

- Desde el punto de vista del sector externo la valorización financiera se financió, en su primera burbuja, con el ajuste de las importaciones que se sumaron al atraso en su pago. En la segunda burbuja sobresalió el 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). Se trata de un monto que equivale a prácticamente la mitad del acuerdo con el FMI.
- Resulta interesante advertir que la importancia de los depósitos como instrumento del blanqueo constituyen una diferencia respecto al blanqueo de Cambiemos (Ley 27.260), cuando se regularizaron activos por 116.800 millones de dólares pero ingresaron por la vía de los depósitos locales apenas 7.728 millones.
- Si se contrasta la evolución de los depósitos privados en dólares en los primeros 48 días hábiles de los dos blanqueos se advierte un aumento de casi 15.000 millones en el de Milei y apenas 1.105 en el de Macri (cuyo resultado total fue 11.055 millones en 167 días en que estuvo vigente).
- Cabe señalar que el blanqueo de Milei tuvo una alícuota inicial menor que la de Macri (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.

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

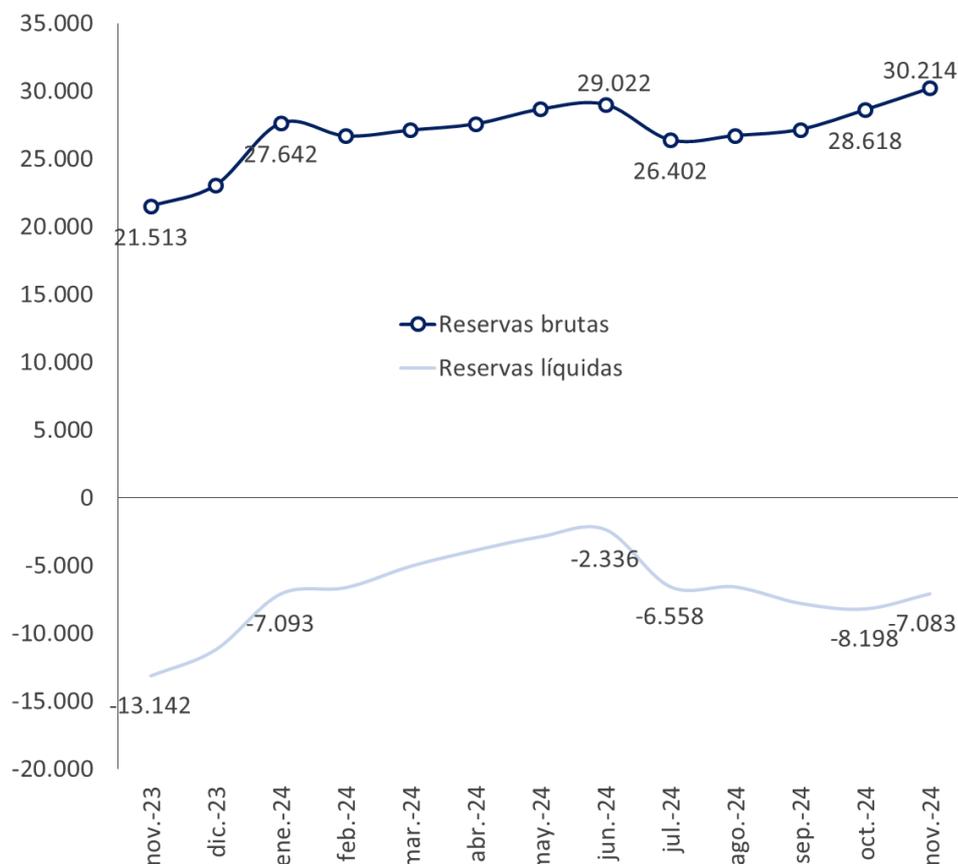


Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

Las reservas y el techo de cristal

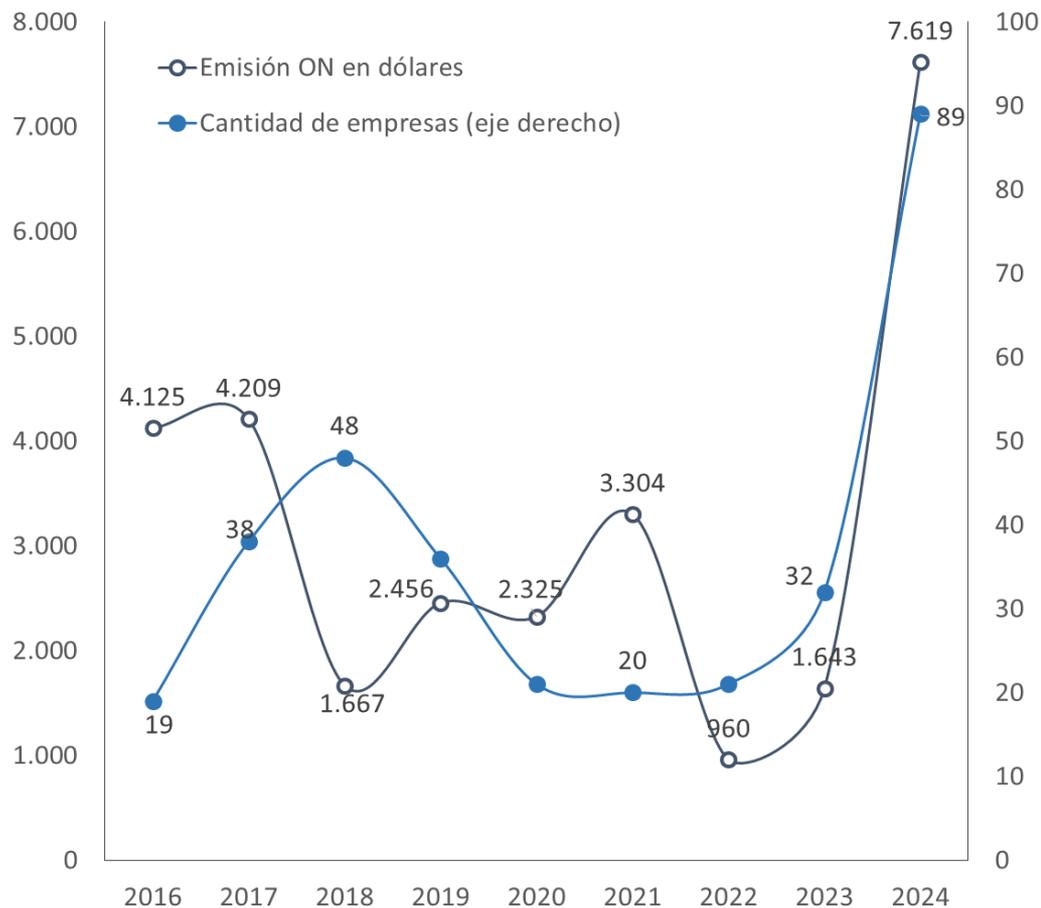
- Más extraordinario que el blanqueo es el hecho de que habiendo ingresado 23.321 millones de dólares en apenas dos meses (y que los depósitos hayan aumentado en casi 15.000 millones), las reservas no hayan aumentado significativamente. Esto expone la fragilidad externa que tiene este ciclo de valorización financiera de corto plazo.
- Las evidencias indican que las reservas experimentaron una importante recuperación hasta junio: +7.509 millones en las reservas brutas y +10.807 en las líquidas. Esa recomposición se derivó, en lo fundamental, del ajuste a las importaciones y el atraso en su pago que fue de 14.611 millones de dólares en los primeros 7 meses de gobierno.
- La caída de reservas en julio fue contemporánea al inicio del déficit de la cuenta corriente del balance cambiario y la suba del dólar financiero que marcó un punto de inflexión en la valorización financiera.
- Eso solo pudo ser morigerado por el ingreso extraordinario del blanqueo. Sin embargo, a pesar de su importancia las reservas brutas solo aumentaron 1.192 millones de dólares respecto a junio, en tanto que las líquidas cayeron significativamente (4.747 millones). En este período se tendió a regularizar la deuda comercial con los importadores, al tiempo que el propio blanqueo impulsó un fenómeno que ya mostraba signos de expansión: la emisión de obligaciones negociables del sector privado.

Reservas brutas y del BCRA (millones de dólares), Noviembre 2023- Noviembre 2024*



*Datos correspondientes a la última semana de cada mes. Las reservas líquidas sustraen a las brutas el oro, los encajes, las asignaciones de DEG, el swap con China y obligaciones con organismos internacionales.
Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

Monto de la emisión de Obligaciones Negociables en dólares y cantidad de empresas que emitieron (millones de dólares y cantidades), Enero-Octubre 2016-2024

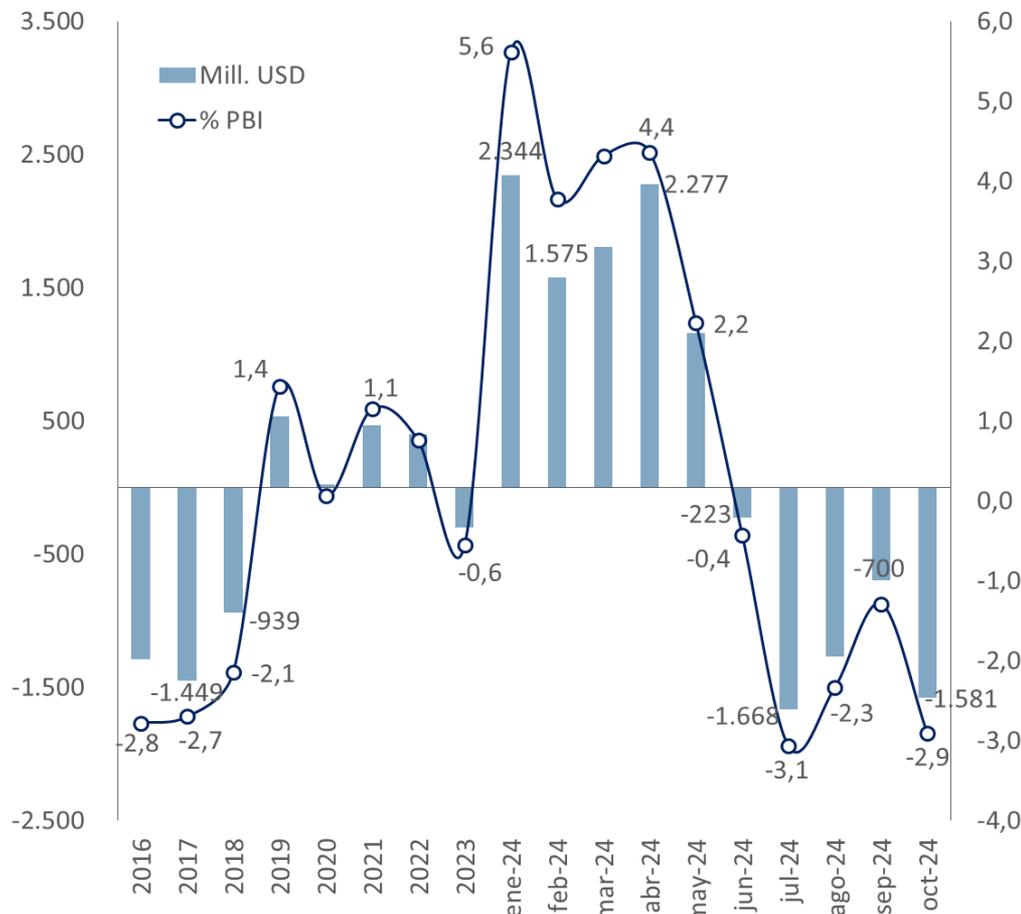


Nota: los datos corresponden al acumulado de los primeros 10 meses de cada año.
Fuente: elaboración propia en base a la CNV.

- La emisión de obligaciones negociables (ON) por parte de las grandes empresas registra un aumento considerable no solo respecto a los años anteriores sino que, incluso, en relación al endeudamiento en tiempos de la valorización financiera de Cambiemos.
- La emisión bruta de obligaciones negociables fue de 7.619 millones de dólares entre enero y octubre de 2024, cuando en 2016 y 2017 habían registrado 4.125 y 4.209 millones de dólares, respectivamente.
- El 74,6% de las ON en 2024 fueron de empresas vinculadas a la energía, y el restante 25,4% se reparte entre telecomunicaciones (10,7%), finanzas (7,5%), industria (4,3%), construcción (1,6%) y agro (1,3%).
- Se registra un incremento inédito de la cantidad de empresas que emiten este título: 89 en 2024 que contrastan con un promedio de 29 firmas entre 2016 y 2023.
- De todos modos, el 90% de las emisiones de esas 89 empresas se concentró en las siguientes: YPF, Telecom, Pan American Energy, Pampa Energía, TGS, Generación Mediterránea, Edenor, Banco Galicia, Vista Energy, Tecpetrol, Banco Comafi, Aluar, IRSA, Cía. Gral de Combustibles.

- Una de las razones por las que se tiende a desequilibrar el sector externo, y que contribuyen a impedir que se recompongan las reservas, se asocia con la consolidación de un déficit de cuenta corriente del balance cambiario en un contexto de apreciación cambiaria e importantes pagos de intereses.
- La cuenta corriente incluye los siguientes componentes del balance cambiario: el saldo comercial de bienes, la balanza de servicios, los pagos de intereses de la deuda, y en menor medida, el giro de dividendos al exterior y el ingreso secundario.
- A partir de junio se evidencia un déficit sistemático de la cuenta corriente que se agravó especialmente desde julio. Entre julio y octubre el desbalance fue en promedio de 1.304 millones de dólares (en torno a 2,4% del PBI).
- Eso no solo contrasta con el elevado superávit de los primeros 5 meses del año sino también con los registros del Frente de Todos. Tal es su importancia que se trata de niveles que se acercan a los de 2017 en la previa del estallido de la burbuja financiera de Macri (1.449 millones de dólares mensuales que representaban 2,7% del PBI en 2017), cuando se podía financiar la brecha con deuda externa.

Promedio mensual del saldo de la cuenta corriente del Balance Cambiario (millones de dólares y porcentaje del PBI), 2016- Octubre 2024

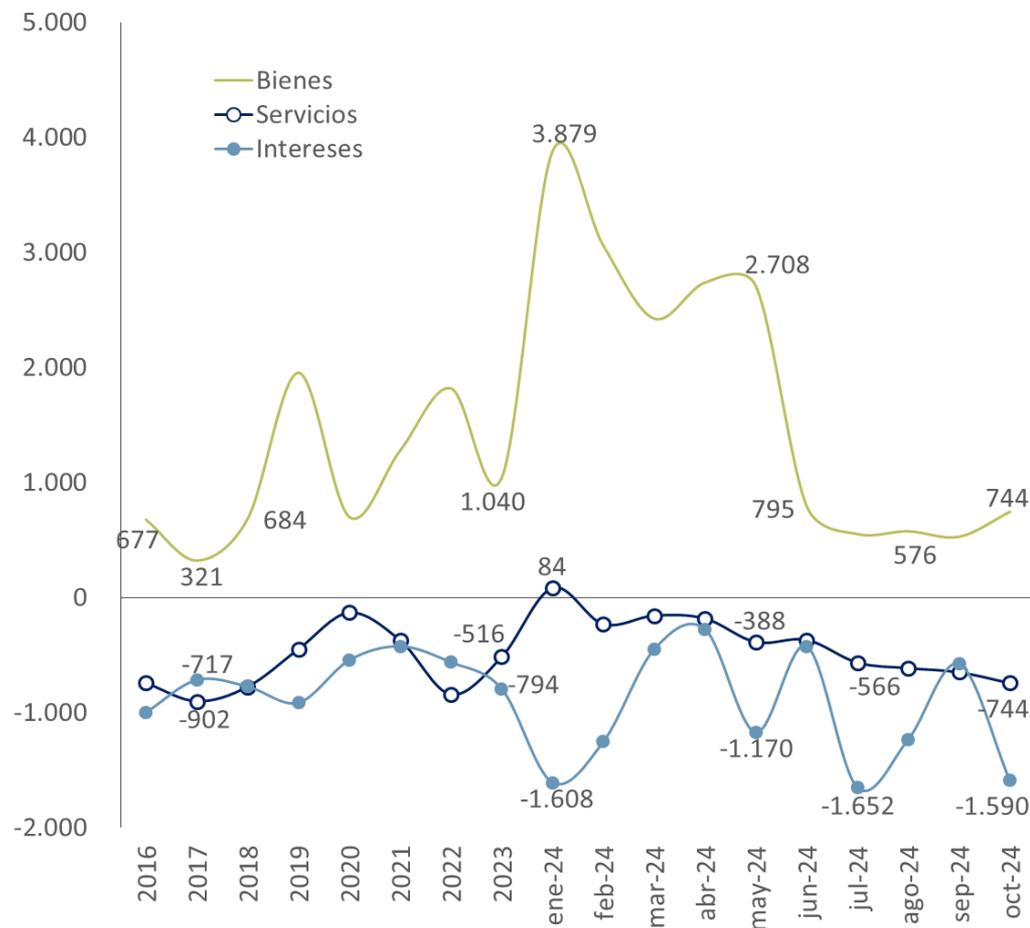


Fuente: elaboración propia en base al BCRA y el INDEC.

Razones del déficit

- El desequilibrio de la cuenta corriente combinó una reducción del superávit comercial, la acentuación del déficit de servicios y abultados pagos de intereses de la deuda.
- El saldo de bienes pasó de un promedio de 3.031 millones entre enero y mayo a 639 millones a partir de junio por efecto, en parte, de la regularización en el pago de las importaciones.
- La cuenta de servicios –donde sobresale el papel del turismo– se tiende a agravar en el marco de la apreciación cambiaria, llegando a registrar un saldo deficitario por 744 millones de dólares en octubre.
- Por último, se pagaron intereses de la deuda por 1.095 millones de dólares mensuales en promedio entre junio y octubre, un monto apenas superior a los del período enero-mayo de este año (952 millones).
- En efecto, se trata de tendencias que ponen de relieve las contradicciones que experimenta el modelo económico de Milei, en un contexto en el que si bien se logró un blanqueo extraordinario y la elevación de la deuda privada, aun no se pudieron generar las condiciones para que ingresen divisas por la vía de la deuda externa pública y las inversiones reales y/o especulativas del exterior.

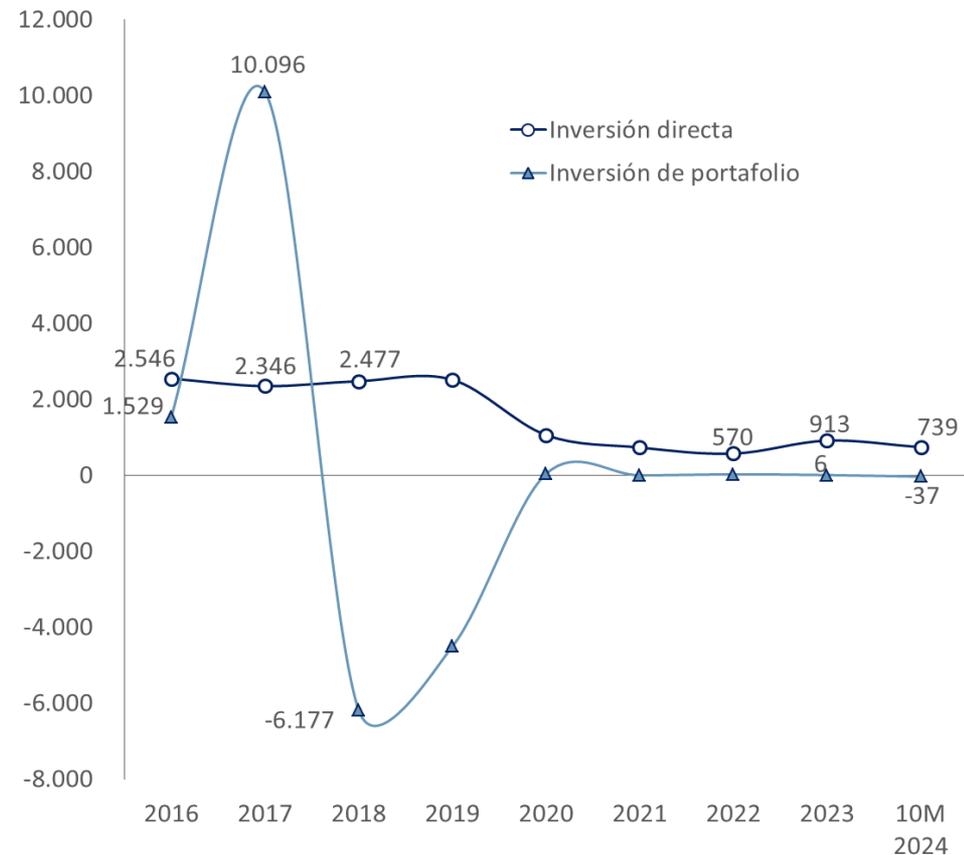
Promedio mensual del saldo de la cuenta corriente del Balance Cambiario según sus principales componentes (millones de dólares), 2016- Octubre 2024



Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

- Efectivamente, no hubo un aumento de las inversiones de cartera en el marco de este ciclo especulativo. A tal punto esto es así que las inversiones de portafolio de no residentes que constan en la cuenta financiera del balance cambiario fueron negativas en 37 millones de dólares, sosteniéndose en un bajo nivel desde que se impusieron los controles cambiarios a fines del gobierno de Macri. Antes de eso se comprueba la “lluvia” de inversiones especulativas que signaron la burbuja financiera de las Lebac en el bienio 2016-2017 y la salida masiva de éstas en el marco de las devaluaciones de 2018 y 2019.
- Resulta un dato para nada menor que la inversión extranjera directa –en el marco del RIGI, Vaca Muerta y las políticas “pro mercado”– tampoco haya experimentado un repunte respecto al crítico año 2023. De hecho la IED se redujo 19% en los primeros 10 meses de 2024 respecto a 2023 y 4,4% si se contrasta con los primeros 10 meses de ese año. Eso contrasta también con la experiencia fallida de Cambiemos cuando la inversión directa promedió los 2.471 millones de dólares.
- En efecto, esta sequía de inversiones (especulativas y directas) del exterior pone de relieve los altos riesgos que se derivan de esta experiencia de valorización financiera de corto plazo.

Saldo neto de la inversión directa y de portafolio de los no residentes (millones de dólares), 2016- 2024*

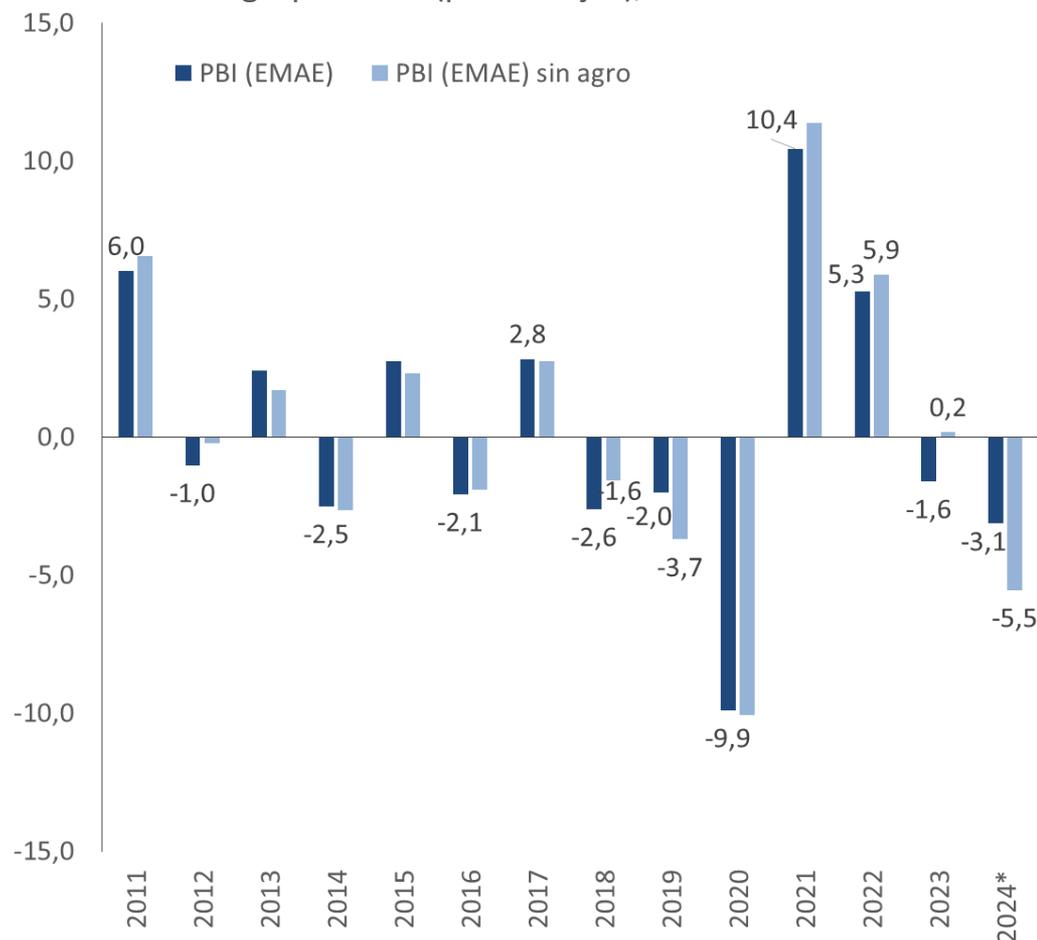


*Datos correspondientes a los primeros 10 meses de 2024.
Fuente: elaboración propia en base al BCRA (Balance Cambiario)

2. Recesión económica, precios relativos y regresión distributiva

- Desde el punto de vista de la economía real, la devaluación inicial, el mega ajuste fiscal, la caída de los ingresos reales, la apertura comercial y los sesgos anti productivos de la política económica derivaron en una recesión significativa, que se monta sobre una década en el que las fluctuaciones del producto bruto determinaron una especie de estancamiento de la actividad económica (el PBI cayó 0,1% anual acumulativo entre 2011 y 2024).
- La contracción de los primeros 9 meses de 2024 fue de 3,1% respecto a igual período de 2023, la cual es inferior a la de la pandemia sanitaria (-9,9%) pero superior a las contracciones anteriores (la más elevada había sido la de 2018 cuando la actividad económica cayó 2,6%).
- El examen del proceso recesivo se agrava si se excluye al sector agropecuario, cuya producción estuvo especialmente afectada por la sequía histórica en 2023, por lo que su expansión interanual tendió a morigerar el impacto de la crisis derivada de la política económica de la Libertad Avanza. Si se excluye al agro, la variación interanual del resto de la economía fue de -5,5% en los primeros meses del año, la mitad de la de la pandemia y más del doble de la de 2018.

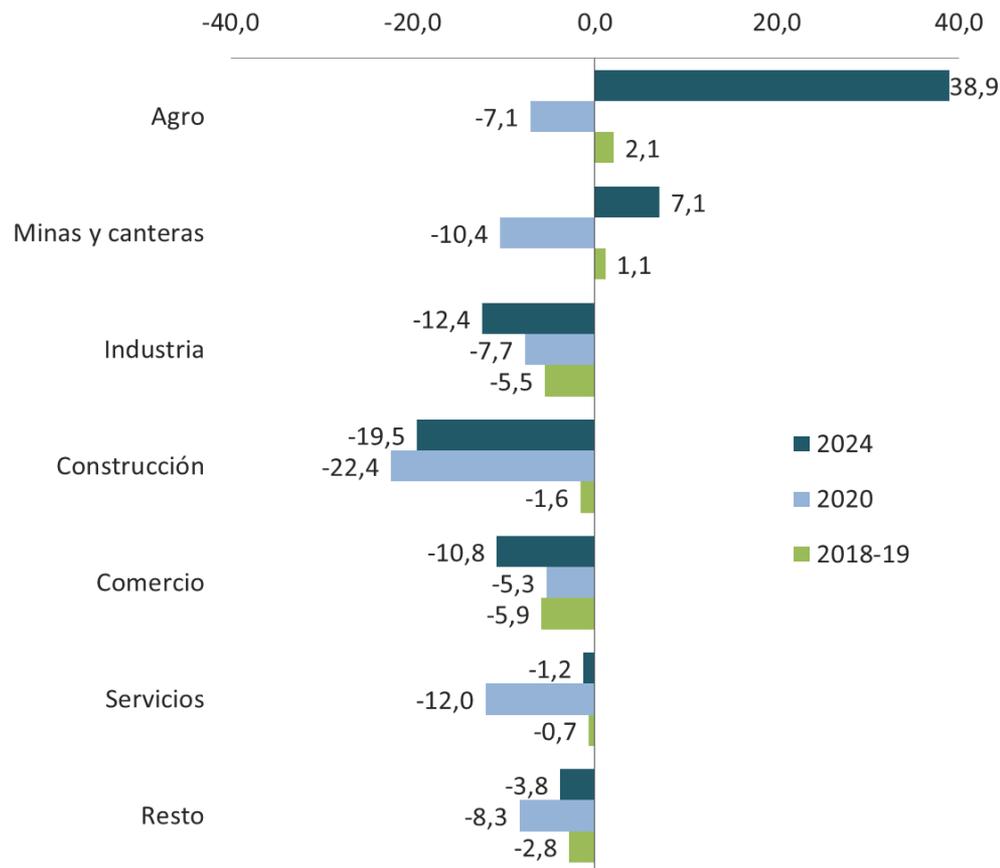
Variación interanual del PBI total y excluyendo al sector agropecuario (porcentajes), 2011- 2024*



*Corresponde a la variación interanual de los primeros 9 meses del año.
Fuente: elaboración propia en base al INDEC (EMA).

- Resulta interesante advertir las heterogeneidades sectoriales del proceso recesivo que inauguró el gobierno de Milei ya que tiende a reflejar la primarización de la economía y el nuevo proceso de desindustrialización que está en marcha desde, por lo menos, la gestión de Cambiemos.
- En primer lugar, cabe señalar que, como se desprendía de los análisis previos, el sector agropecuario experimentó una fuerte expansión después de la sequía de 2023, ya que su producción creció 38,9% en los primeros 9 meses del año respecto a igual período del año anterior. Sin embargo, éste no fue el único sector que registró un incremento de su actividad: minas y canteras ascendió 7,1% interanual en 2024.
- La recesión se tendió a concentrar, en cambio, en la actividad de la construcción, la industria y el comercio mayorista y minorista. Estos sectores cayeron 19,5%, 12,4% y 10,8%, respectivamente, en el acumulado de enero a septiembre de 2024 respecto al mismo período del año anterior.
- Salvo en la construcción, en la industria y el comercio esas caídas fueron, incluso, superiores a las de la pandemia sanitaria. En 2020 la construcción había caído 22,4%, la industria 7,7% y el comercio 5,3% interanual. En la recesión del bienio 2018-19 la industria se contrajo al 5,5% y el comercio al 5,9% anual acumulativo.

Variación interanual del PBI (EMA) según sectores de actividad (porcentajes), 2018-2024*

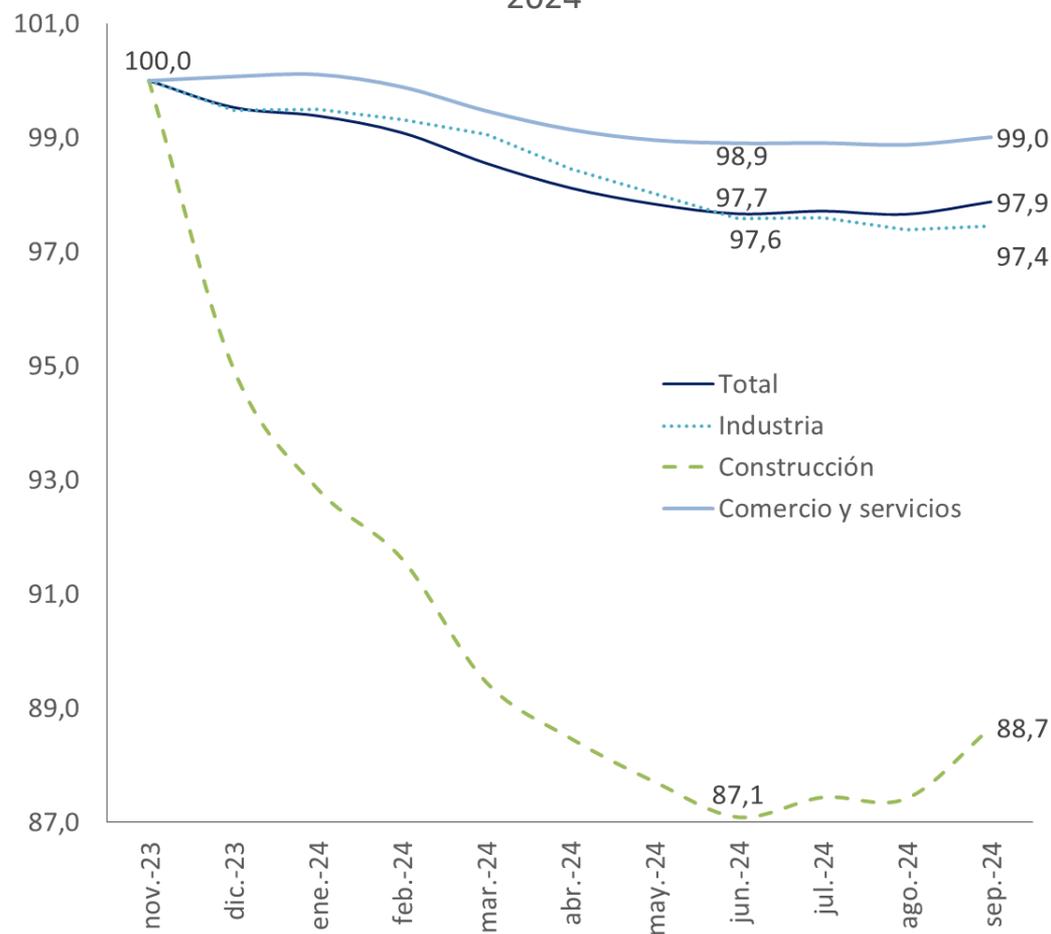


*El dato de 2024 corresponde a los primeros 9 meses del año.
Fuente: elaboración propia en base al INDEC (EMA).

Caída del empleo

- La destrucción del empleo formal en las empresas de más de 10 trabajadores que releva el Ministerio de Trabajo, muestran una reducción de 2,1% entre noviembre de 2023 y septiembre de 2024, habiéndose registrado un piso en junio que con sus más y sus menos se mantiene hasta el presente.
- La actividad que registró una mayor pérdida de empleo fue la construcción. Entre noviembre de 2023 y junio de 2024 la contracción había alcanzado el 12,9%. Posteriormente se tendió a revertir levemente la tendencia pero manteniendo un nivel de empleo en septiembre que fue 11,3% inferior al de noviembre de 2023.
- Aunque en una magnitud menor, el empleo industrial también experimentó una contracción superior hasta junio (-2,4%) y luego se tendió a recomponer en niveles inferiores a los de noviembre de 2023 (en este caso -2,1%).
- El agregado del sector de comercio y servicios muestra una dinámica del empleo, si bien a la baja, más estable que en los otros rubros. La destrucción del empleo en este caso fue del 1% entre noviembre de 2023 y septiembre de 2024.

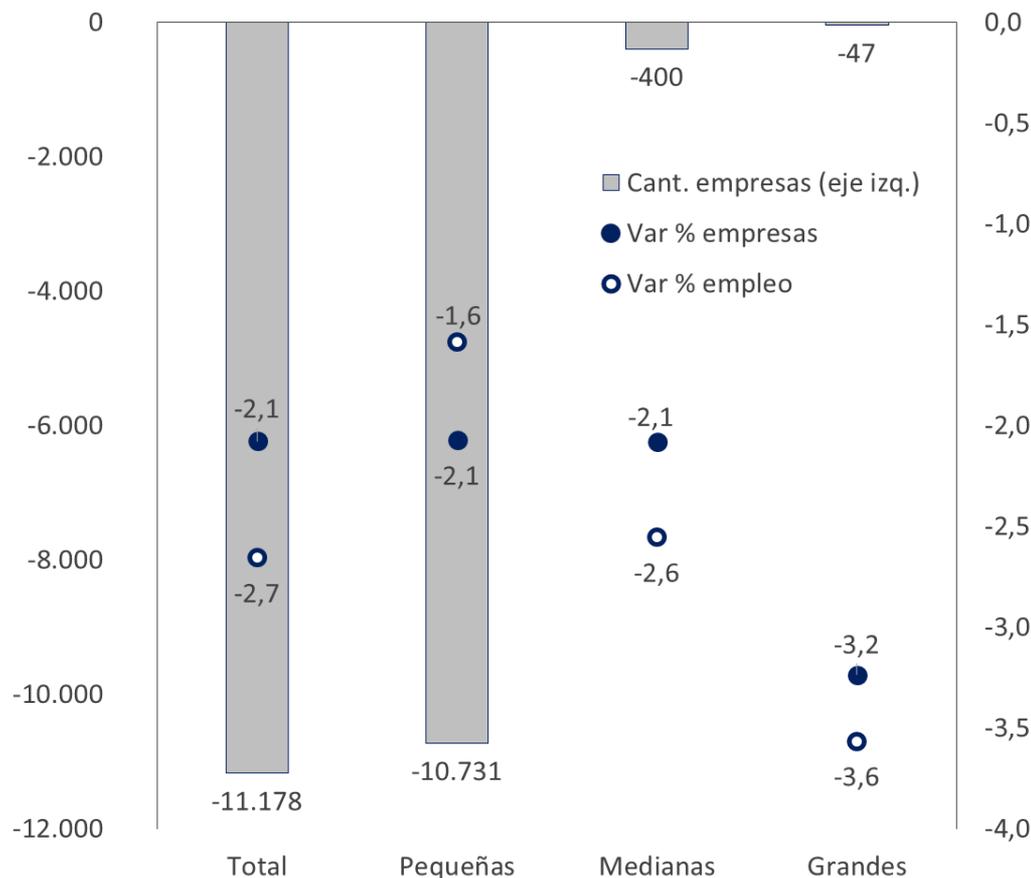
Evolución del empleo en las empresas de más de 10 empleados (índice nov-23=100), Noviembre 2023-Septiembre 2024



Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (EIL).

- Según datos de AFIP se constata una reducción de la cantidad de empleadores que registra el SIPA durante el gobierno de la Libertad Avanza: 11.178 empresas menos entre noviembre de 2023 y junio de 2024, lo que equivale a una reducción de 2,1% de la cantidad de empresas.
- Como es habitual, dado que se trata de empresas más vulnerables, la mayoría de las empresas que cerraron corresponden a pequeñas firmas de menos de 50 empleados (-10.731 entre noviembre de 2023 y junio de 2024). La mortandad de las empresas medianas (entre 50 y 500 empleados) aportó una caída de 400 firmas y las empresas grandes (más de 500 empleados) 47.
- No solo el cierre de éstas últimas –especialmente las de mayor tamaño– resulta cualitativamente importante porque se trata, en la generalidad de los casos, de firmas con mayor “espalda” para enfrentar las recesiones, sino que desde el punto de vista relativo su caída representa un porcentaje mayor (3,2%) respecto a las pequeñas (2,1%).
- Asimismo, vale resaltar que la destrucción de empleo en las grandes empresas fue superior en términos relativos (-3,6%) al de las empresas medianas (-2,6%) y más aún respecto a las pequeñas empresas (-1,6%).

Variación absoluta y relativa de la cantidad de empresas y variación relativa del empleo según tamaño de empresa (cantidades y porcentajes), Noviembre 2023-Junio 2024

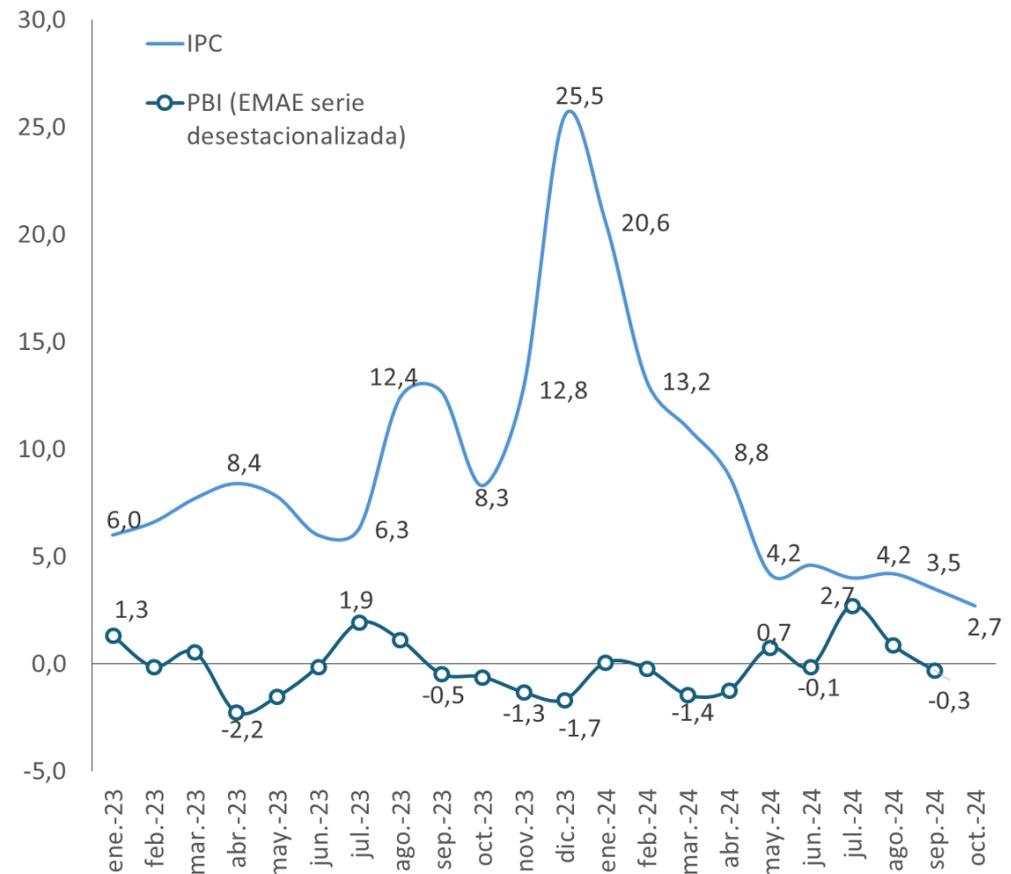


Fuente: elaboración propia en base a la AFIP.

¿Desinflación o recuperación?

- El objetivo central de la política económica está enfocado en la desaceleración del proceso inflacionario a partir, según la óptica oficial, de sostener la contracción de la oferta monetaria, la estabilización del dólar oficial tras la devaluación inicial y la apertura y desregulación económica. Sin embargo, un elemento central en el proceso de desinflación es la propia recesión económica y los bajos niveles de consumo asociados a la misma.
- Por lo tanto, la desaceleración del nivel de precios no solo se enfrenta con el obstáculo derivado de la fragilidad externa en que está inmersa la valorización financiera, sino también en el hecho de no poder avanzar en un fase sostenida de reactivación económica sin afectar –por el lado de la demanda y de las importaciones– el objetivo principal de reducir el ritmo inflacionario.
- Aun sin tratarse de un proceso de recuperación, el momentáneo incremento de la actividad económica en julio y agosto, que fue contemporánea a una etapa de reducción de reservas, estancaron el alza de los precios en torno al 4% mensual, en tanto que la desaceleración posterior ocurrió en un escenario de interrupción de la reactivación y de un cambio de tendencia en la acumulación de reservas en el marco del blanqueo.

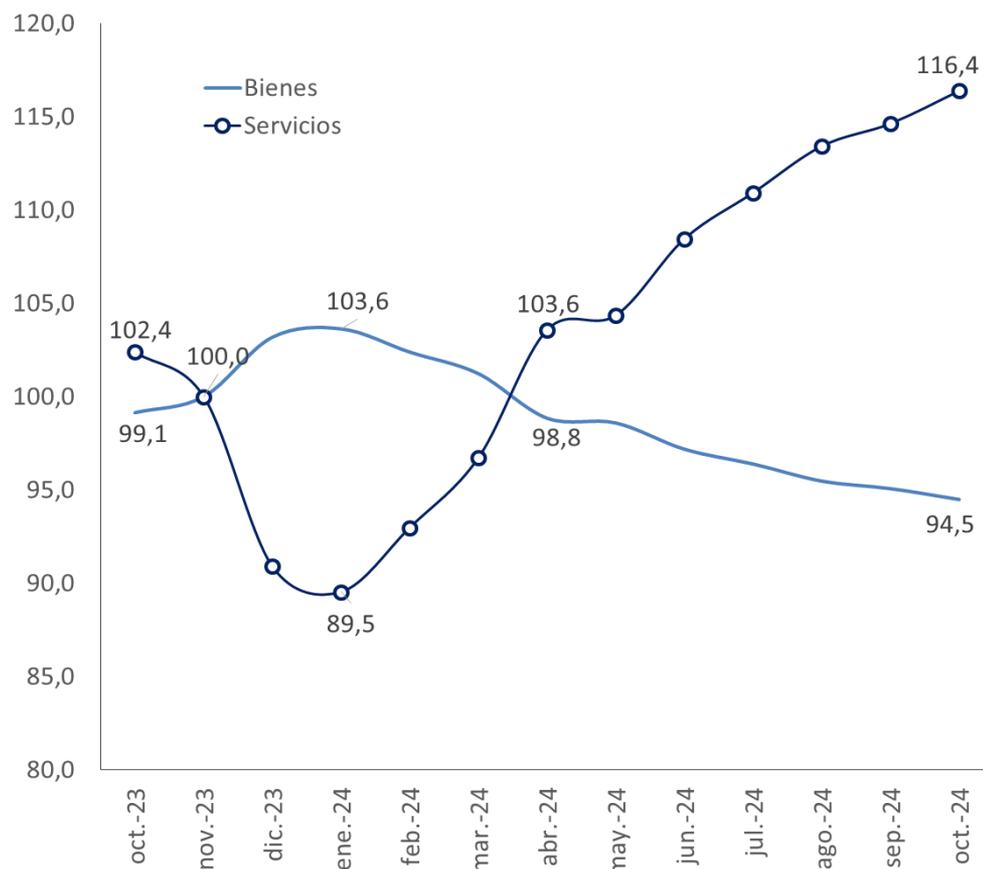
Variación mensual del PBI (EMAE) y del IPC (porcentajes), Enero 2023- Octubre 2024



Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

- La política de precios del gobierno no solo se enfrenta con las problemáticas derivadas del sector externo y los límites al crecimiento de la actividad y el consumo, sino también con un hecho que afectó a experiencias similares en la década de 1990 o durante la última dictadura militar. El intento de reducir la inflación vía apreciación cambiaria y apertura provoca cambios en los precios relativos en detrimento de los sectores transables que son los que están expuestos a la competencia internacional.
- De allí que se constate un profundo cambio en los precios relativos entre los precios al consumidor de los bienes, que subieron 5,5% menos que el IPC general entre noviembre de 2023 y octubre de 2024, y los precios de los servicios que son en general no transables. Éstos últimos elevaron sus precios al consumidor 16,4% por encima del IPC nivel general en el mismo horizonte temporal.
- Esta modificación de los precios relativos no se disocia de la mayor contracción de la actividad y del empleo en el sector productor de bienes, en especial de los de carácter industrial que tienen mayor representación en la canasta de consumo de los hogares.

Precios relativos: relación entre el índice de precios de bienes y servicios y el IPC nivel general (índice nov-23=100), Octubre 2023-Octubre 2024



Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

Retraso salarial de largo plazo

- Desde que asumió el gobierno la Libertad Avanza los salarios reales promedio de los trabajadores registrados cayeron 6,8% entre noviembre 2023 y septiembre de 2024, después de haber alcanzado un piso en enero (en apenas dos meses el salario se había reducido en 15,5%).
- Se advierten importantes diferencias en la evolución de los salarios de los trabajadores registrados en el sector privado, que cayeron 1,5% entre noviembre de 2023 y septiembre de 2024, y la de aquellos que se emplean en el sector público que están afectados por el fuerte recorte presupuestario (en este caso sus salarios descendieron 16,1%).
- Dadas las modificaciones en los precios relativos, también es interesante apuntar que el poder adquisitivo salarial para la compra de bienes tuvo una caída más reducida (-1,9%) respecto al de los servicios (-18,7%) entre noviembre de 2023 y septiembre de 2024.
- En efecto, la reducción de las remuneraciones reales tiende a consolidar la tendencia descendente que puso en marcha el gobierno de Cambiemos (-20,5%) y que no se revirtió durante el Frente de Todos (-4,9%). Así, la caída del salario real alcanza a 29,5% entre noviembre de 2015 y septiembre de 2024.

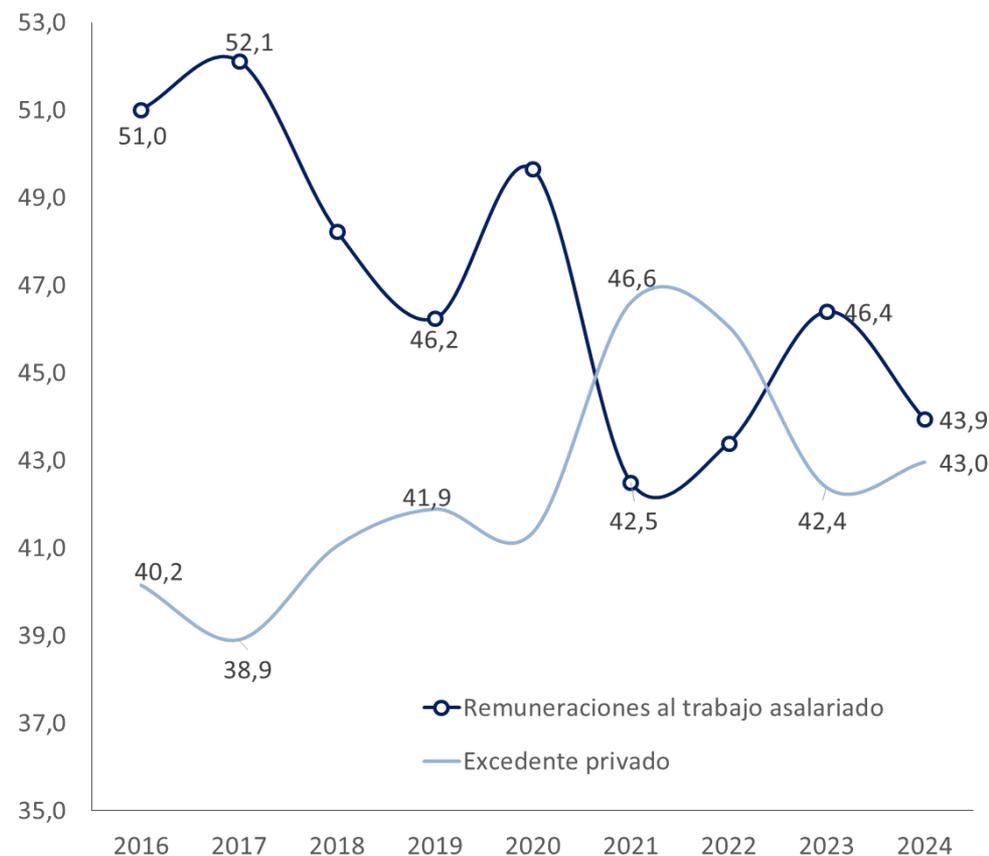
Evolución del salario promedio real de los trabajadores registrados (índice nov-23=100), Noviembre 2015-Septiembre 2024



Fuente: elaboración propia en base al INDEC y CIFRA.

- Como resultado de los procesos anteriores (caída del empleo y los salarios) se advierte una incipiente mayor regresividad en la distribución del ingreso. La participación de los trabajadores en el ingreso pasó de 46,4% en el primer semestre de 2023 a 43,9% en el mismo período de 2024. Una reducción de 2,3 puntos porcentuales respecto al primer semestre de 2016 y de 7,1 puntos porcentuales respecto al primer semestre de 2016.
- Como contrapartida el excedente de explotación que se apropian los empresarios pasó de representar el 42,4% del valor agregado al 43,0% entre los primeros semestres de 2023 y 2024, ubicándose por encima del nivel de 2019 (41,9%) y del primer semestre de 2016 (40,2%).
- En ambos indicadores se advierte que el momento de mayor regresividad distributiva fue durante el bienio 2021-22 ya que, a diferencia de los otros períodos, se trató de años de elevado crecimiento económico.
- Los otros componentes de la distribución funcional son el ingreso mixto (que subió del 13,7% al 14,8% entre los primeros semestres de 2023 y 2024) y los impuestos menos los subsidios (de -2,4% a -1,7% en el mismo período).

Participación de las remuneraciones al trabajo asalariado y del excedente de explotación en el valor agregado (porcentaje), 1er Semestre 2016-2024

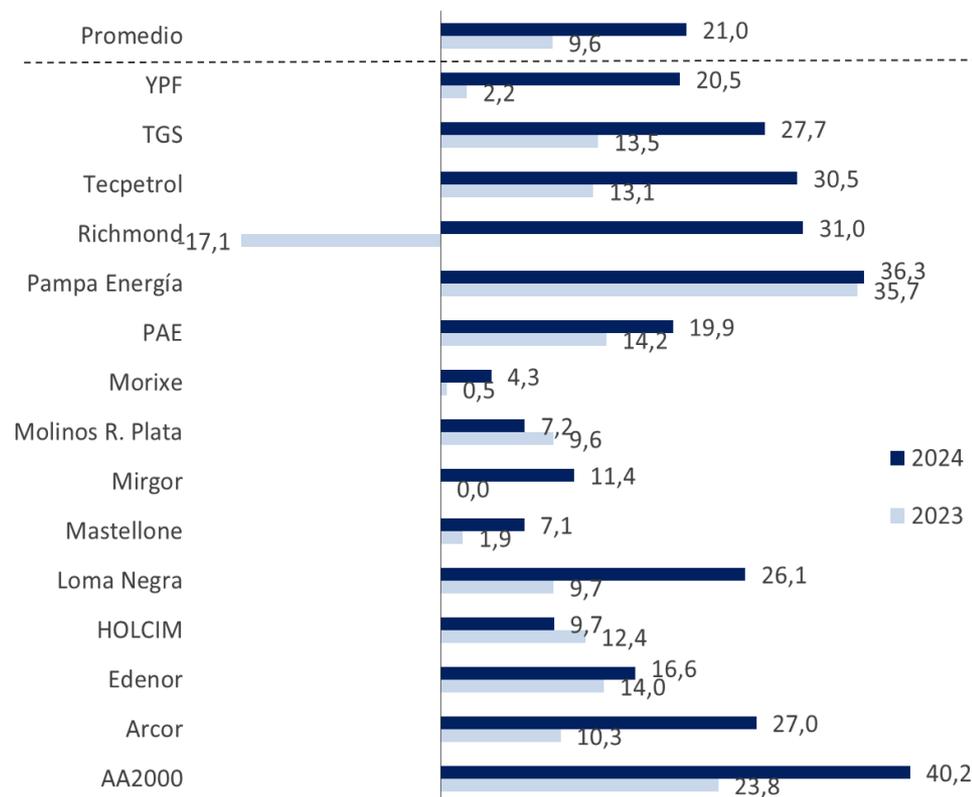


Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

Aumento de la rentabilidad

- En forma más acentuada que en el nivel general, una muestra de 15 empresas líderes registra una mejora significativa en su rentabilidad en 2024. El promedio de las utilidades sobre ventas de esas empresas pasó de 9,6% a 21,0% entre los primeros tres trimestres de 2023 y 2024
- Solo dos firmas, HOLCIM y Molinos Río de la Plata mostraron una disminución de su tasa de utilidad sobre ventas de 2,7 y 2,4 puntos porcentuales, respectivamente. Las 13 empresas restantes promediaron una mejora de 13,6 puntos porcentuales en su rentabilidad.
- La elevación de la rentabilidad se explicó por una suba muy importante de las utilidades en el primer trimestre de 2024, cuando alcanzaron tasas de rentabilidad promedio de 39,0% con un impacto considerable de los ingresos financieros asociados a la devaluación de diciembre. Luego, en el segundo y tercer trimestre la rentabilidad disminuyó aunque se mantuvieron por encima del año previo.
- Entre las empresas que más que duplicaron sus niveles de rentabilidad en 2024 se encuentran YPF, Tecpetrol, TGS, Richmond, Loma Negra, Arcor, Mirgor y Mastellone. Otras empresas que no duplicaron pero que mantuvieron tasas de utilidad elevadas fueron Aeropuertos Argentina 2000 (40,2%), Pampa Energía (36,3%) y Pan American Energy (19,9%).

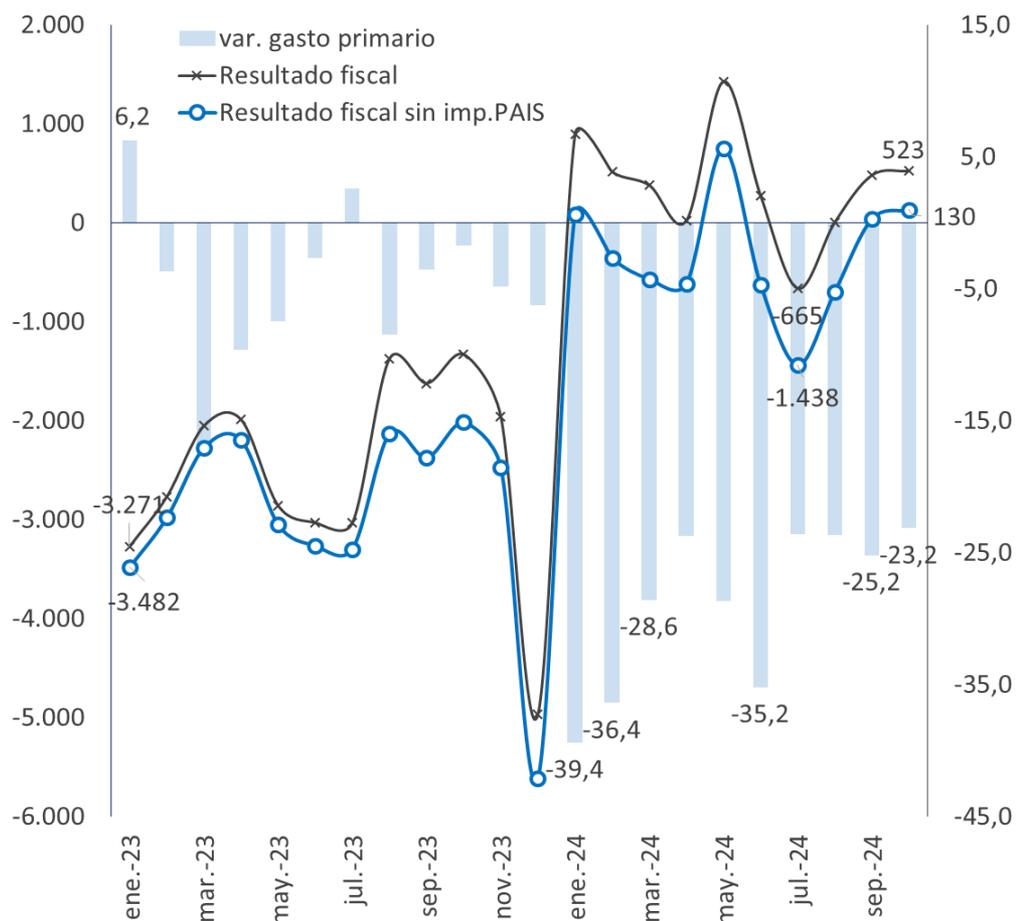
Utilidad neta sobre ventas en grandes empresas seleccionadas (porcentaje), 2023-2024*



*Se trata del acumulado de los primeros tres trimestres del año.
Fuente: elaboración propia en base a la CNV.

- La magnitud del ajuste fiscal y su orientación terminan de configurar la matriz regresiva del programa económico.
- En la comparación de los primeros 10 meses de 2024 y 2023, la contracción real del gasto primario fue del 28,9%, en tanto que la reducción de los ingresos totales fue del 6,6%.
- Las mayores aportes al ajuste fiscal lo realizaron las partidas correspondientes a: prestaciones de la seguridad social, con un retroceso real del 21,2%, explicando así el 26,1% de la caída; gastos de capital con una reducción real del 78,4%, y un aporte del 23,7%; subsidios económicos con un retroceso del 32,9%, y una contribución al ajuste del 12,8%; transferencias a las provincias con una disminución del 67,6%, y un aporte del 9,0%; y remuneraciones con un retroceso del 19,3%, y un aporte del 8,6%.
- El extraordinario ajuste generó un superávit primario acumulado al mes de octubre de \$13,4 billones, y un resultado financiero de \$3,8 billones, ambos en valores constantes. Sin embargo el equilibrio alcanzado muestra fragilidades ante la próxima eliminación del impuesto PAIS. Sin contabilizar el impuesto el resultado financiero acumulado hubiese sido negativo por \$3,3 billones.

Resultado financiero (total y excluyendo el impuesto PAIS) en miles de millones de pesos constantes y variación interanual del gasto primario del sector público nacional (pesos de octubre de 2024 y porcentajes), Enero 2023- Octubre 2024



Fuente: elaboración propia en base al INDEC y ONP.

