

INFORME SEMANAL

Semana #18/2025 | 1 de mayo de 2025 | Tiempo de lectura: 12m

1/ ZONA DE RIESGO

El Gobierno Nacional viene marcando la agenda en materia económica en las últimas semanas a partir del acuerdo alcanzado con el FMI del cual realizamos un informe especial- y la posterior salida del cepo. No obstante, y pese a estos "triumfos", **cabe detenerse en el desempeño de ciertas variables sensibles a la hora de apuntalar un proceso electoral cada vez más cercano.**

Una de esas variables es la **evolución de los salarios, de los cuáles el INDEC dio a conocer durante esta misma semana el dato para el mes de febrero.** El índice general (que agrupa a los asalariados registrados públicos y privados y también a los no registrados) **marcó un incremento nominal del 3,8% mensual.** Como en cada oportunidad que se publica el dato, **es preciso señalar que esta cifra tiene un considerable sesgo al considerar el ingreso de los trabajadores no registrados ya que el mismo tiene un rezago de 5 meses.** En otras palabras, **el indicador agregado refleja un dato que no es tal.**

Si tomamos solamente el caso de los trabajadores registrados, el incremento asciende a un 3% aunque el sector público (+4,5%) es quien lo empuja siendo considerablemente superior al sector privado (+2,3%), algo poco frecuente desde que Milei se encuentra en la presidencia.

Así, **febrero marca un ligero incremento en términos reales de los ingresos del empleo registrado (+0,6%),** aunque como mencionamos previamente, **el sector público explica el signo positivo de esa variación anotando un +2% de crecimiento real frente a un -0,1% del sector privado registrado.** Esto es toda una novedad teniendo en cuenta que la última vez que los salarios privados formales cayeron fue en marzo de 2024.

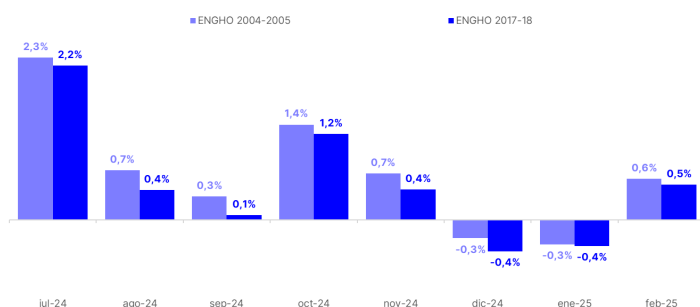
Si en cambio utilizamos la inflación medida con los ponderadores de la ENGH 2017-2018, el salario del segmento registrado crece ligeramente menos (+0,5%), con una caída mayor del sector privado (-0,2%) y un +1,9% de incremento real en los salarios públicos.

EN DOS MINUTOS

1/ Zona de riesgo

La evolución del índice de salarios hasta febrero muestra que los niveles registrados al inicio de la gestión de Milei aún no han sido alcanzados. En la medida en que la inflación permanezca en la zona del 3% mensual será difícil una recomposición si la "mano visible" del gobierno sigue presionando para homologar paritarias que se encuentren por debajo de ese número. Por otra parte, las estadísticas cambiarias continúan empeorando y marzo marca el primer egreso significativo de dólares durante la era Milei. Mientras tanto, el BCRA inyecta pesos en la economía y, aunque advierte que no generarán inflación, podrían poner en riesgo el objetivo del equipo económico de estacionar al dólar en la banda inferior del nuevo esquema cambiario.

Salarios registrados (privados y públicos). Variación real.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

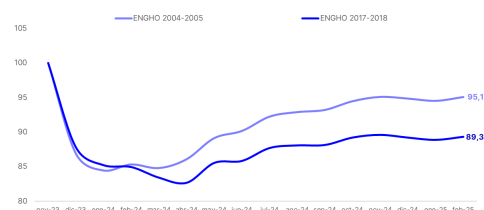
Esto deja una **situación general similar a la de meses previos**, en donde se observa un **estancamiento del sector registrado en niveles por debajo de los valores alcanzados al final del Gobierno del Frente de Todos**. En este aspecto, **los salarios de los trabajadores registrados se encuentran en casi un -5% por debajo del valor de noviembre de 2023, aunque los públicos se llevan la peor parte con un -14,7% respecto al periodo base y los privados un +0,6% en un virtual empate**. Por supuesto que sí al cálculo de las variaciones reales le incorporamos la inflación de la ENGHO 2017-2018, las caídas son de mayor traumatismo. A nivel general en el sector registrado los ingresos marcarían un descenso del -10,7%, teniendo a los salarios públicos en casi un -20% por debajo de noviembre de 2023 y a los privados.

Para el caso de los trabajadores no registrados, a septiembre de 2024 (último dato disponible) se observa una veloz recuperación. De continuar esta tendencia, **es factible afirmar que será el sector de mejor desempeño en 2024, algo llamativo teniendo en cuenta que también es el que reviste mayor precariedad**. En este aspecto es innegable la **mano visible del Gobierno Nacional que ha presionado para que las paritarias se firmen por debajo de la inflación** en numerosos casos. Distintos informes señalan que **de 23 acuerdos salariales firmados en el primer trimestre solo 2 superan a la inflación**.

En síntesis, y teniendo en cuenta la inflación medida con los ponderadores actualizados, **existe una situación de fuerte amesetamiento en los ingresos de los sectores formales y un repunte importante, aunque con rezago temporal, de los informales**. La incógnita es si estos se estabilizarán en las próximas mediciones, al igual que los registrados, o continuarán creciendo con el camino despejado gracias a no contar con el peso de una intervención estatal proclive a perjudicarlos.

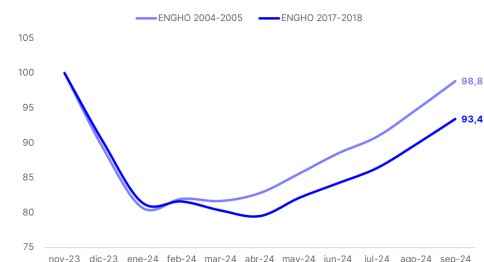
A la no recuperación de los niveles salariales y la represión en las negociaciones sindicales se le suma un punto de dolor adicional: **el calamitoso desempeño del balance cambiario durante los últimos meses**. En marzo el balance cambiario del BCRA marcó un **récord deficitario en materia de reservas, alcanzando bajas por 3.131 millones de dólares**, el peor resultado de la era Milei.

Salario real del sector registrado (privado y público). Índice base noviembre-2023=100.



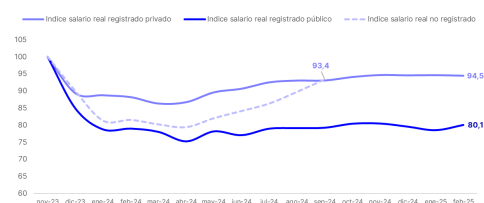
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Salario real del sector no registrado. Índice base noviembre-2023=100.



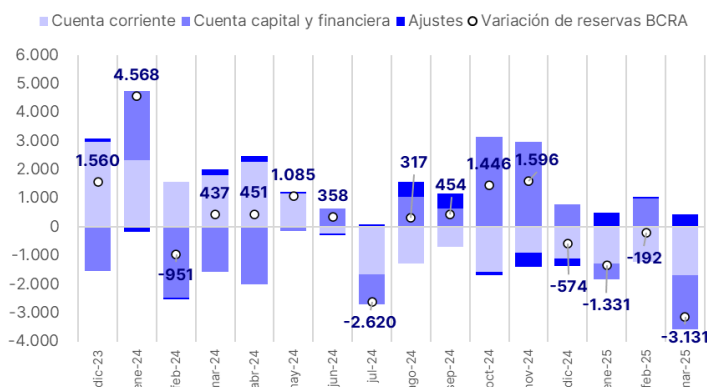
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Salario real en base a la inflación con los ponderadores de la ENGHO 2017-2018. Índice base noviembre-2023=100.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Balance Cambiario y evolución de las reservas del BCRA. En millones de dólares.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Hasta el momento, mayoritariamente **la cuenta financiera contrapesaba el magro desempeño de la cuenta corriente**, sobre todo desde junio cuando esta última comenzó a ser deficitaria. Sin embargo, **desde marzo la cuenta financiera se volvió considerablemente negativa, principalmente producto del desempeño de la formación de activos externos** (dólares que salen del país) del sector financiero, con un saldo de USD -1.133 millones.

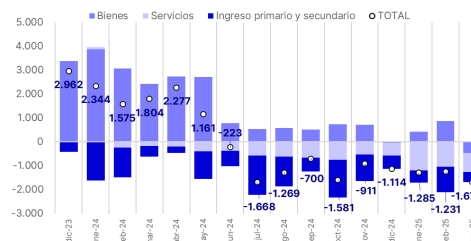
Por otra parte, si bien la cuenta corriente en la era Milei fue más negativa que positiva mes a mes, **marzo fue el primero en donde la balanza de bienes fue considerablemente negativa (-456 millones de dólares)**, sumada al ya clásico déficit en materia servicios, inferior a los dos primeros meses del año por una cuestión estacional vinculada al turismo, aunque notable igualmente (-799 millones de dólares).

En este aspecto, **la balanza turística lógicamente recortó su déficit respecto a enero y febrero, aunque se mantiene en valores significativamente negativos en torno a los USD -698 millones**, lo cual explica un 87% del saldo en servicios de la cuenta corriente. Estos resultados constituyen **otro mal mes para el Gobierno Nacional** en esta materia.

No obstante, **el único frente que presenta cierta soltura -a raíz del acuerdo con el FMI- es el financiero**. Esta semana **el dólar operó estable**, entre los 1.160 y los 1.180, buscando un equilibrio similar al de las primeras jornadas sin cepo. **La liquidación del complejo agroexportador se viene desacelerando lentamente**, siendo 159 millones diarios en la primera semana sin cepo, 147 millones diarios en la segunda semana y actualmente 142 millones diarios (faltando el dato del miércoles 30 de abril que se publicará el próximo lunes). Aún así, **se encuentra por encima a las semanas previas a la apertura del cepo donde se liquidaron 105 millones diarios en promedio**.

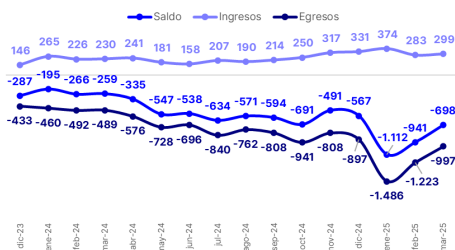
Tanto **el riesgo país como el Índice Merval se movieron lateralmente, sin grandes modificaciones**, manteniéndose respectiva-

Cuenta Corriente cambiaria. En millones de dólares.



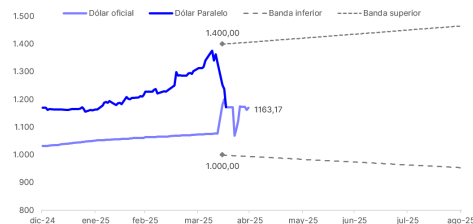
Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Servicios vinculados a viajes. En millones de dólares.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Evolución del dólar oficial



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

mente en torno a los 700 puntos y 1.800 dólares. En el mercado de pesos, la tasa TAMAR se mantiene en torno al 2,9% mensual, aún muy arriba de la tasa de LEFI que se mantiene en 2,4% mensual.

La semana pasada, **el BCRA transfirió \$11,7 billones al Tesoro en concepto de distribución de utilidades**. Estos pesos no entran a circular inmediatamente, sino que se mantienen en la cuenta corriente del Tesoro, actuando como un **"respaldo de la deuda en pesos"**. El movimiento, sin embargo, es cuestionable bajo la lógica del Gobierno: esas utilidades surgen de la valorización de los títulos públicos en poder del BCRA, principal factor que explica el resultado positivo del balance 2024. Esto significa que **el respaldo de esos nuevos pesos es deuda del Tesoro**, cuando precisamente la recompra de Letras Intransferibles ("el saneamiento del BCRA") apuntó a que el respaldo de los pesos deje de ser deuda del Tesoro y pase a ser Reservas en dólares.

Por otra parte, **el gobierno advirtió que la transferencia de utilidades del BCRA al Tesoro tienen efecto monetario neutro**. Esto es cierto en la medida en que permanezcan depositados en la cuenta del BCRA, **pero si avanza la remonetización de la economía vía desarme de la deuda del Tesoro (roll over menores al 100%), esos pesos irán entrando en circulación** (como pasó con los \$16,8 billones que tenía originalmente guardados el Tesoro) evaporando su "neutralidad".

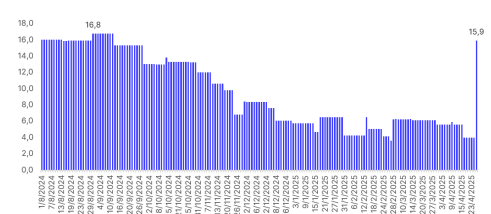
De ocurrir, **esta inyección monetaria no tendría por qué ser, a priori y de acuerdo a la lógica monetarista, inflacionaria** ya que son pesos efectivamente demandados. Sin embargo, **contradice la lógica del equipo económico de secar la plaza de moneda doméstica**, lo cual sería el principal motor para que los agentes económicos vendan dólares y su cotización se estacione en la banda inferior del nuevo esquema cambiario. Es decir, **existe una tensión entre el "punto anker" financiado con utilidades del BCRA y la "apreciación del peso" empujada por exceso de demanda de pesos**. La competencia de monedas, a pesar de la ventaja que otorga el gobierno al peso, viene reñida.

Evolución de las tasas (TEM)



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Depósitos en pesos del Tesoro. En billones de pesos.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.