

El poder económico y la frágil economía de los bajos salarios

Tres análisis sectoriales para entender la Argentina actual

Diego Kofman
Lavih Abraham
Marco Kofman
Natalia Pérez Barreda
Sergio Arelovich

Mayo 2025



Índice

Introducción	3
1. Evolución reciente de la economía argentina	8
2. El sector financiero	13
2.1. Los ingresos y los activos del sector financiero	13
2.2. La ganancia bancaria	15
2.2.1. Una ganancia libre de impuestos	19
2.2.2. Un negocio con menos trabajo	20
2.3. El reparto del valor en la actividad	20
2.3.1. Diferencia entre la banca pública y la privada	21
2.4. Ganadores de la inestabilidad financiera	22
3. El sector energético	23
3.1. Resultados económicos de la actividad	28
3.2. Diferencias al interior del sistema energético	29
3.2.1. Extracción de petróleo crudo	29
3.2.2. Extracción de gas natural	30
3.2.3. Servicio de apoyo a la extracción de petróleo y gas	30
3.2.4. Refinación	30
3.2.5. Ventas al por menor de combustibles	30
3.2.6. Generación, transporte y distribución de energía eléctrica	31
3.2.7. Distribución y transporte de gas	31
3.3. Análisis de balances	31
3.3.1. Resultados	31
3.3.2. Inversión bruta	33
3.4. Reparto de valor en las actividades energéticas	34
4. El sector alimentario-agroexportador	35
4.1. Los complejos exportadores de oleaginosas y cereales	35
4.1.1. Resultados económicos de la actividad oleaginosa	42
4.1.2. Análisis de balances	43
4.1.3. Resultados y mecanismos de exteriorización de divisas	46
4.2. La producción de alimentos para consumo masivo	51
4.2.1. Resultados económicos de la actividad	52

4.2.2.	Análisis de balances	53
4.2.3.	Los vínculos intrafirma	57
5.	Reflexiones finales: a la búsqueda de un proceso macroeconómico virtuoso	58

Introducción

La principal dificultad de la economía argentina, que ha causado severas crisis recurrentes, se manifiesta como un problema en el frente externo provocado por la falta de dólares. A partir de la segunda mitad del siglo pasado, se dieron diferentes episodios de restricción externa: instancias en las que un ciclo de crecimiento económico se vio interrumpido por la falta de divisas. Estos sucesos, profusamente estudiados desde hace al menos 50 años, tenían lugar cuando, en el momento del auge del ciclo, la economía enfrentaba un aumento de importaciones de diferentes bienes de consumo —por la mejora del poder adquisitivo de las clases medias y de los sectores populares— y de bienes de capital —debido a las empresas que deseaban incrementar su producción, profundizar sus inversiones o incorporar tecnología—. Este aumento de las importaciones no podía ser sostenido por el canal comercial, ya que las exportaciones no eran suficientes para proveer las divisas necesarias para atender esta situación. Esto presionaba sobre el tipo de cambio, despertando un conjunto de fuerzas económicas y políticas que derivaban en una devaluación con efectos contractivos en la economía debido a la caída de los ingresos reales de la población.

A diferencia de la forma en que se presentaba en las décadas previas, la *restricción externa* se despliega ahora *amplificada* y *ampliada*. *Amplificada*, por la feroz política de endeudamiento en moneda extranjera y de apertura irrestricta del mercado de capitales durante el gobierno de Mauricio Macri; y *ampliada*, porque este fenómeno dejó de ser un problema principalmente de carácter comercial, y los aspectos financieros y distributivos pasaron a ocupar un lugar central.

La creciente financiarización y transnacionalización de la economía alteró la dinámica de ingresos y salidas de capitales financieros, mucho más volátiles que los capitales productivos y que los propios intercambios comerciales. Este proceso fue acompañado por la complejización de las estructuras corporativas empresariales que alcanzó, no solo a las grandes multinacionales, sino a toda empresa involucrada en cualquier mercado dolarizado, con independencia de su nacionalidad y de su tamaño. Al mismo tiempo, el desarrollo de nuevas tecnologías permitió el acceso a formas transfronterizas de inversión financiera para los ahorros familiares/laborales que antes solo podían optar por el plazo fijo en moneda local o el dólar billete. Ahora es posible de un modo más sencillo acceder a instrumentos como fondos comunes de inversión que pueden implicar también una demanda indirecta de activos externos.

Sin embargo, la transformación más importante, en relación con la restricción externa, desde nuestro punto de vista, pasa por la cuestión distributiva. La distribución del ingreso era un aspecto importante en la explicación clásica del fenómeno, ya que el estrangulamiento del sector externo se producía cuando la economía en crecimiento generaba incrementos salariales que se traducían en mayor consumo y en mayores niveles de producción de mercancías industriales con creciente proporción de componentes importados. La novedad central, en la etapa actual, es que la restricción externa se manifiesta, incluso, en escenarios en los que hay en curso un proceso intenso de regresividad distributiva.

El proceso distributivo regresivo inaugurado en diciembre de 2015 amplió la capacidad que tiene el capital privado para apropiarse de excedentes económicos. El mercado interno se achicó por la caída del 30% del salario real desde entonces, y esto, en conjunto con los rasgos estructurales de los mercados domésticos, clausuró algunos de los posibles espacios de reinversión de estos excedentes crecientes. Sin lugar para valorizarse en la economía interna y con una moneda doméstica que en buena medida perdió su atributo de ser reserva de valor, los beneficios acumulados, tarde o temprano, terminan presionando sobre las divisas y encontrando algún camino abierto para fugarse hacia el exterior.

A comienzos de 2016, el economista Javier González Fraga, que había ocupado la presidencia del Banco Central de la República Argentina durante el menemismo y por entonces defensor de las políticas económicas del gobierno de Mauricio Macri, al que se sumaría como funcionario entre 2017 y 2019, declaró que el problema económico principal del país era el alto nivel de salarios reales, incompatible con la verdadera productividad de la economía. Acuñó entonces una frase que se haría célebre: “le hicieron creer a un empleado medio que su sueldo servía para comprar celulares, plasmas, autos, motos e irse al exterior”. Casi una década después de pronunciada esa frase, y por lo que hemos observado respecto de la creciente vulnerabilidad de la economía nacional en simultáneo con los desmedidos incrementos en la rentabilidad de algunos sectores económicos privilegiados, podríamos reeditarla, pero cambiando el sentido: en verdad, le hicieron creer al capital que podía duplicar su patrimonio en apenas dos o tres años. El actual nivel de tasas de ganancia en algunos sectores de la economía es incompatible con cualquier sendero de crecimiento y estabilidad macroeconómica de mediano y, ni hablar, de largo plazo.

Así fue como se profundizó uno de los problemas a los que históricamente se enfrentó la Argentina: el de no poder retener dentro del circuito productivo nacional una parte del valor que generan sus actividades económicas. La economía entró en un verdadero círculo vicioso en el cual el cuadro de situación se agrava permanentemente. La regresividad distributiva, el estancamiento económico y la fragilidad externa disparan fuerzas que se retroalimentan.

Las crisis económicas, su repetición o perdurabilidad, generan todo tipo de movimientos sociales y políticos. Uno de los más significativos es la redistribución de poder que ocurre frente a este tipo de procesos. El poder económico se concentra, el poder del Estado se diluye, la democracia pierde potencia e intensidad como sistema de representación.

Esta tendencia incluso persiste en aquellos ocasionales momentos de crecimiento económico, presionando y apurando la reversión del ciclo. En el periodo que se inicia durante la pandemia de COVID-19, es decir desde finales de 2020 y hasta 2023 inclusive, desde el Estado, a través de diferentes políticas públicas, se alentó el crecimiento económico con énfasis en el sector industrial, pero el capital siguió sosteniendo una altísima tasa de retorno y la presión de los excedentes sobre el tipo de cambio no se diluyó.

La macro ordenada y las relaciones de poder

Los economistas ortodoxos, por una parte, y no pocos de recurrente prosa heterodoxa, por otra, repiten, como mantra, el imperativo de la época: “hay que ordenar la macro”. Más allá de la velocidad y la magnitud, en general coinciden en que ese orden vendría de la mano de algún tipo de recorte del gasto público, del levantamiento de los controles cambiarios y de la estabilización de las tasas de interés en valores reales positivos. Si bien se señalan, con diferente énfasis, las complejidades políticas y sociales que hay que atender para alcanzar estos objetivos, en el fondo no deja de operar la idea de que la “buena” política económica se puede hacer manipulando acertadamente un conjunto de variables, reeditando la noción rudimentaria, presente en cualquier manual de introducción a la economía, de los “*policy makers*”¹: el Estado y sus administradores cuentan con una especie de botonera a través de la cual pueden controlar a gusto las variables centrales del proceso económico. Por supuesto, los aspectos distributivos, corazón de la crisis económica actual, son olvidados o, en el mejor de los casos, postergados para algún futuro incierto.

La distribución del ingreso, como veremos, es un componente esencial de cualquier sistema económico. Es común concebir a la distribución como el resultado de las relaciones y los intercambios que ocurren en un sistema, pero, en realidad, es mucho más que eso. La economía no debe pensarse como un proceso secuencial en el que primero se produce y luego se distribuye, por el contrario, distribución, producción y formas o ritmos de crecimiento (o, en otras palabras, las formas de utilización de los excedentes económicos generados) están íntimamente ligados y se definen en simultáneo.

1 Se trata de los formuladores y ejecutores de la política pública, un tipo de actor muy presente en los manuales de economía que se estudian en nuestras universidades, en los que se les asigna un rol central en la gestión económica de los Estados.

El componente distributivo es esencial para la macroeconomía y debe tenerse en cuenta en el diseño de cualquier proyecto económico que pretenda recuperar la senda de desarrollo con inclusión iniciada en 2003 y perdida en diciembre de 2015. No podemos olvidar que las relaciones entre el nivel de gastos e ingresos fiscales, el resultado del balance cambiario y el nivel de ingresos de los diferentes actores económicos están íntimamente relacionados.

Al analizar el funcionamiento macroeconómico de una sociedad hay que tener en cuenta que todo déficit implica un superávit del mismo tamaño del otro lado del mostrador. Lógicamente, lo inverso también es cierto: a superávits de una parte le corresponden déficits de la otra.

Un superávit comercial en nuestro país, por ejemplo, implica un déficit comercial equivalente para el resto del mundo. En materia de bienes y servicios esto se expresa como un diferencial positivo entre el valor de lo que exportamos y el valor de lo que importamos. En términos monetarios, este superávit comercial implica un diferencial positivo entre las divisas que recibimos por nuestras exportaciones y las divisas que enviamos para pagar las importaciones. Esta diferencia consiste en una cantidad de activos externos (en principio, dólares) que entran al país y se constituyen en ingresos de “alguien”. Los ingresos locales se verán incrementados por ese diferencial monetario, así pues, serán superiores a los gastos.

Con el resultado fiscal sucede algo similar, pero la relación, en vez de establecerse entre la economía doméstica y el exterior, se da entre el sector público y el sector privado. Si el gasto público supera la recaudación, es decir, si hay déficit del sector público, del otro lado tendremos un superávit. El sector privado está en superávit respecto del sector público y recibe una cantidad neta de dinero que constituyen ingresos de “alguien”.

A partir de esta dinámica se puede ver que la masa de ingresos internos “privados” será igual a sus propios gastos (consumo e inversión) más el superávit comercial y el déficit público.

Esta masa de ingresos del sector privado puede tomar dos formas: salarios o ganancias. Los gastos del sector privado serán de consumo privado o de inversión privada. Los primeros podemos, a su vez, dividirlos según sean gastos de la clase trabajadora (consumo de las y los trabajadores) o de la clase capitalista. La inversión privada es enteramente un gasto de la clase capitalista.

Si la clase trabajadora, en forma neta, no se endeuda ni ahorra, es decir, que gasta lo que gana, entonces el consumo de las y los trabajadores será igual a la masa de salarios.

Paralelamente, la masa de ganancias será entonces equivalente al gasto capitalista (consumo capitalista e inversión privada) más los ingresos privados generados por el sector externo (por el superávit comercial) y por el sector público (déficit fiscal).

Esos dos últimos ítems marcan la diferencia entre la ganancia y el gasto capitalista. Esa diferencia se materializa en activos monetarios o financieros. Estos activos, a su vez, pueden ser internos (pesos, títulos públicos) o externos (dólares).

Como ese diferencial es igual o mayor al superávit comercial (siempre que no haya superávit fiscal), la clase capitalista tendrá la capacidad de hacerse de la totalidad de las divisas que aporta el comercio exterior.

Si las y los trabajadores y/o el Estado pudieran ahorrar, es decir, lograr ingresos superiores a sus gastos, entonces el poder de fuego de la clase capitalista sobre los dólares del comercio exterior sería mucho menor y no podría hacerse de la totalidad de estos.

Cuando la distribución del ingreso cambia a favor de las y los trabajadores, tenemos dos fuerzas que pueden estabilizar la situación de las reservas: se incrementa la capacidad recaudatoria del Estado y se incrementa la capacidad de ahorro de la clase trabajadora. Ambas situaciones contribuyen a reducir la habilidad de las

ganancias privadas para apropiarse de las divisas generadas por el intercambio comercial. Incluso, la reducción del resultado comercial generado por el crecimiento económico inducido por el consumo de las y los trabajadores se ve más que compensada con una caída de las ganancias privadas. Esto, paradójicamente, favorece la inversión por el mejor escenario esperado en materia de ventas.

Cuando la distribución del ingreso cambia en contra de las y los trabajadores, el efecto es el contrario y las ganancias privadas se tornan excedentes con relación a los gastos incurridos por los capitalistas, ampliando su presión sobre las divisas. La economía, a su vez, pierde dinamismo por lo que afecta negativamente a la inversión por falta de perspectiva de incremento de las ventas futuras.

Vemos que la cuestión distributiva es clave en lo que hace a la demanda de divisas. Una distribución en favor de las y los trabajadores disminuye la demanda de divisas como forma de acumulación de capital, generando así una mayor estabilidad.

La “macro” se puede “ordenar” de distintas maneras. La mayor equidad distributiva, la mejora de la capacidad recaudatoria del Estado y la reducción del componente importador de nuestra economía son elementos capaces de establecer un orden macroeconómico fuerte, aunque este orden implique una alta dificultad política para lograrlo y sostenerlo.

“Ordenar la macro” con medidas que involucren una reducción del nivel de actividad económica y del consumo puede generar otro tipo de orden, de corto plazo, mucho más inestable en términos macroeconómicos e injusto en términos sociales. Es un orden más sencillo de lograr en términos políticos, ya que no requiere confrontar con el poder económico, pero su perdurabilidad está atada a los flujos de divisas: más temprano que tarde, la dolarización compulsiva de los excedentes volverá a descomponer la macro que se pretendió ordenar con concesiones al capital.

Los vínculos entre las estructuras de poder de la sociedad y los procesos macroeconómicos no pueden obviarse. Es posible, en este marco, pensar el déficit fiscal —más allá de la ecuación contable que lo define— como la incapacidad de un Estado de incidir certeramente sobre la distribución de los ingresos de la economía en función de sus objetivos políticos. También debe entenderse, en este mismo sentido, la disputa existente en la sociedad por la apropiación y la utilización de las divisas de la economía.

En definitiva, debemos asumir que el orden o el desorden de las variables macroeconómicas es, en rigor, el espejo de la situación específica de las estructuras de poder de la sociedad. Por eso, no hay plan económico realizable sin proyecto político y sin un ejercicio del poder que busque alterar dichas estructuras.

Este documento presenta un estudio de la situación de la economía argentina a través del análisis de lo acontecido en tres sectores económicos: el financiero, el energético y el alimentario-agroexportador. Son tres cadenas de valor centrales para el perfil macroeconómico del país, con un fuerte impacto sobre los aspectos cambiarios y monetarios de la economía. A su vez, se trata de actividades cuyos protagonistas corporativos son grandes jugadores nacionales y extranjeros que, además, encabezan los *rankings* de la cúpula empresarial vernácula: 13 de las 15 empresas de mayor facturación durante el año 2022 pertenecen a alguno de estos sectores.

Conocer cómo operaron estos sectores en un contexto de inestabilidad y de severas y recurrentes crisis y cómo fue la dinámica de la relación entre ellos y el conjunto de diferentes actores de la economía es una de las claves para comprender el proceso en curso y empezar a visualizar alguna posible salida de este laberinto.

La propuesta consiste en el análisis de la evolución de estas actividades para el periodo 2016-2023, haciendo foco en los aspectos distributivos de los procesos de circulación y creación de valor en estos sectores en particular, y en toda la economía en general. Para esta tarea hemos utilizado múltiples fuentes, entre las que destacamos el estudio en detalle de las memorias anuales y los balances contables que las compañías

presentan periódicamente a la Comisión Nacional de Valores (CNV) y a la Inspección General de Justicia (IGJ), así como el examen minucioso de la información contable provista por las empresas a la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) en concepto de Declaración Jurada por el pago de impuesto a las ganancias, cuyos datos agregados por actividad son publicados anualmente por la entidad.

Luego de un primer capítulo dedicado a una ligera descripción del contexto general de la economía y de los cambios más significativos acontecidos en el periodo, cada uno de los tres que continúan describe los aspectos destacados identificados por la pesquisa sobre estos tres sectores. En cada uno de los casos, además de la información respecto de la evolución de la actividad en términos de facturación, creación y reparto de valor, analizamos el contexto específico de cada sector, de modo de identificar cuáles fueron los cambios significativos en el marco en el cual se desarrolla cada una de las actividades económicas estudiadas. En este sentido, lo que nos interesa es el análisis del modo en que cada sector se adaptó y operó en ese contexto cambiante. Finalmente, el documento cierra con una sección en la que el equipo del Mirador de la Actualidad del Trabajo y la Economía deja un conjunto de reflexiones sobre los resultados del trabajo.

1. Evolución reciente de la economía argentina

La economía argentina cambió sustancialmente a partir de diciembre de 2015. Con la llegada de Mauricio Macri (2015-2019) a la presidencia de la Nación comenzó una fuerte ofensiva del capital sobre el salario y sobre las estructuras institucionales, políticas y culturales de una economía diversificada, con desarrollo industrial y financieramente soberana. El país entraba así en la tercera experiencia de gestión neoliberal.

Si bien el gobierno impulsó transformaciones de todo tipo sobre múltiples aspectos de la economía, algunas de las cuales se hicieron efectivas, nos interesa aquí concentrarnos en dos aspectos: la fuerte redistribución regresiva de los ingresos y el ciclo voraz de fuga de capitales y endeudamiento externo sufrido en el periodo. Entendemos que ambos elementos fueron los de mayor proyección y perdurabilidad, y los que implicaron un condicionamiento significativo para las políticas económicas que se sucedieron.

En materia distributiva, el gobierno de Macri comenzó con una importante devaluación del peso que se tradujo rápidamente en una aceleración de la inflación. La vía inflacionaria fue el camino escogido para la licuación salarial. Sin embargo, la práctica sindical ganada a través de más de una década de paritarias activas, comisiones internas y medidas de fuerza de carácter sectorial y general, evitó una fuerte pérdida en los ingresos durante la primera mitad del mandato: terminando 2017, el salario real de las y los trabajadores registrados del sector privado logró ubicarse a 4 puntos porcentuales del nivel alcanzado en noviembre de 2015. Durante 2018 y 2019, el panorama cambió y la pérdida salarial se hizo más pronunciada. El salario real terminó, en diciembre de 2019, 18 puntos por debajo del percibido cuatro años antes.

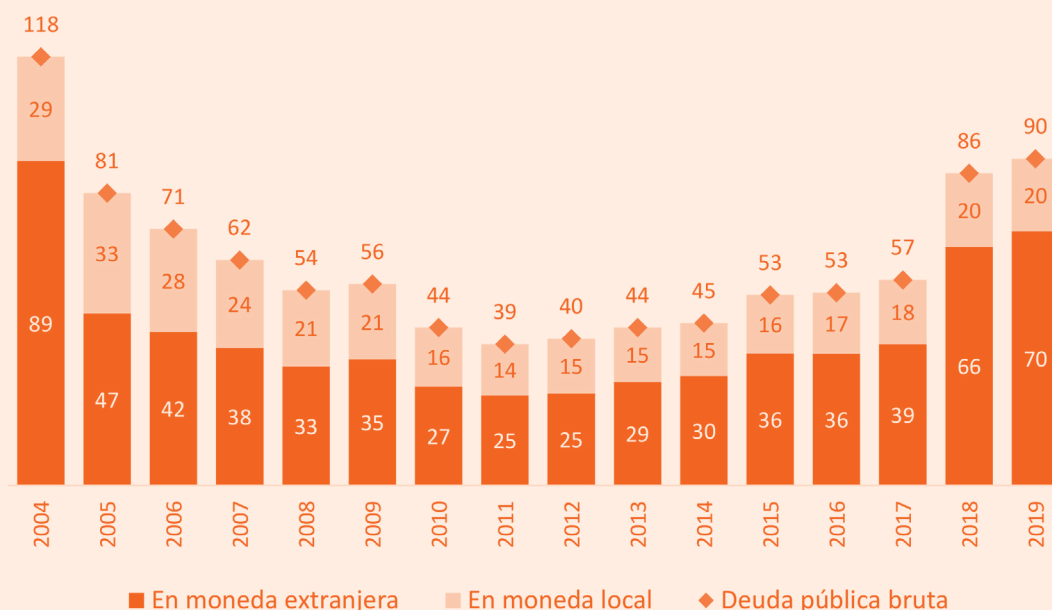
La inflación, entonces, se había empezado a acelerar por dos factores. Por un lado, periódicamente operaban los incrementos tarifarios ordenados por la Secretaría de Energía de la Nación, y por otro, comenzaba un periodo de fuerte inestabilidad cambiaria, producto de la política de levantamiento del control de cambios (“cepo”, según la prensa y los voceros hegemónicos) asociada al ciclo de valorización financiera iniciado en 2016, que terminaría en una nueva crisis por sobreendeudamiento externo.

La Argentina ya había experimentado en otras ocasiones este tipo de crisis provocada por la reversión de los flujos de capitales que previamente habían ingresado aprovechando la apertura financiera y el diferencial de rendimientos que ofrecían las tasas de interés en moneda local. Pero ninguna había ocurrido en tan poco tiempo y partiendo de niveles relativos de bajo endeudamiento externo.

Ya con la crisis en marcha, el gobierno y el Fondo Monetario Internacional (FMI) suscribieron el mayor préstamo en la historia del organismo, del cual llegaron a desembolsarse US\$44.500 millones. La Argentina terminó esta etapa con un crecimiento sin precedentes de la deuda pública, que en cuatro años pasó de representar 52,6% del PBI a representar 90% del producto, con el agravante de que la porción de la deuda denominada en moneda extranjera ahora era mayor que antes. Si solo tomásemos el conjunto de papeles y contratos fijados en moneda extranjera, el endeudamiento público nacional pasó de 36,4% a 70% del PBI.

Deuda pública bruta nacional por moneda como % del PBI

Gráfico 1



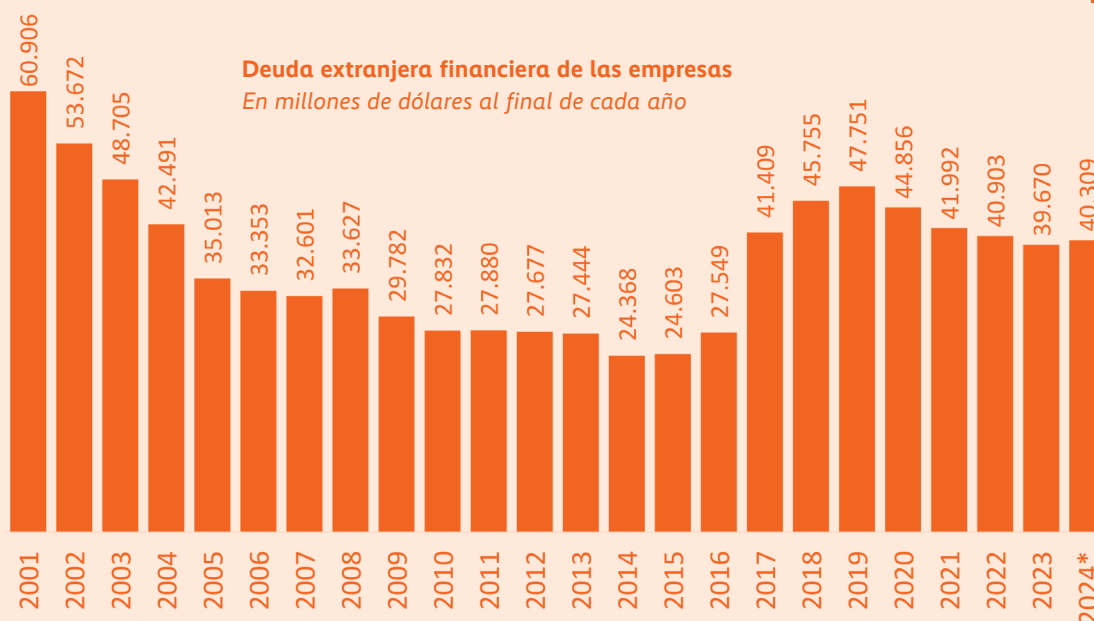
Fuente: Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019. BCRA, 2020. Gráfico 5.

A esta situación del gobierno nacional, debemos sumar lo acontecido con los Estados provinciales, que también incrementaron su endeudamiento externo para afrontar una porción de sus gastos internos, y, especialmente, lo ocurrido con el endeudamiento externo del sector privado. Al respecto, se destaca el fuerte crecimiento de la deuda externa de las empresas, que prácticamente se duplicó en su componente financiero entre 2015 y 2019. Cabe subrayar que a partir de 2020, en un contexto de mayores ganancias, las empresas se desendeudaron paulatinamente para reiniciar el proceso de endeudamiento financiero desde 2024.

Deuda extranjera financiera de las empresas

En millones de dólares al final de cada año

Gráfico 2



* Datos al 30/06/2024

Fuente: BCRA, Deuda externa de las empresas privadas.

Todo esto representa para 2019 un verdadero cepo para la economía argentina. El nivel de endeudamiento externo del sector público nacional, de las jurisdicciones provinciales, algunas municipales y del sector privado condiciona el destino de los excedentes económicos que la sociedad pueda generar en el corto, mediano y largo plazos.

La contracara de la deuda es la fuga de capitales. La exteriorización de activos por parte de los grupos económicos concentrados, durante este periodo, fue enorme. Según el informe elaborado por el Banco Central en mayo de 2020², durante el gobierno de Macri, la formación de activos externos (FAE) de los residentes (coloquialmente llamada “fuga de capitales”) superó los US\$86.000 millones y estuvo concentrada en la cúpula empresarial de la Argentina. Si incorporamos otros factores de exteriorización de excedentes durante el periodo, el total de valor local convertido a dólares y transferido al exterior suma US\$120.000 millones. Para dimensionar el condicionamiento que implica esta pérdida de divisas, tengamos en cuenta que el costo en divisas de la sequía de 2022-2023 se estimó en un valor de US\$16.000 millones. En otras palabras, la pérdida de dólares durante el gobierno de Macri es equivalente a entre 7 y 8 sequías como la sufrida por el país recientemente.

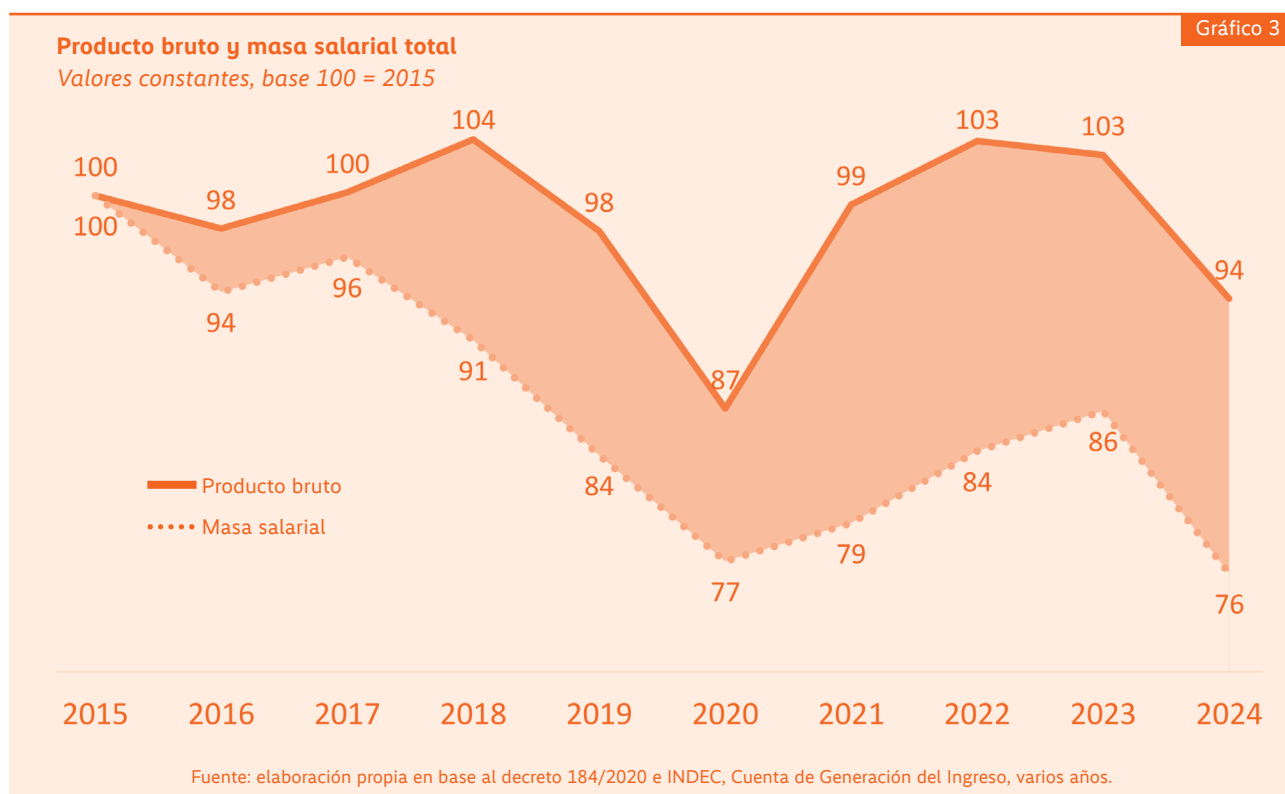
La pérdida de excedentes generados en la economía doméstica por el lado financiero del balance de pagos continuó durante el gobierno de Alberto Fernández (2019-2023). Un componente importante de la pérdida de divisas fue el propio sobreendeudamiento, tanto del sector público como del sector privado. La renegociación de la deuda pública, si bien postergó vencimientos importantes, no pudo evitar que se debieran atender ingentes pagos de intereses y algunos vencimientos de capital menores, que restaron más de US\$22.500 millones a las divisas del país. Por su parte, el sector privado utilizó US\$17.000 millones para atender el pago de una parte de sus deudas y los intereses generados, y, a través de otras ventanillas, logró la exteriorización de otros casi US\$20.000 millones. La pérdida de divisas por motivos financieros en este periodo terminó sumando US\$60.000 millones, dos tercios de los cuales provinieron del sector privado, a pesar del sostenimiento del control de cambios.

¿Cómo hace la economía para enfrentar esta pérdida de divisas? ¿Cuál es el origen de los excedentes económicos perdidos en este periodo? Más allá de coyunturas específicas, el universo de lo financiero tiene un vínculo sostenido con la economía real, así como el frente externo de una economía se vincula con su dinámica doméstica. El sector privado no podría incrementar su transferencia de riquezas al exterior (ya sea para la formación de activos o para la reducción de pasivos a través del pago de deuda) si no lograra apropiarse crecientemente de un mayor excedente en la economía interna. Esto fue lo que ocurrió desde 2015.

Desde entonces ha pasado una década y, con diferentes intensidades, el poder de compra del salario no paró de caer. Si bien durante el gobierno de Macri (y actualmente durante la gestión de Javier Milei) se buscó intencionalmente generar una fuerte transferencia de ingresos desde el trabajo hacia el capital, también durante el gobierno de Alberto Fernández el poder adquisitivo del salario cayó, aunque en menor proporción.

La participación de las y los asalariados en el producto se redujo así del 54% alcanzado durante el último año del segundo gobierno de Cristina Fernández de Kirchner (2007-2011/2011-2015), al 44% en la actualidad. Esta pérdida de 10 puntos porcentuales implicó una transferencia acumulada desde 2015 equivalente a US\$290.000 millones. Esto explica la disponibilidad de excedentes en manos privadas para su fuga en las ocasiones en las que encuentran un canal de exteriorización disponible o para la permanente presión sobre el frente externo de la economía, cuando el control de cambios se vuelve más intenso.

2 *Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019*. BCRA, mayo de 2020. Disponible en www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe-mercado-cambios-deuda-formacion-activos-externos-2015-2019.asp



Como podemos observar en la línea superior del Gráfico 3 (PBI), en esta economía de la inestabilidad —más allá de los efectos particulares de la pandemia sobre la actividad económica en 2020— no hay lugar para un proceso de crecimiento sostenido.

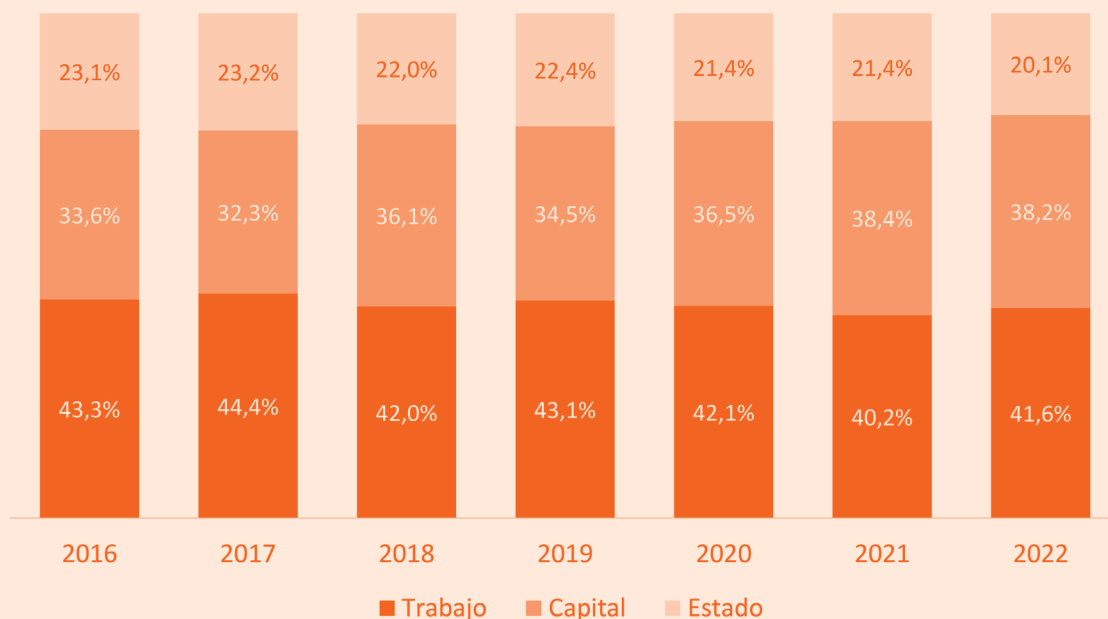
No solo se produjo esta transferencia de ingresos del salario al capital en forma directa, en este periodo, a través de la caída del salario real; también ocurrió una pérdida de la capacidad estatal para captar y reconducir una parte importante del excedente económico socialmente generado.

Este doble proceso lo podemos ver a través de los balances contables de las empresas y de la información que publica la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) al agrupar las declaraciones juradas que realizan las compañías.

Entre 2017 y 2022, el capital incrementó en 6 puntos su participación en el reparto del valor, quitándole prácticamente 3 puntos al trabajo y 3 puntos al Estado.

Gráfico 4

Distribución del Valor Agregado



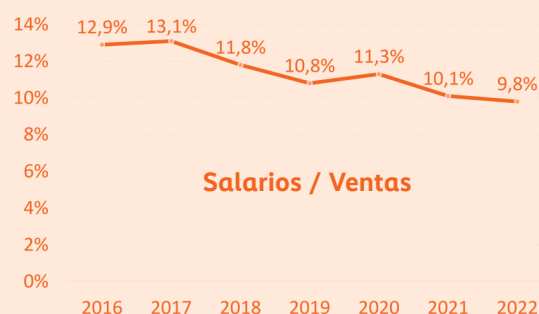
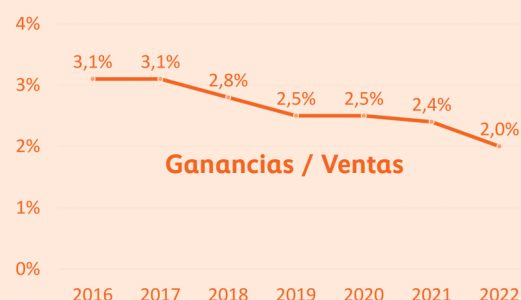
Fuente: elaboración propia en base a datos de AFIP, *Anuarios de Estadísticas Tributarias*, varios números.

Los datos de la AFIP muestran que la facturación del total de las empresas del país creció en este mismo periodo (2017-2022) 18% en términos reales y que el resultado operativo, en cambio, lo hizo en casi 20%. Mientras que el peso del impuesto a las ganancias sobre las ventas de las compañías disminuyó 35%, en tanto que los salarios redujeron su participación en las ventas 25%.

Gráfico 5

Estadísticas tributarias: total de la economía nacional

Ventas, resultados, ganancias y salarios de todas las empresas incluidas en el impuesto a las ganancias. En billones de \$ constantes y %.



Fuente: elaboración propia en base a cuadros de AFIP, estadísticas tributarias, impuesto a las ganancias, varios años.

2. El sector financiero

Los procesos de creación, distribución y apropiación de valor no ocurren de forma aislada en cada cadena de producción, sino que se determinan globalmente en el marco general de cada economía. El sistema financiero, por el papel que cumple en las actividades de consumo, inversión, ahorro y financiamiento, adquiere un protagonismo central en estos procesos de circulación de valor. Las economías modernas descansan en buena medida en servicios provistos por entidades bancarias y financieras y esto atañe tanto al sector privado (en el rol de empresas y consumidores) como al sector público (el Estado y sus dependencias).

En las últimas décadas, junto con la economía, el sector bancario se fue transformando. Mientras el sistema económico se movió por un sendero de crecimiento sostenido, la intermediación financiera operaba otorgando créditos a los diferentes sectores productivos y financiaba consumos o gastos familiares a largo plazo. A medida que la situación de la economía se fue deteriorando, el sector privado dejó de precisar capital para financiarse, pues dejó de invertir y la liquidez disponible se dirigió hacia el financiamiento del déficit fiscal mediante la compra de títulos públicos o fue absorbida a través de diferentes letras y pases del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

En otras palabras, frente a los cambios de contexto, el negocio bancario se transformó y dejó de ser el sustento del financiamiento del sector privado para pasar a ser el sostén del sector público y la garantía de cierta estabilidad monetaria y cambiaria de corto plazo. Esta tendencia tuvo sus vaivenes, como veremos, pero, en esencia, el gran cambio se produjo desde los comienzos de la década de 2010.

2.1. Los ingresos y los activos del sector financiero

De modo sintético, podemos afirmar que los ingresos de las entidades financieras provienen de dos fuentes principales. Por un lado, prestan dinero y cobran por ello interés y comisiones. En simultáneo, también compran diferentes tipos de títulos públicos (entre ellos los emitidos por el BCRA), que tienen un rendimiento determinado —según el título y el periodo de referencia de que se trate—.

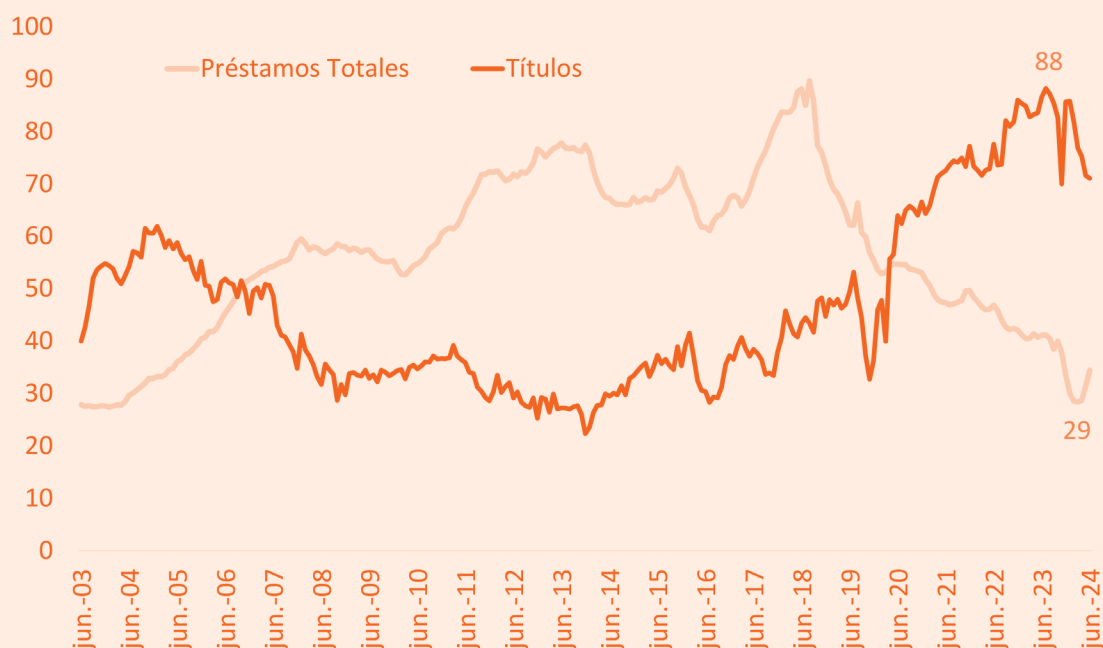
En las últimas dos décadas de la economía argentina pudimos comprobar que el primer tipo de ingresos (el generado por los préstamos otorgados) es el más importante en épocas de crecimiento económico y, por lo tanto, la fuente de ganancias de la actividad. En cambio, en periodos de inestabilidad y estancamiento, se refleja un mayor protagonismo de los ingresos generados por la tenencia de letras y títulos públicos. Los activos asociados a este negocio han ido ganando terreno en los balances de las entidades y, desde 2020, dominan completamente las carteras de los bancos.

La evolución histórica de estos activos en los balances del sector bancario refleja con claridad el proceso señalado. Los préstamos al sector privado crecieron sin pausa hasta 2014, mientras caía la tenencia de títulos por parte de las entidades. Mas, desde entonces, el avance de la inestabilidad económica y la aplicación de diferentes políticas de esterilización de la base monetaria implicaron un fuerte y sostenido aumento de la tenencia de títulos.

Principales tipos de activo de las entidades financieras

—en billones de pesos constantes de junio 2024—

Gráfico 6



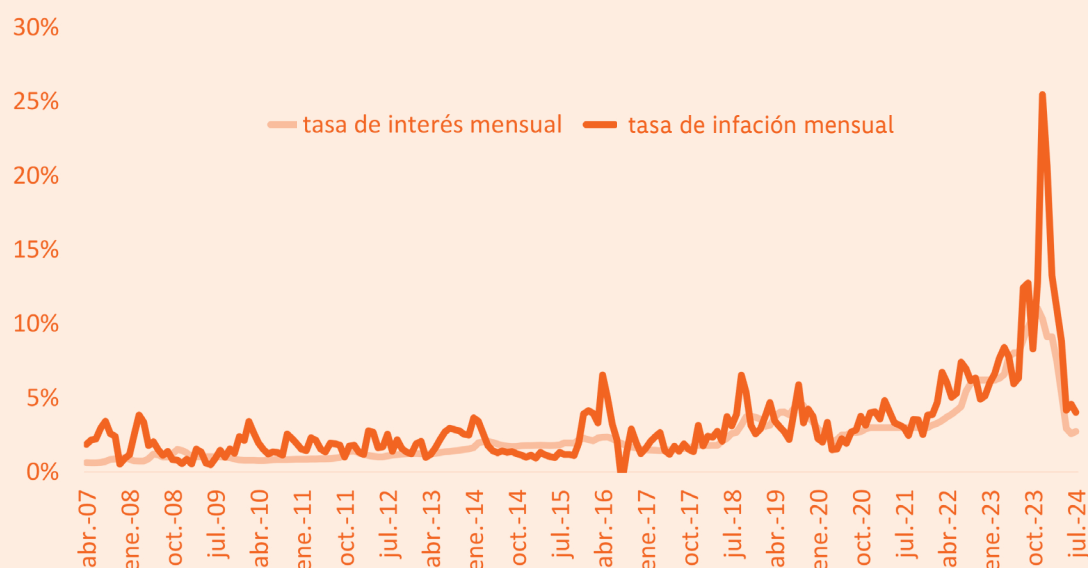
Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA e INDEC.

Para poder prestar al sector privado o adquirir letras, títulos y bonos públicos, el sistema financiero debe conseguir fondos. Estos provienen de la constitución de depósitos por parte del sector público y del sector privado. La posibilidad de utilizar estos recursos en diferente proporción depende de su grado de liquidez, siendo los depósitos a plazo los que lo permiten en mayor volumen. Así, al tener que pagar un interés para atraer este dinero a plazo, los bancos se enfrentan a lo que se denomina “costo de fondeo”. Este dependió, en los últimos años, esencialmente, de la existencia o no de políticas activas de regulación de tasas llevadas a cabo por la autoridad monetaria, y del tenor de esas políticas.

En la última década, el objetivo predominante de la política monetaria, salvo en algunos momentos específicos, fue el de evitar la fuga abrupta y masiva de los excedentes económicos hacia el dólar. De allí que, en conjunto con las regulaciones cambiarias, se reguló también la tasa de interés de los depósitos a plazo y se la vinculó a la tasa de interés con la que el BCRA premiaba al sistema su tenencia de letras. Esta última, a su vez, se iba modificando con el proceso inflacionario, tratando de evitar un rendimiento negativo en términos reales que motive la conversión al dólar de los excedentes.

La evolución real de la tasa de interés percibida por los depositantes es una clara muestra de que el largo plazo no puede pensarse como una sucesión lineal de situaciones de corto plazo. La dinámica entre la nominalidad de la tasa de interés y la inflación fue más bien errática, como si hubiera una tendencia hacia la primacía de la primera por sobre la segunda que nunca terminaba de concretarse, y que concluía derrumbándose en momentos críticos.

Tasa de inflación vs tasas de interés por depósitos a plazo fijo —en % mensual—



Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA e INDEC.

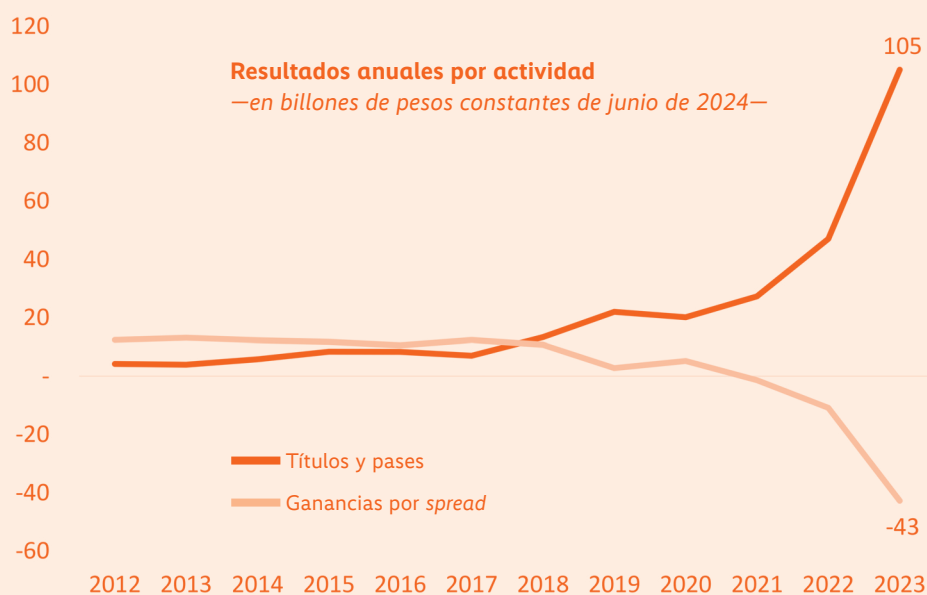
Hasta 2013 la inflación superó de forma permanente a la tasa de interés de los depósitos. Los ahorros tuvieron, entonces, un rendimiento negativo. A partir de 2014 empieza una dinámica diferente, con una política económica que, por momentos, lograba fijar una tasa de interés real positiva, aunque, en términos agregados, siguió primando el rendimiento negativo de los plazos fijos.

2.2. La ganancia bancaria

La ganancia del negocio bancario puede ser, entonces, desglosada en dos componentes. Por un lado, tendríamos lo que podemos llamar la “ganancia tradicional” por intermediación financiera, que proviene de la actividad de prestar dinero y recibir depósitos. Esta ganancia es generada por el diferencial de las tasas de interés entre préstamos y depósitos y por las comisiones que cobran las entidades por ambas operaciones. Por otro, nos encontramos con la “ganancia por títulos”, que incluye los ingresos generados por el negocio de letras y títulos públicos de toda índole en poder de estos agentes. Aquí se incluye el rendimiento de las letras y notas del BCRA, de las operaciones de pases y de las operaciones de bonos de deuda pública con el Estado en sus diferentes jurisdicciones.

Mientras la economía marcha por un sendero de crecimiento, con altos niveles de ocupación de mano de obra y de utilización de la capacidad instalada en las actividades productivas, la “ganancia tradicional” es la que determina el resultado obtenido por las entidades bancarias. A medida que la inestabilidad económica progresa y se activan las diferentes políticas monetarias de supervivencia de la moneda doméstica y de su régimen financiero empieza a preponderar la “ganancia por títulos”, que opera como una especie de respirador artificial del sistema.

Gráfico 8

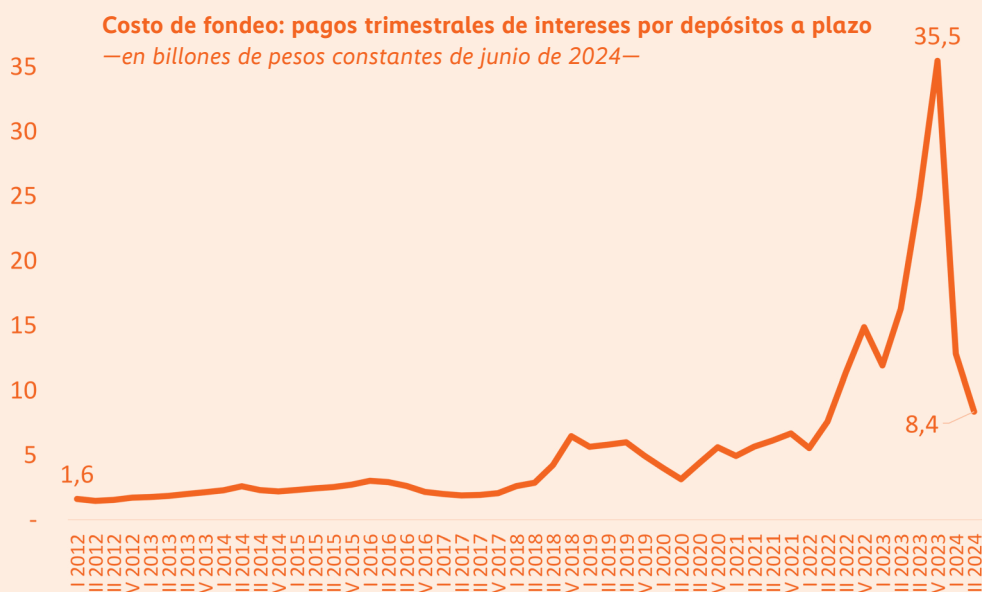


Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA e INDEC.

Hasta 2018, la actividad de intermediación financiera con el sector privado generó una ganancia anual cercana a los \$12 billones. La ganancia por títulos públicos empezó a crecer a partir de 2018, llegó a generar ingresos por \$20 billones en 2020, saltó en 2022 a \$47 billones, y en 2023 generó ingresos por \$105 billones. Este último año la “actividad tradicional” le costó al sector una pérdida de \$43 billones, que debe interpretarse como parte del “costo de fondeo” que tiene para la compra de títulos públicos.

La “ganancia tradicional” pasó a ser fuertemente negativa por la conjunción de la parcial desaparición del crédito al sector privado y de la regulación de las tasas de interés. La caída del crédito al sector privado se explica por el estancamiento económico. Por su parte, la elevación de la tasa de política monetaria (el interés que paga el BCRA) persiguiendo la inflación generó un fuerte incremento del “costo de fondeo”. En este escenario, los bancos se permitieron salir a conseguir fondos “caros” con el sector privado, para prestar al sector público a cambio de una tasa superior. Los bancos perdieron con el sector privado, para ganar con el sector público.

Gráfico 9



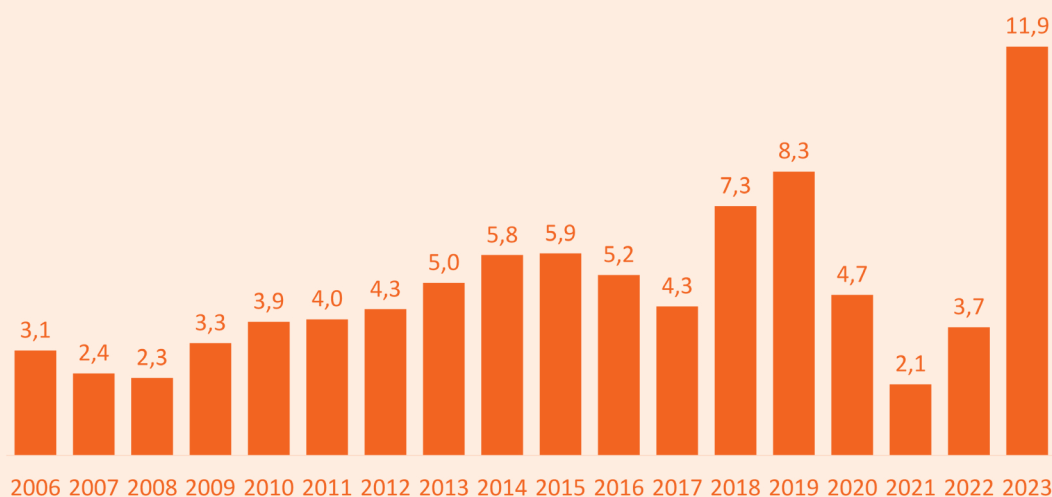
Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA e INDEC.

Acompañando la dinámica inflacionaria, aunque desde atrás, los pagos de intereses por los depósitos de los ahorristas pasaron de entre \$2 y \$3 billones a un promedio de \$7 billones por trimestre en la segunda mitad de 2018. A partir de 2022 subió rápidamente y superó los \$35 billones en el último trimestre de 2023. La desregulación posterior de tasas —que liberó a los bancos de las tasas mínimas fijadas por la autoridad monetaria— redujo en tiempo récord el costo de fondeo pagado por las entidades.

Esta fue la deriva del sector que le permitió, más que aislarse de la dinámica recesiva y crítica de la economía, sacar ventaja de ella. La política de “supervivencia monetaria” implicó un negocio seguro para los bancos frente a un clima de fuerte inestabilidad. El “respirador artificial” de una economía en terapia intensiva determinó un incremento notable de la ganancia y de la rentabilidad de su sistema bancario.

Gráfico 10

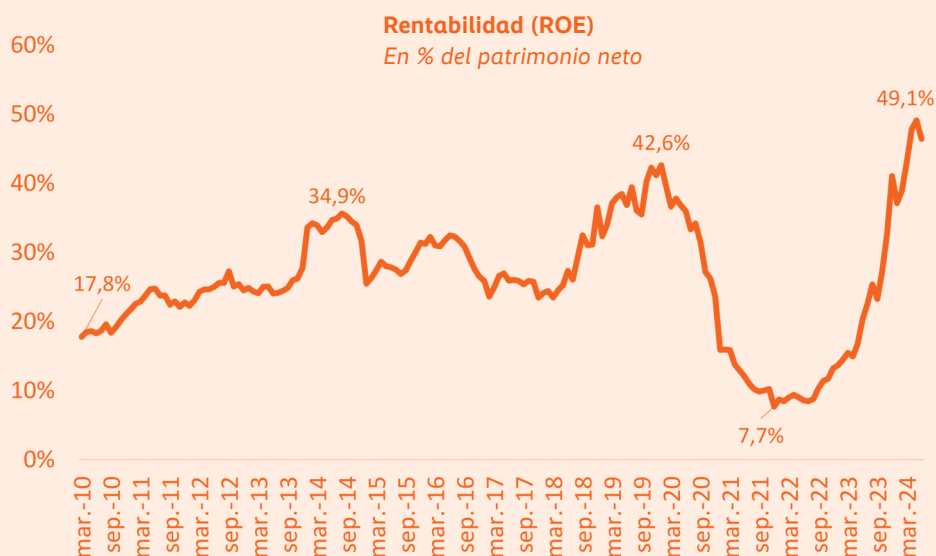
Ganancia final anualizada del sistema financiero
—en billones de pesos constantes de junio de 2024—



Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA e INDEC.

La ganancia del sector se incrementó en los momentos de mayor vulnerabilidad macroeconómica. Durante 2018 y 2019 el salto fue fenomenal y, finalmente, la devaluación de diciembre de 2023 implicó un fuerte resultado positivo patrimonial que le permitió alcanzar un nivel récord de ganancia al sector.

Los indicadores de rentabilidad crecieron, por supuesto, también de forma asombrosa, alcanzando valores inéditos para cualquier actividad económica. La rentabilidad del sector pasó de 20% a 30% entre 2010 y 2015, para luego saltar por encima del 40% hacia el final del gobierno de Mauricio Macri. Luego de una fuerte caída entre 2020 y 2022, en 2023 vuelve a ese nivel, para despegar a comienzos de 2024 y alcanzar un nuevo récord.

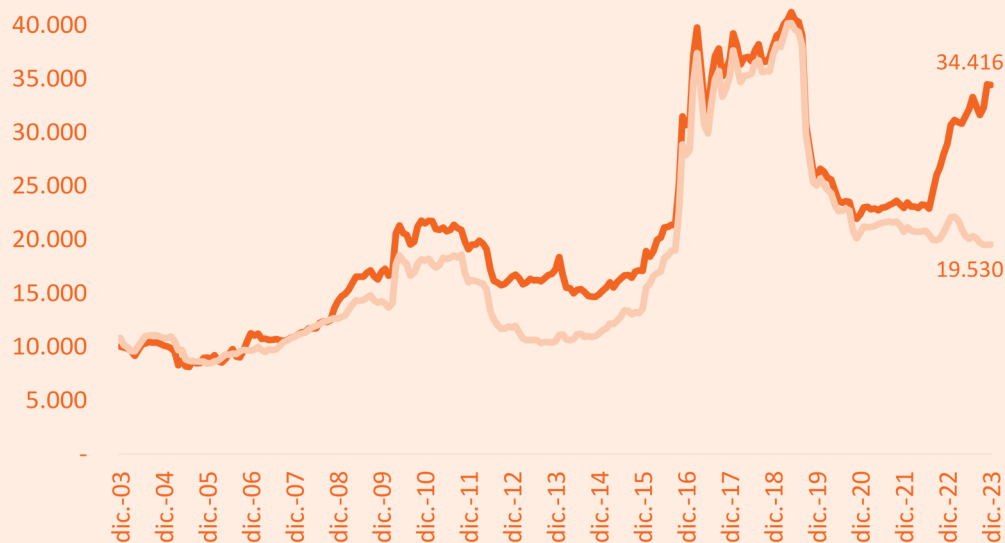


Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA e INDEC.

En 2023 se produjo un fuerte salto de la ganancia, que alcanzó un máximo absoluto para el sector, explicado por la brusca devaluación de diciembre de ese año. Los resultados del segundo y tercer trimestre ya habían sido muy importantes, entre los mejores de la historia para la actividad. Entonces se habían combinado la devaluación posterior a las elecciones primarias de agosto y la continuidad de la política monetaria de tasas de interés empardadas con el proceso inflacionario en aceleración. Pero en el cuarto trimestre del año se produjo un salto inédito de la ganancia. La devaluación de diciembre, que más que duplicó el valor de la divisa en la plaza local, encontró al sector en una excelente posición cambiaria. Con más de US\$34.000 millones entre sus activos (efectivo, títulos y préstamos) y solo US\$19.500 millones en sus pasivos, la brusca devaluación produjo una ganancia por diferencias de cotización de más de \$8 billones en términos reales.

La posición cambiaria del sector se modificó abruptamente durante la segunda mitad de 2022, cuando el sistema financiero adquirió títulos públicos en moneda extranjera y bonos duales (el gobierno había lanzado entonces un conjunto de licitaciones para canjear deuda de corto plazo). Desde entonces, los activos en moneda extranjera crecieron un 50%, de US\$22.900 millones a US\$34.416 millones. En cambio, los pasivos en moneda extranjera (depósitos de los clientes, principalmente) se estancaron y tendieron a disminuir en el contexto del incremento de la inestabilidad. En julio de 2022, los activos en moneda extranjera representaban el 15% del total de activos. Este porcentaje se elevó a 33% para diciembre de 2023.

Gráfico 12

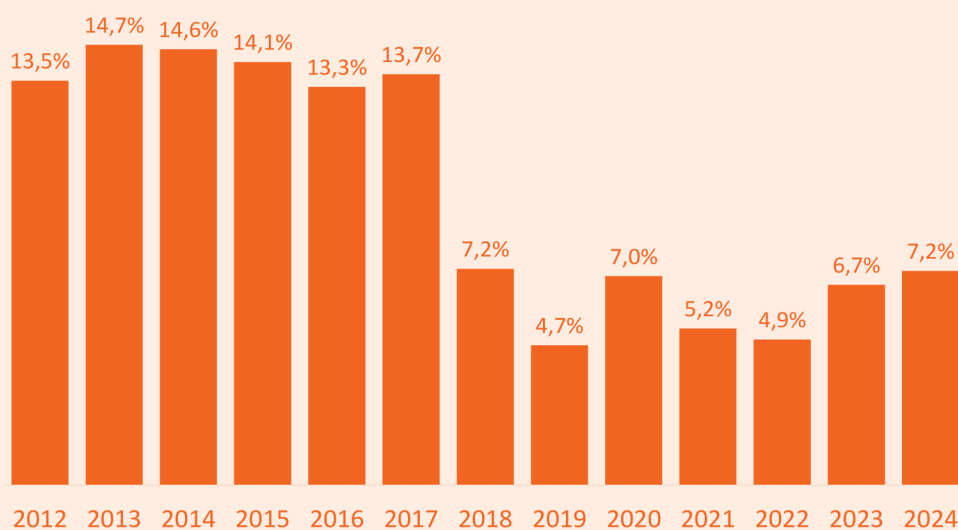
Posición cambiaria del sector*Activos y pasivos en moneda extranjera —en millones de dólares—*

Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA e INDEC.

2.2.1. Una ganancia libre de impuestos

Los intereses, rendimientos o rentas generados por la operación de títulos públicos se encuentran exentos del pago del impuesto a las ganancias. Por esta razón, el cambio en el esquema de negocios del sector alteró, a partir de 2018, el peso de la carga tributaria sobre la actividad. Paradójicamente, en el momento en el que la ganancia del sector trepaba a sus máximos históricos, el pago de impuestos por parte de los bancos se derrumbaba.

Gráfico 13

Pago de Impuestos como % de los ingresos de las entidades

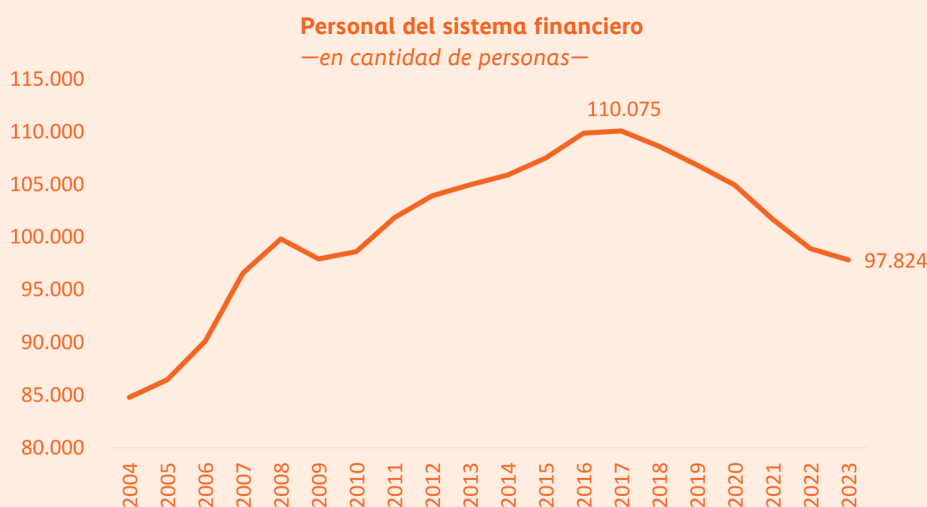
Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA e INDEC.

2.2.2. Un negocio con menos trabajo

El cambio en la actividad bancaria también tuvo consecuencias sobre la dinámica de empleos del sector. El mayor peso de los títulos en la cartera de los bancos y la reducción del crédito al sector privado, junto con el avance de las aplicaciones móviles y *online* en general (el auge del *home banking* data de menos de una década) que transformaron la interacción entre las entidades y sus clientes, implicó la pérdida de más de un 10% de la planta de personal en los últimos años.

En este esquema de negocios y en este contexto macroeconómico no hay espacio para el desarrollo de una banca de inversión especializada, ni siquiera para personal calificado en el análisis de proyectos de pequeña y mediana envergadura. El sector, en su mejor momento en términos de rentabilidad, expulsa mano de obra.

Gráfico 14

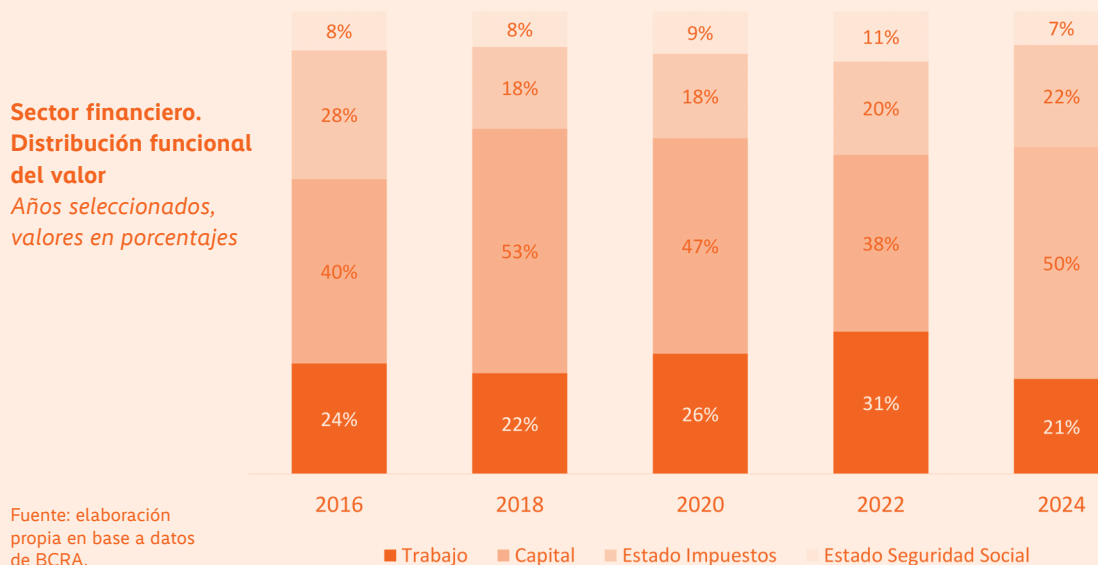


Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA.

2.3. El reparto del valor en la actividad

Este proceso de pérdida de empleos y de caída de la carga fiscal sobre la actividad, tiene consecuencias directas sobre la forma en que se distribuye el valor agregado al interior del sector.

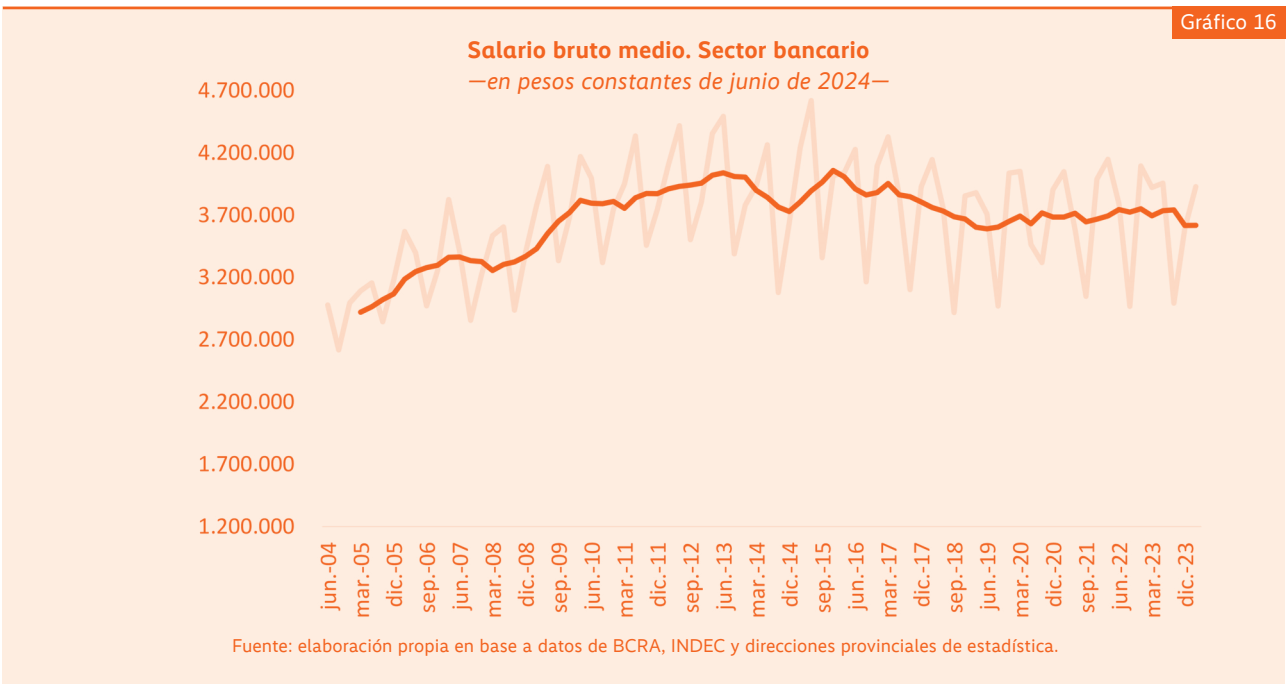
Gráfico 15



Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA.

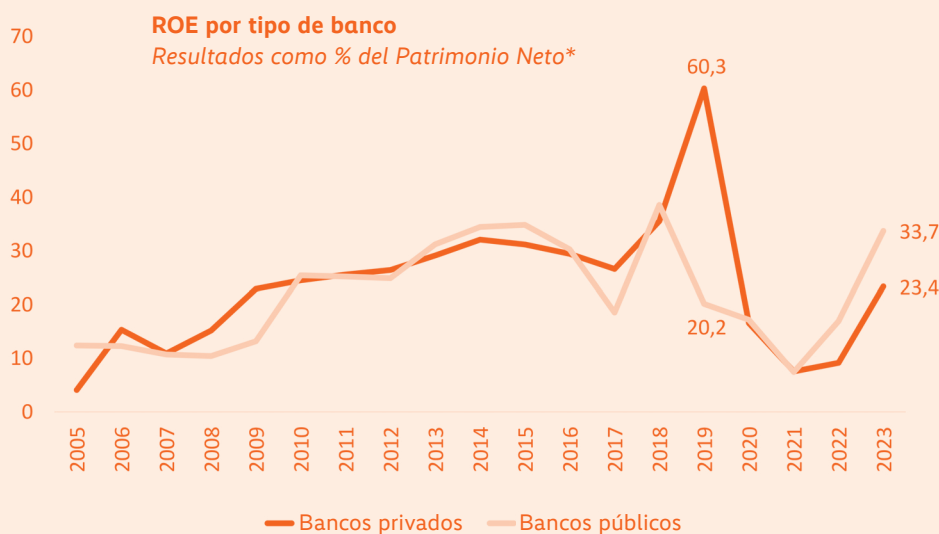
En 2018 se generó un salto de la ganancia que representó, principalmente, un avance sobre el valor que se apropia el Estado a través de sus impuestos. En los años siguientes se incrementó la participación del salario y se redujo la porción apropiada por el capital. En 2023 y 2024, se produjo un nuevo salto de la ganancia, pero esta vez, a costa de una pérdida en la participación del componente salarial, que llegó a su punto mínimo.

La pérdida de participación del salario en el reparto de valor sectorial se generó por la magnitud del incremento de la ganancia y no por la caída del salario. De hecho, los salarios de las y los bancarios, en consonancia con lo que ocurrió con su sector, se autonomizaron relativamente de la dinámica contractiva de la economía. En comparación con el periodo 2013-2015, el salario de 2023 fue de entre un 5% y un 7% menor. Recordemos que, para el conjunto de las y los trabajadores, la pérdida salarial fue cercana al 20% en esa misma década.



2.3.1. Diferencia entre la banca pública y la privada

A partir de 2018 comenzó un proceso de diferenciación de comportamiento empresarial según el tipo de capital bancario. Durante la crisis del gobierno de Macri, principalmente desatada en 2019, los resultados de la banca pública disminuyeron mientras se disparaban los de la banca privada hacia niveles máximos irrepetibles. En cambio, se dio un proceso diferente durante 2022 y 2023. En esta etapa, si bien todo el sistema financiero mejoró notablemente sus resultados, la banca pública lo hizo con una intensidad relativa levemente mayor.



* Metodología del BCRA.

Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA.

La principal razón de esta diferente evolución de la ganancia radica en las distintas composiciones de las carteras de activos y pasivos de los bancos. La banca privada es relativamente más propensa a prestar al sector privado, en tanto que la banca pública tiene una mayor participación de títulos públicos en sus activos. No obstante, la banca privada fue protagonista en la suscripción de letras del Banco Central, mientras que el financiamiento de la banca pública es principalmente dirigido a títulos emitidos por el Tesoro.

Esta última razón explica que en 2019 se haya producido un fuerte salto de la ganancia concentrada en la banca privada. A finales de 2018 comenzaron a regir las Letras de Liquidez Bancaria (LELIQ) reemplazando a las Letras del Banco Central (LEBAC). Este reemplazo de instrumentos incrementó el *spread* (la diferencia de tasas activas y pasivas) notablemente en favor de los bancos privados.

2.4. Ganadores de la inestabilidad financiera

El conjunto de las empresas del sector financiero fue uno de los grupos ganadores en una década de fuerte inestabilidad económica. La política de “supervivencia monetaria” en la que entró la economía argentina por la reaparición de la restricción externa y por las dificultades para ampliar la recaudación fiscal a partir de 2011 fue conformando un negocio seguro, con riesgo cero, y muy rentable para los bancos.

Para la financiación del déficit fiscal, el gobierno recurrió a la emisión monetaria, pero en el contexto de fragilidad externa, buscó alternativas para contener dentro de las fronteras nacionales la liquidez generada. La esterilización monetaria del BCRA —es decir, el procedimiento por el cual compensa el aumento del dinero puesto en circulación con una acción que retira ese dinero del mercado— fue la estrategia adoptada. Para ello, a través de diferentes instrumentos, el BCRA fue incrementando mes a mes el *stock* de los pasivos remunerados. Así, fue “absorbida” la liquidez que, se estimaba, sobrante.

Ahora bien, en la introducción a este trabajo discutimos algunos aspectos de la relación entre las variables macroeconómicas y las cuestiones distributivas. Al analizar lo ocurrido en el sector financiero, podemos afirmar que el problema no parece haber sido gastar de más. El problema, en verdad, pasó por no haber logrado alterar algunos rasgos estructurales de la economía. La reaparición del déficit fiscal expresó esta situación, reflejando la pérdida de capacidad del poder estatal para profundizar o consolidar el cambio distributivo que se había iniciado en 2003 y que alcanzó su cenit en 2013.

3.

El sector energético

Si hay un elemento que caracterizó al sector energético argentino en la última década fue su dinámica de rápida adaptación y permanente transformación: las empresas fueron respondiendo a los cambios acaecidos en el contexto económico. Impactaron, con diferente intensidad en cada momento, las variaciones de los precios internacionales y de los precios internos, las políticas tarifarias, las modificaciones de los programas de estímulos sectoriales, la evolución de la política cambiaria, los avances en materia de infraestructura, las expectativas asociadas a los ciclos de gobierno y las cambiantes estrategias de Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF), empresa líder de la actividad.

La pérdida del autoabastecimiento energético y la reaparición de la restricción externa en 2011 obligó al gobierno de Cristina Fernández de Kirchner a cambiar su política sectorial y, en ese marco, se aprobó la Ley 26.741 de Soberanía Hidrocarburífera, que no solo determinó la recuperación del control del 51% de las acciones de YPF, sino también —al declarar de interés público nacional y objetivo prioritario al logro del autoabastecimiento, así como la exploración, explotación, industrialización, transporte y comercialización de hidrocarburos— atribuyó la responsabilidad al Estado de poner en práctica toda regulación sobre el sector que considere necesaria para alcanzar su propósito.

En este contexto, con la recuperación del control accionario de YPF y el comienzo de la explotación de Vaca Muerta, se inició un ciclo ascendente para la actividad hidrocarburífera. La empresa estatal, fuertemente incentivada por diferentes políticas de estímulos sectoriales, lideró el vuelco de la actividad hacia las explotaciones no convencionales. Para desarrollar este proceso de expansión estableció un conjunto de alianzas financieras y operativas con los grandes jugadores transnacionales (Chevron primero, como vínculo inaugural de esta nueva etapa, y luego Petronas, Equinor y Shell) y, en menor medida, con los grandes grupos locales.

Corporativamente, el sector energético, en este periodo, se concentró en su cúpula con cuatro megacompañías de diferente grado de integración vertical y horizontal. Detrás de YPF, se ubicaron Pan American Energy Group (PAEG)³, el grupo Pampa y la internacional Shell⁴. En torno a este liderazgo, específicamente en el segmento de extracción, en los últimos años se observa un fuerte crecimiento de algunos actores no integrados que se profundiza a medida que el avance de Vaca Muerta permite incrementar la producción y las exportaciones de crudo.

Más recientemente se evidencia un proceso de doble segmentación en la actividad extractiva según el tipo de hidrocarburo y de reservorio. La participación en áreas predominantemente petroleras o gasíferas ya definía un perfil de negocios, pero en los últimos tiempos empezó a darse una segmentación más específica entre empresas, según se trate de explotación convencional o no convencional. Justamente esta diferenciación, y en especial la que ocurre en el mercado del crudo, marca un cambio importante en la estructura de poder

3 PAEG es la energética privada más grande del país, con una participación central en extracción de crudo y en refinación y comercialización de combustibles bajo la marca Axion. Se trata de una asociación entre capitales locales (la familia Bulgheroni) y extranjeros (CNOOC, de China, y BP, del Reino Unido) que terminó de adquirir su actual fisonomía en 2017. La relación entre la familia y BP (ex British Petroleum) tiene un largo historial en el negocio petrolero local, nacido de la operación de Cerro Dragón, por décadas el yacimiento más grande del país, en la cuenca del golfo San Jorge.

4 La posición dominante de Shell se reestructuró a partir de Raizen, la firma que controla junto con la brasilera Cosan. Esta asociación posee una participación destacada en el segmento de refinación y venta de combustibles, comercializados bajo la marca Shell. Por fuera de esta alianza, la multinacional de origen holandés fue ganando participación en el segmento de extracción de petróleo en Vaca Muerta, con una política agresiva en los últimos tiempos.

corporativo que recién empezamos a vislumbrar. Las compañías especializadas en crudo de Vaca Muerta son las que han también incrementado su control sobre el comercio exterior de este hidrocarburo y, a partir de ello, las que cuentan con una estructura de ingresos más sólida en moneda dura.

Entretanto, en el resto de las actividades del sector energético los procesos de concentración y centralización del capital no se detuvieron en este periodo, por lo cual, y como podemos observar, solo un puñado de compañías ostenta casi tres cuartos de la facturación total de todo el sistema energético nacional.

El poder energético en Argentina. Año 2023

Cuadro 1

Facturación bruta de las principales empresas de la actividad. En millones de dólares

			Posición en el ranking de cada actividad						
			Extracción	Refinación	Gas		Energía eléctrica		
		VENTAS BRUTAS*			Transporte	Distribución	Generación	Transporte	Distribución
1	YPF	23.923	1	1		2	5		
2	PAEG	6.273	2	3					
3	PAMPA	4.772	10	6	1		2	1	1
4	SHELL	4.445	6	2					
5	TECPETROL	1.599	4		2	5			
6	CENTRAL PUERTO	1.408				4	1		
7	DOW	1.286	mín	5					
8	TRAFIGURA	1.238		4					
9	ENEL	1.160					4		2
10	VISTA	1.141	3						
11	NATURGY	1.118				1			
12	PLUSPETROL	1.003	5						
13	CGC	953	7		3				
14	CAMMUZI	896				3			
15	TOTAL ENERGIES	736	8	8					
16	PETRONAS	691	9						
17	CHEVRON	600	10						
	RESTO	12.894							
	TOTAL	65.021							

*Sin descontar ventas intersegmentos.

Fuente: elaboración propia, datos de Secretaría de Energía y de Memorias y Balances contables de las empresas.

La integración vertical de extracción y refinación de crudo siempre fue determinante para pertenecer al selecto grupo de las empresas líderes de la actividad. De allí el protagonismo de YPF, PAEG, Pampa y Shell. Sin embargo, el crecimiento de la producción de crudo en Vaca Muerta y la mejora de sus precios, cada vez más alineados a los internacionales, abrió espacios a otras empresas no integradas o solo integradas en forma parcial. Tales son los casos de Tecpetrol, Vista, Total Energies, Petronas y Chevron.

Al mismo tiempo, las alianzas de YPF con las grandes multinacionales están generando un proceso parcial de extranjerización en la extracción de hidrocarburos, especialmente para el crudo en Vaca Muerta: en las principales áreas que opera YPF allí, lo hace en conjunto con multinacionales.

Principales áreas de extracción no convencional

Agosto de 2024

Cuadro 2

Crudo				Gas			
Área	Consortio	Kbbd	%	Área	Consortio	Mm3d	%
Loma Campana	YPF - Chevron	85	21	Fortín de Piedra	Tecpetrol	21	21
La Amarga Chica	YPF - Petronas	67	16	Aguada Pichana Este	Total YPF - Wintershall - PAE	12	11
Bandurria sur	YPF - Shell - Equinor	52	13	La Calera	Pluspetrol	9	9
Bajada del Palo	Vista	48	12	Aguada Pichana Oeste	Total PAE - YPF	9	8
La Calera	Pluspetrol	19	5	El Mangrullo	Pampa	8	8
Total Crudo no convencional		409		Total Gas no convencional		102	

Kbbd es miles de barriles diarios y mm3d es millones de metros cúbicos diarios

Fuente: elaboración propia. Datos de Secretaría de Energía.

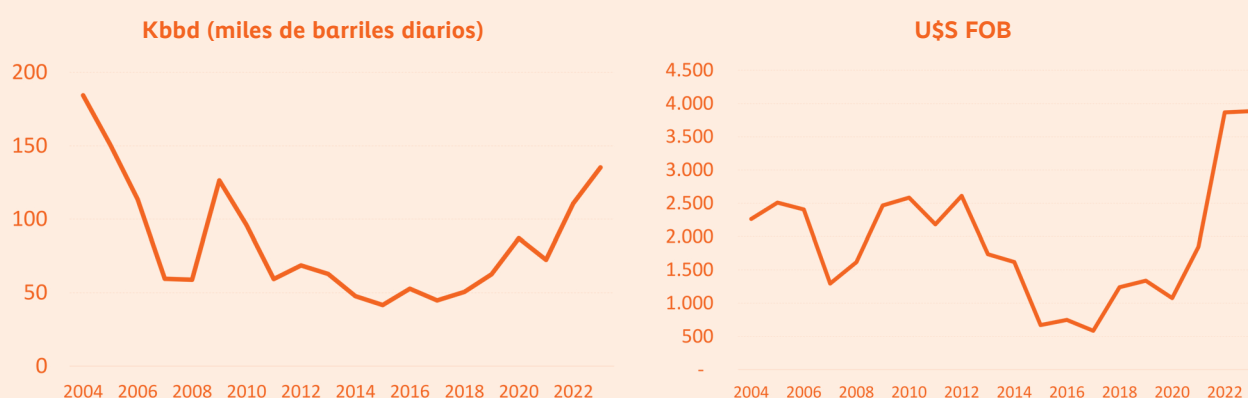
La actividad sectorial en los últimos años estuvo dominada por la dinámica del comercio exterior energético, que determinó un vuelco de Vaca Muerta hacia el petróleo, en detrimento de la actividad gasífera, más afectada por el retraso en las diferentes obras de infraestructura necesarias para poder transportar la producción neuquina. En este sentido, la inauguración del Gasoducto Presidente Néstor Kirchner (GPNK) si bien permitió un salto de la actividad, esta alcanzó un nuevo escalón del cual no podrá salir sino hasta que ocurra la realización de nuevas y costosas obras. La extracción de crudo, en cambio, viene creciendo a un mayor ritmo y de manera sostenida.

Así, desde 2022 las exportaciones crecen a un ritmo sostenido y, por el efecto de los precios internacionales, vienen generando un impacto cada vez más significativo en la facturación de las empresas.

Exportaciones de petróleo

—en Kbbd y dólares—

Gráfico 18



Fuente: elaboración propia en base a datos de Secretaría de Energía.

Dentro del grupo de líderes sectoriales nos encontramos con un conjunto variado de empresas que, más allá de sus especificidades, comparten algunos rasgos. En todos los casos son compañías cuyo entramado jurídico está muy desarrollado, presentando estructuras corporativas de una complejidad que trasciende las fronteras nacionales. Esta característica, a esta altura de la historia, ya no es exclusiva de los grandes grupos transnacionales. Las compañías de origen local utilizan todas las herramientas disponibles para la planificación

fiscal y la administración de activos y pasivos. Entre ellas, la creación de tramas societarias con presencia en “paraísos fiscales”, es decir, territorios de baja o nula tributación y/o con intensa opacidad bancaria.

A modo de ejemplo, Tecpetrol realiza sus operaciones de financiamiento utilizando un largo recorrido que incluye estructuras jurídicas en Luxemburgo, Países Bajos, Panamá, Uruguay y España; la asociación YPF-Chevron utiliza también una compleja trama que incluye compañías radicadas en Uruguay, Bermudas y Delaware. Lejos de ser casos especiales, en todas las estructuras de las operadoras en territorio nacional aparecen entidades radicadas en este tipo de territorios. Tal estrategia se profundizó en los últimos años, en los que, incluso las principales operadoras vinculadas a capitales nacionales o con su dirigencia de origen local, como Vista (de Miguel Galuccio) o la Compañía General de Combustibles (de Eduardo Eurnekian), tienen sus casas matrices radicadas en el exterior, más específicamente en México y en España, respectivamente.

Los problemas estructurales de la economía argentina obligan a atender la cuestión de las tramas societarias por dos razones principales. Por un lado, nos enfrentamos a los problemas de la “planificación fiscal nociva” que reduce “artificialmente” la carga impositiva de las actividades llevadas a cabo por las compañías que desarrollan esta estrategia. Al mismo tiempo, debemos atender el problema de la administración, utilización y apropiación de divisas por parte de estas empresas.

La “planificación fiscal nociva” (también llamada planificación fiscal agresiva en la bibliografía especializada) consiste en el desarrollo de una estrategia corporativa para lograr distribuir del modo más ventajoso posible la carga tributaria entre diferentes jurisdicciones por medio de la creación de entidades en territorios ajenos a la actividad de la explotación. Las grandes empresas organizan sus operaciones para minimizar el pago de impuestos a través de la utilización de mecanismos contables que les permiten trasladar administrativamente el excedente conseguido en el territorio donde realizan la actividad económica hacia otro con cargas tributarias más bajas.

Para que este traslado ocurra, las empresas deben realizar algunas transacciones entre sus entidades jurídicas, tales como compras o ventas de bienes o servicios (comercio intrafirma) o el otorgamiento de créditos (préstamos intrafirma). El primer tipo de operación implica la reducción del excedente de la compañía vendedora al determinar un “precio de transferencia” inferior al precio de mercado del bien comercializado. La ganancia se traslada hacia la filial que compró la producción a este precio menor y que vendió al precio de mercado. También puede ocurrir que la subsidiaria afincada en el territorio de menor tributación sea la vendedora, en este caso, de algún tipo de servicio (consultoría, asistencia técnica, etc.), cobrándolo a un precio abultado y de este modo desviar hacia ella los beneficios de la empresa que realiza la actividad principal.

Los préstamos intrafirma pueden generar un efecto similar. La prestamista, registrada en un territorio de menor tributación, se queda con una parte del excedente a través del interés que cobra (costo financiero) a la compañía que realiza la explotación económica.

Estas operaciones, en conjunto, según estimaciones de la Global Alliance for Tax Justice y Tax Justice Network, implican una pérdida de recaudación para el Estado argentino de entre US\$1.200 y US\$2.400 millones cada año.⁵

Para la economía nacional, el problema de estas operaciones es todavía más nocivo en términos macroeconómicos. Resulta que el comercio intrafirma y las operaciones de deuda entre empresas del mismo grupo no solo reducen la base imponible del impuesto a las ganancias, sino que también implican una salida de dólares para la economía.

5 Global Alliance for Tax Justice - PSI - Tax Justice Network (2021). *Estado de la justicia fiscal 2021*. Noviembre de 2021.

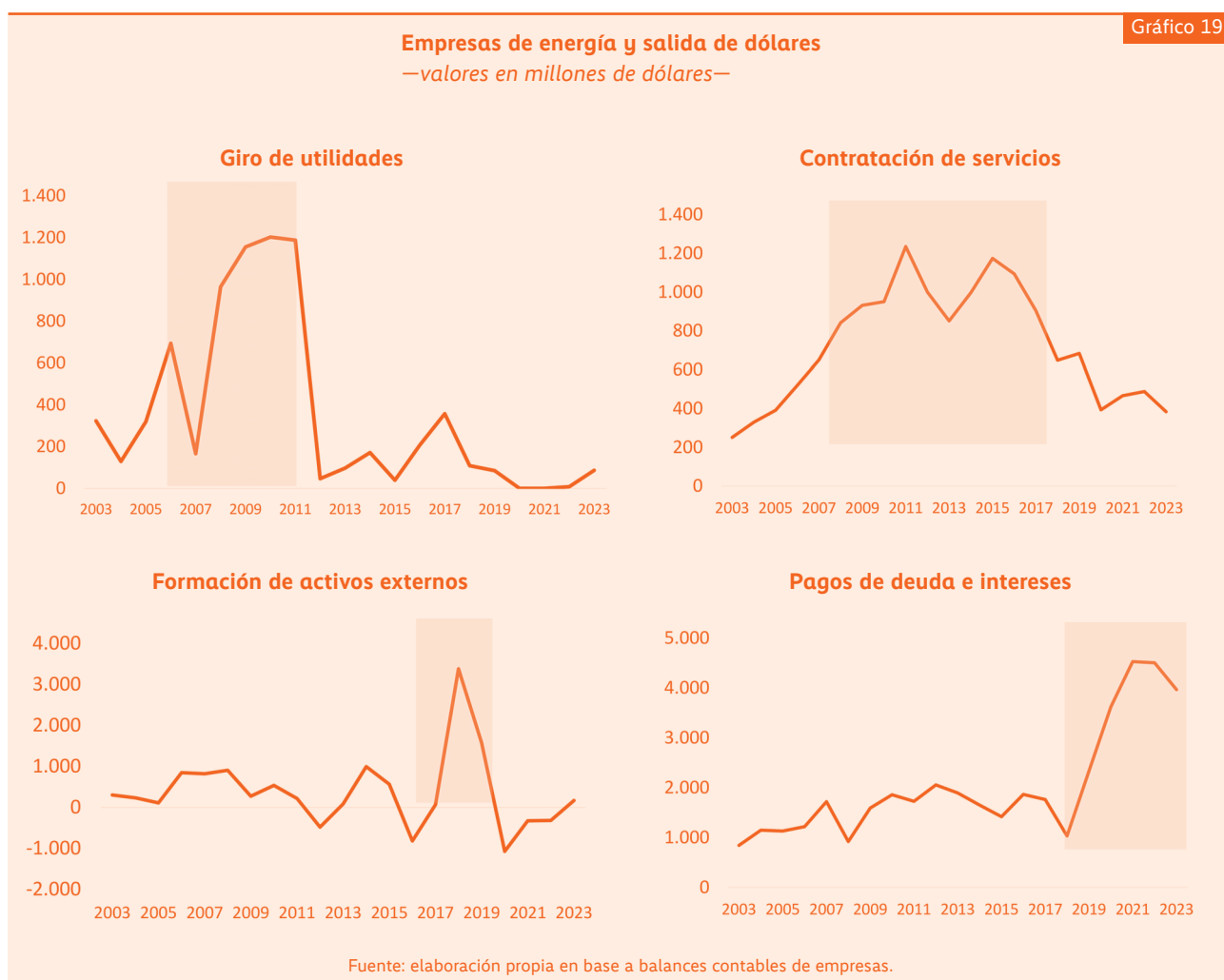
Si observamos los ingresos y egresos de divisas registrado por el Banco Central en los últimos años, hallamos que las empresas del sector han utilizado un amplio conjunto de mecanismos para exteriorizar los excedentes económicos obtenidos en la economía doméstica.

Hasta la instauración del esquema de control de cambios, a finales de 2011, los agentes de la economía tenían la libertad para comprar dólares en el Mercado Único y Libre de Cambios y las empresas podían remitir, sin restricción alguna, los beneficios obtenidos en la economía local. El “giro de utilidades y dividendos” fue el principal mecanismo de pérdida de dólares del sector energético entonces.

Una vez que se instauró el control cambiario, las empresas debieron recurrir a otro tipo de operaciones. Así, entre 2011 y 2016, se utilizó la “contratación de servicios” con empresas radicadas en otros países para remitir excedente hacia el exterior. Se trata de una práctica en la cual es frecuente la sobrevaluación de los servicios prestados y la participación, como contratada, de alguna empresa vinculada a la misma casa matriz de la contratante.

Con la liberalización del mercado de cambios durante el gobierno de Mauricio Macri, el sector fue el protagonista indiscutido en el proceso de apropiación privada de las divisas que generaba la economía argentina. En términos netos, el sector fugó, en concepto de “formación de activos en el exterior” casi US\$5.000 millones entre 2018 y 2019.

Al volver los controles cambiarios, el mecanismo de exteriorización del excedente pasó a ser el pago de intereses por el endeudamiento contraído en la etapa previa.



Sobre este último punto, resulta particularmente ilustrativo de los temas que nos ocupan el hecho de que en el periodo de liberalización cambiaria el sector haya liderado dos procesos en simultáneo: fue el sector que más dólares fugó y, al mismo tiempo, fue el que más se endeudó con el exterior. Si las empresas necesitaban financiamiento para realizar sus inversiones, ¿por qué no utilizaron los excedentes obtenidos internamente en lugar de sacarlos del circuito económico local? Queda claro que el endeudamiento externo forma parte de una estrategia de acumulación desarrollada por las compañías del sector.

3.1. Resultados económicos de la actividad

Al analizar la situación económica del sector energético tenemos que comprender, en primer término, que se trata de un entramado complejo de actividades económicas muy disímiles entre sí. Los datos publicados por la AFIP permiten discriminar siete actividades:

- 1) extracción de petróleo crudo
- 2) extracción de gas natural
- 3) servicios de apoyo para la extracción de petróleo crudo y gas natural
- 4) fabricación de productos de la refinación del petróleo
- 5) venta al por menor de combustible para vehículos automotores y motocicletas
- 6) generación, transporte y distribución de energía eléctrica
- 7) fabricación y distribución de gas y de combustibles gaseosos por tuberías

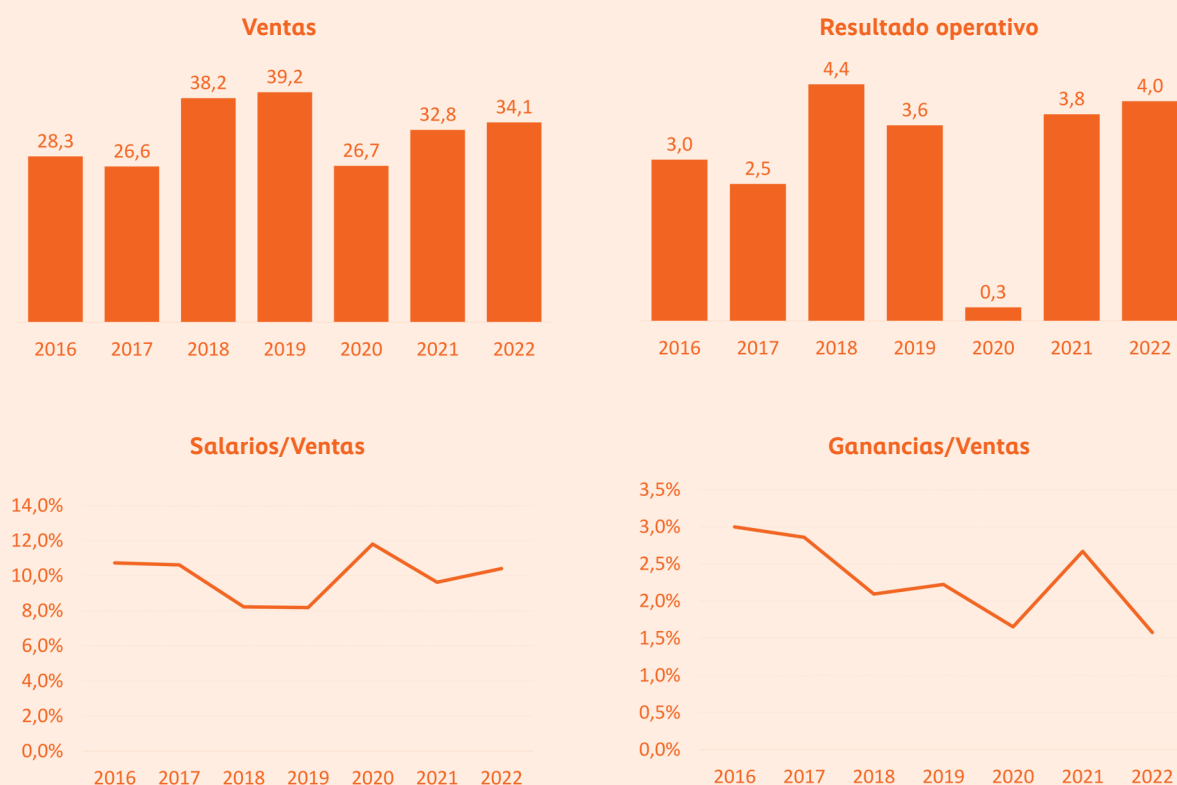
De manera agregada, los años 2018 y 2019 fueron los de mayor facturación para la actividad. Esto fue resultado del incremento de tarifas efectuado durante el gobierno de Macri, que mejoró de modo notable los ingresos de las transportistas y distribuidoras de gas natural y energía eléctrica.

En materia de resultado operativo, esto es, el resultado específico de la actividad económica en cuestión, sin considerar los efectos que tiene sobre los resultados finales el componente financiero (intereses ganados o perdidos), se produjo un salto en 2018 y luego, exceptuando el año 2020, el nivel se mantuvo en el nuevo escalón.

El peso de los salarios en la facturación de la actividad permaneció estable, en torno al 10% para todo el periodo, en tanto que se observa una permanente caída relativa del peso del impuesto a las ganancias en la actividad, que pasó de representar el 3% de las ventas en 2016, a representar el 1,58% (casi un 50% menos), en 2022.

Sistema energético

Principales indicadores —en billones de pesos constantes de junio de 2024 y %—



Fuente: elaboración propia.

3.2. Diferencias al interior del sistema energético

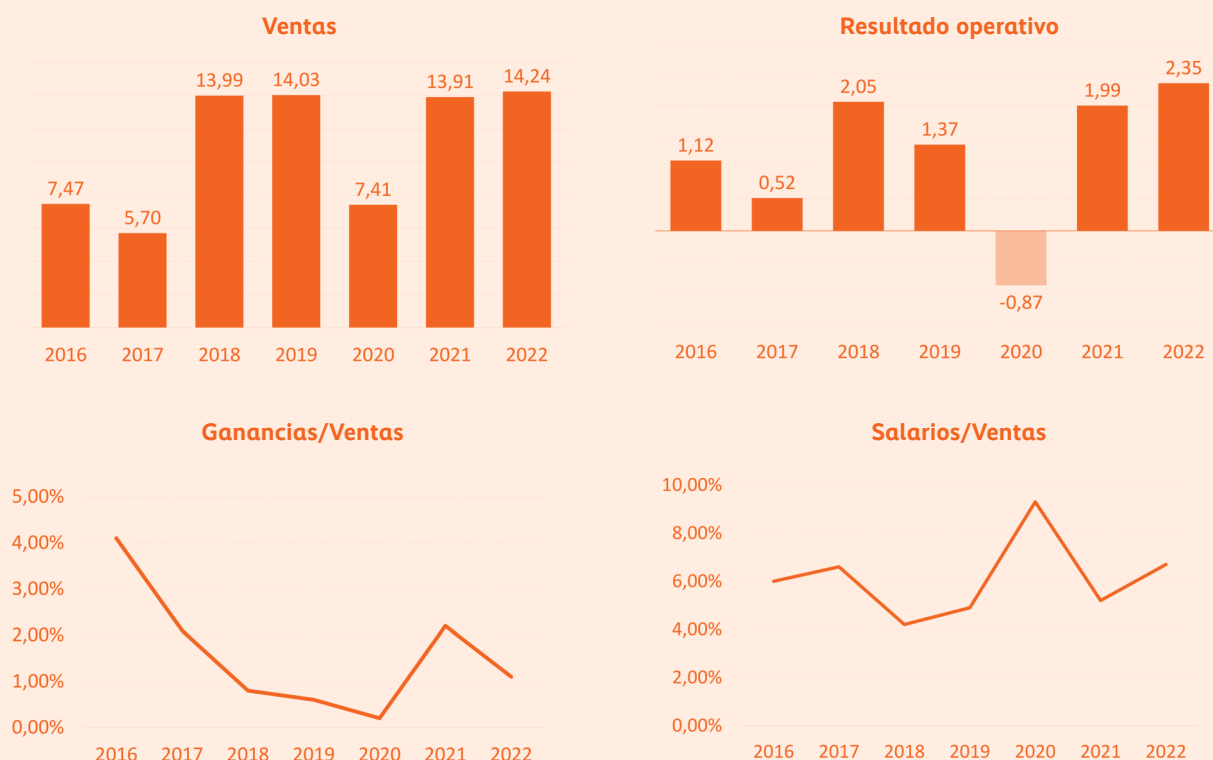
No todas las actividades de las cadenas de valor de la energía evolucionaron del mismo modo en este periodo. Como dijimos, se trata de actividades variadas y de diferente naturaleza, cada una con su propio sistema de determinación de precios y con mercados de diferentes características. Mientras que las actividades asociadas a la extracción de petróleo crudo exhibieron buenos resultados en 2021 y 2022 a partir del desarrollo del perfil exportador de Vaca Muerta, las actividades asociadas a los servicios públicos de energía eléctrica y gas natural tuvieron su pico en 2018 y 2019 y luego sufrieron el cambio de política tarifaria del gobierno del Frente de Todos que redujo su facturación.

Repasemos someramente los principales rasgos de la evolución de cada una de las actividades que componen el sector.

3.2.1. Extracción de petróleo crudo

La facturación, sin considerar la excepcionalidad del año 2020 con los efectos de la pandemia sobre la actividad y sobre los precios de los hidrocarburos, se mantuvo con una tendencia estable a partir de 2018, en el que se produjo un fuerte salto respecto de los años anteriores. En tanto el resultado operativo presenta un comportamiento similar, aunque exhibe un incremento que sí resulta significativo para 2022.

Se observa una caída importante de la participación del impuesto a las ganancias sobre las ventas (de 4,1% a 1,1%) entre 2016 y 2022. Por su parte, los salarios, más allá de la excepcionalidad de 2020, mantuvieron relativamente estable su participación en la facturación de la actividad.

Extracción de petróleo crudo*Principales indicadores —en billones de pesos constantes de junio de 2024 y %—*

Fuente: elaboración propia.

3.2.2. Extracción de gas natural

Los ingresos de esta actividad estuvieron más ligados a los programas de estímulo vigentes en diferentes periodos. El primer Plan Gas⁶ impactó en la facturación hasta 2016, en tanto que en 2018 y 2019 lo hizo el programa conocido como “Resolución 46”, que premiaba con un precio mayor solo a los nuevos proyectos de gas no convencional, relegando a las empresas que habían invertido anteriormente.

3.2.3. Servicio de apoyo a la extracción de petróleo y gas

Su evolución estuvo asociada a lo ocurrido con los dos segmentos, con buenos resultados en 2018, 2019 y 2022. Es la actividad más mano de obra intensiva del sector, con una participación de salarios sobre ingresos en torno al 30%.

3.2.4. Refinación

El año con mejores ingresos fue 2016, sin embargo, el más alto nivel de ganancias para la actividad fue alcanzado en 2022, año en el que las refinadoras obtuvieron un mayor margen de ingresos sobre costos.

3.2.5. Ventas al por menor de combustibles

Su evolución fue similar a la del eslabón de refinación, con un marcado crecimiento de la ganancia operativa para el año 2022, acompañado de una caída en la participación de los salarios sobre la facturación.

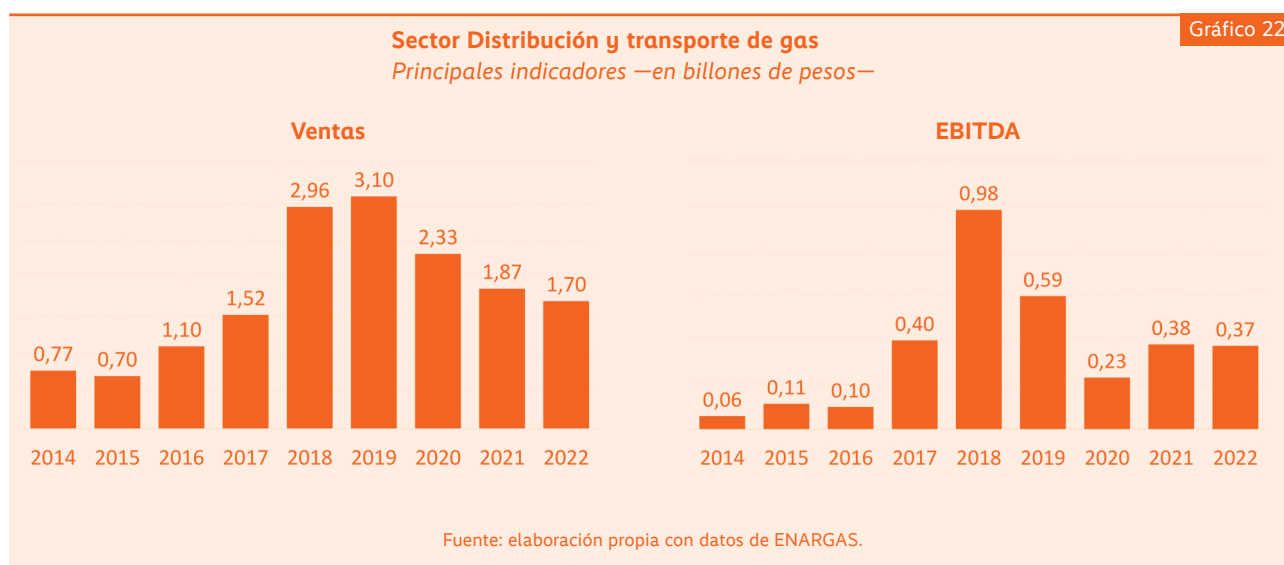
⁶ En enero de 2013 se creó el “Plan de Estímulo a la Inyección Excedente de Gas Natural”. El programa se basó en un esquema de compensación económica para las empresas que aumentarían su inyección de gas natural al mercado interno por encima de un nivel base predefinido.

3.2.6. Generación, transporte y distribución de energía eléctrica

Los tarifazos del gobierno de Macri mejoraron ostensiblemente la situación de esta actividad. Su nivel de ventas y de ganancias alcanzó el máximo en 2019. Desde entonces la facturación cayó 26% y los resultados se redujeron 70%. No obstante, la actividad exhibe una sólida situación económica.

3.2.7. Distribución y transporte de gas

Al igual que en el caso anterior, la política tarifaria de Macri reportó grandes beneficios para este eslabón. Los balances contables de las licenciatarias muestran un fuerte salto de la facturación para 2018 y 2019 y un posterior descenso. El EBITDA⁷, por su parte, muestra un resultado muy abultado para 2018 y luego la estabilización del rendimiento de la actividad en un valor positivo, similar al de 2017, cuando ya regía la política tarifaria de Macri.



3.3. Análisis de balances

Los balances contables de las empresas del sector permiten elaborar un conjunto de apreciaciones de carácter individual para cada firma, y también observar tendencias generales. Aquí nos concentraremos en algunas de las variables que consideramos más significativas para el caso específico de las empresas hidrocarburíferas.

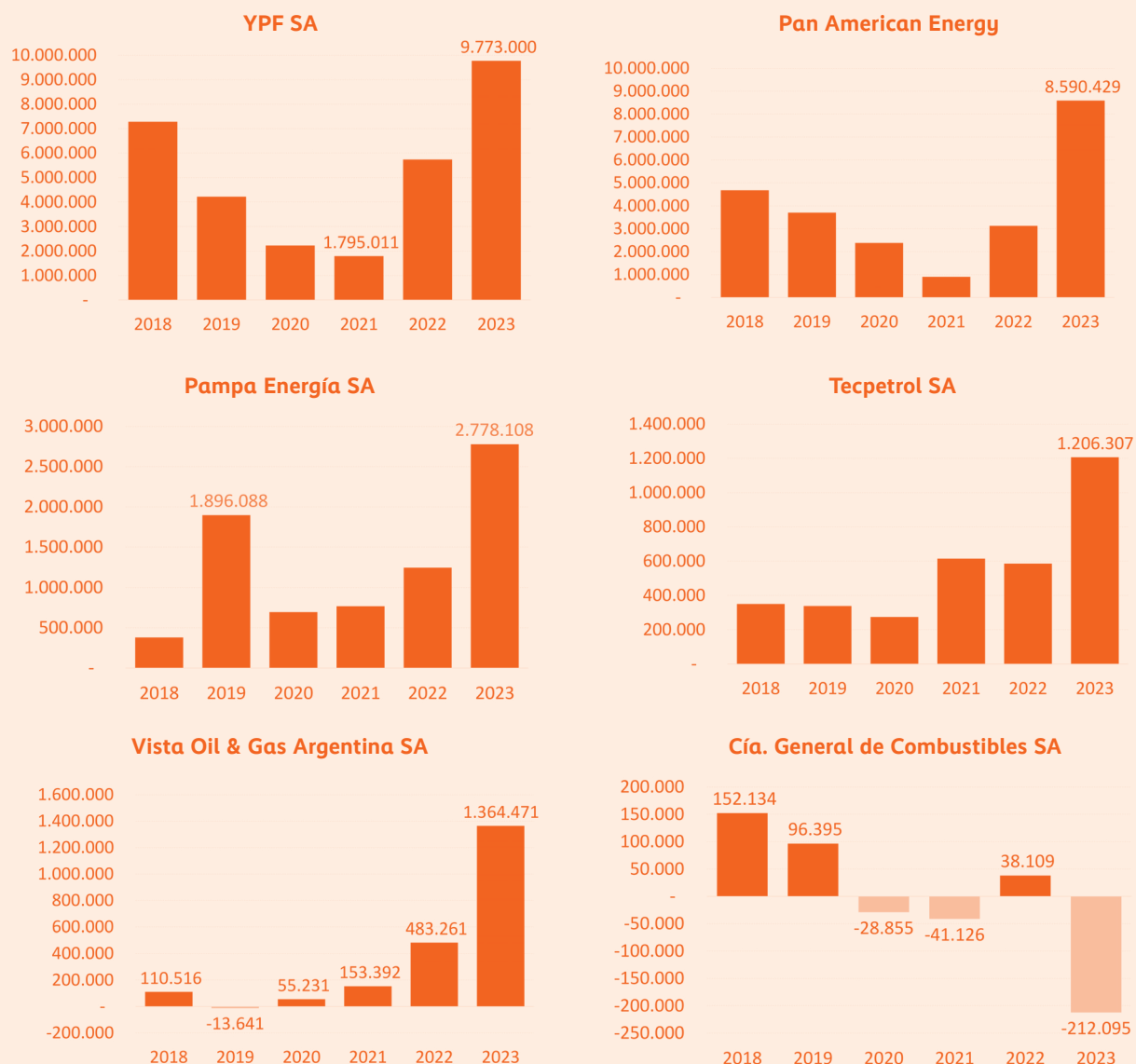
3.3.1. Resultados

Las seis empresas más importantes de la actividad cuyos balances están disponibles en la Comisión Nacional de Valores (CNV) son YPF, Pan American Energy, Pampa Energía, Tecpetrol, Vista y Compañía General de Combustibles (CGC). En materia de resultados, las tres primeras muestran un comportamiento similar, luego de buenos rendimientos en 2018 y 2019, se observa una merma importante en 2020 y 2021, para luego recuperarse y alcanzar un nivel extraordinario en 2023. Tecpetrol y Vista, por su parte, muestran una mejora sostenida en los resultados, más intensa en el caso de esta última compañía, ya que estos reflejan fielmente su avance sobre Vaca Muerta.

⁷ El EBITDA (acrónimo en inglés que significa Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) es un indicador financiero que mide la rentabilidad operativa de una empresa, es decir, la ganancia que genera por su actividad principal, antes de considerar los gastos financieros (intereses), los impuestos, la depreciación de sus activos fijos y la amortización de sus activos intangibles.

Principales empresas del sector hidrocarburífero

Resultados integrales. En millones de pesos constantes



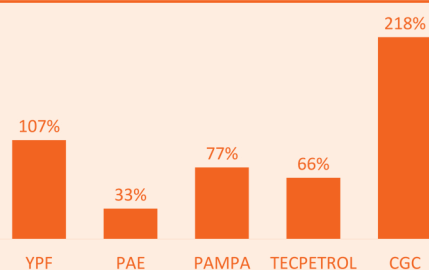
Fuente: Datos de balances contables.

Finalmente, CGC venía exhibiendo un comportamiento similar al de las primeras empresas, pero en 2023 sufrió una pérdida muy significativa. A pesar de haber facturado más que el año anterior, la posición neta de cambio, es decir, la diferencia entre Activos y Pasivos en moneda extranjera, le jugó una mala pasada. CGC es la compañía del sector con mayor nivel de endeudamiento en moneda extranjera y sus resultados se vieron afectados por la devaluación del mes de diciembre de ese año. De hecho, hasta al tercer trimestre del año 2023, su balance presentaba una gran evolución.

Ratio de endeudamiento externo

Endeudamiento externo como % del patrimonio neto

Fuente: elaboración propia. Datos de balances contables.



3.3.2. Inversión bruta

La evolución de la inversión bruta (sin descontar amortizaciones, ni bajas de bienes de uso) se presenta con mayor dispersión entre las compañías hidrocarburíferas. Después de 2020 se observa una dinámica ascendente para las inversiones de YPF, Vista y CGC. En el caso de PAE, en cambio, se exhibe un estancamiento de los niveles de inversión luego de la caída del año 2020 y esto responde a la escasa presencia de la compañía en el segmento más dinámico de la actividad que es la explotación del crudo neuquino. Por su parte, Tecpetrol invirtió muy fuerte en su yacimiento Fortín de Piedra aprovechando los estímulos otorgados durante el gobierno de Cambiemos y luego realizó inversiones en menor escala que le permitieron mantener el nivel productivo alcanzado entonces. Finalmente, Pampa incrementó sus inversiones en 2022 y se mantuvo relativamente en torno a ese nivel para 2023.

Gráfico 24

Inversión bruta

Resultados integrales. En millones de pesos constantes

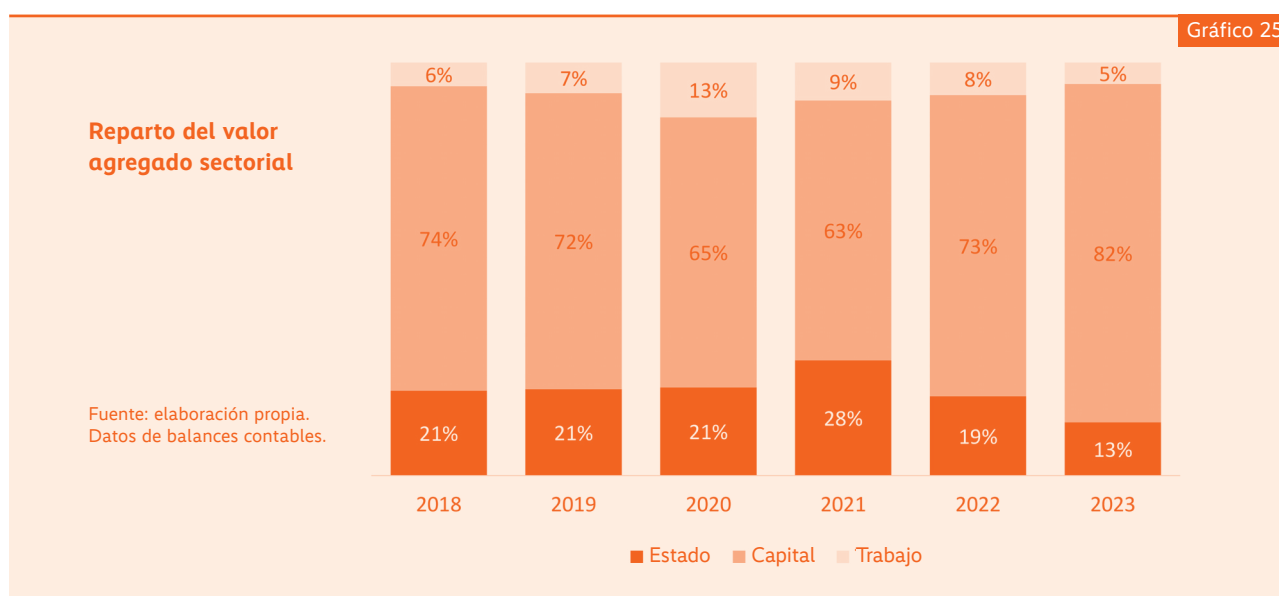


Fuente: Datos de balances contables.

3.4. Reparto de valor en las actividades energéticas

Para cerrar el análisis del sector energético, veamos qué ocurrió con el reparto de valor en el conjunto de empresas analizadas, no solo de la actividad hidrocarburífera, sino de todos los eslabones asociados a la provisión de energía. Para arribar a este resultado analizamos los balances de 23 empresas del sector, que incluyeron las actividades de extracción de gas y petróleo; transporte y distribución de gas, refinación de crudo y generación, transporte y distribución de electricidad.

Los resultados muestran un incremento de la porción de valor apropiada por el capital, en detrimento de las participaciones del trabajo y el Estado. Si comparamos con los primeros años de la serie, lo más destacado es la pérdida de participación estatal en el reparto del valor agregado por la actividad, que pasó del 21% en promedio, a 13%.



La evolución del sistema energético y de sus empresas estuvo fuertemente atada a la vulnerabilidad creciente de la economía argentina, por una doble vía. Del lado fiscal, los subsidios a los consumos residenciales de energía eléctrica y gas natural tuvieron un espacio destacado entre las principales erogaciones del Estado nacional, pero, al mismo tiempo, en el frente cambiario, la cuestión energética se colocó en el centro de las discusiones, primero por la pérdida del autoabastecimiento en 2011 y, recientemente, por el desempeño exportador de Vaca Muerta.

El sector energético, especialmente en sus primeros eslabones, ocupó un lugar central en este ciclo de inestabilidad permanente consolidado en la última década. Resultó beneficiario de onerosos estímulos y transferencias estatales, primero, y de una tendencia hacia la internacionalización de sus precios, después. Al igual que en el caso del sector financiero, la energía “en emergencia” determinó beneficios crecientes para las compañías del sector.

4. El sector alimentario-agroexportador

La productividad y disponibilidad de tierras en la Argentina la han consolidado como un país productor de alimentos con amplia inserción exportadora desde finales del siglo XIX. El encadenamiento de la producción primaria ha permitido también el desarrollo de agroindustrias que procesan y agregan valor a las materias primas producidas localmente. En la cadena agroalimentaria conviven un sector orientado principalmente a la exportación de productos primarios y agroindustriales (cereales, oleaginosas, aceites en bruto y harina para alimentación de animales) y un sector productor de alimentos diversos, dominado por empresas integradas, pero con mayor presencia de capitales más pequeños, orientado principalmente al mercado interno con alguna inserción exportadora.

Ambos sectores tienen un rol relevante en los procesos de acumulación en la Argentina. En primer lugar, porque conforman los principales complejos exportadores del país (cereal, oleaginosas, carnes y cueros, lácteos, frutas, azúcar, entre otros). En segundo término, porque los cambios en los precios internacionales de los *commodities* tienen un impacto mayúsculo en los precios de los alimentos, y por tanto en los bienes de consumo masivo. Por ambos motivos históricamente han sido sectores sujetos a distintas medidas de intervención estatal, tales como regulaciones al comercio exterior e interno, fijación de derechos de exportación e implementación de fondos compensadores, a fines de asegurar el suministro local de alimentos, despegar los precios internos de los precios internacionales, asegurar las divisas necesarias para el desarrollo y fomentar a los pequeños y medianos productores. En general estas políticas fueron resistidas por parte de los principales actores de ambos sectores al tratarse de mercados concentrados y dominados por un puñado de empresas transnacionales y grupos económicos locales integrados.

4.1. Los complejos exportadores de oleaginosas y cereales

El sector agroexportador cumple un rol determinante en la economía argentina por su gravitación en las exportaciones del país y, por tanto, como fuente principal de ingreso de divisas. En los últimos años los complejos oleaginoso y cerealero representaron la mitad de las exportaciones argentinas de bienes. Esta situación lo vuelve el centro de pujas con los distintos gobiernos, condicionados por la necesidad de acumular reservas. Las disputas en torno al valor del tipo de cambio, los derechos de exportación y el acceso al mercado cambiario estuvieron en primer plano en las últimas décadas, agudizándose en los momentos de suba de precios internacionales (como durante el conflicto de 2008) y a partir de 2011 con la profundización de la restricción externa en la Argentina y las medidas atinentes a controlar el mercado cambiario.

Este sector se compone de empresas cuya actividad podemos dividir en dos grandes rubros: la compra y venta de granos (de soja, maíz y trigo, principalmente) para exportación, y el procesamiento de estos granos para convertirlos en aceites, harinas y biodiesel, que también en su mayor parte se destinan a la exportación. Durante las últimas décadas, este último rubro fue ascendiendo con inversiones millonarias que incluyen plantas aceiteras, silos y puertos propios y, desde 2007, plantas de procesamiento de biodiesel. Estas inversiones consistieron tanto en el montaje de nuevas plantas y puertos como en la ampliación de la infraestructura existente, principalmente en el cordón industrial ubicado sobre el río Paraná en la provincia de Santa Fe, entre Arroyo Seco y Puerto San Martín y, en menor medida, en el polo de Bahía Blanca.

El complejo de oleaginosas pasó al frente con la introducción de la siembra directa y se constituyó, desde los años ochenta, en el principal complejo exportador del país, consolidando a la Argentina en la cima del ranking de proveedores mundiales de aceites y harinas oleaginosas. Este complejo, al estar vinculado mayormente a la exportación, es independiente del ciclo económico nacional, por tanto ha presentado un fuerte crecimiento en las últimas décadas asentado en condiciones propicias del mercado mundial, en las

ventajas comparativas naturales y en diversos beneficios otorgados por el Estado⁸. Asimismo, dicho dinamismo acentuó la presencia del capital extranjero en el sector a partir de la estrategia de las empresas transnacionales de aprovisionamiento de materias primas a bajo costo. Las empresas que hoy controlan el complejo oleaginoso en el país son, al mismo tiempo, los más importantes actores a nivel global y quienes dominan el mercado mundial de estos productos y los distintos canales de comercialización.

El sector agroexportador reúne empresas cuyos capitales se mueven rápidamente en los espacios de producción a nivel mundial por lo que la estructura de propiedad sectorial ha cambiado sensiblemente a lo largo de los últimos años. Estos procesos han agudizado la concentración del sector en empresas integradas dedicadas a la compra, acopio, procesamiento y exportación de granos y derivados a través de puertos propios. En la actualidad, y tras la caída de Vicentin, las exportaciones de granos y derivados están dominadas por un puñado de empresas transnacionales (Viterro, Cargill, Bunge, Dreyfus LDC, Cofco y ADM Agro) y tres empresas nacionales (Aceitera General Deheza AGD, Molinos Agro SA y ACA). Líderes en los rankings de exportación, concentran una gran proporción de las exportaciones. Todas, excepto ADM Agro, son a la vez industrializadoras de aceites, harinas y, salvo ACA, biodiesel.

Cuadro 3

Puesto en el ranking por toneladas exportadas en 2022

	Complejo soja			Complejo girasol			Cerealero		
	Harina soja	Aceite soja	Soja	Biodiesel	Harina girasol	Aceite girasol	Maíz	Trigo	Cebada
Viterro	1	1	5	1	1	1	7	7	1
AGD	2	4		6	3	2	8	8	
Molinos Agro	3	3	9	3	6	3	9	10	
Cargill	4	2	1	5	12	4	2	2	
Bunge	5	9	4	4	5	5	6	3	7
LDC	6	5	3	2			5	5	10
Cofco	7	7	10	7	2	7	3	1	5
ACA	8	6	8		7	8	4	6	3
ADM Agro			6				1	4	
% Tn expo	95%	93%	72%	100%	86%	85%	96%	93%	46%

Fuente: Secretaría (ex Ministerio) de Agricultura, y elaboración propia.

8 La Ley 25.924 de Promoción de Inversiones en Bienes de Capital y Obras de Infraestructura, de diciembre de 2004, vigente hasta 2010, otorgó beneficios fiscales para proyectos de inversión, por la vía de la amortización acelerada de bienes de capital para el pago de impuesto a las ganancias y la devolución anticipada del impuesto al valor agregado (IVA) por la compra de estos bienes. El sector percibió el 14% de los beneficios otorgados por esta ley. Por otra parte, la ley 26.093, del año 2006, para la regulación y promoción del biodiesel, otorgó también la amortización acelerada de bienes de capital y la eximición en el pago del IVA, y adicionalmente estableció un porcentaje mínimo de biodiesel que debería contener todo el gasoil comercializado en la Argentina, con un precio por encima del internacional durante un tiempo prolongado, así como la exención del impuesto sobre los combustibles y la posibilidad de excluir de la base imponible del impuesto a la ganancia mínima presunta los bienes afectados a los proyectos promovidos. A la ley nacional se le sumaron una cantidad importante de leyes provinciales que desgravaron completamente la actividad y por lapsos de entre 10 y 15 años de los impuestos provinciales, entre otros beneficios. Además, se incentivó la producción de biodiesel a través de un diferencial importante en los derechos de exportación.

En la industria procesadora de oleaginosas se destacan también las asociaciones entre empresas como Terminal 6 (Bunge y AGD) y Renova (Vicentin y Vittera, antes también Molinos Río de la Plata). Así, el ranking por capacidad instalada es más complejo ya que hay empresas importantes que comparten plantas y puertos. Asimismo, el concurso de Vicentin y la venta de parte de su paquete accionario a Vittera, poco antes de declararse el concurso, suman complejidad.

La planta más grande del país es Renova, con capacidad de molienda de 30.000 toneladas diarias. Además, suma una pequeña planta en Puerto Quequén de 2.000 toneladas diarias. Esta empresa hoy es controlada por Vittera, que, junto a sus tres plantas en provincia de Buenos Aires, acapara el 18% de la capacidad instalada, alcanzando 37.100 toneladas diarias.

Vicentin, además de su participación en Renova, cuenta con dos plantas propias y otra a través de su controlada Oleaginosa San Lorenzo con capacidad de 10.000 toneladas diarias. En conjunto suma 20.500 toneladas diarias. Desde el concurso se constituyó en prestador de servicios de industrialización para terceros proveedores y titulares de las materias primas.

Las plantas que le siguen en tamaño son Terminal 6 y la de la nacional Molinos Agro, ambas con una capacidad de molienda de 20.000 toneladas diarias. Terminal 6 es controlada en partes iguales por Bunge (que cuenta con, además, otras cuatro plantas) y la empresa local AGD (con dos plantas adicionales, una de ellas de 17.000 toneladas diarias). Así AGD controla el 15% de la capacidad instalada (adicionando 21.000 toneladas diarias propias) y Bunge el 12% (con sus 14.000 toneladas diarias).

En 2023 las empresas Bunge y Vittera anunciaron un contrato de combinación de negocios a nivel global. Esta operación se encuentra en revisión en la mayoría de los países en los que operan las firmas. En Argentina, la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia abrió una diligencia preliminar en julio de 2023 para analizar el caso. Sin embargo, en agosto de 2024 se archivó a la espera de que las firmas notifiquen dicha operación ante el organismo. De concretarse, la concentración del sector se incrementaría sensiblemente, ya que en conjunto Bunge y Vittera reunirían casi un tercio de la capacidad instalada de molienda en la Argentina.

De las extranjeras, se suman Cargill, con tres plantas y 21.200 toneladas de capacidad de molienda diaria (15%), LDC Argentina con dos plantas y 20.000 toneladas de capacidad de molienda diaria (10%), la china Cofco Argentina, con tres plantas y 17.300 toneladas diarias (8,6%).

Buyatti, involucrada en la causa Vicentin por posibles maniobras de defraudación al Estado, tiene dos plantas, una en Puerto San Martín y otra en Reconquista. La primera trabajaba exclusivamente *a façon* para Vicentin, pero luego del concurso de esta empresa no consiguió nuevos clientes, por lo que no se encuentra operativa. La segunda, en Reconquista, se dedica a la molienda de algodón, pero puede moler también otras oleaginosas.

Finalmente, se encuentran unas quince empresas muy pequeñas que no superan las 1.200 toneladas diarias de capacidad de molienda y que mayormente destinan su producción al mercado interno.

Plantas industriales del complejo agro-exportador

Planta	Localidad	Capacidad de molienda (Tn diarias)	Tn diarias agrupadas
Renova	Timbúes	30.000	37.150
Renova (ex Cargill)	Pto. Quequén	2.000	
Viterra Arg.	Gral. Villegas	2.000	
Viterra Arg.	Daireaux	1.800	
Viterra Arg.	Quequén	1.350	
AGD	Gral. Deheza	17.000	31.000
Aceitera Chabás	Chabás	4.000	
Terminal 6 Industrial	Pto. San Martín	20.000	24.000
Bunge Argentina (ex La Plata Cereal)	Pto. San Martín	8.000	
Bunge Argentina	Ramallo	3.000	
Bunge Argentina (ex Tankay SA)	San Jerónimo Sur	2.000	
Bunge Argentina	Tancacha	1.000	
Cargill	Villa Gob. Galvez	13.000	21.200
Cargill	Ing. White	2.200	
Cargill	Quebracho	6.000	
Vicentin	Puerto San Lorenzo	6.500	20.500
Vicentin	San Lorenzo	4.000	
Oleaginosa San Lorenzo	Puerto San Lorenzo	10.000	
Molinos Agro	San Lorenzo	20.000	20.000
LDC Argentina	Gral. Lagos	12.000	20.000
LDC Argentina	Timbúes	8.000	
Cofco Argentina (ex Noble)	Timbúes	8.000	17.300
Cofco Argentina (ex Nidera)	Pto. San Martín	5.500	
Cofco Argentina (11)	Saforcada (Junín)	3.800	
Buyatti	Pto. San Martín	3.350	4.806
Buyatti	Reconquista	1.456	
Otras *			6.872

*Incluye Molinos Cañuelas y Entre Ríos Crushing (de 1.000 a 1.200 Tn diarias), y otras menores: Molino Navarro, Protoil, AFA, Tanoni Hnos., Gente de La Pampa, SEDA, Ricedal Alimentos, Alimentos Santa Rosa, Nueva Aceitera Ticino, Enrique R. Zeni y Cía., Ingredion, CIDA, Francisco Hessel e Hijos, Supra, Cía. Aceitera Tartagal.

Fuente: J.J. Hinrichsen y elaboración propia.

En la producción de biodiesel la situación es similar, con una fuerte concentración de la capacidad instalada por parte de las empresas exportadoras. LDC lidera el ranking con 610.000 toneladas anuales. Luego le siguen Patagonia Energía que es propiedad conjunta de Renova (Viterra y Vicentin), Vicentin y Molinos Agro. Esta, además, destina parte de su producción al mercado interno para el corte de combustibles. Viterra cuenta con participación en Advanced Organic Material y el control de Pampa Bio SA; Vicentin y Molinos Agro cuentan con plantas propias con capacidad de producción de 120.000 toneladas anuales cada una. Luego Terminal 6 (Bunge y AGD) con 480.000 toneladas anuales y Cofco y Cargill con 240.000 toneladas anuales

cada una. Estas empresas integradas, ya que producen el principal insumo para el biodiesel (aceite de soja), concentran el 65% de la capacidad instalada.

El resto se orienta al mercado interno para el corte obligatorio de combustibles y se encuentra liderado por los grupos Corporación América - Eurnekian (Unitec Bio), Hilarión Del Olmo y Axel Boerr (Viluco), Pucciarello (Bioenergía y El Albardón) y Cremer de Alejandro Braun (Cremer y Latin Bio).

Plantas de producción de biodiesel

Cuadro 5

Plantas	Localidad	Capacidad de producción (Tn anuales)
LDC	Gral. Lagos	610.000
Renova	San Lorenzo	480.000
Patagonia Bionergía	San Lorenzo	480.000
T6 Industrial	P. Gral. San Martín	480.000
Cofco Argeninta	P. Gral. San Martín	240.000
Cargill	V. G. Galvez	240.000
Unitec Bio	P. Gral. San Martín	240.000
Vicentin	Avellaneda	120.000
Molinos Río de la Plata	Rosario	120.000
Explora	P. Gral. San Martín	120.000
El Albardón	P. Gral. San Martín	100.000
Diaser	San Luis	96.000
Aripar	Daireaux	50.000
Cremer Argentina	Arroyo Seco	50.000
Bio Bahía	Bahía Blanca	50.000
Pampa Bio	Gral. Pico	50.000
Rosario Bionergy	Roldán	50.000
Bio Ramallo	Ramallo	50.000
Bio Bin	Junín	50.000
Bio Nogoya	Nogoyá	50.000
Latin Bio	Arroyo Seco	50.000
Bio Corba	Ramallo	50.000
Renfinar Bio	Ramallo	50.000
Bio Bal	Ramallo	50.000
Energías Renovables	Catriló	50.000
Advanced Organic Materials	Pilar	48.000
Diferoil	Gral. Alvear	48.000
Otras *		126.800
Comprende plantas de menos de 30.000 toneladas anuales: Energías Renovables Argentinas, Colalao del Valle, Soy Energy, Héctor Bolzán, Prochem Bio, New Fuel, BH Biocombustibles, Doble L Bioenergías, Agro M&G.		

Fuente: Bolsa de Comercio de Rosario y elaboración propia.

Como en el sector energético, las empresas de los complejos oleaginosos y cerealeros presentan estructuras corporativas complejas que trascienden las fronteras nacionales, situación que no es exclusiva de los grandes grupos transnacionales. La presencia de tramas empresariales con presencia en “guaridas fiscales” y la utilización de operaciones comerciales y financieras intrafirma son habituales tanto para las empresas nacionales como extranjeras del sector. Estas tramas societarias se asocian no solo a la “planificación fiscal nociva” que reduce la carga impositiva, sino también al problema de la administración, utilización y apropiación de divisas por parte de estas empresas.

Al consultar los registros del Banco Central en relación con el ingreso y egreso de divisas por parte del sector oleaginoso y cerealero en los últimos veinte años, encontramos que este ha utilizado un amplio conjunto de mecanismos para exteriorizar los excedentes económicos obtenidos en la economía doméstica. Hasta el conflicto por los derechos de exportación, en 2008, el sector exteriorizó capitales especialmente a través de formación de activos externos (US\$991 millones anuales entre 2003 y 2007), mientras que remitió tan solo US\$97 millones en concepto de utilidades y dividendos.

El conflicto social durante 2008 por los derechos de exportación aceleró la salida de dólares hasta la instauración del esquema de control de cambios a finales de 2011. En esos cuatro años la fuga por formación de activos externos sumó casi US\$2.340 millones y el reparto de utilidades y dividendos ascendió a US\$966 millones.

Adicionalmente, a partir de 2008, y luego con la implementación de los controles cambiarios a fines de 2011, las empresas aceleraron su endeudamiento en moneda extranjera⁹, lo que explica la importante salida de dólares para el pago de esos compromisos hasta 2015.

Con la liberalización del mercado cambiario durante el gobierno de Cambiemos el sector presentó dos momentos bien definidos. En los primeros dos años se produjo exteriorización por medio de la formación de activos externos (US\$935 millones en esos dos años) y remisión de utilidades y dividendos (US\$360 millones). Luego, con las oportunidades de valorización financiera, la salida de dólares por estos medios se interrumpió y la forma principal de exteriorización pasó a ser el endeudamiento en moneda extranjera. El sector fue protagonista del endeudamiento privado en dólares durante el gobierno de Cambiemos (entre 2016 y 2019 ingresaron US\$5.800 millones en este concepto). El pago de esta deuda y sus intereses implicó una salida importante de divisas que se extendió más allá de 2019, cuando las restricciones cambiarias volvieron a implementarse¹⁰. Cabe destacar que este endeudamiento fue en buena parte con firmas vinculadas y no utilizado para financiar inversiones. La capacidad instalada aceitera se encuentra en los mismos niveles desde 2015.

Durante el gobierno del Frente de Todos, con la restauración de los controles cambiarios, se potenció otra forma de exteriorizar divisas: la importación de bienes se incrementó a niveles inéditos. Según datos de la plataforma Softrade, que proporciona información de importadores y exportadores a nivel global, la mayor parte de las importaciones del sector son operaciones de compras de granos, específicamente soja¹¹. Dentro de estas importaciones la mayor parte viene desde Paraguay¹². El 81% de las exportaciones paraguayas hacia la Argentina fueron intrafirma. Además, las compañías no exportan directamente desde las empresas radicadas en Paraguay a las empresas radicadas en la Argentina, sino que lo hacen a través de comercializadoras radicadas en guaridas fiscales y que son generalmente las mismas comercializadoras que operan las ventas intrafirma de las empresas radicadas en la Argentina¹³, una práctica en la que es frecuente la sobrevaluación de los pagos por importaciones al tratarse de compras y contrataciones con empresas vinculadas. Los controles cambiarios agregaron incentivos para sobrefacturar importaciones y subfacturar exportaciones a través de los precios de transferencia. En el último periodo parecen haber jugado un rol central para exteriorizar dólares, además de minimizar la carga tributaria.

9 El endeudamiento se multiplicó por cinco de 2008 a 2012 respecto de 2003-2007.

10 De hecho, las restricciones al endeudamiento en moneda extranjera para Grandes Empresas Exportadoras se implementaron durante la gestión de Cambiemos, en agosto de 2019, medidas que fueron continuadas por el gobierno del Frente de Todos.

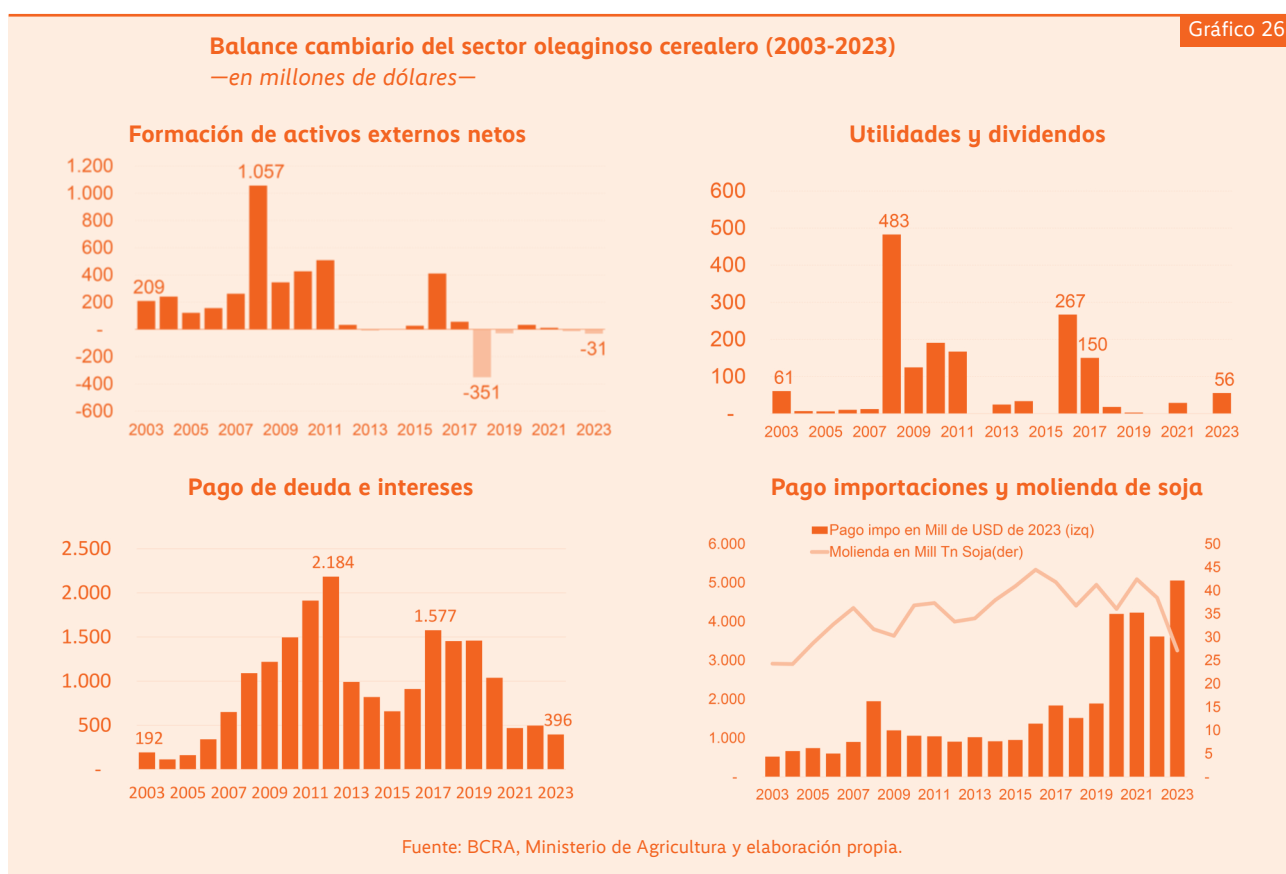
11 Al analizar las importaciones de las principales empresas del sector utilizando Softrade y considerando a las empresas industriales AGD, Bunge, Cargill, Cofco, LDC, Molinos Agro, Viterra y Vicentin, las habas de soja representaron el 76% de sus importaciones entre 2019 y 2023, excepción hecha de 2022, cuando cayeron a un poco más del 50%.

12 Más del 90% durante 2020 y 2021, y más del 50% en 2022 y 2023 (INDEC).

13 ADM Paraguay lo hace a través de Agrograin Sucursal Uruguay; Amaggi a través de Amaggi Internacional Ltd.; Cargill a través de la controlante Cargill Inc.; CHS de Paraguay a través de CHS Europe SARL; Cofco International Paraguay a través de su comercializadora Cofco Resources SA; Copagra SA a través de Losur BV Suc. Uruguay; el grupo Glencore exportaba desde Glenpar SA a Glencore Agriculture BV y luego del cambio de razón social desde Viterra Paraguay a Viterra BV, Vicentin Paraguay SA lo hacía a través de su sucursal en Uruguay; solo Bunge Paraguay lo hacía a través de Bunge Argentina SA.

Al respecto, las empresas del sector gozan de un régimen especial para fomentar el uso de la capacidad instalada. Este régimen las habilita a pagar derechos de exportación solamente por el diferencial de exportaciones de productos elaborados y el insumo a precio CIF de importación. Las empresas argumentan que esto les sirve para incrementar el uso de la capacidad instalada. Sin embargo, como puede observarse en el Gráfico 26¹⁴, a pesar del fuerte incremento de pagos de importaciones en el periodo 2020-2023, la molienda de granos no creció en la misma dirección. Además, según datos extraídos de Softrade, las empresas industriales que importaron soja a través de sus vinculadas (AGD, Bunge, Cargill, Cofco, LDC, Molinos Agro, Viterro y Vicentin) reexportaron un 78% de esa soja entre 2019 y 2022¹⁵. Es decir, estas importaciones no operaron para incrementar la industrialización doméstica sino como formas de minimizar la carga tributaria y exteriorizar divisas.

Así, la principal forma de exteriorizar divisas y minimizar la carga tributaria en todo el periodo fue la utilización de precios de transferencia a partir de subfacturación de exportaciones y subfacturación de importaciones. En este campo, la AFIP y Aduana han abierto sendas causas e investigaciones entre 2003 y 2023, causas que hasta el momento no han tenido efectos económicos reales en las empresas del sector¹⁶.



14 Se ha deflactado por el Índice de Precios de Materias Primas Agropecuarias publicado por el BCRA para evitar el efecto del incremento de precios internacionales registrado en 2021 y 2022.

15 En 2023 esto no sucedió producto del faltante de grano por la sequía.

16 En los balances contables de todas las empresas figuran distintas causas abiertas frente a problemas de fijación de precios de transferencia en operaciones realizadas por las firmas. En 2009 la AFIP comenzó a investigar la evasión impositiva por medio de la “triangulación nociva” llevada adelante por empresas líderes que actúan en el país. Este procedimiento consiste en el registro de ventas a un país de baja o nula tributación distinto de aquel al que realmente llegan las mercaderías exportadas. Los principales países involucrados son Uruguay, Suiza, Singapur, Barbados y las Islas Caimán. El sector de cereales y oleaginosas es señalado por la AFIP como aquel con mayor participación en las maniobras de triangulación nociva detectadas por la agencia en 2009. Bunge fue una de las empresas que presentó mayores irregularidades. En marzo de 2011 se suspendió a LDC Argentina, Bunge Argentina y Oleaginosa Moreno del Registro de Operadores de Granos por triangulaciones nocivas de operaciones, uso de facturas apócrifas (Bunge), operaciones a través de paraísos fiscales y maniobras financieras con el exterior. Con anterioridad se había sancionado a ADM Argentina, Cargill y Toepfer por maniobras similares. En abril de 2012 se suspendió nuevamente a Bunge al detectar que la empresa realizó triangulaciones nocivas de exportación a través de Uruguay con una firma vinculada. En 2023 la Aduana investigó a AGD, Bunge, Cargill, Cofco, LDC, Molinos Agro y Viterro por sobrefacturación de importaciones.

4.1.1. Resultados económicos de la actividad oleaginosa

Los resultados económicos del sector agroexportador dependieron básicamente de tres factores: las condiciones del mercado internacional, las circunstancias climáticas y las definiciones de los distintos gobiernos en relación con los marcos regulatorios del comercio exterior, el tipo de cambio efectivo del sector y los derechos de exportación. En relación con este punto, los dos últimos gobiernos con mandato cumplido contrastan fuertemente. Mientras que Macri tuvo políticas que beneficiaron al sector, Alberto Fernández fue más errático. Cambiemos inició su gobierno con una devaluación y liberalización del tipo de cambio, prolongó los tiempos para la liquidación, luego eliminó esta obligación, y fue bajando y/o eliminando derechos de exportación en los primeros tres años de gestión. El gobierno del Frente de Todos revirtió estas medidas durante 2020 y 2021, pero en 2022 cedió ya que no se liquidaba la cosecha e implementó tipos de cambios preferenciales para el sector, primero para la soja, y durante 2023 fue ampliando los productos involucrados hasta implementar el dólar exportador para todas las transacciones.

Con precios internacionales y un tipo de cambio relativamente estable durante 2016 y 2017 y con un menor nivel de producción en 2018 por la sequía, que compensó la devaluación del tipo de cambio promovida por el propio sector durante mayo y septiembre de ese año, la facturación de las empresas productoras de grasas y aceites vegetales se mantuvo estable los primeros tres años de gestión de Cambiemos. La buena cosecha, sumada a la aceleración del ritmo devaluatorio durante 2019, produjo un salto en la facturación que continuó creciendo hasta 2021 por el *boom* de precios internacionales tras la pandemia y con la guerra de Ucrania¹⁷. En 2022 se mantiene en los mismos niveles que el año previo, con mejores precios internacionales pero menor ritmo devaluatorio.

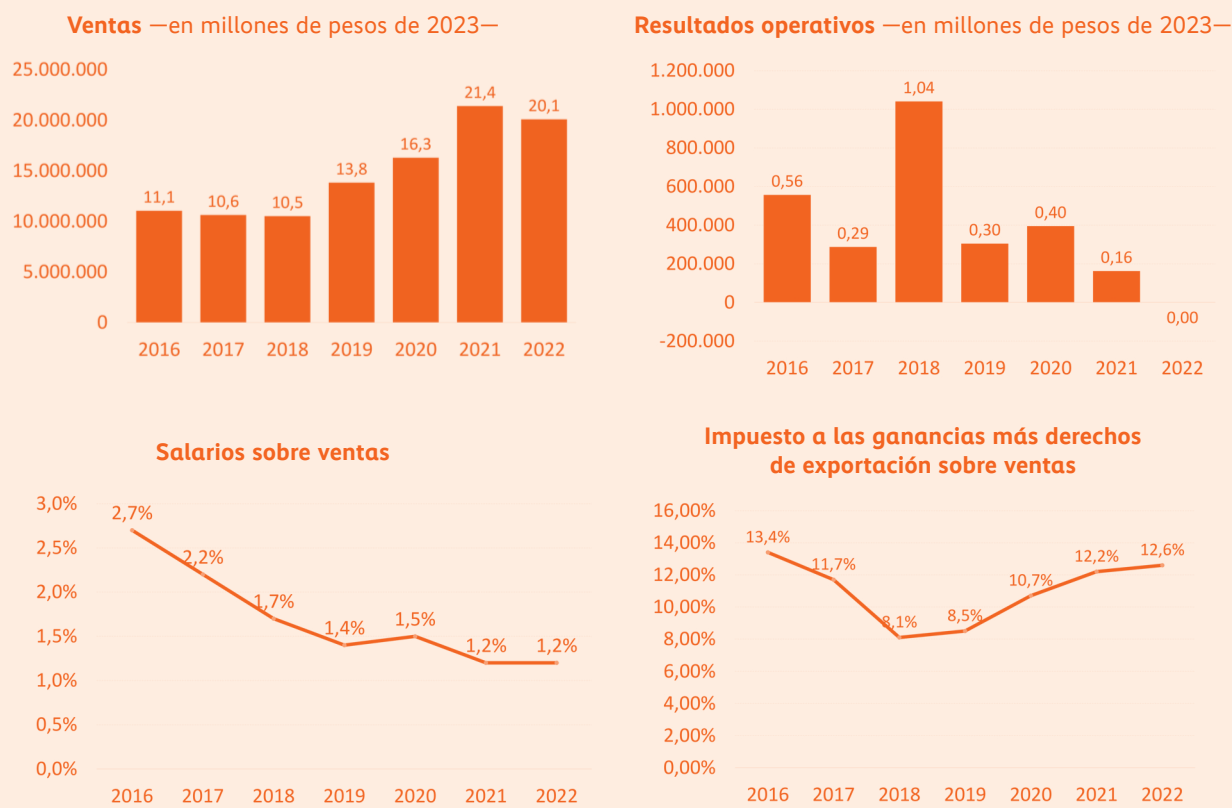
En materia de resultado operativo, esto es, el resultado específico de la actividad económica en cuestión, sin considerar los efectos que tiene sobre los resultados finales el componente financiero (intereses ganados o perdidos), se produjo un salto importante en 2018 a raíz de la baja de los derechos de exportación¹⁸. A partir de 2019 se decide una suba de los derechos de exportación y se quita el diferencial entre el grano y los derivados. Esta igualación, que perduró hasta septiembre de 2020, impactó de lleno en el margen bruto de la actividad y en los resultados operativos. A partir de 2020, además, se suben los derechos de exportación, aunque reinstaurando el diferencial a fines de diciembre.

El peso de los salarios en la facturación de la actividad fue históricamente mínimo y cayó a niveles aún más bajos en el periodo analizado, finalizando en tan solo el 1,2% de las ventas. La recaudación en concepto de impuestos y derechos de exportación muestran la política regresiva del gobierno de Cambiemos con una caída hasta 2019 de la participación de impuestos a las ganancias y derechos de exportación sobre la facturación del sector. A partir de 2020 se recupera la recaudación al 12,6% de las ventas, pero no alcanza los niveles anteriores a la gestión.

17 Las ventas fueron del 20% al mercado interno y 80% a la exportación, con la excepción de 2019 y 2020 que el consumo interno ascendió al 30%.

18 Cambiemos inicia su gobierno con una baja de los derechos de exportación de la soja y la eliminación de derechos de exportación de gran parte de los productos agrícolas. Este proceso se aceleró durante 2018, para luego ser revertido parcialmente a partir de septiembre de ese año, con un esquema complejo de pago de derechos de exportación para la soja y sus derivados, y la reinstauración de los derechos de exportación en otros productos del agro.

Productoras de aceites y grasas de origen vegetal —datos generales a partir de estadísticas tributarias—



Fuente: elaboración propia en base a datos de AFIP, estadísticas tributarias (2016 a 2023).

4.1.2. Análisis de balances

A partir de los balances contables de las empresas del sector observaremos el comportamiento económico individual para algunas firmas a fin de ilustrar las distintas formas en que estas articulan con empresas vinculadas para minimizar el pago de derechos de exportación y las divisas liquidadas. Antes de pasar a dicho análisis se realizarán algunas observaciones acerca de características que comparte todo el sector: las ventas intrafirma, la no reinversión de utilidades en el sector en los últimos ocho años y el fuerte endeudamiento en dólares. Luego veremos las singularidades en función de ejemplificar los mecanismos principales de triangulación empresarial.

4.1.2.1. Venta a través de empresas vinculadas (intrafirma)

El comercio a través de firmas vinculadas es la norma en el sector desde hace al menos 20 años¹⁹. Según los balances disponibles, el nivel de comercio con empresas vinculadas de las compañías consideradas se ubicó en torno al 80%.

19 Pérez Barreda, Natalia, Marco Kofman y Lavih Abraham (2018): "El capital extranjero en la transformación de la industria aceitera argentina de las últimas décadas (1970-2010)", en Norma Lanciotti y Andrea Lluch (eds.), *Las empresas extranjeras en Argentina desde el siglo XIX al siglo XXI*, Buenos Aires: Imago Mundi.

Cantidad de empresas consideradas

Año	Cantidad de empresas consideradas	Ventas intrafirma
2016	3	83%
2017	4	86%
2018	13	80%
2019	13	78%
2020	12	87%
2021	6	86%
2022	5	85%

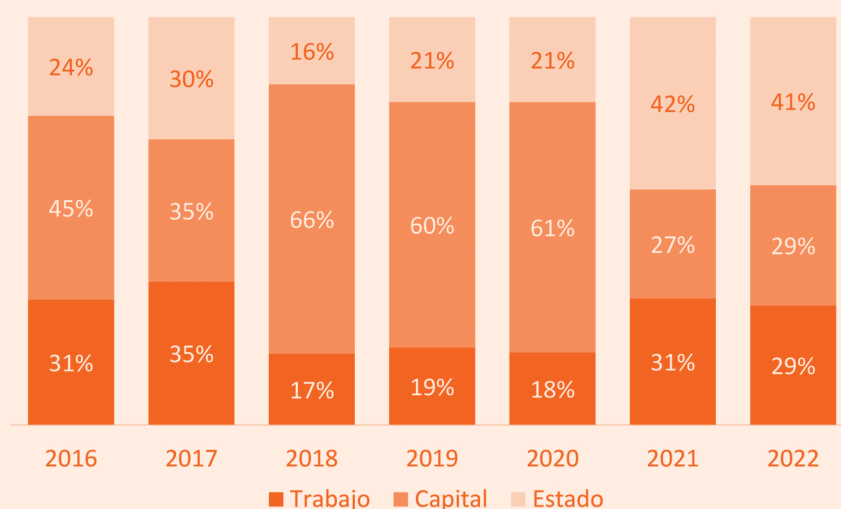
Fuente: balances individuales de diferentes años de las empresas ACA, AGD, Bunge, Cargill, Cofco, LDV, Renova, Terminal 6, Patagonia Bio, Viterro, Vicentin y Oleaginosa San Lorenzo, y elaboración propia.

4.1.2.2. Reparto de valor en las actividades

Al considerar los 57 balances de los que disponemos de empresas del sector oleaginoso y cerealero, observamos dos periodos diferenciados. Durante el gobierno de Cambiemos se produjo un incremento de la porción de valor apropiada por el capital, en detrimento de las participaciones del trabajo y el Estado. Luego de la pandemia, el Estado recupera participación hasta 2022, y en menor medida la recupera el trabajo.

Gráfico 28

Reparto del valor en las empresas del sector agroexportador



Fuente: balances individuales de diferentes años de las empresas ACA, AGD, Bunge, Cargill, Cofco, LDV, Renova, Terminal 6, Patagonia Bio, Viterro, Vicentin y Oleaginosa San Lorenzo, y elaboración propia.

4.1.2.3. Bajo nivel de inversión

A pesar de la importante apropiación del valor agregado por parte del capital, las inversiones más relevantes se realizaron hasta 2015. A partir de allí las firmas del sector presentaron niveles de inversión muy bajos, incluso en muchos casos no cubrieron el desgaste del capital (bajas y depreciaciones).

Inversión neta y bruta y ganancia empresaria
—en millones de pesos de 2023—

Cuadro 7

Año	Cantidad de empresas consideradas	Inversión bruta	Inversión neta	Ganancia	IB / Ganancia	IN / Ganancia
2016	3	54.186	43.958	31.885	170%	138%
2017	4	39.324	31.279	49.606	79%	63%
2018	13	81.833	30.340	221.510	37%	14%
2019	13	57.747	-35.758	193.582	30%	-18%
2020	12	42.295	1.271	209.110	20%	1%
2021	6	45.195	11.386	62.842	72%	18%
2022	5	37.632	-6.137	67.076	56%	-9%
2023	1	6.395	-2.021	42.097	15%	-5%
		364.607	74.318	877.708	42%	8%

Fuente: balances individuales de diferentes años de las empresas ACA, AGD, Bunge, Cargill, Cofco, LDV, Renova, Terminal 6, Patagonia Bio, Vitterra, Vicentin y Oleaginosa San Lorenzo, y elaboración propia.

4.1.2.4. Fuerte endeudamiento externo

Es un sector en el que las empresas tienen un fuerte nivel de endeudamiento en moneda extranjera, que en algunos casos duplica y hasta cuadruplica el patrimonio de las firmas. Según las estadísticas tributarias, el 40% de la deuda de las empresas aceiteras entre 2016 y 2022 fue con firmas vinculadas.

Endeudamiento de las empresas del sector agroexportador
—por años—

Cuadro 8

Año	Cantidad de empresas consideradas	Endeudamiento externo sobre PN
2016	3	438%
2017	4	402%
2018	13	200%
2019	13	209%
2020	12	195%
2021	6	223%
2022	5	240%
2023	1	276%

Fuente: balances individuales de diferentes años de las empresas ACA, AGD, Bunge, Cargill, Cofco, LDV, Renova, Terminal 6, Patagonia Bio, Vitterra, Vicentin y Oleaginosa San Lorenzo, y elaboración propia.

4.1.3. Resultados y mecanismos de exteriorización de divisas

A continuación, analizaremos los resultados económicos de cinco empresas que se encuentran entre las más grandes del país para ejemplificar las distintas formas de vinculación con empresas relacionadas.

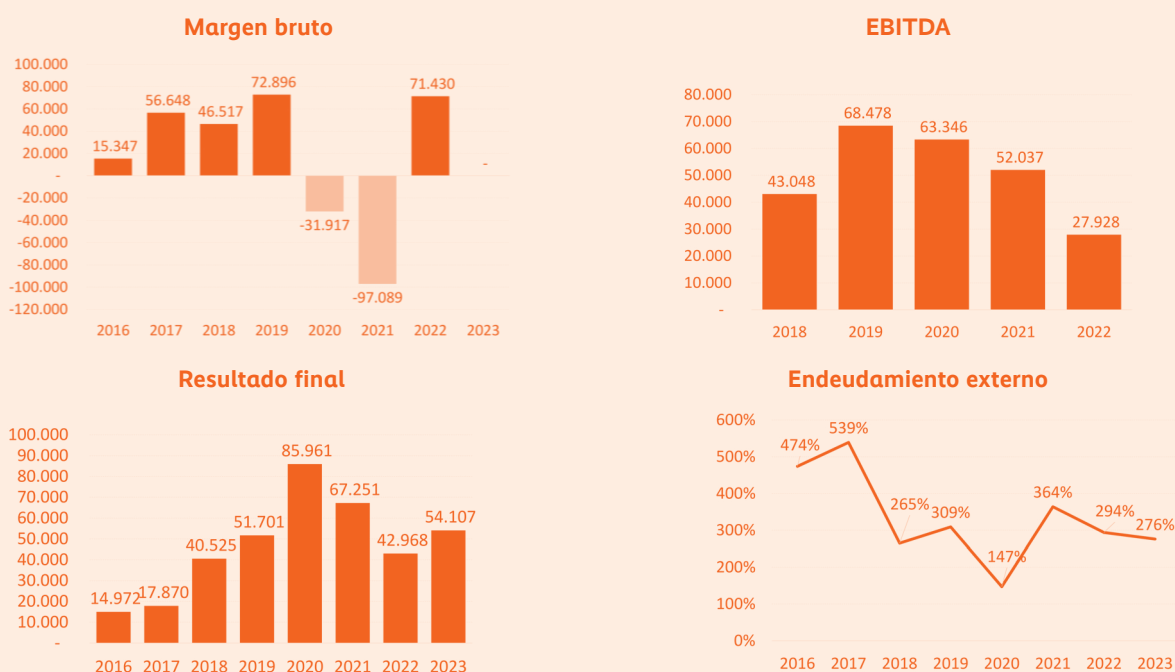
4.1.3.1. Molinos Agro SA: endeudamiento intrafirma

Molinos Agro es una entidad controlada por Santa Margarita LLC (56,26%) radicada en Delaware (Estados Unidos) —cuyos socios principales son empresas uruguayas pertenecientes a miembros de la familia Perez Companc— y directamente miembros de la familia Perez Companc (18,75%). Es decir, el grupo Perez Companc controla el 77% del capital social. La Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) tiene el 20,04% y el resto de los accionistas son personas físicas. Como parte del Grupo Económico, la familia Perez Companc está vinculada a un conjunto de firmas de diversos sectores²⁰. Su comercializadora es Molinos Overseas Commodities SA, situada en Uruguay, empresa controlada con el 100% del paquete accionario y que operó en promedio el 89% de las ventas de Molinos Agro entre 2016 y 2023.

La evolución de los resultados de Molinos Agro fue totalmente independiente del ciclo de la economía argentina. Los resultados crecieron rápidamente hasta el año de la pandemia, luego se estabilizaron entre 2021 y 2022 en un menor nivel, para volver a crecer durante 2023, inclusive con la sequía, al fuego del “dólar soja preferencial”. Esos resultados no se reinvertieron en la actividad, la inversión neta cayó incesantemente en el periodo, con tan solo un 3% de los \$375.000 millones a valores de 2023 ingresados entre 2016 y 2023 en concepto de inversión acumulada. Los excedentes fueron utilizados mayormente para desendeudar en dólares a la empresa. El desendeudamiento se produjo especialmente con firmas vinculadas. La deuda intrafirma pasó de representar el 28,5% de su deuda en moneda extranjera a marzo de 2019 al 13,7% a marzo 2024. Como vimos, esta fue la forma predominante durante el gobierno del Frente de Todos de sacar dólares del país.

Molinos Agro: datos de balances —en millones de pesos 2023—

Gráfico 29



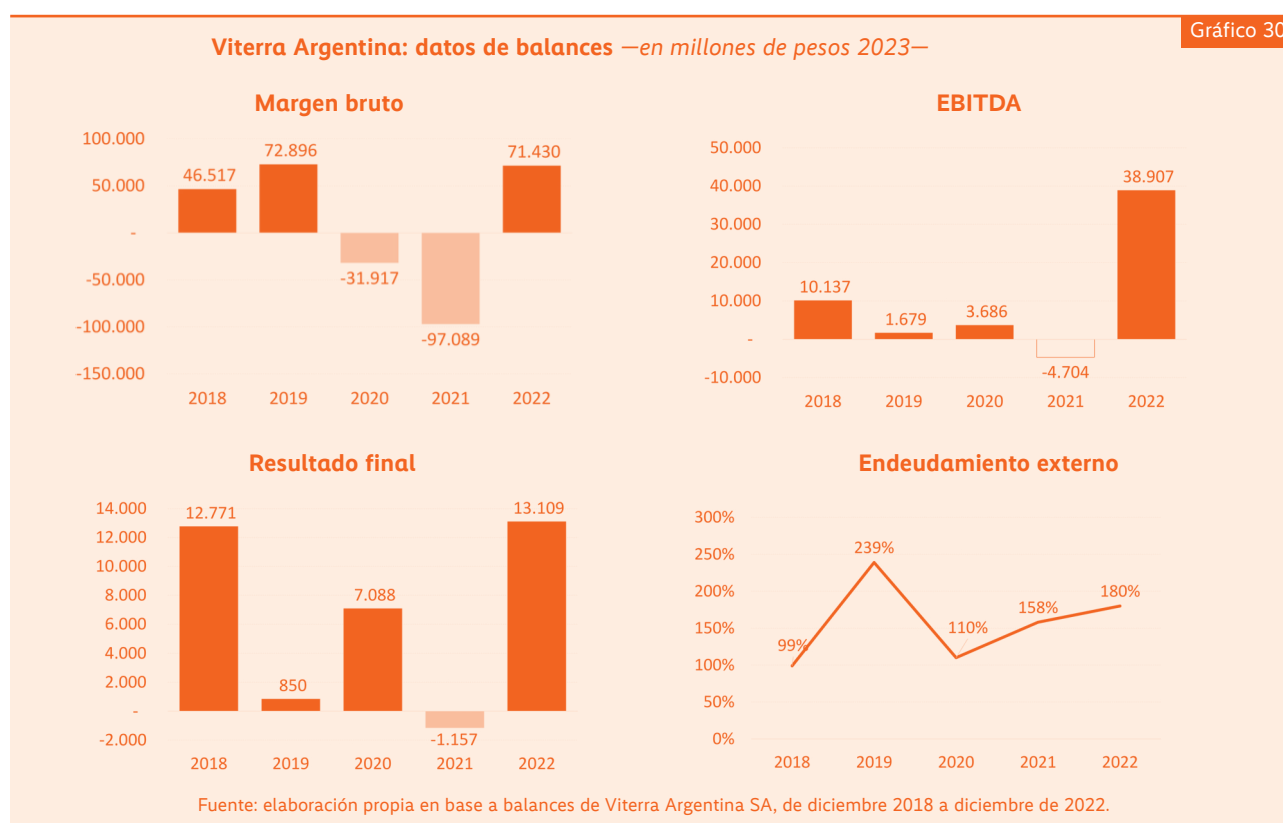
Fuente: elaboración propia en base a balances de Molinos Agro SA, de marzo 2018 a marzo de 2024.

²⁰ Además de su comercializadora radicada en Uruguay, cuenta con casi un tercio de Patagonia Bioenergía, con una terminal en el puerto de Bahía Blanca, e indirectamente con Molinos Río de la Plata SA, Goyaie SAAClyF, Turismo Pecom SACFI, PCFG Advisory SA, Assara SA, La Salteña SA (luego fusionada a Molinos Río de la Plata SA), Pecom Servicios de Energía, Lumaie SA, Fundación Temaikén, Bolland y Cía. SA, Tel3 SA.

4.1.3.2. Vitterra Argentina SA: manipulación de precios de transferencia y declaración anticipada de exportaciones

Vitterra SA está controlada por Belfurt Limited, con el 93,58% de las acciones, situada en el Reino Unido. El Grupo Vitterra²¹ tiene presencia en el sector agroexportador a través de una compleja red de empresas, que integran toda la cadena de valor de los productos agro²². La comercializadora de Vitterra SA es Vitterra BV, empresa controlante indirectamente (posee el 100% de Belfurt BV), situada en Jersey, Estados Unidos, que interviene principalmente en las ventas, pero también en las compras a partir del año 2020.

Los balances de Vitterra muestran un margen bruto creciente entre 2018 y 2022, con excepción del año 2019, pero un comportamiento de los resultados operativos y del resultado final más errático. Los menores resultados alcanzados por la empresa en 2019 respondieron a la caída del margen bruto. El resultado negativo de 2021 responde exclusivamente a los cambios de precios de los stocks de bienes de cambio, especialmente por ventas en los mercados a término. Durante fines de 2021 y principios de 2022, las empresas anticiparon las declaraciones juradas de exportación a plazo en la medida que los precios internacionales se disparaban por la guerra en Ucrania. Estas maniobras se realizaron a fin de fijar precios menores para ventas futuras y así minimizar la carga de derechos de exportación y la liquidación de divisas. Luego, contablemente esto se refleja en resultados negativos en la valuación de los bienes de cambio, especialmente en el renglón de operaciones a término. Cabe aclarar que el 92% de las ventas de la empresa son intrafirma a través de Vitterra BV.



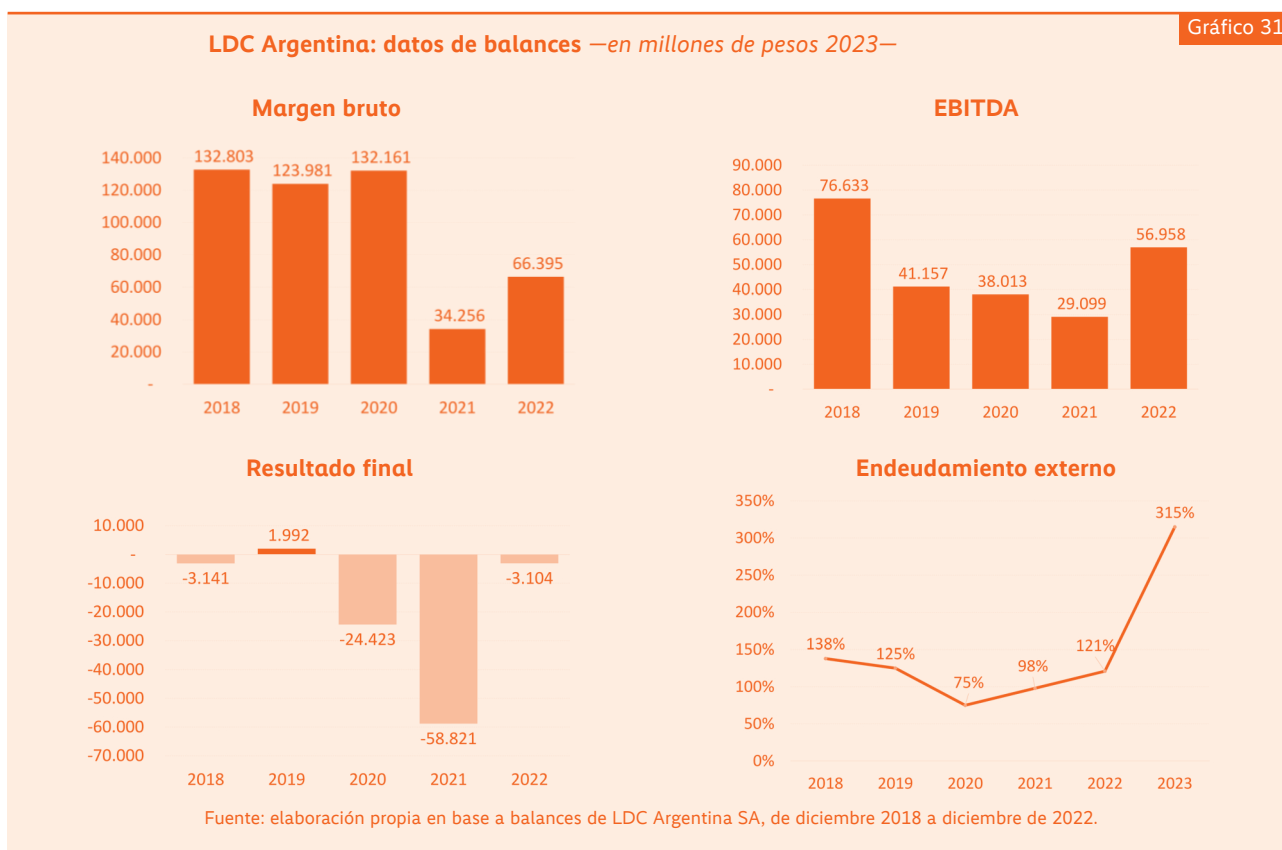
21 Vitterra Argentina es parte del Grupo Vitterra BV (ex Glencore Agriculture BV), que se posiciona fuerte en el mercado argentino de granos y derivados a partir de 1997, con la adquisición del Grupo Oleaginosa Moreno (Oleaginosa Moreno Hermanos SA, Oleaginosa Oeste SA y Sucesión Antonio Moreno SACAIF) cuando este se encontraba experimentando una grave crisis financiera por US\$449 millones. A nivel internacional, la empresa se llamó originalmente Marc Rich+ Co. y fue fundada en 1974 por el empresario belga-estadounidense Marcell David Reich. Dicha empresa tuvo un procesamiento por evasión, fraude y comercio con el enemigo por parte de Estados Unidos. Luego, a mediados de 1990, el fundador cedió la participación a los principales ejecutivos de la empresa y pasó a llamarse Glencore (Gustavo García Zanotti y Alejandro Gaggero, *La crisis de Vicentin y los grupos empresariales que se expandieron a partir de su caída (2019-2020)*, informe en el marco del Asesoramiento al Directorio y Presidencia del Banco de la Nación Argentina en la causa de Vicentin, 2020).

22 Además de Renova, cuenta con participación en biodiesel (Patagonia Bioenergía, Advanced Organic Material, Pampa Bio SA), con el 50% de la empresa agrícola Lartirigoyen y Cía. SA y a través de ella de una serie de empresas (Agropecuaria Catriló SA, Molinos Tassara SA, Patagonia Pet SA, Lartirigoyen y Oromi SA), 70% de Lartirigoyen SA, Alea y Cía. SA, y la Uruguaya Luz del Norte SA, Boliviana Lartirigoyen SRL Bolivia, Lartirigoyen Inversiones SAS y vinculadas Chemotecnica SA, Campo Aval SGR; Humber Holding SA). También controla Sucesión Antonio Moreno y está vinculada con Molinos Libres SA.

4.1.3.3. LDC Argentina SA: manipulación de precios de transferencias y deuda en dólares

LDC Argentina SA conforma un *holding* bastante complejo, con una serie de empresas que operan en el exterior, generalmente en paraísos fiscales²³. Los dos accionistas principales de LDC son dos empresas con sede en Lucerna, Suiza: Galba SA (75%) y Vitellius SA (25%). En la dirección en la que funcionaría Galba SA, se encuentra la sede de Louis Dreyfus Holding de Suiza. La comercializadora de LDC es Louis Dreyfus Commodities Suisse, la cual acaparó el 86% de las ventas promedio durante 2018 a 2022.

Como en Vittera, los resultados de LDC fueron muy significativos en 2018 por el incremento en el margen bruto en función del esquema de derechos de exportación; que caen en 2019 para mantenerse por tres años en un nivel similar y luego convertirse en pérdida en 2022. Lo que sucedió de 2019 a 2021 responde a la actividad operativa de la empresa, ya que los resultados acompañaron la evolución de las ganancias de la actividad, pero en 2022 el resultado operativo no solo fue positivo, sino creciente respecto de 2021. El resultado final de la empresa se debió exclusivamente a los financieros negativos, con un salto en los intereses pagados (se multiplicó por tres) al ritmo de un crecimiento del endeudamiento externo por los anticipos de clientes, específicamente de la comercializadora Louis Dreyfus Commodities Suisse.



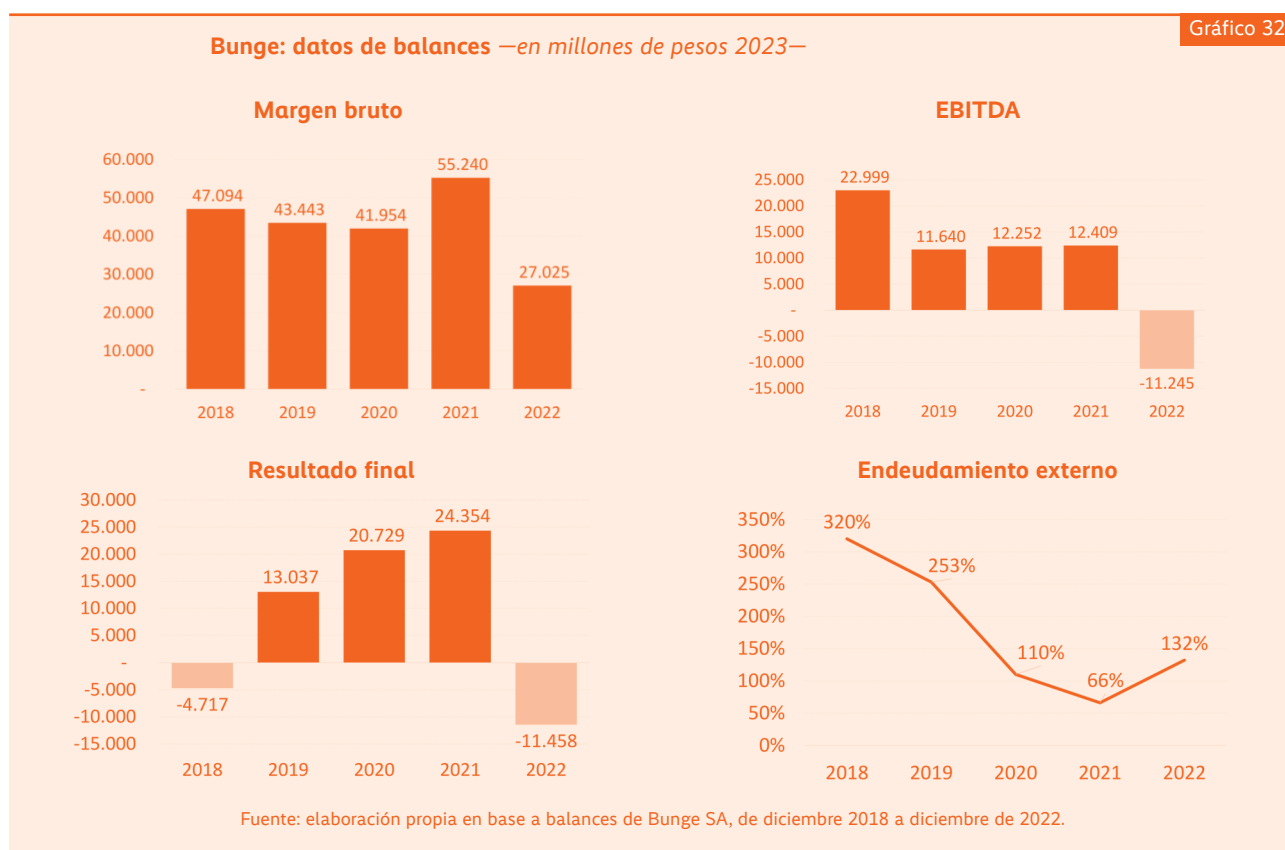
²³ La sociedad tiene relación con Urugrain SA (Uruguay), LDC Semillas SA, Calyx Agro Ltd., LDC Paraguay SA, Louis Dreyfus Comomodities Holdings BV, Louis Dreyfus Commodities BV, LDC Uruguay, Term Commodities Inc, Louis Dreyfus Company Suisse SA, Louis Dreyfus Holding LLC, Louis Dreyfus Company Holding Inc.

4.1.3.4. Bunge: deuda en moneda extranjera y operaciones intrafirma

Bunge es una empresa extranjera controlada en un 99,95% por Bunge Limited, cuya casa central está radicada en un paraíso fiscal, más precisamente en las Islas Bermudas. Fue cambiando de comercializadora vinculándose con Bunge SA, Bunge Chile SpA, Bunge Alimentos SA. Además de a Terminal 6, está vinculada a distintas empresas agrícolas y de servicios para el agro en el país, en Uruguay, Chile y Paraguay²⁴.

Como en los casos previos, el resultado operativo fue elevado en 2018 y cayó al año siguiente, manteniéndose positivo, pero a un valor menor. El resultado final, sin embargo, fue negativo en 2018 debido a que las devaluaciones ocurridas en mayo, junio y septiembre impactaron de lleno en la exposición financiera de la empresa, cuyo nivel de endeudamiento en dólares era más de tres veces su patrimonio. Es de destacar que luego del impacto financiero en 2018 la firma disminuyó su exposición en moneda extranjera, pero cambió el perfil de su deuda con mayor participación de deuda intrafirma (de un 3% a un 28%).

Posteriormente, las ganancias de la empresa se recuperaron para volver a ser negativas en 2022, con una fuerte caída de su margen bruto y un menor nivel de rotación. Al respecto se debe considerar la importancia de las ventas intrafirma (en promedio un 85% se canaliza a través de distintas empresas del grupo, y un 8% de sus compras, durante 2022).



²⁴ En la Argentina es dueña de Promaíz SA (molienda de maíz y etanol), Terminal en Bahía Blanca, Guide SA, Terminal Quequén y Terminal 6 SA (portuaria), Fertimport (servicios marítimos), Bunge Inversiones SA. Además es vinculada de Bunge Agritrade SA (Uruguay), Bunge Chile SpA (Chile), Bunge Paraguay, Bunge Uruguay Agronegocios.

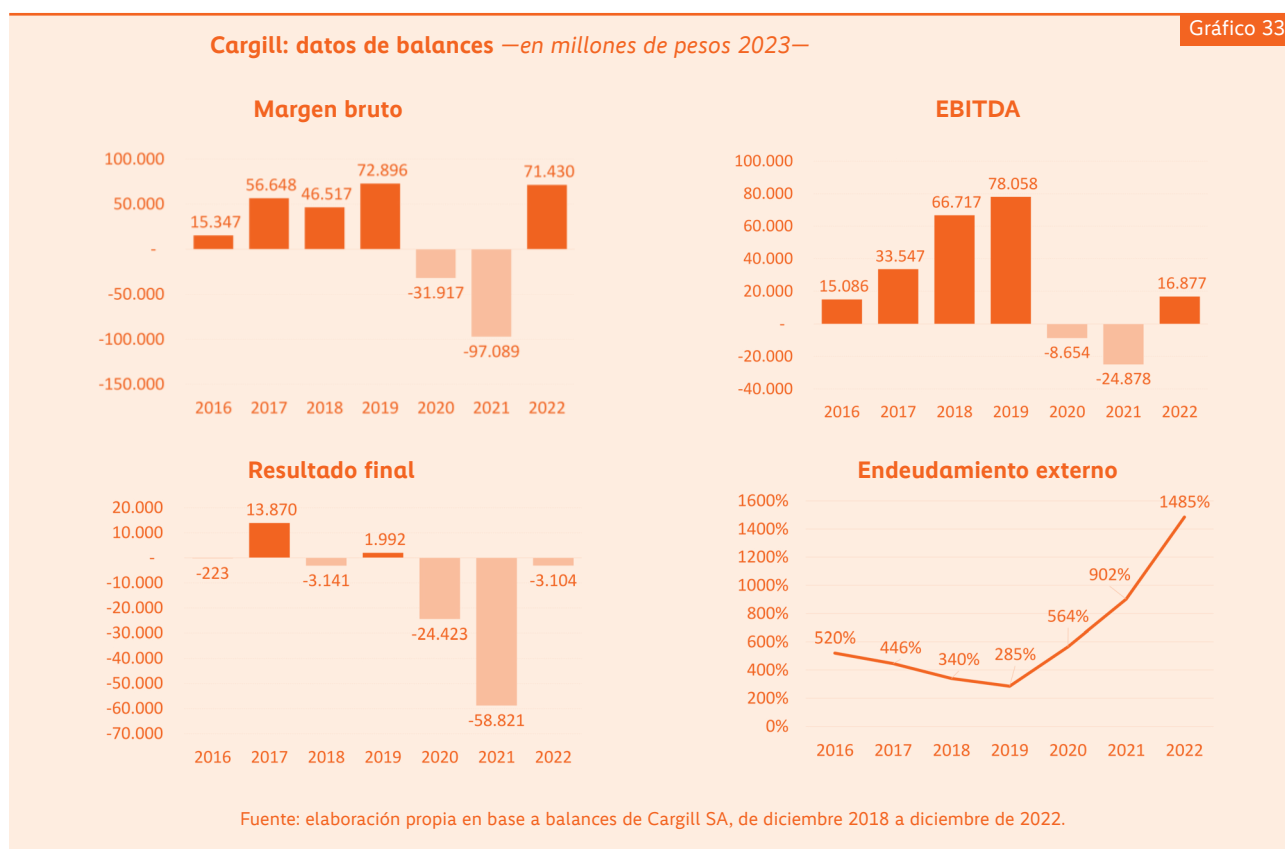
4.1.3.5. Cargill SACI: endeudamiento intrafirma en dólares

Cargill tiene como controlante a Cargill International Trading SL, situada en Barcelona, España, cuya actividad principal es financiera. Además, controla a la financiera Proconsum SA, y su comercializadora es Cargill Inc., radicada en Minneapolis, Minnesota, Estados Unidos.

Esta empresa quizás sea la estrella en materia de vínculos con su comercializadora. Además de que vende casi exclusivamente a través de Cargill Inc. (en promedio un 82% de las ventas), la firma tiene un nivel de endeudamiento en moneda extranjera con la misma empresa muy significativo, al punto que el 80% de los pasivos en moneda extranjera es con empresas vinculadas. Se trata casi exclusivamente de préstamos, cuyo elevado nivel explica los resultados negativos durante 2016 y 2022²⁵. Los resultados de la actividad principal de la empresa fueron positivos excepto en 2020 y 2021; sin embargo, la ganancia de la actividad comercial no compensó las fuertes pérdidas financieras.

Además, el nivel de endeudamiento externo fue muy elevado durante todo el periodo y se incrementó de US\$831 millones a US\$1.093 millones en esos años, llegando a representar más de 14 veces el patrimonio de la firma radicada en la Argentina.

Durante 2020 y 2021, a los resultados financieros negativos, se suman márgenes brutos contables que expresan la pérdida de valor de los bienes de cambios en tenencia. Es llamativo que, justo en 2021, año de peor performance de la actividad, se disparen las compras intrafirma, que pasan de representar el 1% en 2020 al 30% en 2021.



²⁵ La firma cerraba sus balances en febrero de cada año hasta 2021, a partir del cual el cierre pasó a mayo. Consideramos el balance de cada año como representativo al año anterior.

4.2. La producción de alimentos para consumo masivo

El sector productor de alimentos en la Argentina es muy heterogéneo. En él conviven grandes empresas integradas que concentran gran parte de las ventas, con pequeñas y medianas empresas orientadas principalmente a los mercados regionales. Además de las agroexportadoras, con fuerte presencia en el mercado doméstico de aceites y otros derivados, se destacan un conjunto de empresas transnacionales como Unilever, Molino Hnos. del grupo Saputo, Nestlé, Mondelēz International y Milkaut; y nacionales como Molinos Cañuelas, Arcor, Bagley, Molinos Río de la Plata, Mastellone y Ledesma. Todas están en el podio de las 200 empresas con mayor facturación publicada por la revista *Mercado* y lideran sus respectivos segmentos.

Si bien las empresas alimentarias destinan la mayor parte de su producción al mercado interno, su comportamiento en relación con el mercado cambiario es similar al de las agroexportadoras. Utilizando como fuente los registros del Banco Central sobre ingresos y egresos de divisas por parte del sector alimentos, bebidas y tabaco, se puede observar que los mecanismos para exteriorizar los excedentes económicos obtenidos en la economía doméstica fueron análogos.

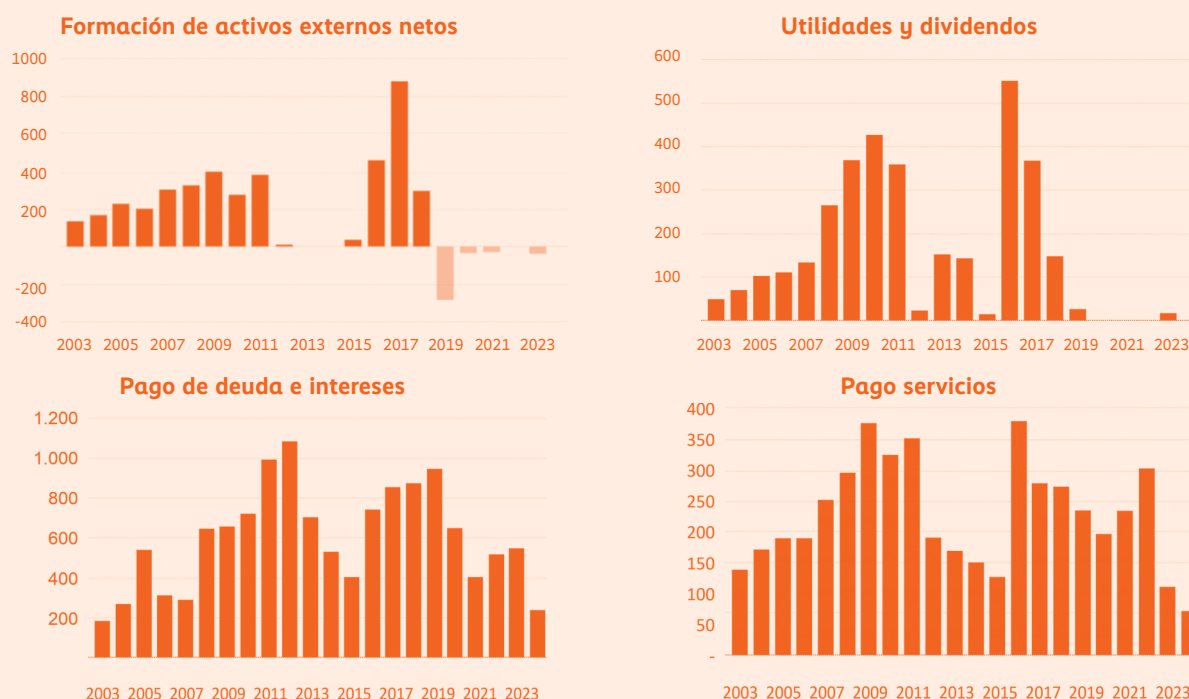
Hasta la implementación de los controles en el mercado cambiario las empresas del sector exteriorizaron capitales a través de formación de activos externos, con más de US\$2.400 millones extraídos de esta manera entre 2003 y 2011, y por remisión de utilidades y dividendos, con cerca de US\$1.800 millones. Durante ese periodo, el conflicto por los derechos de exportación en 2008 y la crisis financiera internacional de 2009 parecen haber acelerado la salida de dólares por parte del sector. Luego, con los controles cambiarios, la salida predominante fue por el pago de deuda que en solo dos años implicó una suma de más de US\$2.000 millones (2011 y 2012).

Con la liberalización del mercado cambiario durante la gestión de Cambiemos vuelven las dos formas clásicas de salida de dólares, a la vez que continúa el endeudamiento externo. Entre 2016 y 2018 la formación de activos externos fue el modo principal de fuga de divisas por parte del sector (más de US\$1.600 millones). Al mismo tiempo se remitieron utilidades y dividendos por cerca de US\$940 millones. En paralelo, las empresas incrementaron exponencialmente el endeudamiento, con una fuerte proporción intrafirma. Al igual que en el sector energético, se dio la paradoja de fuga de capitales y remisión de utilidades, con endeudamiento externo.

Esas deudas implicaron que las salidas de dólares continúen a pesar de las restricciones cambiarias dispuestas a partir de 2019, acumulando cerca de US\$3.000 millones entre 2019 y 2023 en concepto de pago de deudas e intereses. Además, las compañías incrementaron la “contratación de servicios” con empresas radicadas en otros países durante 2021 y 2022, práctica que está asociada, en las empresas con estructuras corporativas complejas, a la sobrevaluación de los servicios prestados a empresas vinculadas.

Balance cambiario del sector alimentos, bebidas y tabaco (2003-2023) —en millones de pesos 2023—

Gráfico 34



Fuente: BCRA y elaboración propia.

4.2.1. Resultados económicos de la actividad

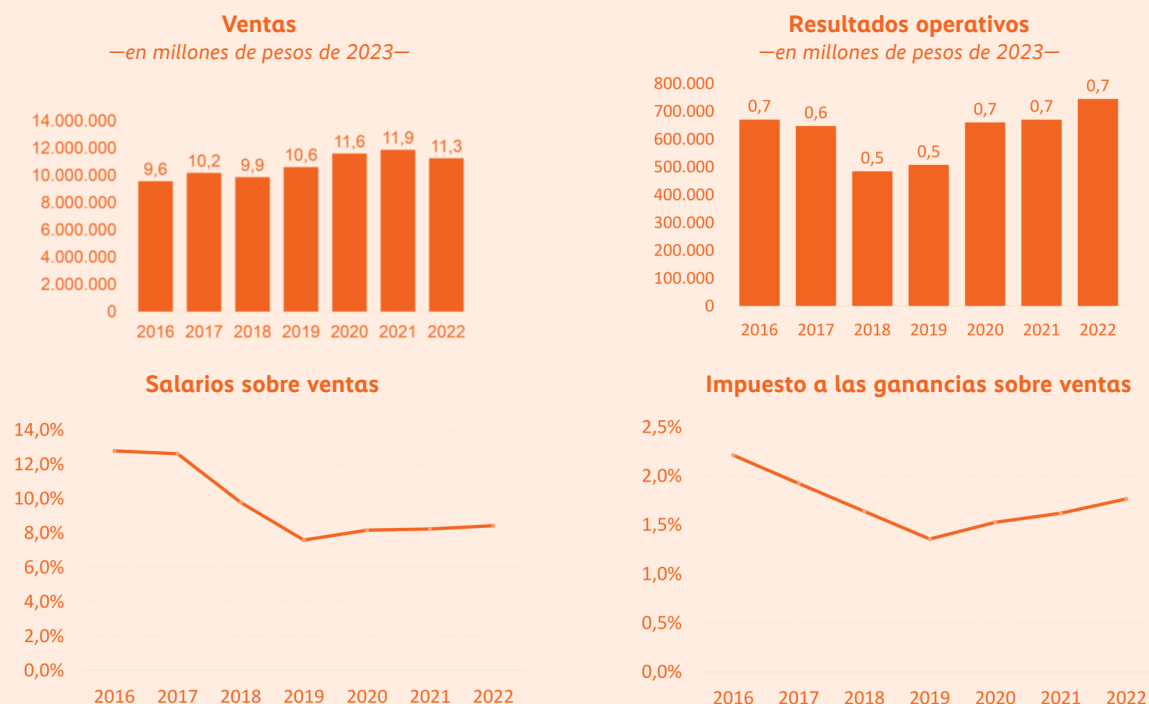
Con el fin de analizar los resultados económicos de la industria alimentaria utilizando información de estadísticas tributarias, seleccionamos un conjunto de sectores vinculados al mercado interno (molienda de harinas, lácteo y otros alimentos) y excluimos al sector aceites y grasas que orienta su producción en mayor medida al mercado externo.

Las ventas de alimentos fueron relativamente estables durante 2016 a 2019, con una pequeña caída durante 2018. A pesar de ello, los resultados operativos derivados de la actividad de las empresas alimentarias cayeron durante 2018 y 2019, incluso con un costo salarial mucho menor (que bajó de 13% a un 8% entre 2016 y 2019). El impacto de la suba de tarifas y las devaluaciones recurrentes durante esos años repercutió en los resultados de la actividad.

Durante el gobierno del Frente de Todos se recuperaron las ventas, principalmente al mercado interno. En la misma dirección del mayor nivel de consumo doméstico los resultados operativos de la actividad subieron, incluso más rápidamente. Como contrapartida, no hubo una recomposición de los salarios, que si bien no cayeron en participación sobre las ventas, no recuperaron lo perdido en años previos.

Esta apropiación del valor agregado de la actividad por parte del capital se vio favorecida por una quita de la contribución por impuestos a las ganancias durante el gobierno de Cambiemos. Luego, con el Frente de Todos, a pesar de la suba de estos tributos, el peso de los impuestos a las ganancias sobre ventas no volvieron a los niveles previos a la baja de impuestos a las ganancias.

Sector alimentos, rubros seleccionados*: datos generales a partir de estadísticas tributarias



* Molienda de harina, lácteo y alimentos NCP.

Fuente: elaboración propia en base a datos de AFIP, estadísticas tributarias (2016 a 2023).

4.2.2. Análisis de balances

En esta sección analizaremos cuatro grupos económicos locales que son líderes en sus respectivos mercados.

El **Grupo Arcor** opera en el mercado de alimentos de consumo masivo (golosinas, chocolates, helados, mermeladas con La Campagnola SA, conservas, aceite, bebidas, jugos en polvo, entre otros), pero también en envasado (a través de la empresa Cartocor), derivados del maíz e insumos de la industria alimentaria (Ardion SA e Ingrear, la última junto con Ingredion), azúcar y bioetanol, papel (con Papel Misionero) y construcciones (Constructora Mediterránea). A través de BLASA, compañía inversora, controla la empresa Bagley Argentina con el 51% de las acciones, junto con Danone (el 49% restante). Además, posee el 48,7% de Mastellone Hermanos y un 50% de Tucor DMCC, situada en Emiratos Árabes Unidos, dedicada a operaciones financieras y de inversión. Con subsidiarias y asociadas es un grupo internacionalizado con empresas en Brasil, Bolivia, Chile, México, Perú, España, China, Paraguay, Ecuador, Uruguay y Angola²⁶. La empresa es líder en las exportaciones argentinas de confitería y golosinas, panadería y pastas, tomates preparados y está en el podio de la exportación de helados, aderezos y mermeladas.

Mastellone Hermanos SA, que comercializa productos lácteos de marcas con fuerte trayectoria en el mercado: La Serenísima, La Armonía, Ser y Finlandia, entre otras. También tiene sede en Brasil y es beneficiaria de los regímenes de promoción industrial por contar con una planta en la provincia de San Luis²⁷.

26 Arcor Alimentos Bolivia SA (Bolivia), Arcor Alimentos Internacional SL España, Arcor de Perú SA, Arcor do Brasil, Arcor Trading (Shanghai) Co. Ltd (China), Arcor USA Inc., Arcopar SA (50%, Paraguay), Bagley Chile SA (50,6%), Bagley do Brasil Alimentos Ltd (51%), Bagley Latinoamérica SA (51% en España), Cartocor Chile SA, Cartocor de Perú SA, Industria de Alimentos Dos en Uno, Ingredion Chile SA (51%), Ingredion Uruguay SA (51%), Mundo Dulce SA México (49,99%), Unidel Ecuador SA, Unidal México SA (México), Van Dam SA (Uruguay).

27 La empresa controla Con-Ser SA (argentina, dedicada al transporte), Leitesol Indústria y Comércio SA (brasileña que comercializa lácteos en Brasil), Marca SA (propiedad de la marca), Marca 5 Asesores en Seguros, Mastellone Hermanos do Brasil Comercial e Industrial Ltda. y Mastellone San Luis SA.

Es una firma originaria de la familia Mastellone, quienes en la actualidad comparten el control con el grupo inversor Dallpoint (empresa de HPMC Limited Liability Company, radicada en Luxemburgo), la empresa francesa Danone y el Grupo Arcor. Líder en el procesamiento de leche, junto con la canadiense Saputo²⁸. Tiene el monopolio de la leche fluida refrigerada y, junto con Adecoagro, Williner con Ilolay, Verónica, García Hnos. con Tregar, concentran buena parte de la comercialización de leche larga vida. También es líder, junto a Molfino, en exportaciones lácteas: encabeza, junto a Nestlé, el segmento leche en polvo (principal producto de exportación lácteo) con el 28% de las exportaciones²⁹.

Molinos Río de la Plata pisa fuerte en pastas, aceites, harinas, yerba, arroz, vinos y espumantes a través de sus marcas Granja del Sol, Exquisita, Lucchetti, Matarazzo, Preferido, Vitina, Cocinero, Lira, Blancaflor, Nobleza Gaucha, Favorita, Don Vicente, Chococarroz, Nieto Senetiner, Ruca Malen, Minerva, Gallo y Arlistán. Si bien se la considera nacional, sus controlantes son Santa Margarita LLC, radicada en Delaware, Estados Unidos, y la familia Perez Companc, a través de distintas empresas radicadas en Uruguay (que, en total, suman el 75% del capital). Tiene empresas radicadas en Brasil y Chile³⁰. Además, ostenta el control conjunto de Viñas de Cobos SA, absorbió a La Salteña SAU y se vincula con una serie amplia de empresas a través de su controlante, entre las que se encuentra Molinos Agro SA³¹. Tiene presencia exportadora en pastas secas, café y polvos para la fabricación de postres.

Ledesma es un grupo económico de la familia Blaquier, cuya actividad principal es la producción de azúcar y bioetanol, y está diversificado hacia la producción de papel y librería, frutas y jugos, productos del agro y actividad financiera³². Ledesma está en el podio del azúcar, junto a Los Balcanes y la familia Luque. También tiene fuerte presencia en la producción de cítricos y jugos, principalmente para la exportación, y una importante inserción en el mercado de la papelería. El sector azucarero fue favorecido por la Ley de Biocombustibles y el corte obligatorio en naftas con bioetanol en 2016 (en base a azúcar y maíz), lo que permitió a las empresas del sector diversificarse y ampliar sus mercados. También fue favorecido por el gobierno de Cambiemos con la eliminación de los derechos de exportación al azúcar, al ser una de las principales exportadoras. El grupo, además, tiene empresas radicadas en paraísos fiscales: Bridgeport Investments LLC (Delaware, Estados Unidos) que actúa como sociedad inversora de Orange Creek SA (Bahamas), sociedad inversora y comercializadora.

4.2.2.1. Suba de ganancias por incremento en el margen bruto durante la pandemia

Los resultados de las firmas Molinos, Arcor y Ledesma fueron negativos o muy bajos en los años 2018 y 2019 y recuperaron valores positivos a partir de 2020. Esa evolución no responde a los resultados de la actividad económica de las empresas, que fue positivo durante el periodo 2018-2023, sino a los resultados financieros negativos por el fuerte endeudamiento en moneda extranjera junto con las devaluaciones recurrentes durante 2018 y 2019.

28 El sector industrial lácteo tiene una concentración relativa: el 2% de las empresas (16 firmas) concentran más del 50% de la industrialización de leche.

29 Información extraída de Softrade.

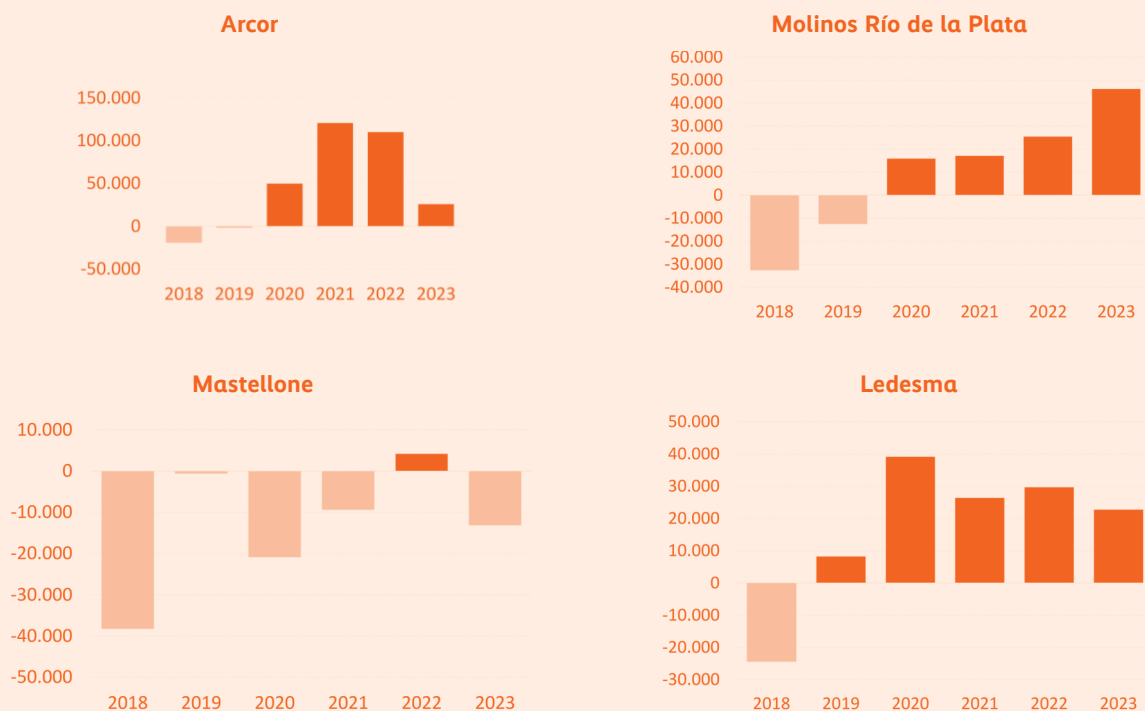
30 Molinos do Brasil Comercial e Industrial Ltda. y Molinos de Chile y Río de la Plata Holding SA.

31 Assara SA (agropecuaria), Conuar SA (combustible nuclear), Goyaíke SAAClyF (agropecuaria), Pecom Servicios Energía SA (energía), La Gloriosa (agropecuaria), Sudacia SA (inversora), Haras San Benito (agropecuaria), Lumaíke SA (agropecuaria), Coguaike SA (agropecuaria), Los Ángeles Sociedad Civil, PCFG Advisory SA (servicios personales), Gentos SA (producción y venta de semillas), Tel 3 SA (servicios de energía y comunicaciones), Pecom Servicios Medioambientales SA (servicios ambientales).

32 Sus distintas operaciones se realizan a partir de un grupo de empresas: Castinver SAU, Bio Ledesma, Ledesma Frutas SAU y Construcciones NOA SA. Tiene participación, además, en PAMPSA (comercializadora), Franquicias Azucareras SA (fraccionadora y comercializadora de azúcar), Aguaragüe UTE (hidrocarburos junto con YPF, Tecpetrol Mobil Argentina, Pampa, y otras), Ingeniería Metabólica SA - INMET. En los últimos años ha creado dos sociedades anónimas unipersonales (SAU) para la explotación minera y ferroviaria: Inversiones Integrales SAU (en liquidación) y Operadora Ferroviaria SAU.

Gráfico 36

Resultado neto: datos de balances —en millones de pesos de 2023—

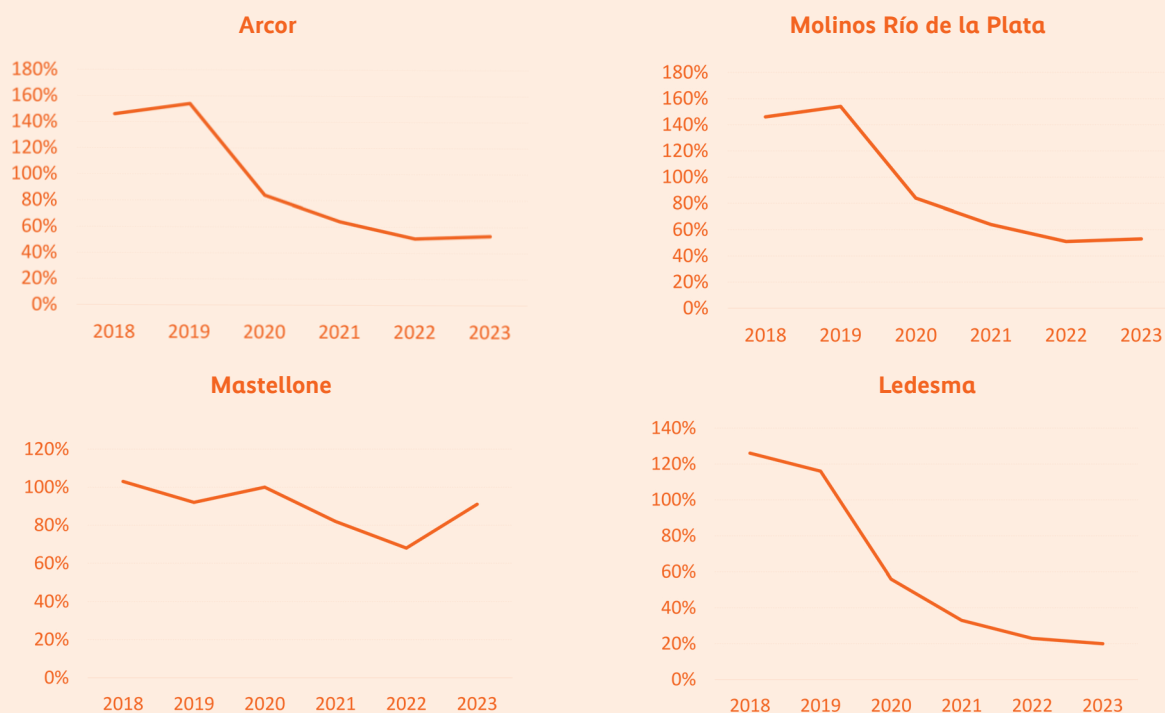


Fuente: elaboración propia en base a balances consolidados de Arcor, Molinos Río de la Plata, Mastellone Hnos. y Ledesma, 2018-2023.

El nivel de endeudamiento en moneda extranjera más que duplicó el patrimonio de las empresas durante el gobierno de Cambiemos, deuda que fue saldada durante el mandato del Frente de Todos.

Gráfico 37

Endeudamiento externo sobre patrimonio: datos de balances —porcentaje—

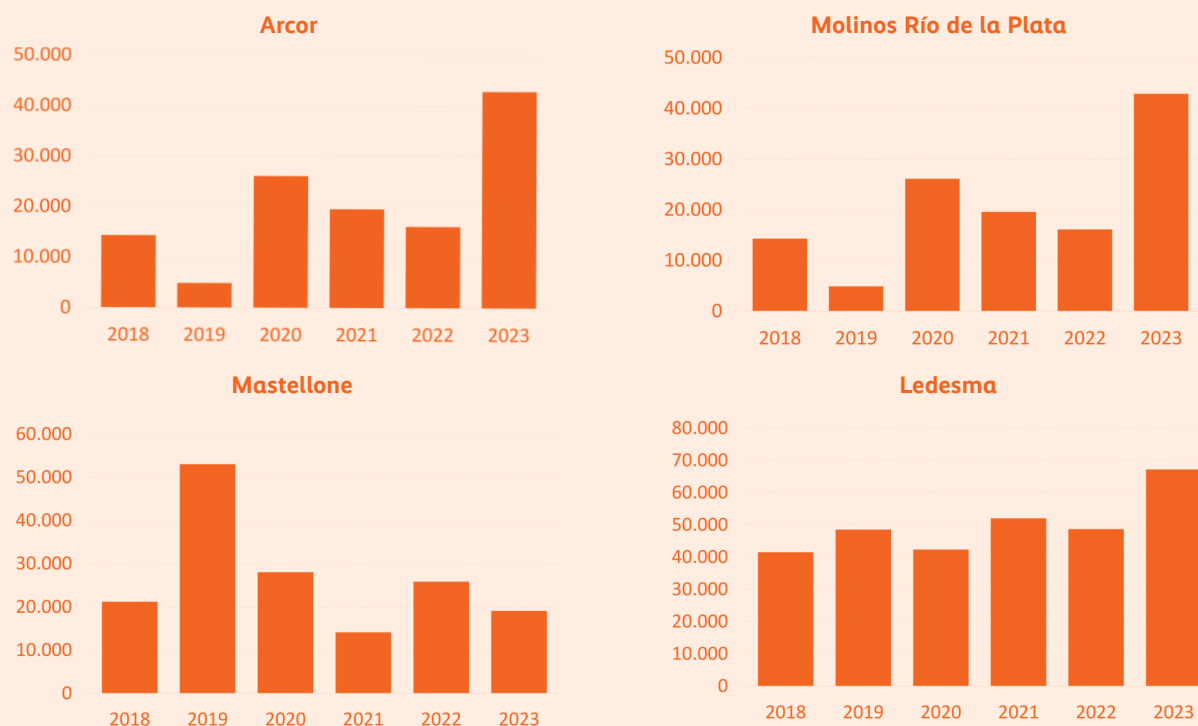


Fuente: elaboración propia en base a balances contables de Molinos Río de la Plata, Mastellone Hnos., Ledesma y el Individual de Arcor, 2018-2023.

A partir de 2020 los resultados se revierten³³, lo que responde principalmente al incremento de los márgenes brutos durante la pandemia y una estabilización en esos valores más elevados hasta 2023. El poder de mercado de estas empresas permitió una suba de precios mayor a sus costos, y a la inflación, a pesar de la caída de actividad económica. Durante 2023 se registraron, además, beneficios por la política de fomento a la liquidación de exportaciones a través de un tipo de cambio preferencial³⁴.

Gráfico 38

EBITDA: datos de balances —en millones de pesos de 2023—



Fuente: elaboración propia en base a balances consolidados de Arcor, Molinos Río de la Plata, Mastellone Hnos. y Ledesma, 2018-2023/24.

Un caso particular es el de Mastellone Hermanos. Esta empresa acarrea un fuerte endeudamiento en moneda extranjera desde fines de los años 90, deuda que tuvo que reestructurar con la salida de la convertibilidad en 2002. Uno de sus acreedores era la firma francesa Danone, la cual se quedó con parte de la empresa y con el control de una pieza clave del grupo: Logística La Serenísima³⁵. Luego, durante 2015, la firma emitió nuevas obligaciones negociables cuyo principal inversor fue el Grupo Arcor, que también fue canjeando parte de sus acreencias por acciones de Mastellone. Así, actualmente la empresa es controlada en forma conjunta por el grupo Arcor, Danone, el fondo de inversión Dallpoint y la familia Mastellone. El fuerte y continuo endeudamiento, y, por tanto, sus consecuencias financieras negativas, son la causa de los resultados negativos prácticamente constantes en el periodo. No obstante, simultáneamente los resultados de la actividad económica (EBITDA) fueron positivos³⁶.

33 La empresa Ledesma cierra su balance en mayo de cada año, por lo cual el año 2019 en los gráficos responde a valores de mayo de 2019 a mayo de 2020, es decir están mostrando el salto en el margen bruto de principios de la pandemia.

34 Durante 2023 se registró un beneficio por tipo de cambio preferencial para exportadores de casi \$12.000.000 para Arcor (un 7% de su EBITDA), casi \$6.000.000 para Mastellone (un tercio de su EBITDA) y \$9.000.000 para Ledesma (un 8% de su EBITDA).

35 Esta empresa continuó comercializando exclusivamente los productos de Mastellone, y representó entre un 7% y un 10% de los costos de la empresa Mastellone Hnos.

36 Aunque, a diferencia de las demás empresas estudiadas, fueron menores en 2020 y 2021, cuando se produjo una caída en el margen bruto consecuencia de la fuerte presencia de los productos lácteos en precios regulados durante la pandemia.

En definitiva, los resultados operativos de las empresas estudiadas fueron independientes del ciclo económico nacional, lo que responde a su posibilidad de ampliar los márgenes al ser empresas dominantes en los distintos segmentos del mercado interno, y por su inserción exportadora.

4.2.3. Los vínculos intrafirma

Como en los demás sectores estudiados, estas compañías utilizan una compleja red de empresas radicadas en el exterior a fin de minimizar la carga tributaria o exteriorizar excedentes. Al analizar los balances individuales de las empresas podemos encontrar estas prácticas. El Grupo Perez Companc destaca en ellas, como vimos, con Molinos Agro SA. Hasta 2015 la firma tenía integrada la venta a granel y marcas (alimentos terminados). En 2015 se produce la reorganización societaria que separa las dos unidades de negocios creando Molinos Agro SA para la actividad agroexportadora. La triangulación de ventas quedó a cargo de Molinos Agro a través de Molinos Chile Río de la Plata Holding, y luego de Molinos Overseas, como vimos en la sección anterior. No obstante, después de la separación se mantuvo una forma de exteriorización de divisas por parte de Molinos Río de la Plata, esto es, el endeudamiento financiero intrafirma con Molinos Chile Río de la Plata Holding. Entre 2016 y 2017 el pago de intereses hacia dicha firma ascendió a cerca del 16% de los intereses financieros pagados por la compañía. El total de intereses perdidos en moneda extranjera intrafirma ascendió a US\$7,5 millones entre 2016 y 2021.

Otra forma de exteriorizar excedentes por parte de Molinos Río de la Plata fue la comercialización a través de Molinos do Brasil Comercial e Industrial. A diferencia de lo que ocurre en el sector agroexportador, no vende sus productos intrafirma, sino que paga por servicios recibidos. Es llamativa esta intermediación que acumuló pago por servicios por más de US\$4 millones durante 2018 y 2023, ya que la empresa Molinos do Brasil no cuenta con propiedades y bienes de uso (en su balance figuran equipos de computación y comunicación que ya fueron amortizados y no se adquirió nuevo equipamiento), pero, al mismo tiempo, tiene un gasto en personal que representa el 50% de sus ventas.

El Grupo Arcor también paga servicios a empresas vinculadas que no están ligadas a la actividad productiva sino a actividades de inversión y comerciales. Entre 2018 y 2023 la empresa Arcor SAIC pagó a sus sociedades de inversión y comercializadoras radicadas en paraísos fiscales (Arcor AG de Suiza, Arcor Alimentos Internacional SL de España y las uruguayas GAP Regional Services y Van Dam) más de US\$13,5 millones recibidos en concepto de servicios.

Además, en los últimos años la empresa se expandió a Angola en un *join venture* con el Grupo Webcor a través de la firma Tucor DMCC. La inversión implicó la exportación de dos líneas de maquinarias, por un valor aproximado de US\$9,1 millones. Sin embargo, dicha exportación no se liquidó en el país, ya que en noviembre de 2021 la sociedad cedió a su subsidiaria Arcor AG (SA Ltd.) el crédito por la exportación de máquinas antes mencionada.

Finalmente, Ledesma exteriorizó excedentes vía endeudamiento externo. Entre mayo de 2020 y mayo de 2024 la empresa abonó intereses a Bridgeport Investments (empresa inversora controlada radicada en Delaware, Estados Unidos), por más de US\$1,5 millones. La deuda intrafirma con dicha empresa pasó de representar el 3% de la deuda en moneda extranjera al 7% en ese mismo periodo.

5.

Reflexiones finales: a la búsqueda de un proceso macroeconómico virtuoso

Los problemas de la economía argentina con relación a la falta de dólares para sostener un proceso de crecimiento económico con estabilidad macroeconómica emergieron durante el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner y luego se profundizaron irresponsable y brutalmente durante la gestión de Mauricio Macri.

A partir de entonces, el problema de la restricción externa presentó algunos elementos significativamente diferentes de los característicos de su expresión clásica. El incremento de la financiarización de la economía, el desarrollo de múltiples estrategias empresariales para la evasión y elusión fiscal y cambiaría a través de la creación de redes corporativas complejas, entre otros procesos que se han dado en este sentido, incrementaron la vulnerabilidad de la economía y comprometieron su capacidad para conservar en el sistema local una parte de los excedentes.

Sin embargo, a nuestro modo de ver, no reside en lo señalado en el párrafo precedente la principal razón que explica la mutación de la dinámica de la economía nacional y de sus crisis. La transformación más importante es el cambio distributivo que comenzó a operar en diciembre de 2015 y que no fue revertido, sino, por el contrario, consolidado y profundizado.

Este cambio, que podemos detectar en los balances de las empresas analizadas en este trabajo, así como en diversas publicaciones de estadísticas oficiales para toda la economía, alteró el funcionamiento de la restricción externa de modo tal que los clásicos mecanismos de auto-regulación de los ciclos dejaron de funcionar como lo hacían: ya no es suficiente una devaluación y su impacto regresivo en la distribución para equilibrar el saldo del balance de pagos. Por el contrario, en esta etapa de la economía argentina coinciden en tiempo y espacio el incremento permanente de la vulnerabilidad en el frente externo con el empeoramiento distributivo y la caída de los consumos de las y los asalariados.

El resultado sobre la dinámica económica es evidente. Los ciclos de estabilidad financiera, inflacionaria o cambiaria se acortan y las crisis se suceden cada vez con mayor intensidad y frecuencia. Cada repetición de este proceso deja, a su vez, a la economía en un mayor estado de vulnerabilidad.

Para los grupos económicos concentrados, para el capital financiero y para los grandes conglomerados vinculados a la exportación de alimentos o materias primas, esta situación de crisis recurrentes y cada vez más frecuentes y agudas, se presenta como una oportunidad especial para obtener rendimientos extraordinarios en sus actividades. Mientras tanto, otros sectores empresariales, muchos de ellos atados al mercado interno, también logran obtener, en el contexto de inestabilidad, resultados importantes en el corto plazo, principalmente por la caída del costo de la mano de obra en sus cuentas.

Si el gobierno de Macri construyó o provocó este escenario atacando el salario, incentivando la fuga y sobreendeudando la economía, el de Alberto Fernández adoptó una estrategia de carácter defensivo para afrontar sus consecuencias. Esta estrategia consistió en *pagar por la estabilidad coyuntural con renuncias a la renta y la soberanía*. Con esto nos referimos a que el Estado buscó, en este periodo, administrar la economía a través de un conjunto de renuncias importantes en las disputas distributivas y de soberanía económica con los grupos concentrados, especialmente, de tres sectores económicos: el energético, el bancario y el agroexportador.

Así, para el sector energético, frente al escenario de emergencia, el gobierno cedió terreno en su disputa por la apropiación y redistribución de la *renta petrolera* con el objetivo de alentar el desarrollo de las exportaciones de Vaca Muerta y revertir el resultado del balance cambiario del sector, deficitario desde 2011.

Para el sector agroexportador, incluyendo toda la cadena de valor de los alimentos, el Estado también renunció a la disputa de renta, en este caso, *renta de la tierra*, frente a la complejidad de un escenario aprovechado por el sector para retacear las liquidaciones de su producción.

Finalmente, para aliviar la presión sobre el tipo de cambio y buscando estirar la permanencia en el circuito doméstico de los excedentes líquidos de la economía, el Estado desarrolló una estrategia de política monetaria que involucró un fuerte incremento de la *renta financiera* en favor de las entidades bancarias, cuya actividad se desprendió completamente de la evolución de la economía real.

De este modo, los tres sectores estudiados en detalle son actividades que exhibieron una gran capacidad de apropiación de excedentes económicos. Al mismo tiempo, son sectores de salarios altos en relación con la media salarial de la economía. El análisis del funcionamiento del capitalismo argentino nos obliga a mirar, sin embargo, más allá del reparto de valor intrasectorial entre trabajo y capital. Es allí donde se termina de verificar esta convivencia, nociva —como señalamos— para el funcionamiento macroeconómico, entre estos sectores de alta rentabilidad y la economía de los bajos salarios.

La economía argentina está en una trampa compleja. Su fragilidad creciente pareciera no dejar espacio para disputar una mejora en la distribución del ingreso y, sin embargo, no hay forma de salir de esta situación sino es a través, justamente, de mejorar los ingresos de la población y reducir la capacidad de apropiación de excedentes por parte de las corporaciones.

La política económica del gobierno de Javier Milei eligió, como era imaginable, el sendero que va en la dirección contraria, profundizando el carácter regresivo de la distribución del ingreso y de poder en el país y, por lo tanto, fragilizando aún más la economía.

Toda estabilidad económica alcanzada en esta etapa será coyuntural. Simplemente porque cuando el poder corporativo es ejercido cómodamente por las empresas, *la estabilidad se paga*. En este caso, con regulaciones en favor del capital, con caída salarial y, sobre todo, con dólares, es decir, brindando a estos actores la posibilidad de dolarizar los excedentes obtenidos gracias a este ejercicio real de poder. Cuando se acaben los dólares, la estabilidad se termina. Sin pago, no hay contraprestación.

Más temprano que tarde el campo popular tendrá la responsabilidad de conducir políticamente otra vez el Estado Nacional. La audacia política, intelectual y militante deberá entonces operar como principio rector de una política económica atada a un proyecto político que sí dispute poder con las corporaciones para lograr que la economía tome un sendero diferente, en el que la estabilidad se consiga con mejores salarios y jubilaciones, y no que haya que pagarla con incrementos de pobreza y renunciadas de soberanía económica.

AUTORES

MATE. El Mirador de la Actualidad del Trabajo y la Economía es una cooperativa de trabajo conformada por investigadores, investigadoras y docentes de la ciudad de Rosario, con amplia trayectoria en estudios económicos sobre trabajo, empresas, dinámica económica, industria, energía, sector financiero, sector público y economía popular. A lo largo de dos décadas de existencia ha asesorado a un amplio conjunto de sindicatos nacionales y regionales del sector privado y del sector público, a entidades gubernamentales de diferentes jurisdicciones y a legisladores y legisladoras a nivel local, provincial y nacional.

Diego Kofman. Licenciado y profesor en Economía. Especializado en macroeconomía y sector externo.

Laviah Abraham. Licenciado en Economía, docente en UNR. Especializado en administración de bases de datos y comunicación.

Marco Kofman. Licenciado en Economía. Especializado en energía, sector financiero y en comunicación.

Natalia Pérez Barreda. Licenciada en Economía, docente en UADER y UNR. Especializada en administración pública, agroindustria, economía del trabajo y economía social y popular.

Sergio Arelovich. Economista y contador público. Cuenta con una extensa trayectoria asesorando sindicatos, legisladores y a diferentes áreas de gestión estatal.

EDITOR

Fundación Friedrich Ebert

Marcelo T. de Alvear 883 | 4° Piso (C1058AAK)
Buenos Aires – Argentina

Responsable

María Julia Eliosoff
Directora de Proyecto FES – Argentina
MariaJulia.Eliosoff@fes.de

Equipo editorial

Mariela Ventos | ildefonso Pereyra | Irene Domínguez
Mariela.Ventos@fes.de

Ilustración

Antonella Fraccaro

ISBN: 978-987-4439-92-5

La Fundación Friedrich Ebert es una institución alemana sin fines de lucro creada en 1925. Debe su nombre a Friedrich Ebert, el primer presidente elegido democráticamente, y está comprometida con el ideario de la democracia social. Realiza actividades en Alemania y en el exterior a través de programas de formación política y cooperación internacional. La FES tiene 18 oficinas en América Latina y organiza actividades en Cuba, y Paraguay, que cuentan con la asistencia de las representaciones en los países vecinos.

El uso comercial de todos los materiales editados y publicados por la Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) está prohibido sin previa autorización escrita de la FES. Las opiniones expresadas en esta publicación no representan necesariamente los puntos de vista de la Friedrich-Ebert-Stiftung.

ISBN 978-987-4439-92-5



El poder económico y la frágil economía de los bajos salarios

Tres análisis sectoriales para entender la Argentina actual



En la última década, la economía argentina profundizó un círculo vicioso de regresión distributiva, fragilidad externa y concentración de poder económico. Este análisis pone el foco en tres sectores claves —el financiero, el energético y el alimentario-agroexportador— que explican buena parte de las tensiones macroeconómicas actuales.

A partir de una investigación rigurosa basada en balances contables, declaraciones juradas de impuestos y reportes oficiales, se examinan los procesos de creación y apropiación de valor en estos sectores, así como sus impactos



distributivos. La metodología combina el estudio de documentos empresariales con datos de organismos públicos como la AFIP, la CNV y el BCRA, lo que permite un enfoque integral y comparativo sobre el funcionamiento del poder económico en la Argentina reciente. El trabajo evidencia cómo, incluso en contextos de crecimiento, la renta se ha concentrado en una cúpula empresarial cada vez más poderosa, mientras los salarios reales caen y el Estado pierde capacidad de incidir sobre la distribución. Las altas tasas de ganancia en sectores estratégicos conviven con un mercado interno deprimido y una economía cada vez



más frágil expuesta a la fuga de capitales y la dolarización de excedentes. La investigación desarma el mito de que basta con “ordenar la macro” para estabilizar la economía, y plantea que sin abordar las relaciones de poder que moldean la distribución del ingreso y el acceso a las divisas, cualquier intento de estabilización será efímero e injusto. Una radiografía fundamental para entender la Argentina actual desde una perspectiva crítica, con datos duros, mirada estructural y una fuerte apuesta por el desarrollo con inclusión.

Puede encontrar más información sobre este tema ingresando a:
<https://argentina.fes.de>