



CITAB

**Centro de Investigaciones Territoriales
y Ambientales Bonaerenses**

Agosto 2025

ÍNDICE

1.1. ECONOMÍA INTERNACIONAL.....	3
1.2. ECONOMÍA NACIONAL.....	5
1.3. DEUDA EN PESOS, DEUDA EN DÓLARES Y TIPO DE CAMBIO: DE REGRESO A OKTUBRE.....	8
El fin: ingresos laborales, préstamos a familias y pluriempleo, o cómo el consumo puede crecer cuando los salarios caen.....	14
Menos liquidez, más tasa: ¿alguien quiere pensar en la economía real?.....	20
Poca paritaria, mucha tasa, ¿poco consumo?.....	25
1.4. MONITOR PRODUCTIVO.....	30
Actividad económica.....	30
Industria.....	31
Construcción.....	34
Consumo.....	36
Exportaciones.....	39
Empleo.....	40
Financiamiento	42
1.5.RESULTADO FISCAL.....	43
1.6 SALARIOS Y EMPLEO.....	46

1.1. ECONOMÍA INTERNACIONAL.

La principal economía del mundo que es Estados Unidos con 30,4 B de dólares posee una deuda pública de 37 B de dólares, un déficit fiscal de 8 % del PIB proyectado en el presente ejercicio fiscal (con un promedio del 5 % desde 1960-2008) y un déficit comercial en franco descenso en el mes de junio a 61.600 M de dólares después del récord de marzo equivalente a 138.300 M de dólares. La deuda individual de los estadounidenses alcanza en promedio a 300.000 USD por habitante y las perspectivas del titular de la FED Jeremy Powel deja abierta la posibilidad real de modificaciones en la tasa de interés para el mes de septiembre atento a la evolución de la tasa de inflación y el comportamiento de las tendencias en materia de desempleo.

La política arancelaria de Trump es utilizada como una herramienta de carácter geopolítico en las negociaciones con 187 países generando una regla básica de aranceles equivalentes al 10 % para aquellos países con los cuales mantiene superávit comercial a excepción de Brasil (tarifa de 50 % por razones políticas en virtud de la sentencia judicial de prisión domiciliaria a Bolsonaro. También aplicó una tarifa de 50 % para la importación de cobre, aluminio y acero y anunció aranceles hasta el 50 % para Canadá, México y Japón. Cada negociación en bloque debe considerar la importancia estratégica de la economía en cuestión, la complementación económica con Estados Unidos y una reciprocidad de inversiones directas y equilibrio comercial. Inicialmente, el impacto en los mercados implican aumento de las importaciones por adelantamiento de las mismas (mayor déficit comercial de casi 140.000 M de dólares en el mes de marzo), depreciación del dólar, caída del valor de activos de renta variable, aumento de tasas de interés de largo plazo con reducción del PIB del primer trimestre y recuperación en el segundo trimestre.

En efecto, el acuerdo con la Unión Europea incorporó un arancel externo del 15% pero con un compromiso de inversiones por 600.000 M de USD y adquisiciones de energía por 750.000 M USD con un precio superior a Rusia.

La disputa geopolítica de carácter estratégico para Trump tiene que ver con China y Rusia. El acuerdo con China permite resolver un problema de abastecimiento de corto plazo respecto a bienes e insumos estratégicos en materia de tecnologías críticas de alto valor estratégico (chips, tierras raras, tecnologías de punta) y el acuerdo con Rusia puede resolver las sanciones destinando 300.000 M de USD incautados principalmente en Europa a inversiones en Estados Unidos fortaleciendo el vínculo comercial entre ambos países.

La economía mundial de acuerdo a las perspectivas globales del FMI crecerá a una tasa del 3 % anual, donde Estados Unidos crecerá en torno al 1,7-2 % y China entre 4,6-5,1%, ambos, los dos motores principales de la economía mundial aunque es preciso advertir que la tasa de crecimiento sostenida más elevada con proyecciones en torno al 6,3-6,5 % anual pertenece actualmente a la India.

La economía mundial navega en torno a un crecimiento económico del 3 % anual, alto endeudamiento de las familias y de los estados soberanos, guerra comercial desatada por disputas arancelarias y agudización de las desigualdades sociales generando incertidumbre política y aumento en la conflictividad global. La financiarización de la economía implica un aumento exponencial del riesgo financiero global por la falta de anclaje entre los instrumentos financieros emitidos (derivados) y la capacidad real de pago de las obligaciones financieras.

El flujo financiero de financiamiento ilegal de la economía alcanza al monto total de los gastos en defensa (2,5% del PIB mundial) producto de incautaciones a países soberanos, lavado de activos provenientes del narcotráfico, guaridas fiscales que motorizan la evasión y elusión fiscal de corporaciones económicas transnacionales y comercio ilegal.

El regreso de la política industrial en Estados Unidos y en los países desarrollados después de la desregulación del sistema financiero mundial y de la deslocalización de la era Clinton pone al descubierto las asimetrías severas en el mundo global. Sólo 40 de 193 países son desarrollados, 57 de las 64 tecnologías críticas del planeta son dominadas por China y el poder militar se concentra en tan sólo tres países (Estados Unidos con su extensión en la OTAN, Rusia y China).

El mundo observa dos potencias con perspectivas diferentes: Estados Unidos en declive y China en ascenso. Pero el efecto del intercambio estratégico de posiciones no será inmediato, por lo cual, estamos transitando un momento de turbulencia en el marco de un equilibrio homeostático que impulse un reacomodamiento de los precios relativos de la economía mundial, expanda las bases de una convivencia de monedas para transacciones comerciales a nivel mundial y que establezca nuevos parámetros en los sistemas de transferencias.

La evolución de la tasa de interés en Estados Unidos, la tasa de desempleo en las principales economías del mundo, la evolución de la tasa de inflación y la tasa de crecimiento serán indicadores claves en la cotización de sus respectivas monedas, el valor de los activos financieros y la orientación del flujo de capitales.

El comportamiento del balance fiscal de los países en el mundo adquiere cada día mayor importancia relativa. La deuda pública global alcanzó el 238% del PIB mundial compuesto de un 146 % del sector privado y 92 % del sector público (FMI 2022) con un aumento sostenido de los derivados financieros que hace más vulnerable el comportamiento de las finanzas internacionales con la movilidad del flujo de capitales. Japón es el país con más alto nivel de deuda pública alcanzado 242 % en relación con el PIB, liderando una lista de 10 países con mayor deuda pública en el año 2025. Singapur con 173%/PIB, Eritrea (puede alcanzar 210 %/PIB con las tendencias actuales), Grecia (149%), Italia (138%), Sudán (125%), Bahrein (131%), Maldivas (125%), Estados Unidos (124 %) y Francia (116%).

De acuerdo a las proyecciones del FMI, la deuda pública ascenderá al 95 % del PIB en 2025 con una tendencia que en el peor escenario de proyecciones podría alcanzar al 117 % del PIB en el año 2027 siendo el más alto de la Segunda Guerra Mundial por el riesgo que acarrearán factores de incertidumbre como las medidas arancelarias fijadas por Estados

Unidos, el envejecimiento demográfico y el crecimiento más lento. (Era Dabla-Norris, Vitor Gaspar, Marcos Poplawski-Ribero 2025).

La previsibilidad en el comportamiento de las finanzas públicas en un contexto de responsabilidad fiscal determinan la importancia estratégica de las reglas fiscales en un mundo compuesto de 193 países reconocidos por la Organización de las Naciones Unidas (ONU) en donde una amplia mayoría incurre en déficits fiscales con su consiguiente impacto en el aumento de la deuda pública (157 de 181 países analizados por el FMI -2023-, y 2 de 16 países de América Latina -2022-).

Por último, hoy más que nunca la política define la economía. Un acuerdo Estados Unidos-Rusia, y el acuerdo comercial de Estados Unidos con China pueden ser determinantes respecto a las perspectivas de crecimiento de la economía, de las inversiones y del empleo. La transformación de la economía de stocks a economía de flujo determina una reconversión de las corporaciones financieras en una nueva modalidad rentista de administración de activos reales.

La reconversión de grandes edificios de oficinas serán reemplazados por unidades funcionales de viviendas amuebladas con alquileres más bajos y por tiempos flexibles (Airbnb ampliados) en virtud de la extensión del sistema de trabajo a distancia (home office), los vehículos serán adquiridos por modalidades de leasing, los bienes muebles de oficina y de viviendas no formarán parte de los activos de las personas humanas y sus respectivas familias. Estas transformaciones tienen que ver con el cambio demográfico y las nuevas tendencias del empleo que afectará sin lugar a dudas las modalidades de contratación y de renta fija y variable con su consiguiente impacto en la cotización de los activos financieros.

1.2. ECONOMÍA NACIONAL

La economía nacional transita un camino que combina la improvisación de un supuesto programa económico que presenta inconsistencias de carácter estructural sostenidas por alfileres y financiadas por el FMI. En efecto, la combinación letal de superávit "trucho" (real déficit financiero equivalente a -4,8 % del PIB computando intereses capitalizables de pasivos remunerados), emisión monetaria descontrolada (aumento del 97 % en los últimos 12 meses) y déficit en cuenta corriente (proyectado en 2 % del PIB para este año) en una economía bimonetaria provocará más temprano que tarde una tendencia a la dolarización de los activos financieros.

La transición de la economía argentina en el período 2025-2033 requiere de un mecanismo de relojería que administre las expectativas de los agentes económicos, las oportunidades de inversión y el manejo adecuado de los tiempos para no incurrir en medidas descontextualizadas que pueden imprimir mayor incertidumbre.

La actividad económica respecto a los máximos históricos se encuentra por debajo del 24,4% en agricultura, ganadería, caza y silvicultura (mayo 2015), -22,1 % respecto a la

industria manufacturera (octubre 2023), y -25,7 % en la industria de la construcción (agosto 2023).

La divergencia entre el consumo popular masivo y el incremento de la demanda de bienes durables, viajes al exterior y ciertos bienes suntuarios pone de manifiesto las prioridades del gobierno respecto a satisfacer la demanda de su propio electorado con un costo significativo para el resto de los mortales.

En este contexto, la economía ingresa en un cuadro recesivo producto del estancamiento, se agudiza el deterioro del salario real como la disminución del ingreso disponible de las familias con una proliferación creciente del pluriempleo y el desarrollo de las economías de plataforma, lo cual constituye una manifestación palmaria de la precarización laboral en sus múltiples expresiones.

La credibilidad y confianza de la sociedad en los indicadores económicos comunicados por el gobierno progresivamente carecen de sustento. Las renunciadas en el INDEC en el marco de un cambio en las mediciones de la inflación y de la pobreza son parte de este juego. La pobreza antes de la megadevaluación de Milei en diciembre de 2023 era equivalente a la actual pero con el agravante que cerraron cerca de 15000 empresas y despidieron a cerca de 250.000 trabajadores. Con el ajuste de los precios de servicios públicos, la tasa de inflación proyectada puede llegar a 35 % en el año 2025 con salarios cuya evolución ha sido notoriamente inferior a esta cifra.

Independientemente de la oscilación de su dogmatismo ideológico y del pragmatismo económico aplicado, lo cierto es que no se puede gobernar en un sistema democrático y republicano sin presupuesto aprobado y discutido por el Congreso de la Nación, no se puede desconocer una ley como la N° 27612 de sostenibilidad de la deuda pública y tomar deuda con el FMI por sobre el límite proporcional aceptable para el propio organismo (18000 M de dólares) de acuerdo a las previsiones de su Carta Constitutiva, ni tampoco adoptar decisiones unilaterales en materia monetaria y financiera sin la aprobación del Congreso a través de su programa monetario estipulado por la Carta Orgánica del BCRA.

Una cuestión típica fomentada por el liberalismo vernáculo en la Argentina, son solamente ortodoxos cuando gobiernan heterodoxos, pero no respetan ninguna norma cuando les toca gobernar a ellos.

Como lo hemos reiterado en varias columnas de este mismo informe, el abordaje del problema económico argentino nos concierne a todos, no a una parte. Las restricciones irresueltas, las reglas incumplidas y las políticas fallidas han caracterizado los últimos 215 años de historia y se han agudizado en los últimos 50 años manifestándose en un punto de divergencia respecto a otras potencias del mundo.

La transición para superar la restricción externa está ayudado por el aumento de la oferta de divisas provenientes de la energía y de los minerales estratégicos revirtiendo y transformando el déficit crónico en superávit estructural pero requiere al mismo tiempo integrar cadenas de valor y procesos productivos para corregir las heterogeneidades estructurales y correr la frontera tecnológica a los efectos de generar competitividad del sector externo. Esta superación de la restricción externa debe estar acompañada por la

monetización creciente de la economía, por el desarrollo de la infraestructura social básica y por la articulación de un consenso político que sostenga los lineamientos en el largo plazo.

A esta altura de las circunstancias pocos pueden dudar de la necesidad de lograr un equilibrio fiscal, una estabilidad monetaria, un tipo de cambio competitivo y el fortalecimiento de instituciones que garanticen el cumplimiento de objetivos y metas de gobierno como así también la necesidad épica de reindustrializar el país en base a cadenas de valor integradas al resto del mundo, un mercado laboral que funcione con incentivos a la productividad con salarios dignos y con las acciones que coadyuven al progreso científico y tecnológico en el marco de las correcciones estructurales de la distribución espacial del ingreso y de las economías regionales.

El diseño de reglas fiscales debe incluir no solamente de balance, ingresos, egresos, de deuda sino también deben agregarse reglas de solvencia, de control, de coordinación e institucionales. Las reglas monetarias deben combinar agregados con tasas de interés para favorecer la convivencia de monedas y el fortalecimiento de la demanda monetaria en pesos y por último la regla cambiaria flotante debe administrar las expectativas de un modo claro y persistente.

Argentina debe inexorablemente debatir un régimen monetario múltiple con un modelo de convergencia y convivencia monetaria, un régimen transaccional digital con desincentivos creciente y fiscales para transacciones en efectivo y un modelo de eliminación de la informalidad con mecanismos complementarios de inclusión y equidad social, para lo cual, las transacciones en distintas monedas, en efectivo o de manera digital promoverán que las decisiones de los agentes económicos se ajusten finalmente a las resoluciones básicas entre el presente y el futuro.

Uruguay, Perú, Turquía y nuestro país tienen un régimen bimonetario, este régimen puede ser de jure y de facto. El gobierno no coordinó la transición de las LEFI hasta otras opciones en títulos públicos con un mecanismo de flexibilización en el tipo de cambio con bandas (interregno entre tipo de cambio fijo y flotante) generando un aumento de la tasa de interés y una intervención en el mercado cambiario utilizando reservas derivadas de un préstamo del FMI. La unidad de cuenta es la moneda en curso legal en todos los países, salvo en los países mencionados pero especialmente en Argentina lo cual implica observar la coordinación de las reglas fiscales, monetarias y cambiarias en su contribución al equilibrio macroeconómico.

El tipo de cambio real multilateral desde el inicio del año se devaluó en 24 %, la apreciación del real brasileño fue significativa de 6,28 a 5,40 de reales por dólar, siendo el resultado en cuenta corriente los ingresos y gastos del sector público y privado. El gobierno desperdició la oportunidad de acumular reservas en el período de liquidación por parte del sector agropecuario y sin un aumento de la demanda de pesos incentiva a que la acumulación se haga mediante la cuenta capital con la consiguiente volatilidad que esto acarrea. Brasil ha sido un ejemplo de esta estrategia acumulando desde 50000 a 350000 M de dólares de reservas en el período 2004-2011 en base a una tasa de interés positiva sostenida sistemáticamente. Las características de nuestro país es que finalmente

tenemos reservas brutas cercanas a 42000 M de dólares, reservas netas y reservas líquidas negativas cercanas a 7000 M de dólares con problemas de vencimientos de corto plazo. La deuda pública en moneda extranjera en bonos de legislación nacional y extranjera asciende al 19 % del PIB pero con una tasa de riesgo país muy elevada respecto al resto de los países de la región. El problema no es el stock sino el flujo financiero y las condiciones de financiamiento.

Finalmente, sin un claro acuerdo político que debe expresarse en el Congreso de la Nación es imposible construir un sendero de credibilidad y confianza para alinear las variables que garanticen estabilidad y crecimiento económico sostenido.

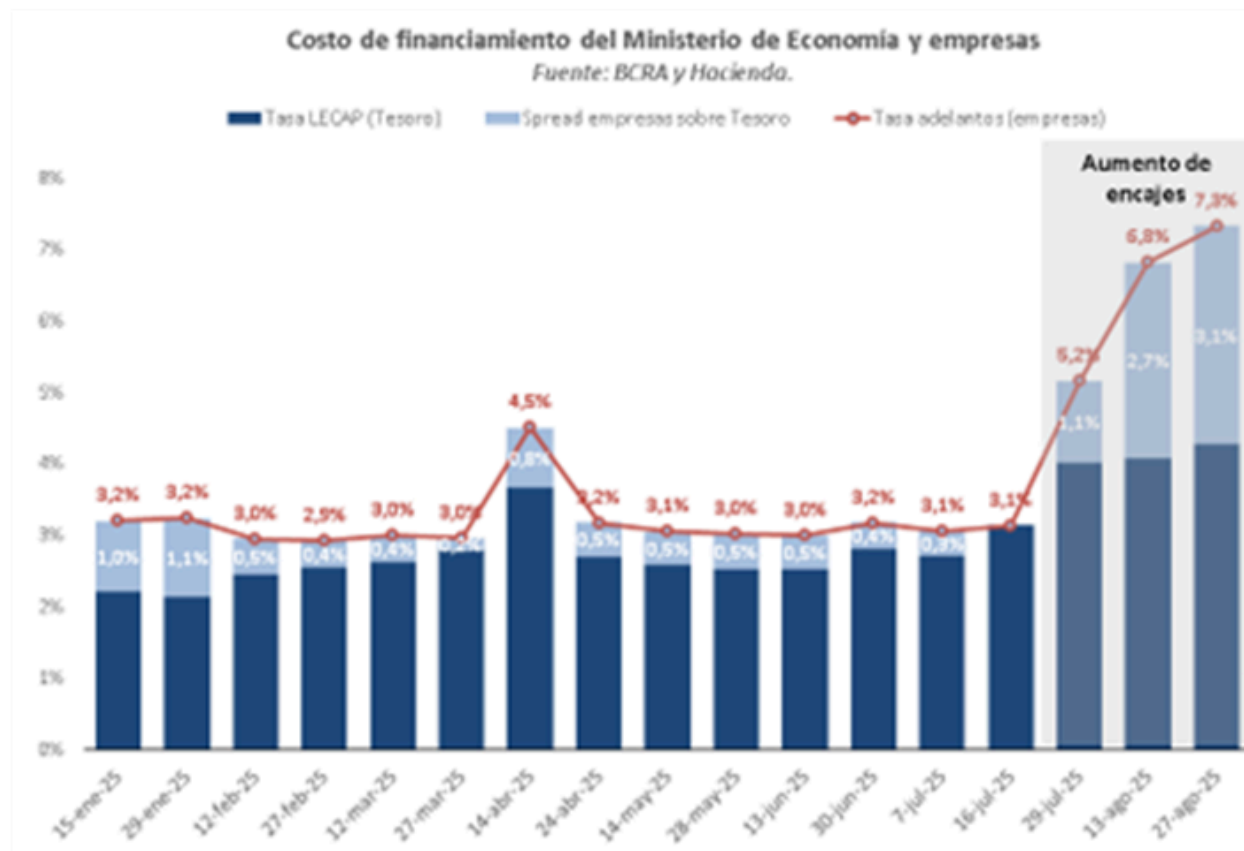
1.3. DEUDA EN PESOS, DEUDA EN DÓLARES Y TIPO DE CAMBIO: DE REGRESO A OKTUBRE

En agosto, el Tesoro colocó ARS 20,5 billones de deuda en pesos, renovando el 95% de sus vencimientos (ARS 21,5 billones). Para esto, pagó poco más de 4% mensual -equivalente a 60% anualizado-, a la vez que las colocaciones promediaron 80 días de plazo. En julio, estos números habían sido de 3,5% mensual y 50 días, respectivamente, en tanto que en el primer semestre habían rondado 2,5% y 165 días.

De este modo, se verifica i) que el costo de financiamiento saltó significativamente en el arranque de segundo semestre, pero que ii) las tasas de Sector Público subieron “poco” entre julio y agosto. Por su parte, iii) los plazos de colocación se redujeron en julio -caída progresiva desde abril, que se flexibilizaron los controles cambiarios-, pero se ampliaron en agosto.

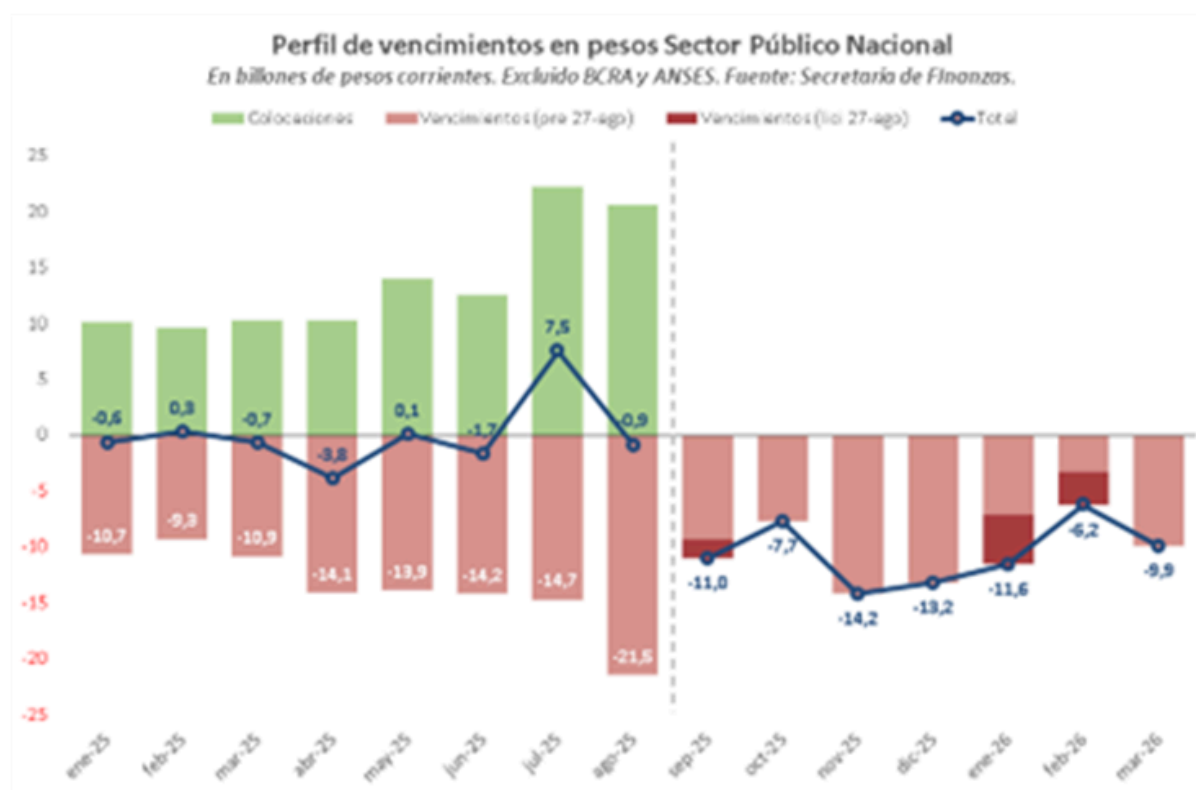
Ahora bien, si en lugar de mirar el costo de financiamiento del Sector Público Nacional tomamos como base el de las empresas -medido a través de los adelantos de cuenta corriente-, el escenario es distinto: el costo de los descubiertos saltó de 3% entre enero y junio a 4% en julio y casi 7% en agosto. De esta forma, se observa que las tasas de interés para las firmas siguieron acelerando luego que las tasas del Estado Nacional se estabilizaran -en niveles altos-.

Este desfase temporal obedece a las subas de encajes, tanto los no remunerados como los integrables con títulos públicos. Aumentando el dinero que los agentes financieros tienen “inmovilizado”, es decir, endureciendo las regulaciones del sistema, y reduciendo en contraste la disponibilidad de liquidez para el resto de la economía, el Banco Central permitió que el Estado Nacional se financiara más barato -y un poco más largo-, a costa de que el sector privado lo hiciera más caro.



Como se desprende del gráfico, la suba de encajes trajo aparejado no solo un aumento del costo de financiamiento para las empresas -que en la actualidad más que triplica a la inflación esperada para agosto-, sino además una ampliación del spread entre las tasas de las LECAP -es decir, a las que se endeuda el Estado- de las tasas de adelantos de cuenta corriente, a las que se endeudan las firmas para sus gastos diarios. La escasez de liquidez que motiva el refuerzo de encajes reduce los fondos prestables de los bancos encareciendo así el crédito para las empresas, y también para las familias, aunque en menor medida.

En este contexto, i) entender cómo sigue el perfil de vencimientos de deuda en pesos de Estado Nacional y ii) analizar la suba reciente de encajes en perspectiva histórica, nos permitirá pensar cómo podría seguir el costo de financiamiento de las firmas, y en consecuencia el nivel de actividad. Para esto, será fundamental también entender qué podría pasar con el tipo de cambio en el corto y mediano plazo: en palabras de las propias autoridades, las presiones sobre el dólar fueron claves para entender el apretón monetario que adoptó el gobierno.



En la primera mitad del 2025, los vencimientos del Tesoro promediaron poco más de ARS 12 billones mensuales, número que llegó a ARS 15 billones en julio y los mencionados ARS 21,5 billones en agosto. Ahora bien, en septiembre y octubre, subas de encajes mediante, los vencimientos ex ante promediarán ARS 8,5 billones. Así, serían significativamente menores a junio y julio, y también al primer semestre -en pesos corrientes, en una economía que habría acumulado cerca de 20% de inflación en los primeros ocho meses del año.

Por lo tanto, si bien la situación pre-electoral -o medio electoral, ya que los números de la Provincia de Buenos Aires el 7 de septiembre podrían actuar como una suerte de PASO para la economía- tensará un poco el escenario, el tamaño de los pagos a priori no debería ser muy exigente. En consecuencia, las potenciales subas de encajes deberían ser más acotadas que las que empezaron a regir durante agosto: con menor cantidad de pesos se podría evitar que eventuales desarmes de títulos públicos fluyan al dólar.

Los aumentos sucesivos de encajes que tuvieron lugar en julio y agosto, pero que comenzaron a regir en este último, llevaron a la exigencia de efectivo e integración del Banco Central a más del 33% para depósitos a la vista y plazo fijo (promedio ponderado de cajas de ahorro, cuentas corrientes y plazos fijos) máximo desde 2019 y segundo desde que se puso en marcha la Convertibilidad.

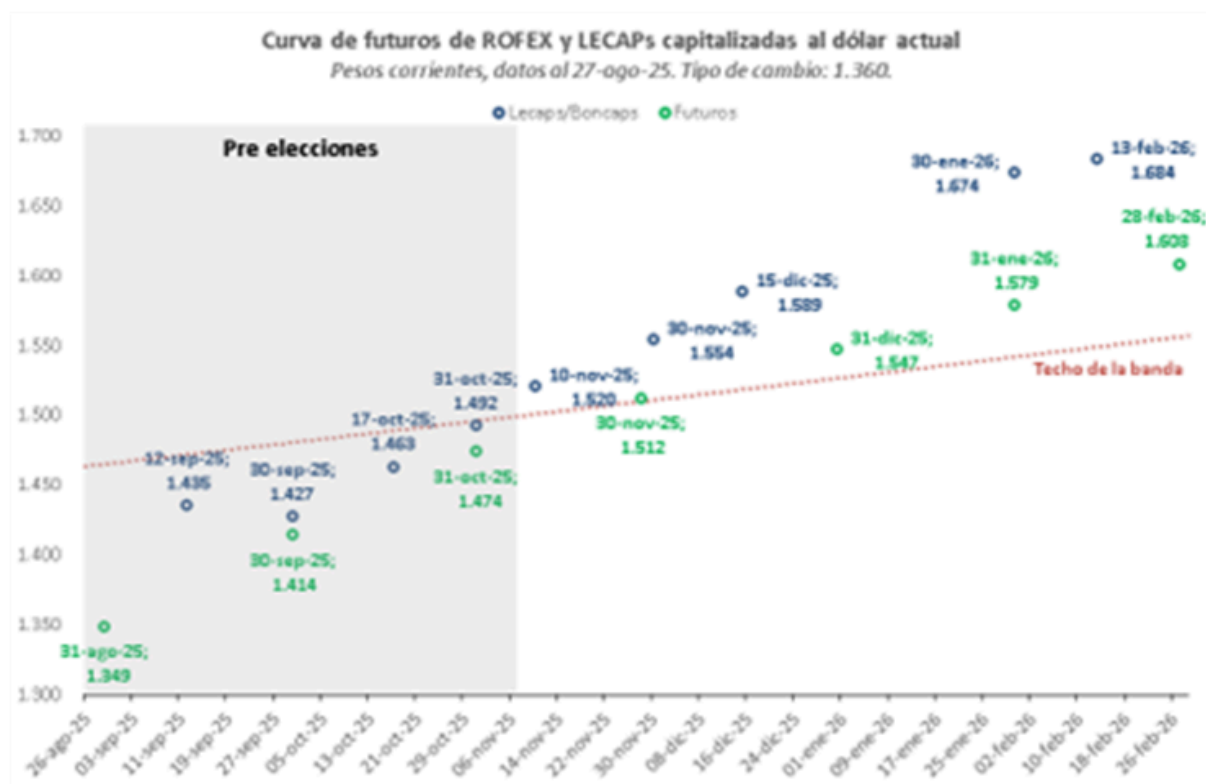
En un contexto donde los riesgos sistémicos siguen en niveles bajos -más allá de la suba de la morosidad de las familias, que en junio superó el 5% por primera vez desde 2009, la

irregularidad del sistema se ubica en torno del 3%: en línea con el promedio de 2023-, el refuerzo del carácter contractivo de la política monetaria responde a cuestiones cambiarias, vinculadas en mayor medida con las elecciones.



En este sentido, los contratos de dólar futuro de ROFEX -que presumiblemente podría estar cerrando el Banco Central, aunque sin datos oficiales todavía- están dentro del techo de la banda hasta el 30 de noviembre, a la vez que se ubican 1,3% por encima de éste para fin de diciembre (1.550 ARS/USD y 1.530 ARS/USD, respectivamente), +2,4% en enero y casi +3,5% en febrero.

En el caso de las LECAPS y BONCAPs -títulos a tasa fija, emitidos a más y menos de un año de plazo, pero iguales en todo lo demás- la diferencia es aún mayor: +4,5% en la LECAP de mediados de diciembre, +8,5% en la de fines de enero y la de mediados de febrero.



¿Cómo se lee esto? El tipo de cambio cerró en torno de 1.350 ARS/USD este miércoles, y 1.330 ARS/USD este jueves. Si con 1.350 ARS/USD, en lugar de comprar un dólar, compráramos una LECAP y cobráramos su capitalización al cobro, ya al 10 de noviembre empieza a rendirnos más que si el dólar se fuera al techo de la banda. En el extremo, para principios del año que viene, los activos del Sector Público rinden casi 10% que si el tipo de cambio se fuera al techo de la banda.

Así, hay dos opciones: 1) o bien se mantienen las bandas para principios de 2026, y hay una posibilidad de ganancia de 10% en moneda extranjera para los próximos cinco o seis meses, 2) o bien el dólar supera este techo, y la ganancia o pérdida en moneda extranjera dependerá de cuán arriba queda el tipo de cambio de este límite -hasta 10%, el rendimiento en moneda extranjera de las LECAPs seguiría siendo positivo-.

Teniendo en cuenta i) las complicaciones que viene enfrentando el Sector Público Nacional para financiar sus vencimientos de corto plazo y ii) que incluso con las subas de encajes y sus posibilidades de integración con títulos públicos -que ajustan por TAMAR, no las LECAP usadas para el ejercicio, vale destacar- analizadas esta curva se desalinea tanto del techo de la banda proyectado como de la inflación esperada, podemos decir que el mercado tiene cierto recelo para confiar en el peso.

El 9 de enero de 2026 vencen USD 4.500 millones con acreedores de mercado (Bonares y Globales), más de un 10% de las Reservas brutas actuales, y en lo que resta del año vencen casi USD 10.000 millones más entre los pagos de estos títulos del 9 de julio, capital e

intereses de BOPREAL e intereses con el FMI. En 2027, vencen USD 22.500 millones (es decir, casi USD 10.000 millones más que en 2026) por estos factores, ya que los pagos de BOPREAL pasan de USD 2.500 millones a casi USD 11.000 millones.

Sin fuentes de financiamiento a la vista -el FMI parece cerrado y el mercado no se reabre-, y con un déficit de cuenta corriente que superaría los USD 5.000 millones en 2025 -sin pagos de intereses, ya incluidos en el párrafo de arriba-, la pregunta por dónde saldrían los dólares para cancelar estos compromisos sigue abierta. Dicho de otra forma, más que en los riesgos políticos, la incertidumbre cambiaria se asocia al desequilibrio de las cuentas en dólares, principalmente explicado por los vencimientos de deuda -pasivos contraídos en 2016 y 2017, reestructurados en 2020- y la apreciación cambiaria y flexibilización de barreras comerciales de 2024 y 2025.

El stock de reservas de diciembre 2023 no era compatible con el normal funcionamiento de la economía argentina, y es cierto que necesitaba una mejora significativa. En un contexto de fuertes vencimientos de deuda en 2026 y 2027, apreciar el tipo de cambio y motorizar un eventual rebote de la economía en el “dólar barato” no eran la estrategia óptima, especialmente si el financiamiento externo no se reabría. Por ahora, los precios de los títulos públicos reflejan que el mercado no es optimista, es decir, que espera una aceleración del dólar para fines de 2025 o el arranque casi inmediato de 2026.

El escenario, como siempre, está abierto. De regreso a Octubre, desde Octubre, sin un estandarte.

Principales variables

Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. i.a. % o Diferencia
Actividad					
PIB precios constantes	%	s.e. y v%a	1-25	0,8%	5,8%
EMAE	%	s.e. y v%a	jun-25	-0,7%	6,4%
Salarios Privados					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v%a	jun-25	1,7%	45,4%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v%a	jun-25	0,1%	4,3%
Fiscal					
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jul-25	8,9%	0,1 p.p.
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jul-25	-7,8%	-0,4 p.p.
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jul-25	1,1%	-0,3 p.p.
Intereses	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jul-25	-0,8%	0,3 p.p.
Resultado financiero	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jul-25	0,3%	0,0 p.p.
Precios					
IPC Nivel General, Nacional	%	v%a y v%a	jul-25	1,9%	36,6%
IPC Núcleo, Nacional	%	v%a y v%a	jul-25	1,5%	38,9%
Comercio exterior					
Exportaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jul-25	7.727	81.396
Importaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jul-25	6.738	71.287
Balanza comercial (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jul-25	989	10.110
Balance cambiario					
Bienes (BCRA)	USD M	Mes y 12m	jun-25	3.376	10.314
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	Mes y 12m	jun-25	-1.218	-20.203
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	Mes y 12m	jun-25	758	18.853
Tipo de cambio					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diario	28-ago-25	1.343,7	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	Diario	20-ago-25	1,3	
CCL	ARS/USD	Diario	28-ago-25	1.346,3	
CCL real multilateral	Dic 01=1	Diario	28-ago-25	1,3	
Reservas					
Reservas brutas	USD M	Diario	28-ago-25	40.961	
Compra neta de divisas semanal	USD M	Diario	28-ago-25	0	
Liquidación CIARA semanal	USD M	Diario	27-ago-25	274	
Títulos públicos					
AL30	USD	Diario	28-ago-25	58,9	
GD30	USD	Diario	28-ago-25	60,6	
Riesgo País	USD	Diario	27-ago-25	853	
Monetario					
LECAP más corta	% TEM	Diario	29-ago-25	4,1%	
TAMAR	% TEM	Diario	27-ago-25	5,0%	
Internacional					
Real Brasil	BRL/USD	Diario	28-ago-25	5,4	-2,7%
Yuan China	CNH/USD	Diario	28-ago-25	7,1	-0,3%
Soja (tn.)	USD	Diario	28-ago-25	385,6	1,8%
WTI (Petróleo)	USD	Diario	28-ago-25	64,3	-7,2%

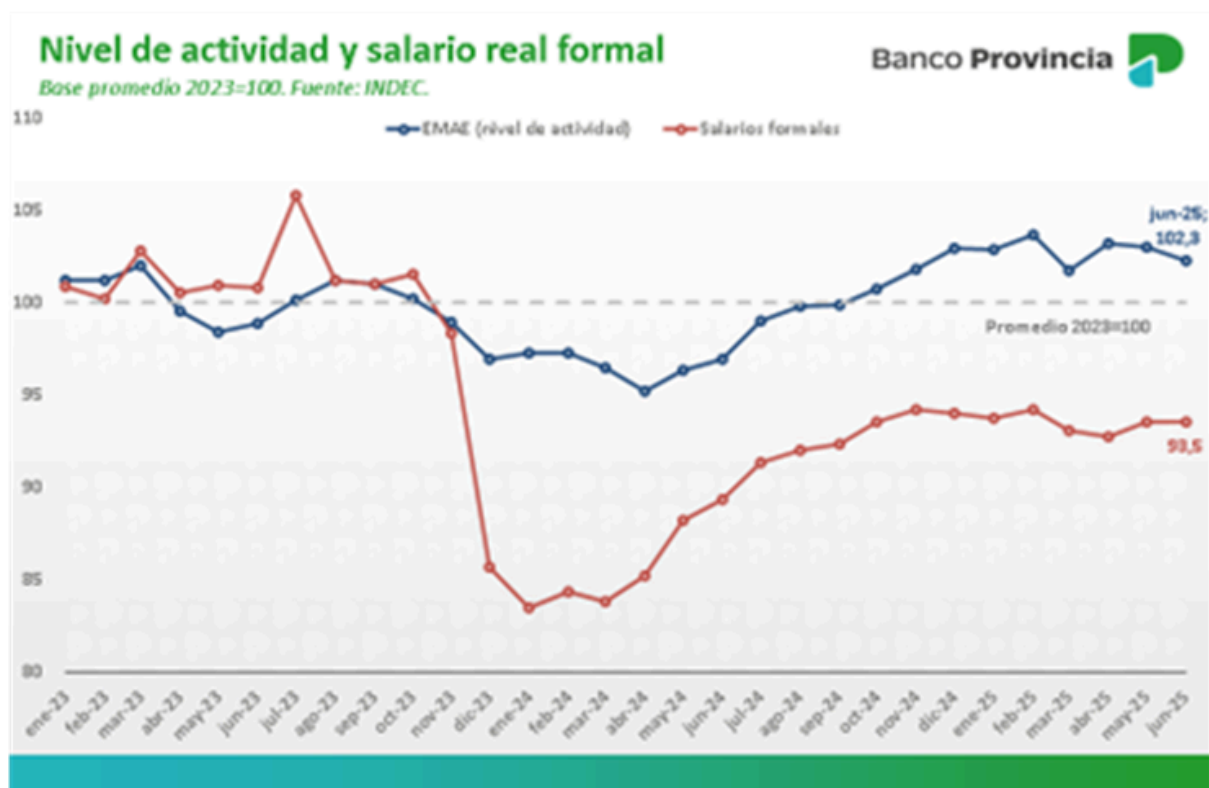
El fin Ingresos laborales, préstamos a familias y pluriempleo, o cómo el consumo puede crecer cuando los salarios caen

Entre noviembre 2023 y junio 2025, la economía real atravesó tres fases: una primera de caída acelerada (-4% entre noviembre 2023 y abril 2024), otra de recuperación, incluso más

acelerada (+9% entre mayo 2024 y febrero 2025) y una última de contracción “moderada” (-1,5% entre marzo y junio de este año). Con estos números, en junio de este año, el nivel de actividad estaba 3,5% por encima de noviembre 2023 y +2,3% respecto del promedio de ese año, según el Estimador de Actividad Mensual (EMAE) que elabora el INDEC.

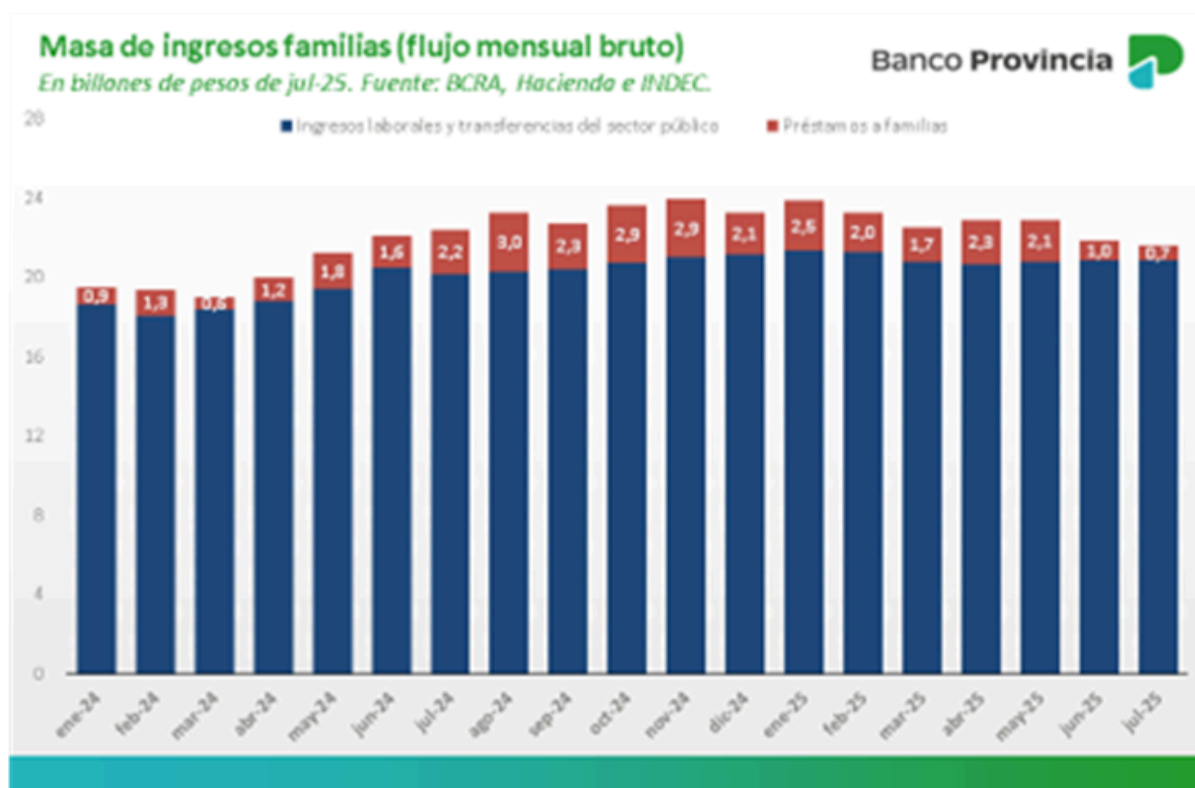
Ahora bien, con el apretón monetario de julio y la consecuente suba de tasas, que se agudizó en la última semana luego del endurecimiento de las regulaciones de encajes -por caso, el costo de los adelantos de cuenta corriente, más conocidos como giros en descubierto, pasó de 80% a 90% nominal anual- la economía habría entrado a una cuarta fase en julio de este año de contracción “un poco más acelerada”. Así, el pico de febrero 2025 se alejaba todavía más.

En el mismo período, el salario real formal mostró un peor desempeño que la demanda, y se ubica 5% por debajo de noviembre 2023 y 6,5% por debajo de la media de ese año. Así, tiene que haber algo que explique esta brecha entre una economía real que opera por encima de los niveles de 2023, pero un ingreso laboral que se contrajo en el mismo período.

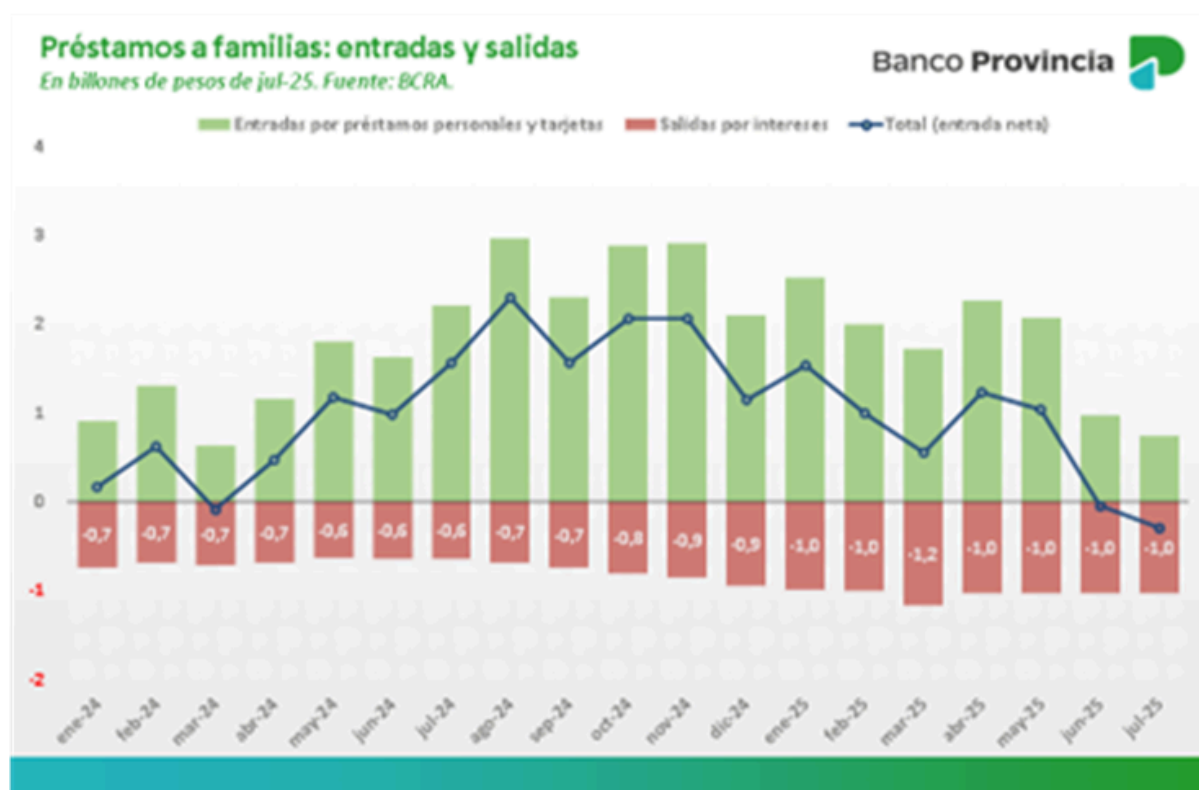


En este escenario, podemos afirmar que analizar el ingreso de los hogares es algo más que mirar los salarios reales: caso contrario, sería muy difícil entender cómo el consumo -3 de 4 pesos que componen al EMAE, y por tanto la demanda agregada- está por encima de 2023 y los salarios simultáneamente por debajo. Considerando que las transferencias del sector público y la cantidad de trabajadores registrados también cayeron respecto de 2023 (-15% y -3%, respectivamente), hay que buscar en otro lado.

En este sentido, resalta que los préstamos a familias treparon más de 60% real entre noviembre 2023 y julio de 2025. Como resultado, pasaron de representar poco más de 5% de los recursos totales de los hogares -medidos como masa salarial más transferencias del sector público- a más de 8% de estos: la pérdida del poder adquisitivo redujo el peso de los ingresos laborales, en un contexto donde el complemento de los ingresos financieros permitió sostener y hasta acelerar la demanda en algún caso.



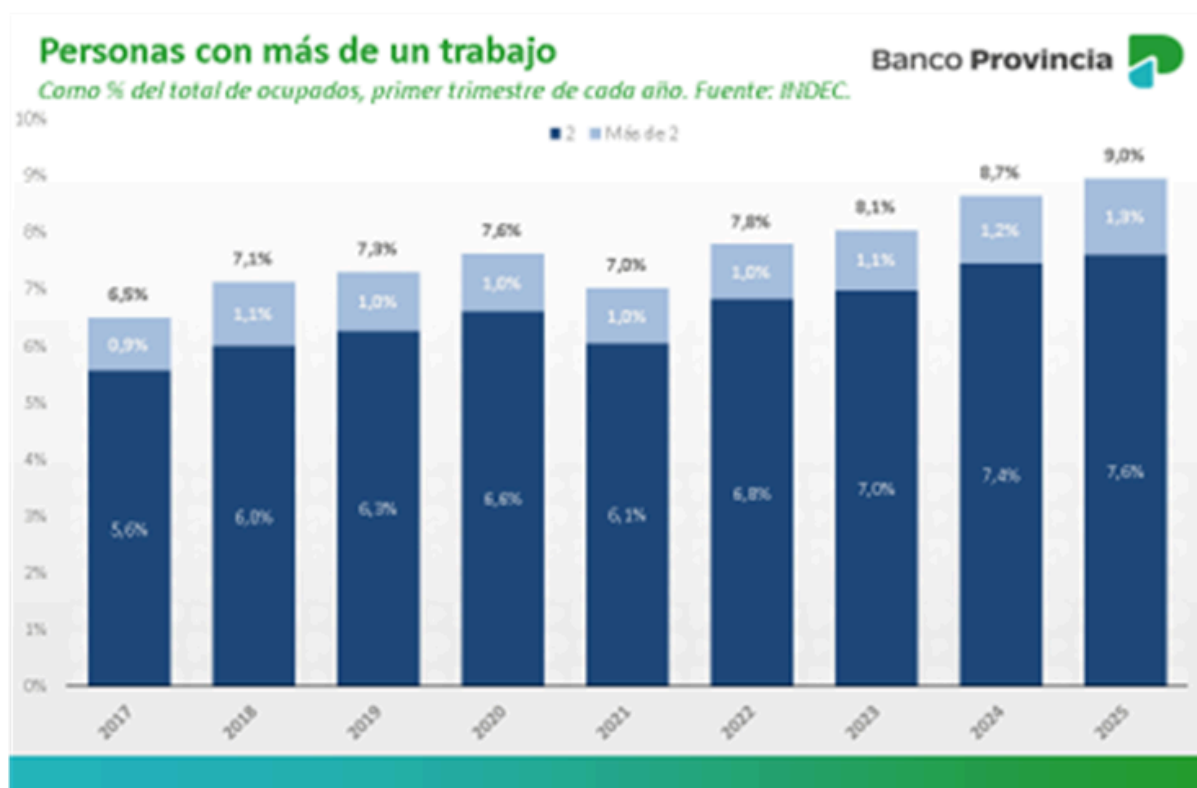
Como se desprende del gráfico, los ingresos por créditos a las familias alcanzaron un pico entre fines del año pasado y principios de este, desacelerando de manera significativa desde mayo. En este contexto se comprende la caída de junio (-0,7%, según el EMAE de INDEC) y que julio no habría sido mejor. Ahora bien, el gráfico de arriba no incluye los descuentos por pagos de interés: los préstamos hay que devolverlos, y la carga de intereses se incrementó de manera considerable en el último tiempo, pasando de representar casi un 50% del flujo de préstamos en el promedio de 2024 y un porcentaje similar entre enero y mayo a más del 100% en junio y julio.



Dicho de otra forma, las familias tuvieron más egresos financieros por intereses de préstamos personales y de tarjetas que entradas por nuevos créditos en los últimos dos meses, y agosto no habría traído mejores noticias en esta materia. Vale destacar que este ratio mayor al 100% ya se había verificado en algunos meses -por caso, julio de 2023 y marzo de 2024-, pero nunca dos veces seguidas. Asimismo, sobresale que este cambio obedece más a una caída del flujo de préstamos -barra roja del gráfico de arriba- que, al aumento del pago por intereses, que se mantuvo virtualmente estable entre el promedio de enero-mayo y la media de junio-julio (-1,3%).

Antes de seguir, vale destacar que el “apretón monetario” todavía no se tradujo en suba de tasas para los préstamos a las familias, que oscilan en torno del 70% nominal anual (+72,5% promedio de junio, +69,5% julio y +72,5% agosto). Por lo tanto, su stock no cayó en las últimas semanas (+2,2% respecto del pico de julio), a diferencia de los giros en descubierto de cuenta corriente -Adelantos-, donde el agregado se redujo 15% en poco más de veinte días.

El crédito no es la única forma de complementar ingresos: también lo es buscar un empleo adicional (dicho rápidamente, un empleado que en sus horas antes libres ahora hace de chofer o de repartidor). En el primer trimestre de 2025, casi 1 de cada 10 trabajadores tuvieron más de un empleo: número que promedió en 2017-2019 y 7,5% en 2021-2023.



Para terminar, podemos analizar la dinámica salarial por gremio.

En primer lugar, sobresale que el comportamiento fue heterogéneo no solo entre ramas, sino además entre segmentos de poder adquisitivo. Mientras que Bancarios, Aceiteros y Químicos, tope de la pirámide salarial, tuvieron resultados contrapuestos entre noviembre 2023 y junio 2025 (0%, +14% y -2%), Metalmecánica, Textiles y Construcción, los gremios de menor poder adquisitivo, también tuvieron resultados mixtos: +1%, -21% y -8%, respectivamente.

Ahora bien, el comparar entre sectores asociados a la producción de bienes y de servicios sí aparece un patrón: en tanto que 5 de 9 ramas asociadas a bienes recuperaron terreno en relación con noviembre de 2023 (55% de las ramas), 3 de 9 vinculadas a servicios lograron una mejora (33%). Entre otros factores, esto puede explicarse por la apreciación cambiaria: los productores de bienes ganan terreno respecto de los productores de servicios.

Salarios de convenio y variación real nov-23/jun-25

Fuente: elaboración propia en base a INDEC y Ministerio de Capital Humano

Rama de actividad	Salario de convenio (jun-25)	Bienes/ Servicios	Total
Sector Privado	1.258.343		-3%
Gastronómicos	1.351.297	Servicios	19%
Calzado	1.096.343	Bienes	15%
Aceiteros	2.295.139	Bienes	14%
Seguridad	1.474.657	Servicios	10%
Plásticos	1.313.638	Bienes	7%
Alimentación	1.441.980	Bienes	1%
Metalmecánica	982.939	Bienes	1%
Bancarios	2.609.524	Servicios	0%
Indumentaria	1.143.881	Bienes	-1%
Químicos	1.722.059	Bienes	-2%
Camioneros	1.325.513	Servicios	-2%
Seguros	1.578.164	Servicios	-4%
Sanidad	1.240.497	Servicios	-5%
Construcción	863.839	Bienes	-8%
Comercio	1.265.809	Servicios	-8%
Transporte de Pasajeros	1.522.566	Servicios	-14%
Encargados de Edificio	1.071.990	Servicios	-16%
Textiles	949.374	Bienes	-21%
Público Nacional			-32%
Público Provincial			-7%

Así, se observa que el cambio hacia el interior del mercado de trabajo obedece más a factores de configuración macro -apreciación cambiaria- que a los márgenes de negociación que disponía cada sector. Asimismo, si a fines de 2024 destacáramos el perfil regresivo que había tenido la dinámica de salario real en la gestión Milei, en la actualidad, esa correlación se debilitó: no hay un patrón claro donde los mayores o menores salarios se comportan mejor o peor que los demás.

En síntesis, de los últimos dos años cortos, sobresale que el consumo creció, a pesar de que las principales variables de ingreso laboral y de transferencias directas del Sector

Público a las familias cayeron. En este sentido, el avance de los préstamos a las familias -afectado en la actualidad por la mayor carga de intereses, pero todavía no por la suba de tasas- y el aumento de las personas con dos trabajos o más, que ya rozan el 10% del total de ocupados, fueron claves para complementar los ingresos, compensando el deterioro del poder adquisitivo, y hasta revirtiéndolo en algunos casos. Caída del salario real con aumento del crédito y de pluriempleo, o cuando los ingresos de la ocupación principal ceden terreno frente a otras modalidades de ingreso. El futuro ya llegó.

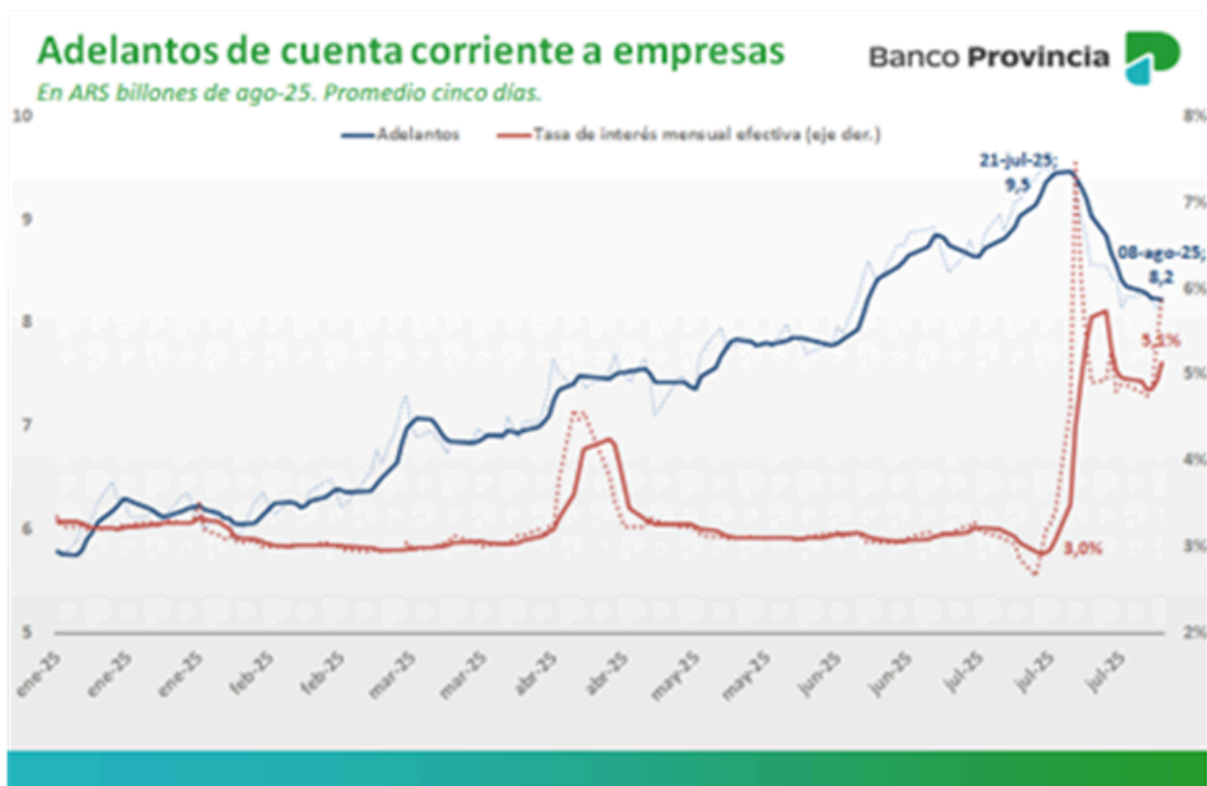
Menos liquidez, más tasa: ¿alguien quiere pensar en la economía real?

El crédito a las empresas cayó 2,5% en términos reales desde el 11 de julio, es decir, desde que vencieron las LEFI y las tasas de interés subieron y se volvieron más volátiles. Ahora bien, mientras que los documentos a sola firma se mantuvieron crecieron 1,7% en el período, los adelantos de cuenta corriente se redujeron casi 11%, explicando el deterioro agregado.

De esta forma, en tanto que el stock de préstamos para “gastos importantes” de las empresas (Documentos) se desaceleró en el cierre de julio y el arranque de agosto -en los primeros diez días del mes pasado, los documentos habían crecido más de 5% real-, el de “gastos diarios” (Adelantos) se contrajo significativamente. Por sus usos, esto no tendría un impacto inmediato sobre la inversión, pero sí sobre la circulación del capital de trabajo: los descubiertos se usan para cubrir desalineamientos de los flujos de caja.

El salto de la tasa de interés, que pasó de 35% nominal anual hace un mes a más de 75% en la actualidad (es decir, de 3% a 5,5% mensual; 5% mensual promedio últimos días) motivó la reversión, que podría empezar a afectar la disponibilidad de liquidez de la economía, reforzando las tensiones pre-existentes en la cadena de pagos.

En mayo, último dato disponible, la irregularidad de la cartera de Adelantos superó el 2% -marcando un pico desde 2022- y es probable que haya acelerado en las últimas semanas. Más aún, la reversión del crédito en un contexto de escasez de ventas refleja que las empresas no solo se estarían atrasando con los bancos: eventualmente, también podrían hacerlo con sus proveedores, tanto de mercadería como de fuerza de trabajo. Dicho esto, es importante notar que la opción de incrementar la liquidez antecede a la de incumplir contratos. Por lo tanto, en un primer momento la respuesta será el aumento del efectivo, y luego vendrá el avance de la morosidad.



En este escenario, las consecuencias del desequilibrio financiero ya empezaron a trasladarse a la economía real. Analizar qué pasó esta semana nos ayudará a pensar cómo seguiremos.

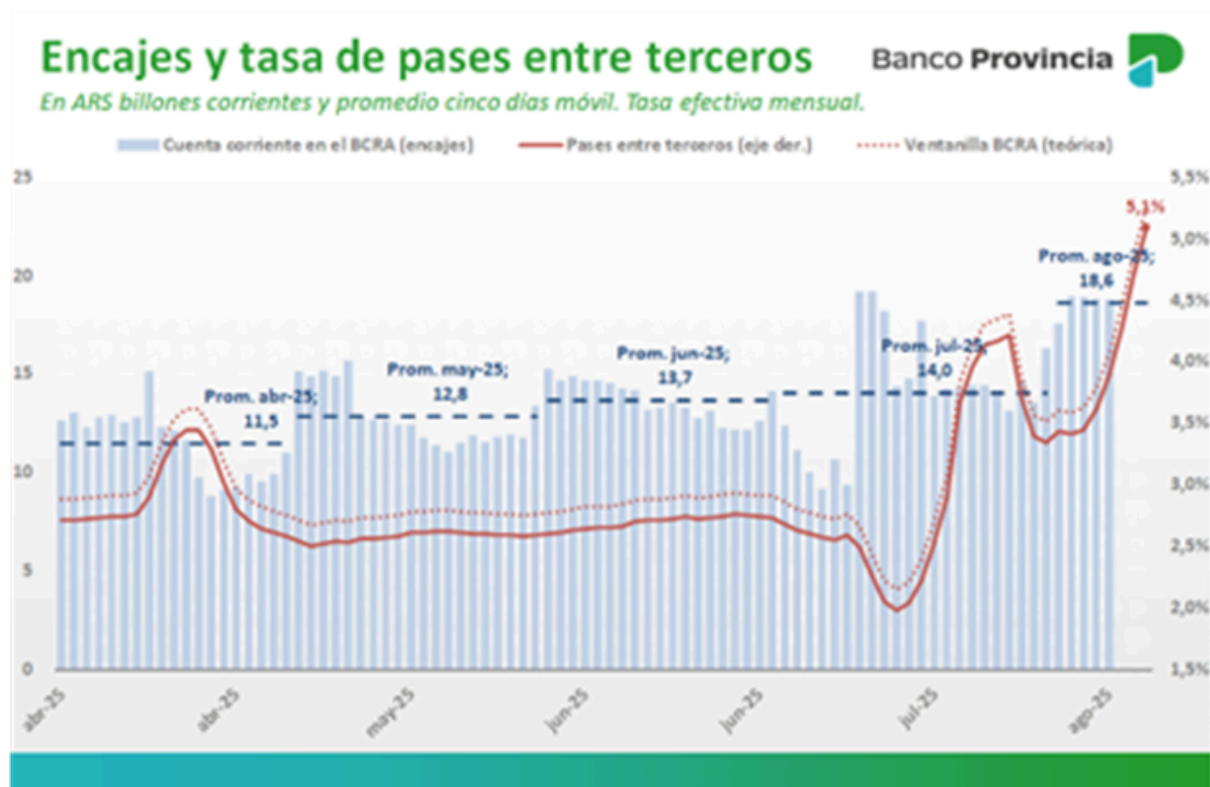
En primer lugar, resalta la apertura de una ventanilla de pases activos para el final de la rueda, donde el Banco Central ofrecerá liquidez al resto del sistema financiero a una tasa de interés algo más elevada (+2 p.p. nominal anual) que el promedio del día -ponderado por operación: algo lógico, dado que las operaciones de bajo monto a veces son “extremas”-. En contraparte, los bancos deberán dejar títulos a más de 60 días como garantía (pueden ser LECAPs o CER). Así, el equipo económico -como un todo, Banco Central y Ministerio de Economía- busca acotar la volatilidad de tasas y a aumentar el atractivo de las LECAPs “largas”, por llamarlas de alguna manera.

A fin de julio, la autoridad monetaria endureció su exigencia de encaje -formalmente, efectivo mínimo-: el porcentaje de depósitos que las entidades financieras tienen que dejar “quietos” en el Banco Central a tasa cero. Con esta medida, el BCRA buscaba reducir la oferta de dinero, encareciendo así el crédito y complicando eventuales demandas de dólares. Asimismo, al aumentar sus activos sin rendimiento, los bancos cedían rentabilidad en un contexto de idas y vueltas con la política económica.

Antes de avanzar, es importante notar que estos porcentajes son promedio mensual: lo relevante no es solo el dato diario, sino la media del mes. Por lo tanto, lo que falta un día, puede compensarse al otro -o, mejor dicho, lo que sobra o falta en la primera mitad de mes, se compensa en la segunda-.

Ahora bien, el resultado no fue estrictamente el buscado. Si bien la tasa de interés subió -los plazos fijos pasaron de la zona del 3% mensual a fines de julio a la del 3,5% en la actualidad- y el tipo de cambio bajó 2% en la primera mitad de agosto, la volatilidad intradiaria de las tasas llegó a niveles que complicaron el normal funcionamiento del sistema financiero. Además, y como veíamos más arriba, su incremento afectó los flujos de efectivo de las empresas. Estas nuevas exigencias de encajes obligaron a los bancos a hacerse de liquidez en el día a día, y para eso desarmaron parte de sus tenencias de LECAPs. Dado que el pago de estas letras está fijo al vencimiento, un aumento de su oferta por encima de su demanda reduce su precio, incrementando la tasa de interés en contrapartida.

En este contexto, la nueva ventanilla del BCRA permitirá que las entidades financieras puedan hacerse de liquidez sin tener que desarmar LECAPs a precios bajos, cumpliendo así las exigencias de la autoridad monetaria con un menor costo de oportunidad en materia de activos.



No obstante, y como se desprende del gráfico, la nueva ventanilla será cara, al menos en un primer momento: con las tasas de hoy, su costo será mayor al 5% mensual. Por lo tanto, a priori será un mecanismo para corregir desequilibrios de liquidez, pero no para mucho más: es caro para prestar a empresas o comprar activos, por caso. Por lo tanto, esta ventanilla podrá eventualmente moderar la volatilidad de los precios de los activos y los problemas que de ella se desprendían, pero no servirá para recomponer el crédito a las empresas: la liquidez no cambiará a partir de esta medida.

Así, repitiendo lo hecho durante julio, el gobierno revela que prefiere cargar los costos sobre la economía real y las ventas que hacerlo sobre el tipo de cambio y los precios -más allá de que, hasta ahora, no se haya visto un traslado significativo de la suba del dólar al IPC-.

En este escenario de escasez de liquidez y exigencia de encajes, la licitación de deuda en pesos del pasado miércoles 13 de agosto arrojó la mayor diferencia entre colocaciones y vencimientos en lo que va del año: se emitieron ARS 9,1 billones y se pagaron ARS 15 billones. Como resultado, el Tesoro deberá cancelar ARS 5,9 billones -casi la mitad del saldo en pesos de su Cuenta Única en el Banco Central: ARS 14 billones- en efectivo. Por su parte, el ratio de refinanciamiento -roll-over- fue de 61%: el segundo más bajo del año, solamente por encima de la licitación del 25 de junio (59%).

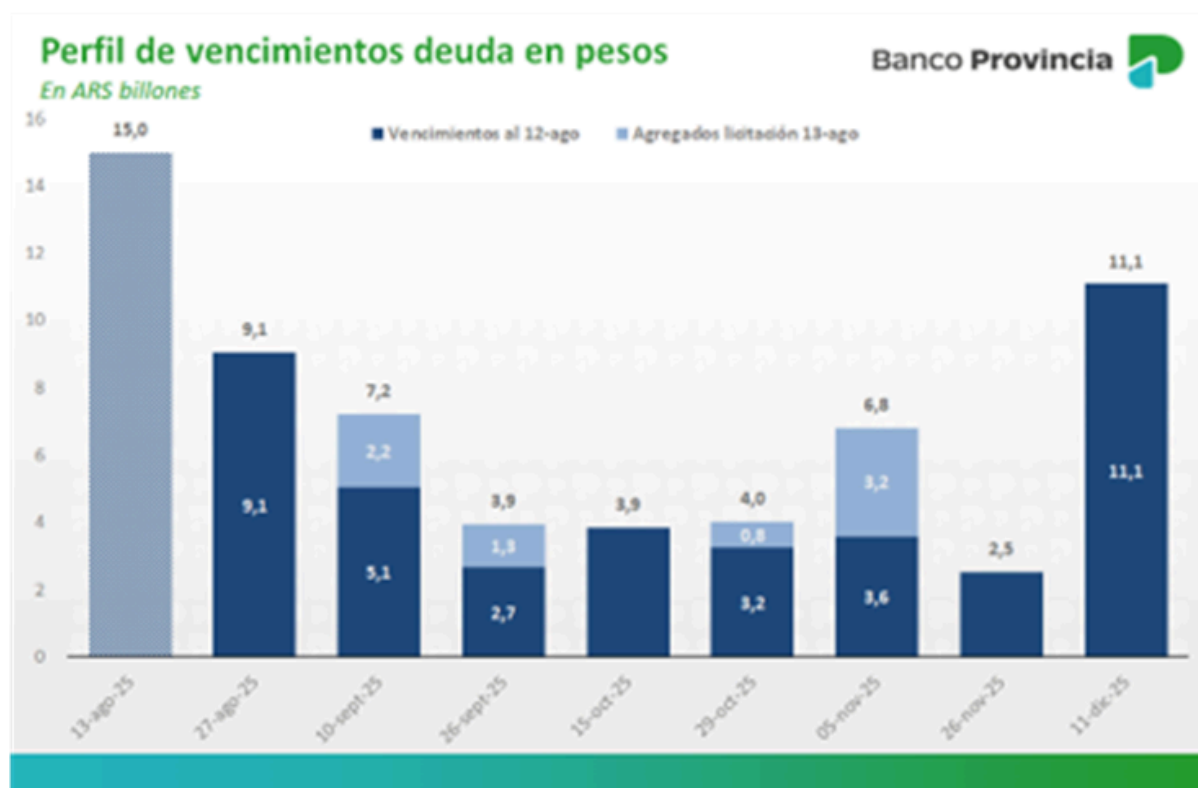


Según las estimaciones preliminares, cerca de un tercio del total no renovado -cerca de ARS 2 billones- responde a las necesidades de formar encajes, en tanto que el resto se explicaría por factores más vinculados a la incertidumbre que a la regulación del mercado. Para dimensionar, el circulante llega a ARS 24 billones, de modo que sumar ARS 4 billones -poco más de 15% de éste- podría generar algunas tensiones.

En este contexto, el miércoles por la noche, Federico Furiase, director del Banco Central, anunció por Twitter que “Los pesos excedentes de la licitación de hoy serán absorbidos de manera inmediata. En este caso, serán absorbidos mayoritariamente vía aumento de encajes remunerados con nuevos títulos públicos a ser suscriptos el lunes próximo (día de la liquidación de la licitación de hoy), a través de una nueva licitación del Tesoro”. Al cierre

de este informe no había precisiones sobre la nueva subasta, pero entendemos que podrían conocerse durante este jueves, ya que el propio lunes será la licitación.

En base a los vencimientos actuales, el próximo 29 de agosto deberán cancelarse ARS 9,1 billones y en septiembre habrá que pagar ARS 11,2 billones, incluyendo los ARS 3,4 billones que se agregaron luego de la licitación de esta semana. En octubre, el número roza ARS 8 billones y en noviembre y diciembre más de ARS 20 billones. En síntesis, el Palacio de Hacienda deberá pagar ARS 48,5 billones en los próximos cinco meses -más lo que eventualmente coloque en la licitación del lunes, que estimamos que buscaría absorber alrededor de ARS 4 billones, en base al excedente por sobre las necesidades de encajes-, equivalente a 5,5% del PBI o más que el doble del circulante actual (los ARS 24 billones arriba mencionados).



El fin de las LEFI buscaba estirar los plazos de los activos del Sector Público, algo que tenía sentido dada la baja de la inflación. Sin embargo, era imposible hacerlo sin ninguna tensión en el camino -en Argentina, tensión es sinónimo de suba del dólar-. Evidentemente, en la antesala de la elección, esto era mucho pedir. Lograr el beneficio sin la tensión no fue posible, y como resultado el fin de las LEFI terminó trayendo más tasas, menos liquidez y más complicaciones para la economía real, principalmente para las empresas.

La pregunta ahora es si esa complicación no se está trasladando al Tesoro, mediante la renovación de deuda a mayores tasas y menores plazos, más la absorción de “pesos

excedentes”: excedentes para la política de estabilización cambiaria, pero necesarios para una economía real que cada vez sufre más la falta de liquidez y las tasas altas.

Poca paritaria, mucha tasa, ¿poco consumo?

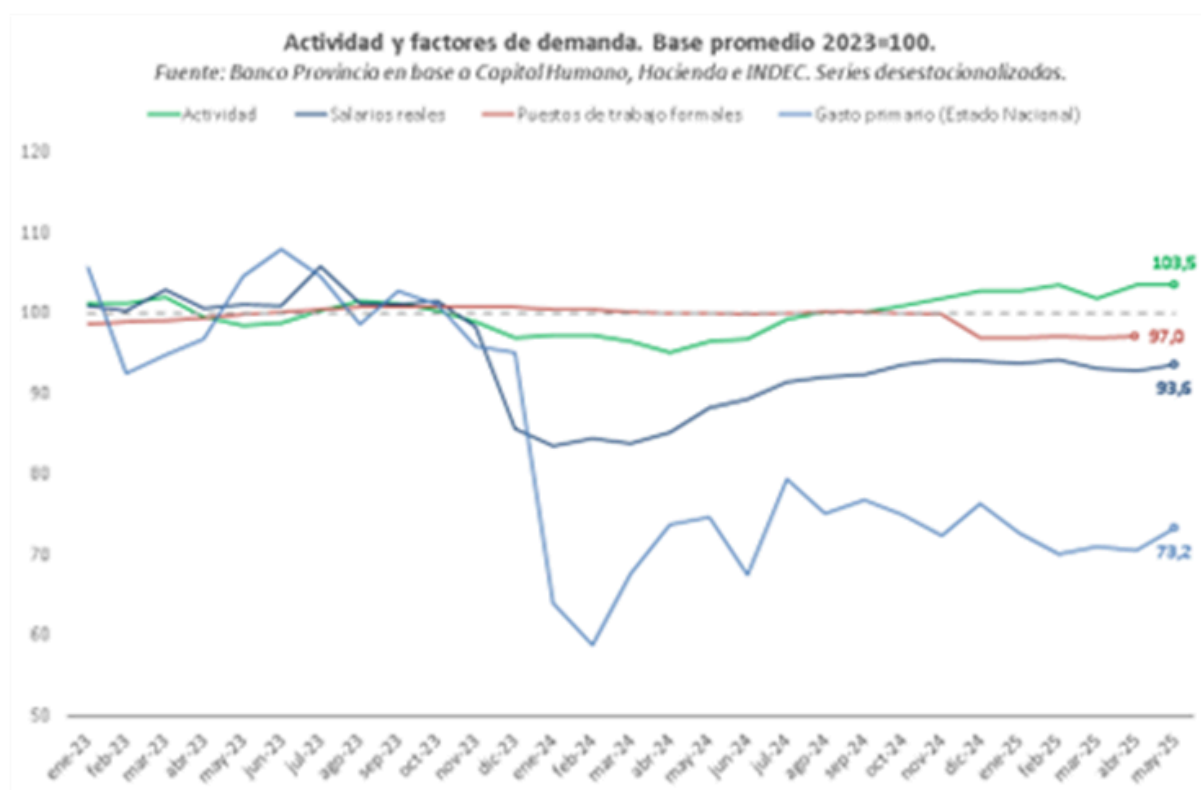
La economía no crece desde febrero: luego de recuperarse 1% promedio mensual en la segunda mitad del año pasado y +0,3% en el primer bimestre de 2025, la actividad se estancó entre febrero y mayo, según los datos de INDEC. En junio, los indicadores adelantados no fueron más promisorios: la producción automotriz retrocedió casi 6% mensual, la de acero 3% y la demanda de cemento 1,5%. Asimismo, las ventas minoristas cayeron casi 7% según el índice de CAME. Por su parte, el índice de Producción Industrial (IPI) de INDEC se contrajo 1,2%, en tanto que el Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC) creció 0,9%, aunque no alcanzaría a compensar los demás rojos. Así, la actividad habría cerrado el primer semestre virtualmente en los niveles de febrero.

En julio, el tipo de cambio subió más de 13% y la tasa de interés de LECAPs pasó de 2,8% mensual a la zona de 4,5-5%. En consecuencia, el costo de adelantos de cuenta corriente trepó de 35% nominal anual a la de 60% en el mismo período (de 2,7% mensual a casi 5%), mientras que los préstamos personales se mantuvieron en torno del 70% anual (+5,8% mensual). Con estos números, es difícil que la economía real haya repuntado y el rebote de la segunda mitad del año pasado se truncó en 2025.

¿Qué pasará hacia adelante, la economía real del período electoral se parecerá más a la época del blanqueo -segundo semestre 2024- o estirará los números que se verifican desde febrero de este año, cuando dejó de mostrar señales de recuperación?

El salario real de los trabajadores formales cayó 0,7% entre febrero y mayo, ubicándose 6,4% por debajo del promedio de 2023. En contraste, se crearon 17.000 empleos registrados en dichos meses, aunque 4 de cada 5 fueron vía monotributo. No obstante, los números se dan vuelta al comparar con el promedio de 2023: se perdieron 15.000 puestos desde entonces, con trayectorias heterogéneas hacia el interior del mercado de trabajo. Los asalariados registrados públicos y privados cedieron 135.000 puestos y las empleadas de casas particulares 25.000, en tanto que los monotributistas aumentaron en 145.000, atenuando parte relevante de la caída.

En este marco, parece difícil que la demanda privada lidere una eventual recuperación: tanto los ingresos formales como la cantidad de trabajadores están por debajo de 2023.



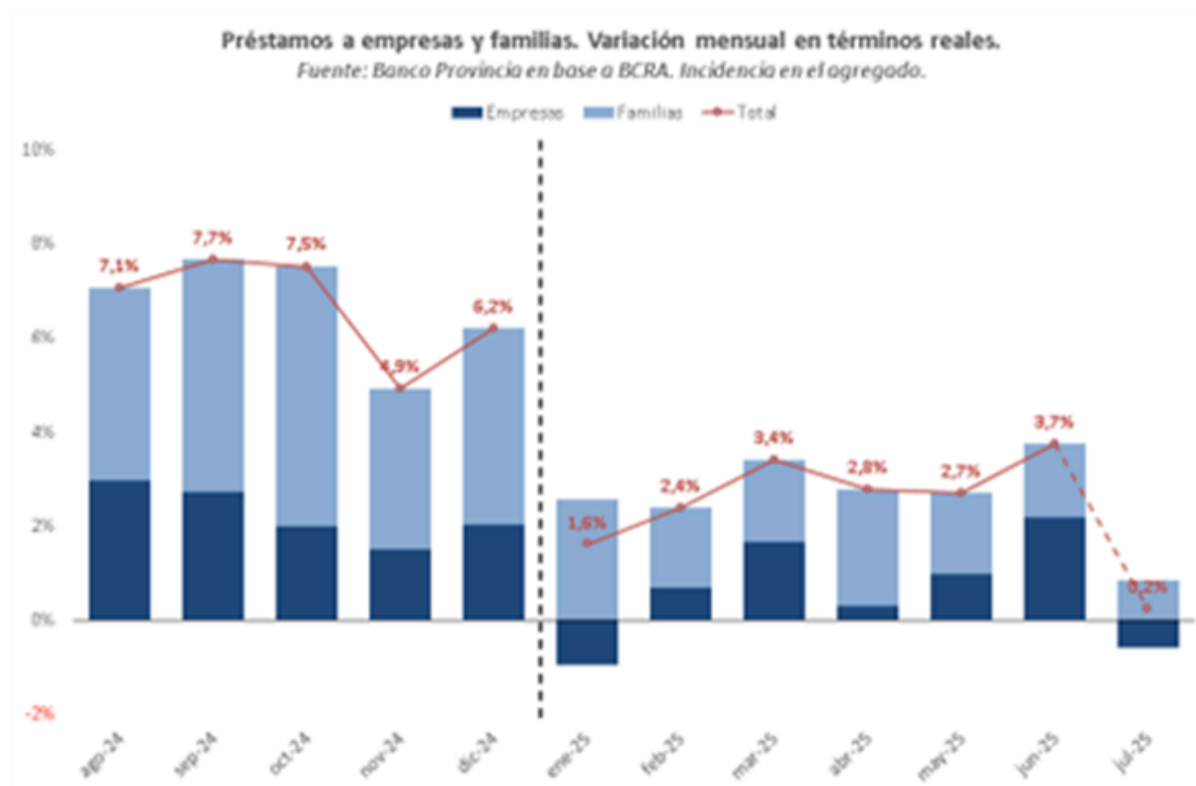
Por su parte, el gasto público cayó casi 30% respecto de 2023 (una vez más: con heterogeneidades en su interior, -15% prestaciones sociales y -80% gastos de capital), y es casi imposible pensar que la demanda pública lidere el segundo proceso de recuperación de la gestión Milei.

Ahora bien, a pesar de esta contracción de la masa salarial de las familias -salario por cantidad de trabajadores- y del gasto del Estado Nacional -es decir, de las fuentes de demanda privada y públicas-, la producción se ubicó en mayo 3,5% por encima de la media de 2023. ¿Cómo se explica esta aparente contradicción de factores de demanda que se contrajeron y una que economía que creció? Entender esto nos permitirá pensar cómo puede seguir la actividad en los próximos meses.

En primer lugar, sobresale el avance del sector agropecuario (+25%) y de minas y canteras (+12,5%), donde se incluye el petróleo. Acá, aumentos exógenos de la oferta -reversión de la sequía y recuperación de Vaca Muerta- más que compensan la caída de la demanda interna privada y pública. No obstante, dado que la cosecha gruesa de este año ya está definida y que la producción de hidrocarburos empezó a moderarse en las últimas semanas largas, será difícil que estos sectores vuelvan a traccionar la economía en el corto plazo.

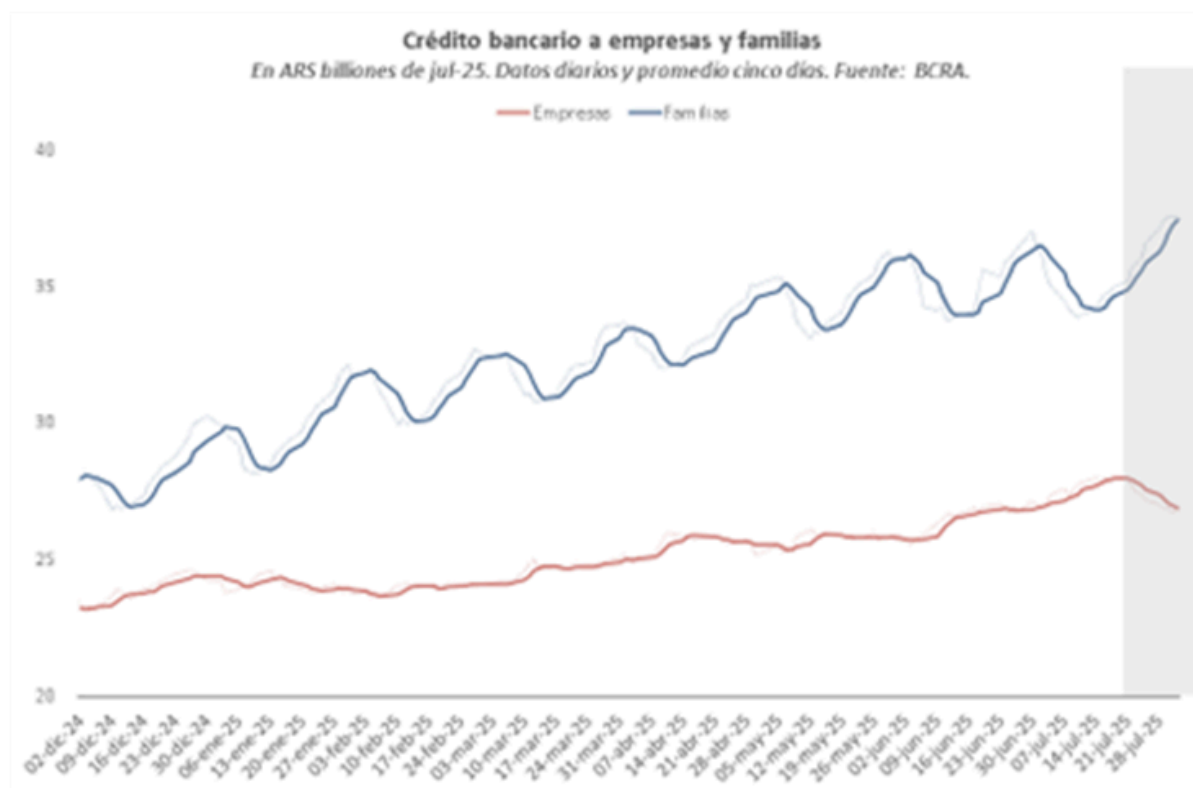
En segunda instancia, por el lado de la demanda, resalta el dinamismo del crédito. Los préstamos a las familias crecieron 25% entre febrero y mayo, moderando el efecto de la caída del poder adquisitivo sobre el consumo. En un sentido similar, el financiamiento a

empresas trepó casi 9% en el período, moderando los efectos de potenciales caídas de ventas, en estos casos por sustitución de consumos locales por importados.



Como se observa en el gráfico, el crédito a privados muestra tres momentos en los últimos doce meses: i) una segunda mitad del año pasado con crecimientos en torno del 6% mensual, coincidentes con una actividad que promediaba una suba del 1% mensual, ii) un primer semestre de crecimientos cercanos al 3% mensual, que permitían compensar el deterioro de otras fuentes de ingresos y dejar a la producción en niveles neutros, y iii) un julio de virtual estancamiento (+0,2%, asumiendo una inflación de 1,7% para el mes). Sin datos de actividad para el este mes, tiene sentido pensar que la desaceleración del financiamiento se podría traducir en un deterioro de las variables reales, máxime si el resto de los factores de demanda interna -salarios, cantidad de trabajadores y gasto público- estiraron la dinámica de estancamiento del primer semestre, en el mejor de los casos.

En julio, el crédito tuvo dos mitades muy marcadas: una primera de crecimiento del financiamiento a empresas (+3%) y caída de familias (-6,7%) y una segunda de contracción de empresas (-4,2%) y recuperación de familias (+7,4%). En este sentido, sobresale la suba de tasas que se verificó en la segunda parte del mes, cuando los Adelantos de cuenta corriente saltaron de la zona del 35% nominal anual a la del 60%. Considerando que el costo de financiamiento no se relajaría en las próximas semanas largas, tiene sentido pensar que agosto -¿y septiembre y octubre?- se parecerá más a la segunda que a la primera mitad de julio en materia de crédito.



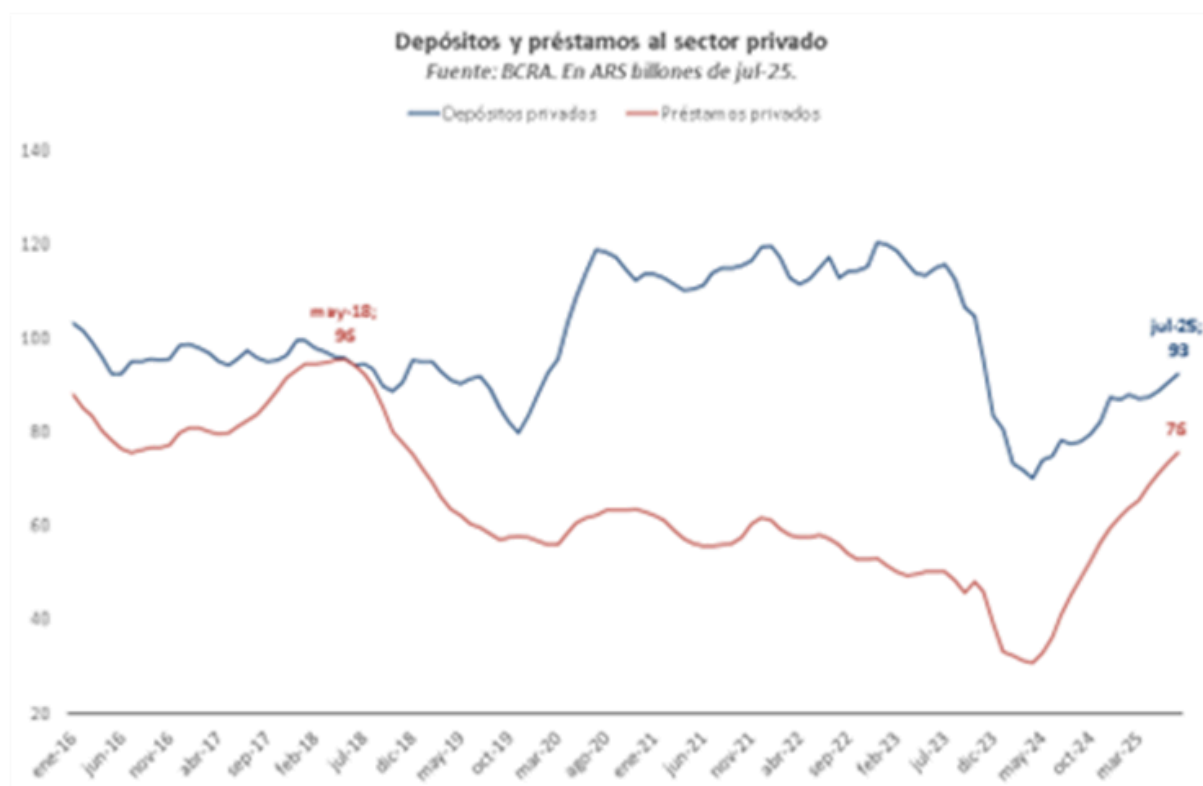
Del gráfico se desprende que, mientras que la suba de familias de la primera mitad pareciera obedecer a factores estacionales -el stock crece en la primera parte de cada mes, cuando todavía no vencen las tarjetas de crédito-, la caída de empresas responde más a factores “genuinos”, que no se explican por razones de temporalidad. De esta forma, mientras que la aceleración de la demanda de hogares se moderaría en los primeros días de agosto, la de firmas no necesariamente se recuperaría.

Por el contrario, si el costo de crédito no baja -algo que difícilmente suceda si la tasa de interés de LECAPs no se reduce y los encajes, es decir, el dinero que los bancos tienen a un rendimiento cercano a cero, siguen subiendo-, el deterioro podría profundizarse.

En este escenario, las expectativas de actividad para lo que resta del año no son muy promisorias. Lo que estaba estancado o en un retroceso moderado -salarios y cantidad de trabajadores- de mínima no mejoraría en el corto plazo, y lo que venía creciendo y permitiendo que la demanda se mantuviera, el crédito, empezó a encarecerse y por tanto complicarse. Poca paritaria, mucha tasa, ¿poco consumo?

Antes de cerrar, vale destacar que el financiamiento de los bancos al sector privado no aceleró el año pasado “porque sí”. En primer lugar, lo hizo por la baja de tasas reales. En segunda instancia, y no menor, porque se moderaron las necesidades del sector público: la consolidación fiscal -más allá del debate sobre la carga financiera “oculta” que pueden implicar las LECAPs, algo que ahora retomaremos- redujo la demanda de financiamiento del Estado Nacional, cambiando el mix de cartera de los bancos.

En este marco, los préstamos al sector privado crecieron ARS 36 billones -pesos constantes de julio 2025- entre diciembre 2023 y el mes pasado, en tanto que los depósitos avanzaron solo ARS 9 billones, afectados por el mencionado estancamiento de los ingresos de familias y empresas. En contraste, el financiamiento al Tesoro Nacional y el Banco Central pasó de ARS 120 millones a fines de 2023 -es decir, más que el doble del financiamiento vía préstamos a privados- a casi ARS 80 billones mayo de este año, último dato publicado: solo un 10% por encima de los créditos al sector privado.



El aumento de los cargos por interés de LECAPs aumentará las necesidades de financiamiento del Tesoro Nacional en el corto plazo, asumiendo que el superávit fiscal se mantiene constante -descartada una suba de impuestos en lo inmediato, la alternativa sería reducir más el gasto para acelerarlo-. Por lo tanto, i) esto presionará sobre las tasas a las que se renovarán los títulos públicos en las próximas licitaciones (13 y 27 de agosto, por caso) y ii) moderará la migración de la cartera de los bancos de prestamistas del sector público a acreedores de empresas y familias, salvo que estas paguen tasas mayores que el Estado Nacional, algo que parece difícil de hacer de manera solvente.

Por lo tanto, no solo la demanda de financiamiento para la economía real podría sufrir en el corto plazo: también lo haría la oferta, exigida por las subas de encajes y las mayores necesidades para Hacienda que dejó el Tesoro. La liberación de fondos prestables a tasas más bajas, uno de los beneficios que traía la consolidación fiscal, también se pausó en julio.

El affaire LEFI dejó tasas más altas y dólar más caro, que se traducirán en una moderación de los motores de demanda -salario real, puestos de trabajo, gasto público- en el corto plazo. Asimismo, los drivers de oferta que habían sostenido a la actividad en 2024 -reversión de la sequía, despegue de Vaca Muerta- también se están ralentizando. El crédito parecía ser el último bastión que sostenía la actividad: un crecimiento de 3% mensual promedio en el primer semestre que forzaba un empate con la caída del poder adquisitivo y de las ventas para sostener el consumo y la producción. ¿El día que apagaron la luz?

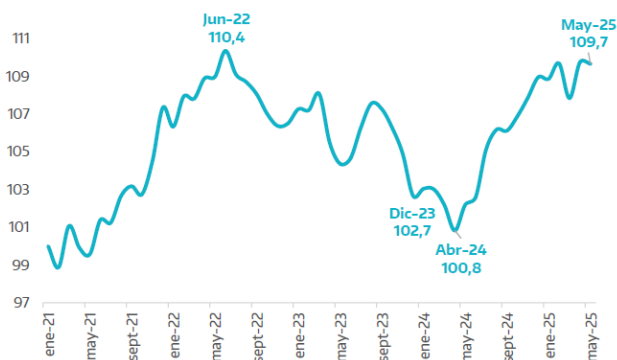
1.4. MONITOR PRODUCTIVO

1. Actividad económica

La economía nacional, medida por el EMAE, presentó en mayo una caída mensual de 0,1% sin estacionalidad, reflejando la volatilidad que caracterizó a 2025. En la comparación interanual, mostró un crecimiento de 5,0%, acumulando en los primeros cinco meses del año un alza de 6,1%.

El rebote se observó principalmente en la industria, el comercio y la construcción, aunque estos sectores aún se mantienen por debajo de los niveles de 2023.

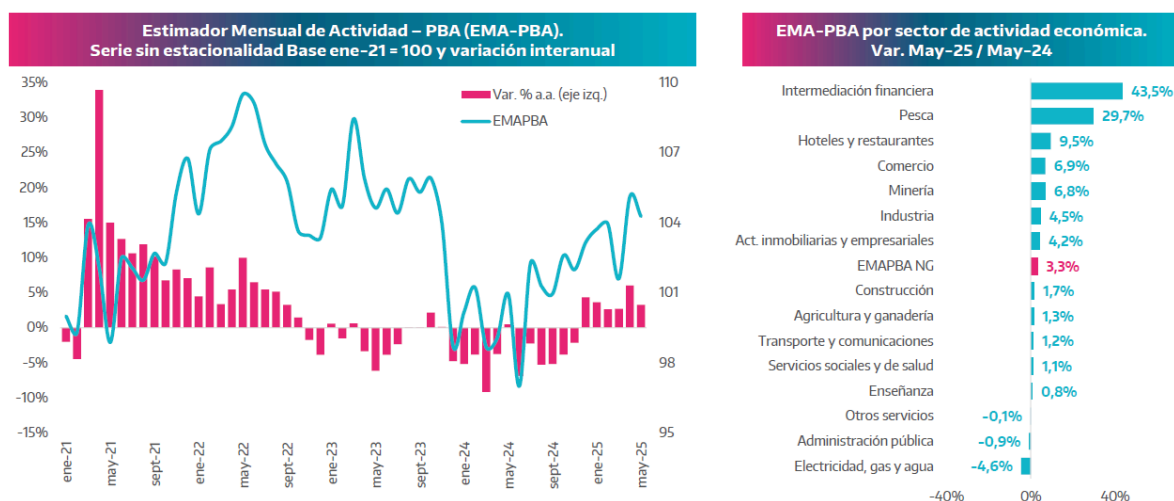
Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Sin estacionalidad
Base ene-21 = 100



EMAE por actividad económica. Mayo 2025

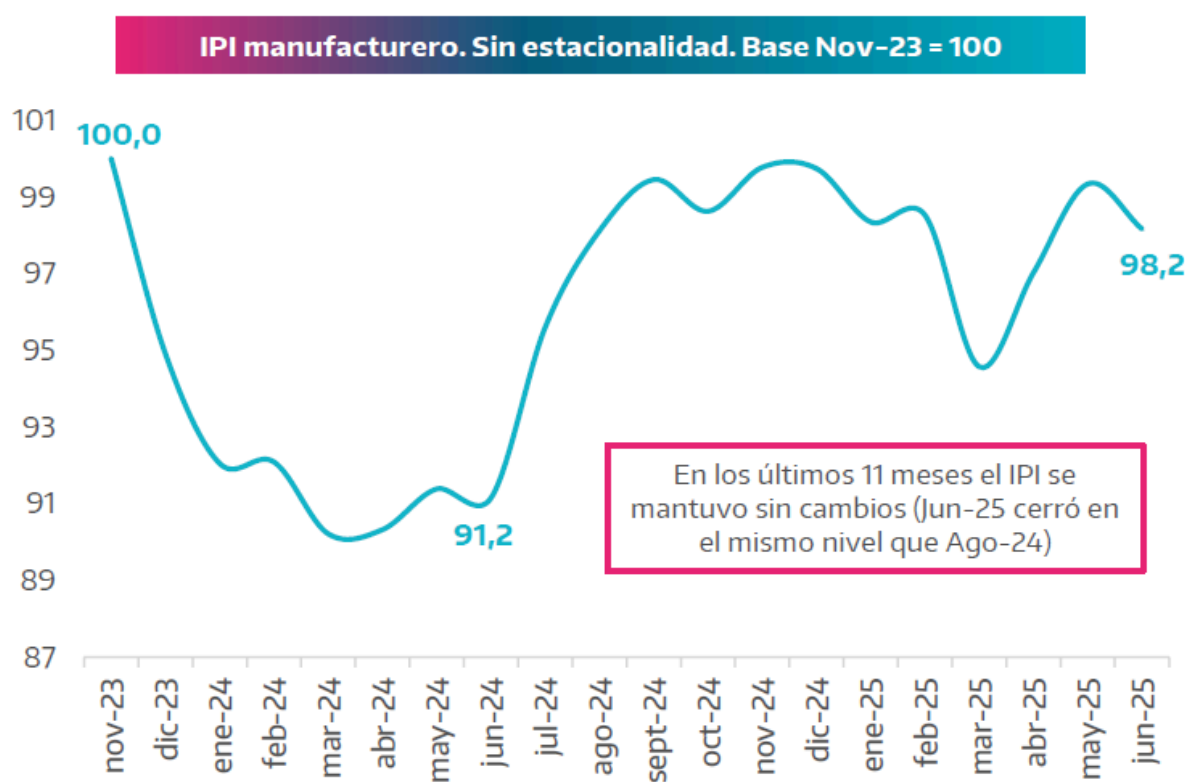
Actividad	Var. %		
	i.a.	acum vs 2024	acum vs 2023
EMAE	5,0%	6,1%	3,0%
Intermediación financiera	25,8%	27,2%	12,1%
Comercio	10,0%	9,7%	-2,6%
Construcción	6,7%	8,2%	-14,6%
Hoteles y restaurantes	6,1%	8,1%	5,8%
Minería	4,7%	5,8%	14,5%
Industria	5,0%	5,7%	-9,6%
Act. inmobiliarias y empresariales	3,7%	4,6%	3,1%
Pesca	12,2%	4,2%	23,4%
Agricultura y ganadería	1,7%	3,1%	49,1%
Transporte y comunicaciones	1,1%	2,3%	2,9%
Enseñanza	1,1%	0,8%	2,2%
Servicios sociales y de salud	1,1%	0,0%	0,9%
Otros servicios	1,4%	-0,3%	-2,7%
Administración pública	-0,9%	-1,1%	-0,9%
Electricidad, gas y agua	-9,0%	-2,0%	-1,0%

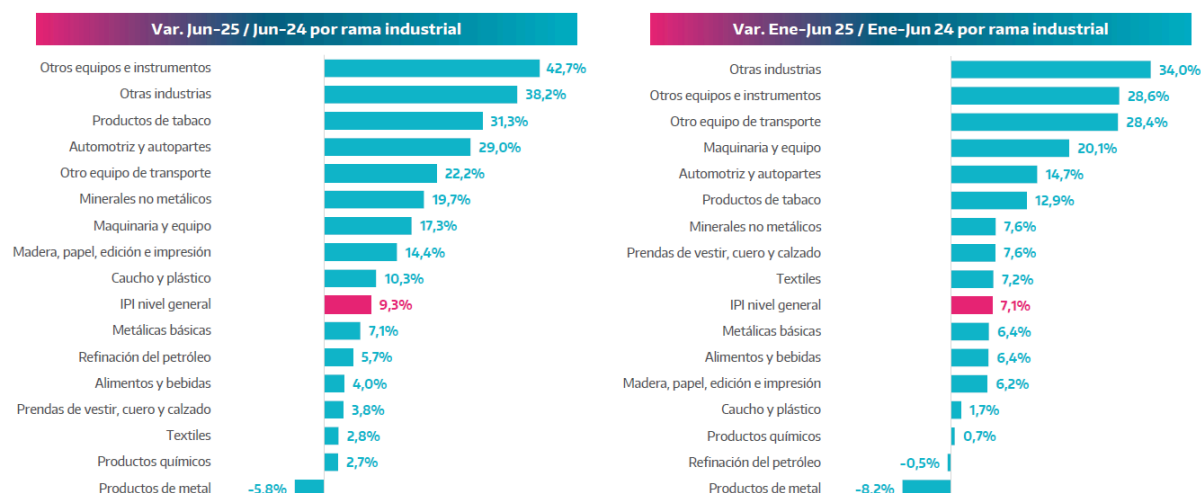
En la Provincia de Buenos Aires, la actividad se contrajo 0,8% mensual, aunque en términos interanuales avanzó 3,3%, con un acumulado de 3,7% en 2025. Pese a la mejora, el nivel sigue 2% por debajo del registrado en enero-mayo de 2023.



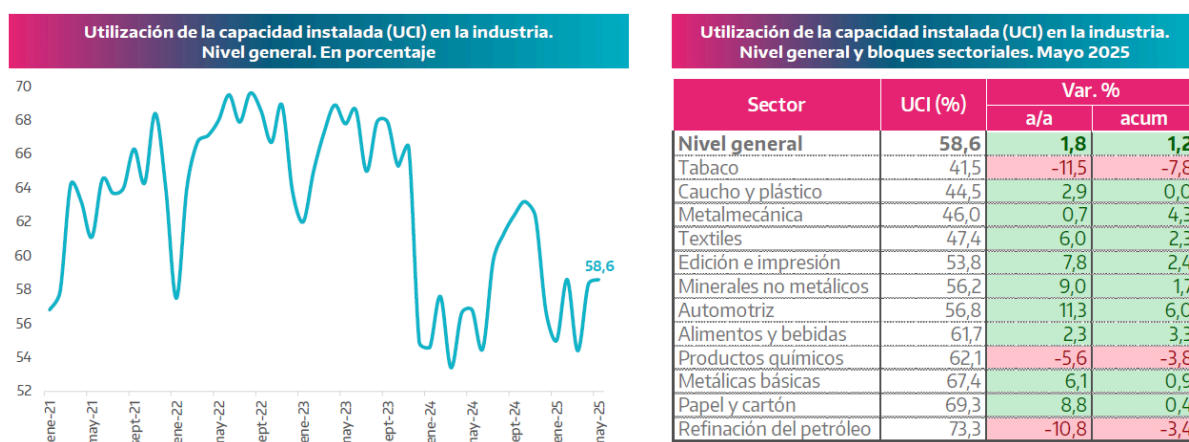
2. Industria

A nivel nacional, el IPI manufacturero del INDEC cayó 1,2% en junio respecto al mes previo y se ubicó 1,6% por debajo de diciembre 2024. Sin embargo, la comparación interanual arrojó un crecimiento de 9,3%, explicado por la baja base de comparación, ya que junio 2024 fue el peor sexto mes desde 2016. En el primer semestre de 2025, la industria acumuló una mejora de 7,1% frente al mismo período de 2024.

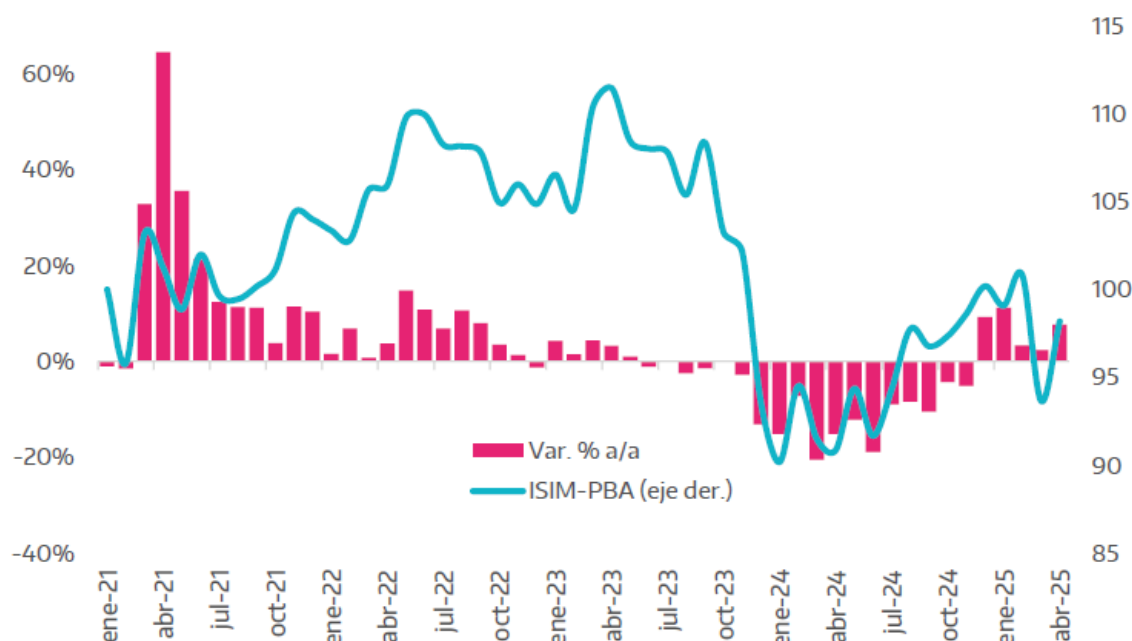




El uso de la capacidad instalada se ubicó en 58,6% en mayo, aún por debajo del 60%, y 9,2 puntos inferior al promedio de 2023.



En la Provincia de Buenos Aires, la industria creció 4,8% en abril sin estacionalidad y 7,7% interanual, acumulando una suba de 6,1% en lo que va del año. Los rubros con mejor desempeño fueron automotriz, textiles, maquinaria y equipos, metales comunes, caucho y plásticos, todos con fuertes caídas en 2024. También se destacaron las alzas en la agroindustria (aceites de soja y girasol, faena bovina), mientras que la faena porcina y la molienda de trigo mostraron bajas. En derivados del petróleo, la refinación avanzó, pero no todos los subproductos repuntaron. El cemento y el acero también crecieron a dos dígitos.

Indicador Sintético Industria Manufacturera provincia de Buenos Aires. Nivel general sin estacionalidad. Índice base ene-2019 = 100 y variación interanual

Indicador Sintético Industria Manufacturera de la Provincia de Buenos Aires (ISIM). Abril 2025

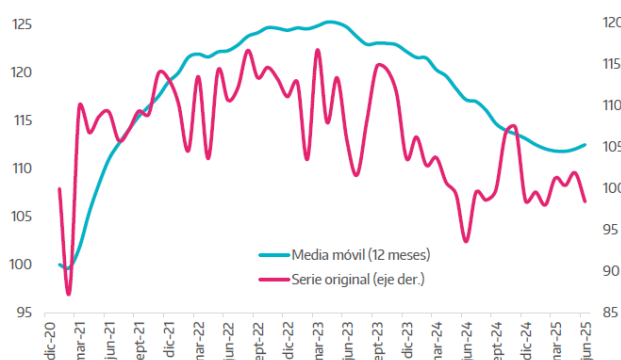
Sector	Var. %	
	a/a	acum.
ISIM-PBA	7,7%	6,1%
Alimentos y bebidas	3,9%	-0,4%
Tabaco	-6,8%	-12,8%
Textiles	14,0%	14,0%
Papel y cartón	0,7%	-2,1%
Refinación de petróleo	9,4%	4,3%
Productos químicos	3,8%	8,8%
Caucho y plástico	19,4%	11,6%
Minerales no metálicos	21,3%	-3,8%
Metales comunes	15,6%	11,1%
Máquinas y equipos	7,7%	12,7%
Vehículos automotores	6,9%	13,7%

Evolución de sectores industriales seleccionados de la Provincia de Buenos Aires. Junio 2025

Sector	Var. %	
	a/a	acum.
Agroindustria		
Aceite de soja	44,7%	35,5%
Aceite de girasol	29,3%	22,4%
Molienda de trigo	-3,7%	-0,6%
Faena bovina	14,2%	1,1%
Faena porcina	-2,2%	-1,1%
Faena de aves	5,5%	1,6%
Hidrocarburos		
Refinación de petróleo	4,7%	2,8%
Lubricantes	-4,1%	-4,6%
Asfaltos	77,2%	76,1%
Fueloil	-7,8%	1,5%
Gasoil	3,7%	-1,6%
Nafta	1,8%	2,2%
Biodiesel	-5,1%	-6,5%
Neumáticos	-23,5%	-26,7%
Cemento	-0,5%	10,6%
Siderurgia		
Hierro primario	-25,8%	-9,9%
Acero Crudo	28,8%	0,3%
Laminados terminados en caliente (*)	12,2%	14,8%
Metalurgia	-0,9%	1,0%
Automotriz	67,6%	24,7%

La demanda de energía eléctrica en las grandes industrias de la provincia se expandió 5,2% interanual, segundo consecutivo. Sin embargo, esta mejora no fue suficiente para que el primer semestre de 2025 cierre con una caída del 1,1% en el consumo respecto del mismo período de 2024.

Demanda de Energía Eléctrica de Grandes Usuarios Industriales de la Provincia de Buenos Aires.
Serie original y media móvil (12 meses). Índice base ene-21 = 100



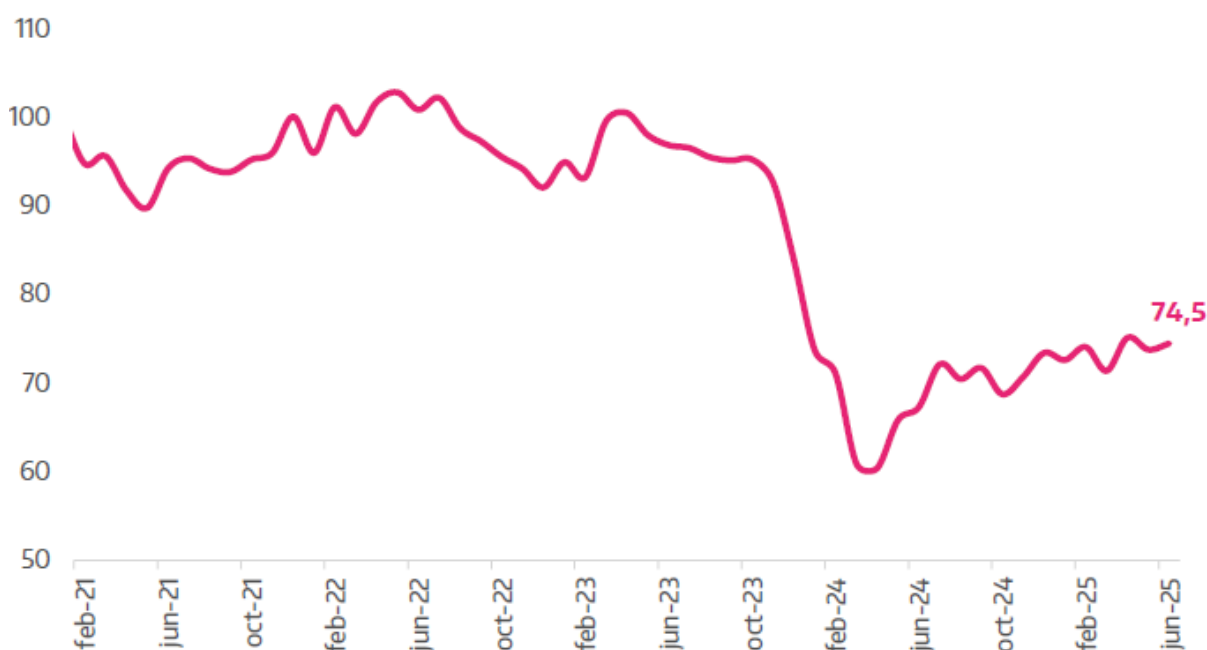
Demanda de Energía Eléctrica de Grandes Usuarios Industriales de la Provincia de Buenos Aires. Junio 2025

Sector	Var. %	
	a/a	acum
Total Industria	5,2%	-1,1%
Alimentos y bebidas	2,9%	3,4%
Automotriz	12,0%	2,8%
Caucho y plástico	5,3%	3,5%
Cuero y calzado	-2,5%	2,6%
Materiales para la construcción	6,9%	5,6%
Papel y cartón	15,1%	1,5%
Productos de metal	11,8%	-2,8%
Productos químicos	1,2%	-1,4%
Refinados de petróleo	-6,2%	-8,4%
Siderurgia	7,0%	-8,0%
Tabaco	13,6%	-10,8%
Textil	9,9%	-9,4%

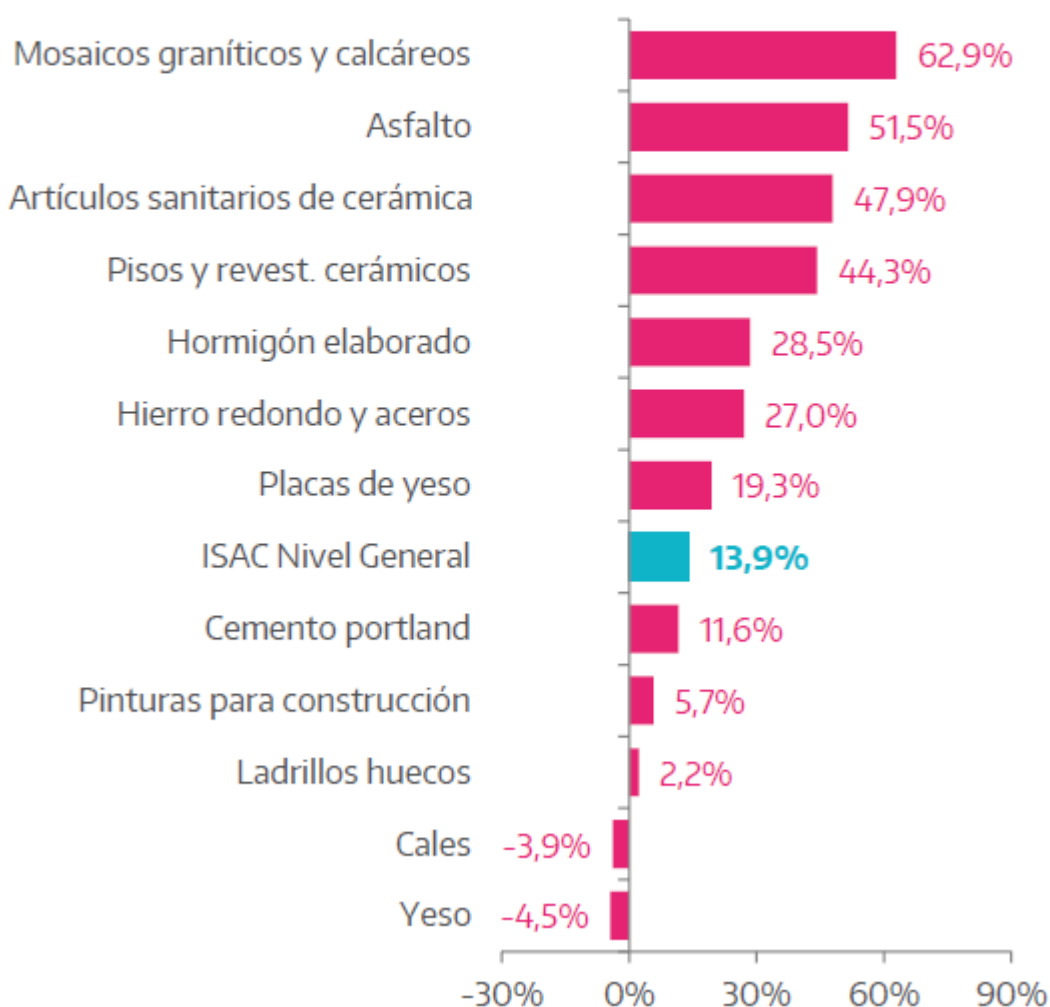
3. Construcción

El ISAC nacional mostró en junio un aumento de 0,9% mensual, con altibajos en lo que va del año. En términos interanuales, la actividad se expandió 13,9%, cerrando el semestre con una suba de 10,8% frente a 2024, aunque aún 25,4% por debajo de 2023.

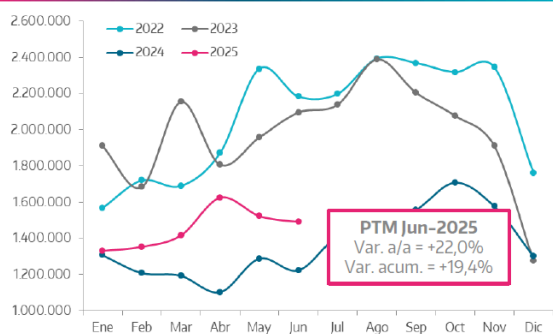
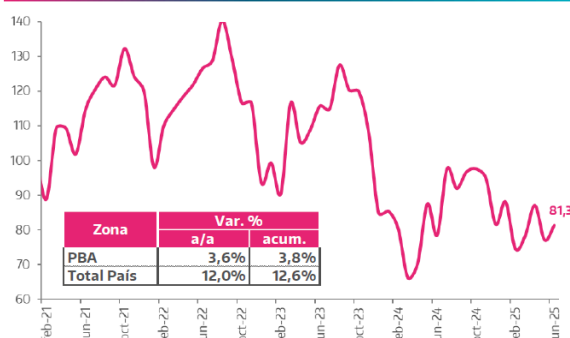
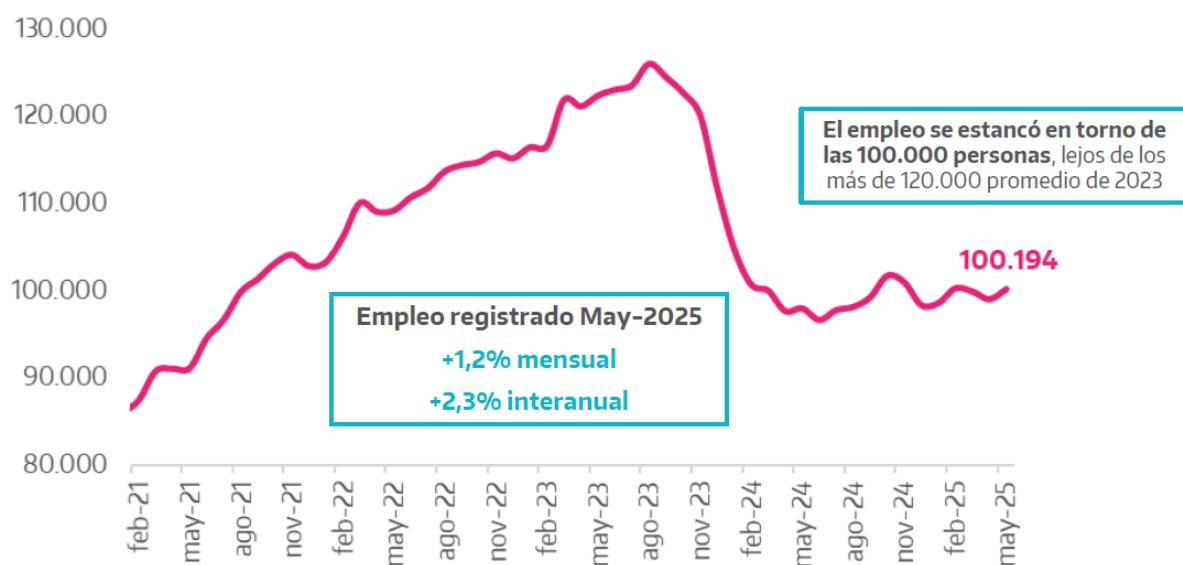
Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC).
Serie sin estacionalidad. Base Ene-21 = 100



**Indicador sintético de la actividad de la
construcción (ISAC) y demanda de insumos.
Var. % Jun-25 / Jun-24**



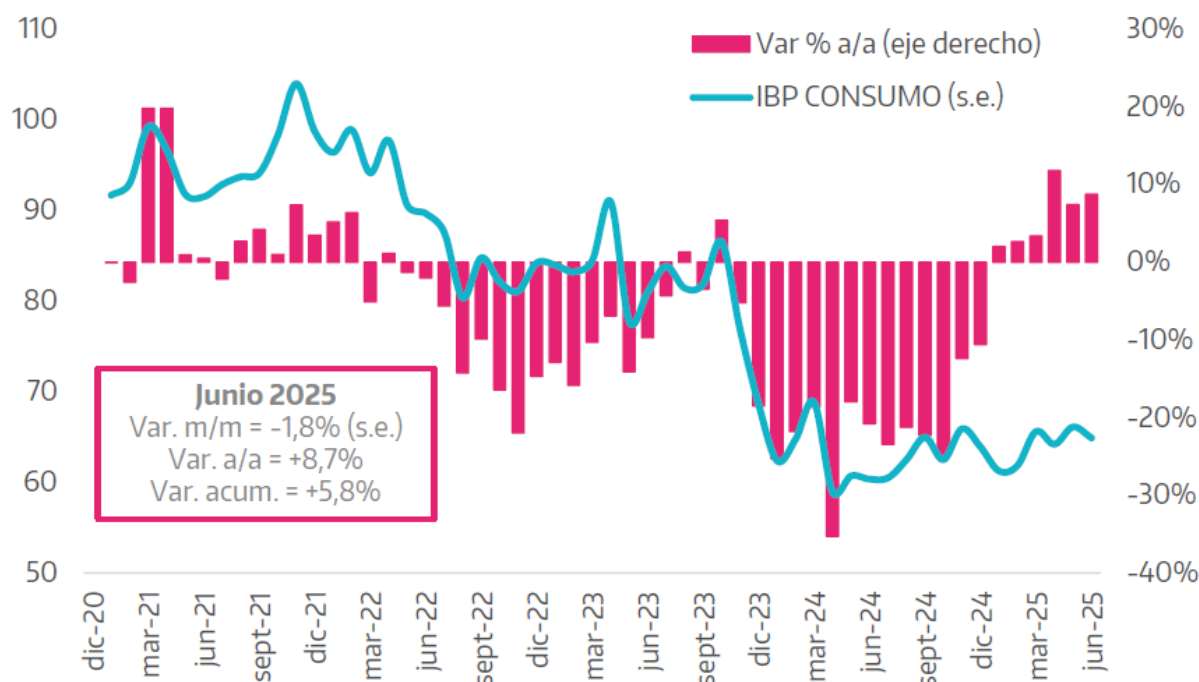
En la Provincia, la producción de minerales avanzó 22% interanual en junio y los despachos de cemento crecieron 3,6% en el mismo mes, acumulando un alza de 3,8% en 2025. El empleo registrado en el sector mejoró 2,3% interanual, aunque se mantiene en torno a 100 mil trabajadores, lejos de los 120 mil promedio de 2023.

Producción Transportada de Minerales (PTM)* en la Provincia de Buenos Aires. En toneladas**Despacho de cemento en la Provincia de Buenos Aires. En toneladas. Índice base 2024 = 100****Empleo registrado en la construcción en la Provincia de Buenos Aires**

4. Consumo

El IBP registró un descenso mensual sin estacionalidad del 1,8%, por lo que aun sigue en niveles mínimos en términos históricos. En la comparación interanual volvió a crecer (+8,7%) explicado por el derrumbe del consumo durante 2024. De esta manera, el primer semestre acumuló una expansión del 5,8% respecto del mismo período del año pasado.

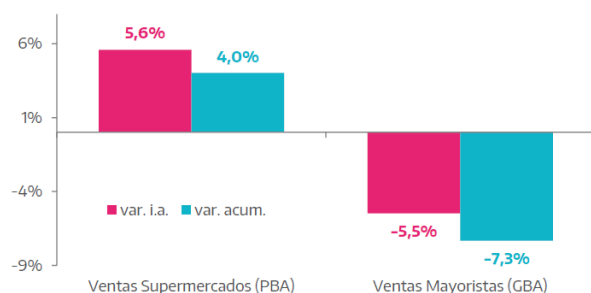
Índice Banco Provincia (IBP) de Consumo a valores constantes. Base 2019 = 100 y variación interanual



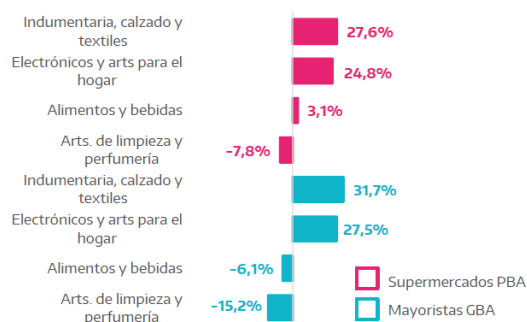
Se evidencia una dualidad en la demanda provincial:

Consumo masivo: aunque las ventas en supermercados crecieron 5,6% interanual en mayo, el consumo con tarjetas del Banco Provincia continúa en mínimos históricos y los autoservicios mayoristas del GBA retrocedieron 5,5% interanual.

Var. interanual de las ventas a valores constantes en supermercados de la Provincia de Buenos Aires y en autoservicios mayoristas del GBA. Mayo 2025

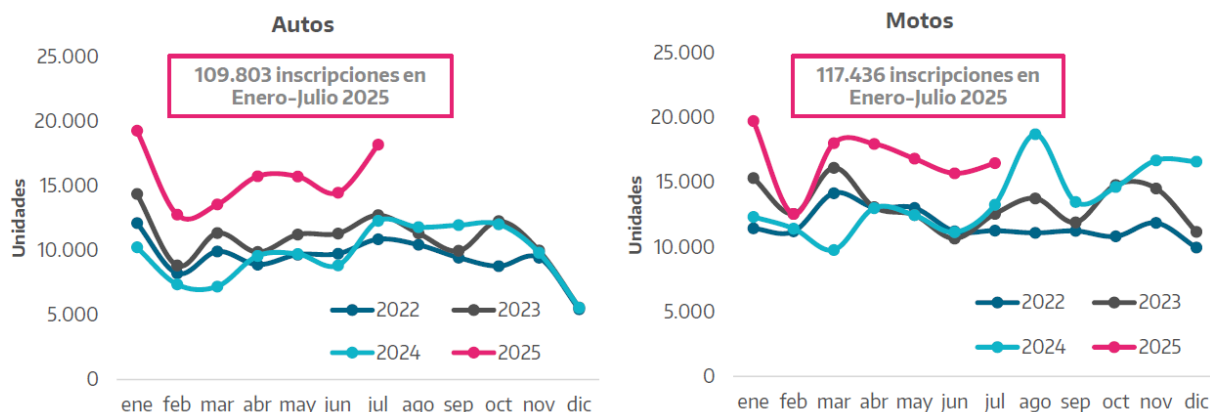


Var. de las ventas a valores constantes en supermercados de la provincia y en autoservicios mayoristas del GBA. Ene-May 2025 / Ene-May 2024



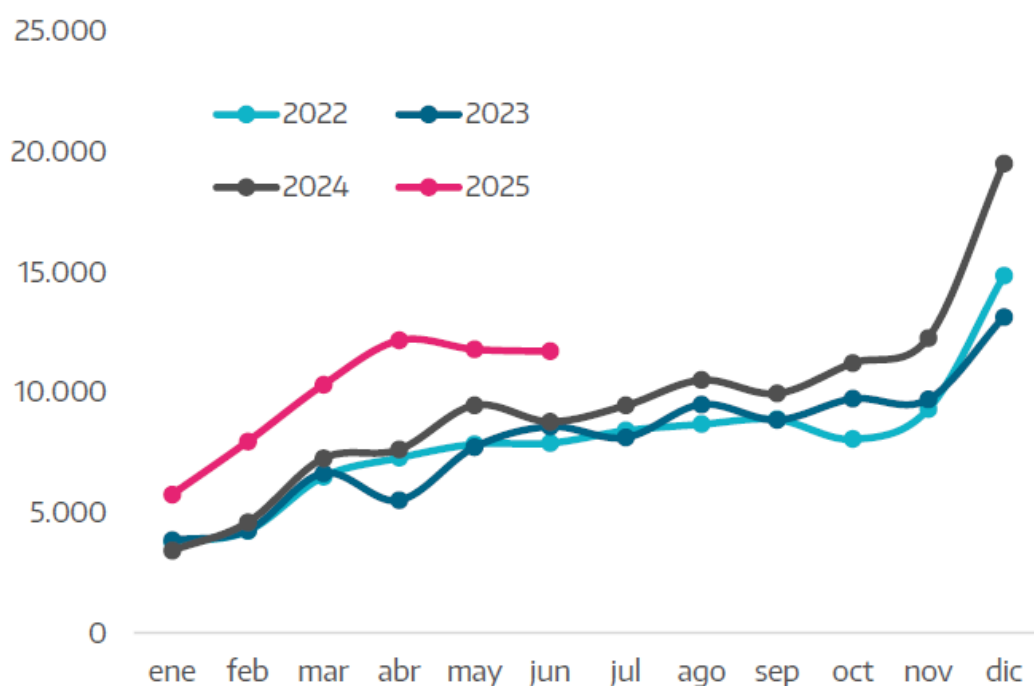
Bienes durables: el desempeño es sólido. Los patentamientos de autos subieron 48% interanual en julio y acumulan un alza de 68,3% en 2025. En motos, el incremento fue de 24,3% interanual y de 40,6% en el acumulado anual.

Inscripciones iniciales de automóviles y motos 0 km en la Provincia de Buenos Aires



El mercado inmobiliario también se expandió: en junio las operaciones crecieron 33,3% interanual y en el semestre 45,1%, el mejor registro desde 2018.

Operaciones de compraventa de inmuebles en la Provincia de Buenos Aires



En cuanto al consumo energético, la demanda eléctrica provincial creció 17,1% en junio, impulsada por los hogares, acumulando un leve alza de 0,7% en el semestre. Las ventas de combustibles también repuntaron: gasoil (+14,8% i.a.) y naftas (+11,8% i.a.).

Demanda Energía Eléctrica. Var. % interanual Junio 2025

Región	Tipo de Usuario			
	Comercial	Industrial/ Comercial Grande	Residencial	Total
AMBA (GBA+CABA)	3,9%	3,1%	34,2%	20,6%
Resto PBA	3,7%	0,3%	14,5%	6,3%
AMBA+Resto PBA	3,8%	2,1%	30,8%	17,1%
Total País	6,7%	1,1%	23,0%	13,0%

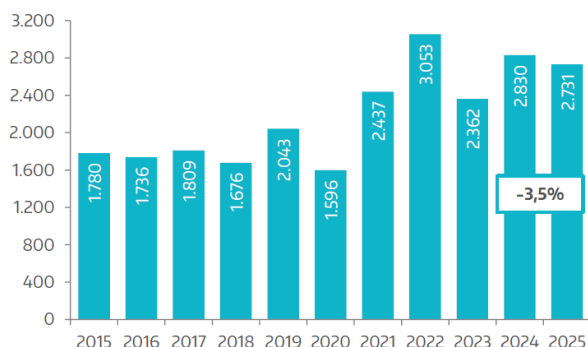
Demanda Energía Eléctrica. Var. % acumulada Ene-Jun 2025/ Ene-Jun 2024

	Comercial	Industrial/ Comercial Grande	Residencial	Total
AMBA	-0,3%	+0,3%	+2,2%	+1,1%
Resto PBA	-1,5%	-1,4%	+0,8%	-0,7%
AMBA+Resto PBA	-0,7%	-0,3%	+1,9%	+0,7%

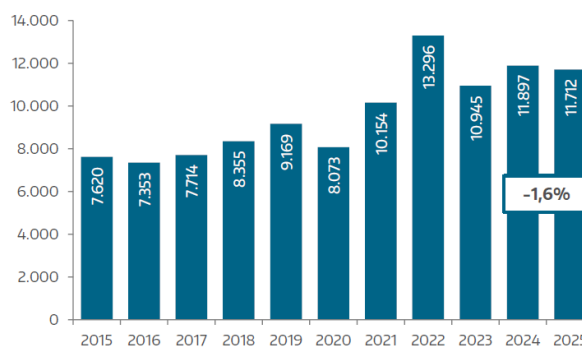
5. Exportaciones

Las exportaciones bonaerenses alcanzaron USD 2.731 millones en mayo, un 3,5% menos que en igual mes de 2024, aportando el 38,5% del total nacional. En el acumulado de enero-mayo 2025 sumaron USD 11.712 millones, con una baja de 1,6% interanual.

Evolución mensual de las exportaciones.
Mayo de cada año. En millones de USD







Evolución de las exportaciones.
Acumulado a mayo de cada año. En millones de USD



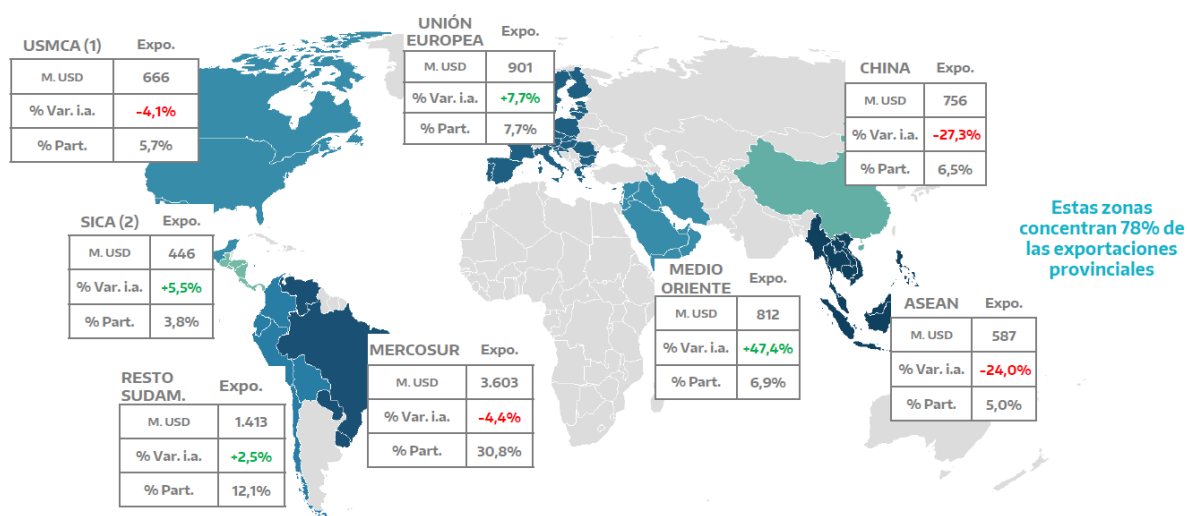
Por rubros, solo crecieron las manufacturas de origen industrial (+3%), mientras que los productos primarios, las MOA y los combustibles retrocedieron. En el desagregado se destacan las subas en automotores, medicamentos y plásticos, mientras que cayeron las ventas de cereales y energía.

Exportaciones de la Provincia de Buenos Aires según grandes rubros. Acumulado a mayo de 2025

				
	Productos primarios (PP)	Manufacturas de origen agropecuario (MOA)	Manufacturas de origen industrial (MOI)	Combustible y energía (CyE)
Millones de USD	2.631	3.481	4.310	1.290
Variación Interanual	-4,2%	-1,1%	3,0%	-10,7%
Participación en el total	22,5%	29,7%	36,8%	11,0%
Participación en el rubro a nivel nacional	31,6%	31,1%	49,8%	30,2%

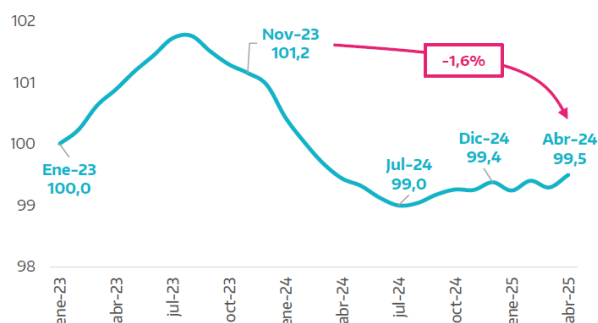
En términos de destinos, aumentaron las exportaciones hacia la Unión Europea (+7,7%), Medio Oriente (+47,4%) y Centroamérica (+5,5%). En contraste, se redujeron los envíos a China (-27,3%), al MERCOSUR (-4,4%) y al Sudeste Asiático (-24%). Las ventas a Brasil —principal socio— descendieron 0,6% interanual, con caída en trigo y cebada, aunque los automotores siguieron siendo el principal rubro.

Principales zonas comerciales en las exportaciones de la Provincia de Buenos Aires. Acumulado a mayo de 2025



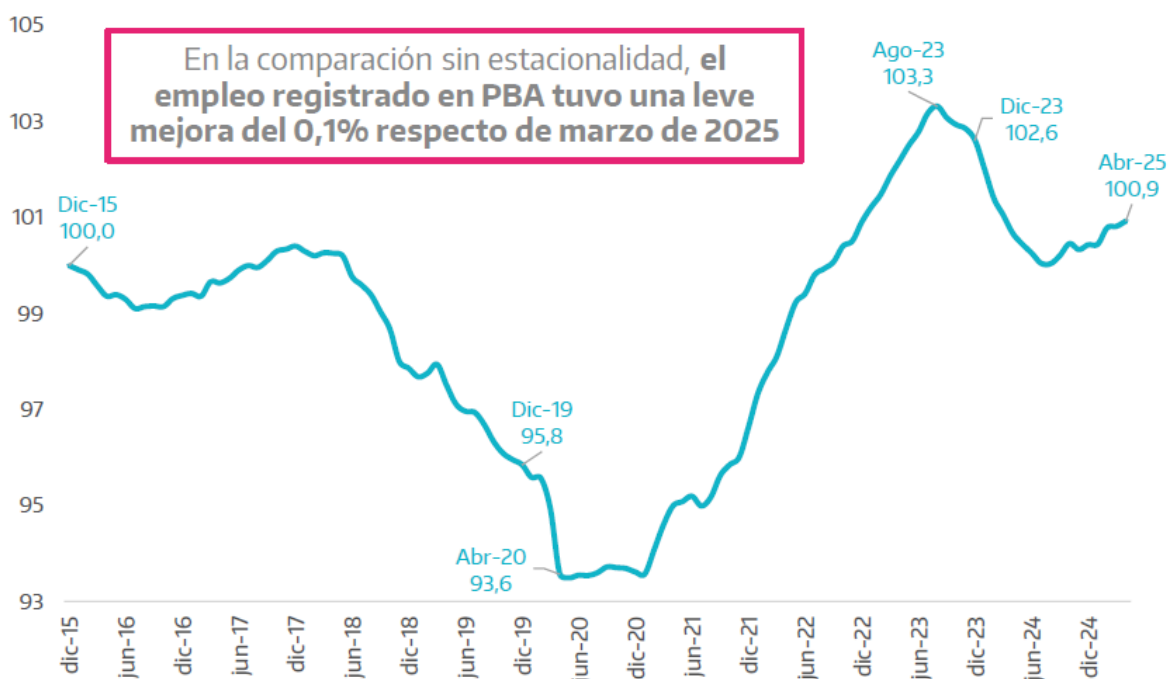
6. Empleo

A nivel nacional, el empleo registrado del sector privado subió 0,2% en abril, con la creación de 12.737 puestos, aunque todavía resta recuperar más de 100 mil perdidos desde noviembre de 2023. En la comparación interanual, se mantiene estancado. La industria sigue siendo el sector más golpeado, con 16.387 empleos menos en un año.

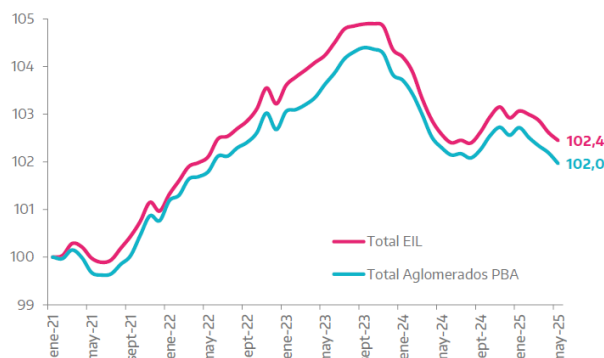
**Empleo asalariado registrado del sector privado.
Sin estacionalidad. Índice base ene-23 = 100****Empleo asalariado registrado del sector privado según actividad
económica. Var. mensual sin estacionalidad e interanual. Abril 2025**

Actividad	Variación	
	Abr-25 / Mar-25	Abr-25 / Abr-24
Industria	-0,1%	-16.387 -1,4%
Transporte y comunicación	-0,2%	-8.197 -1,6%
Servicios comunitarios, sociales y personales	-0,1%	-5.323 -1,4%
Minería	-0,6%	-4.909 -5,1%
Hoteles y restaurantes	0,1%	-3.343 -1,2%
Servicios sociales y de salud	0,1%	-1.637 -0,5%
Electricidad, gas y agua	0,2%	-803 -1,0%
Agropecuaria	1,6%	-242 -0,1%
Intermediación financiera	0,1%	-205 -0,1%
Pesca	-1,4%	128 0,9%
Enseñanza	0,2%	457 0,1%
Construcción	0,8%	1.891 0,5%
Actividades inmobiliarias y empresariales	0,4%	8.280 0,9%
Comercio	0,2%	27.871 2,3%
Sin especificar	-6,8%	45 42,5%
Total	0,2%	-2.374 0,0%

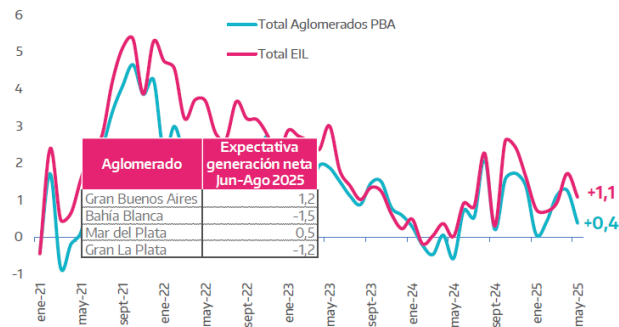
En la Provincia de Buenos Aires, el empleo creció 0,1% mensual e interanual en abril, alcanzando 1,97 millones de trabajadores (31,5% del total nacional). Según la Encuesta de Indicadores Laborales, en mayo los aglomerados de la provincia registraron una caída del 0,3% interanual, con bajas en GBA y Gran La Plata, mientras que Mar del Plata mostró una leve mejora. Las expectativas de empleo para el trimestre junio-agosto son positivas en algunos aglomerados

**Asalariados registrados del sector privado de la Provincia de Buenos Aires.
Serie desestacionalizada. Índice Base Dic-15=100**

Encuesta de Indicadores Laborales (EIL). Empleo registrado del sector privado. Índice base Ene-21=100



Expectativas netas de generación de empleo (*). Promedio aglomerados de la Provincia de Buenos Aires y Total EIL

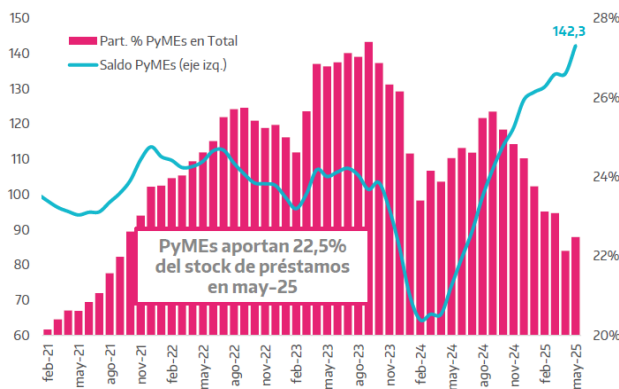


7. Financiamiento

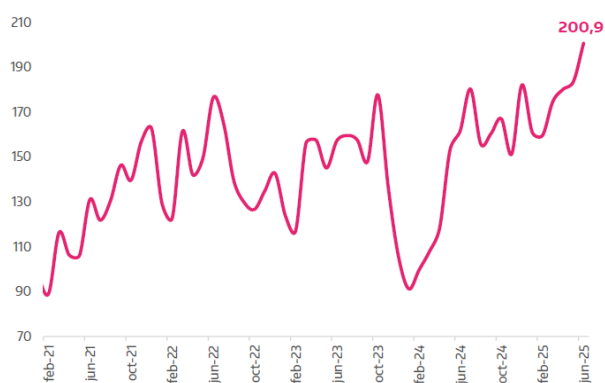
Los préstamos a PyMEs mostraron un fuerte crecimiento:

- Bancario: en junio 2025 los créditos operados crecieron 24,2% interanual en términos reales, acumulando un alza de 44,9% en el semestre.

Saldo préstamos a personas jurídicas PyMEs. Total Nacional. A valores constantes. Índice base 2021 = 100



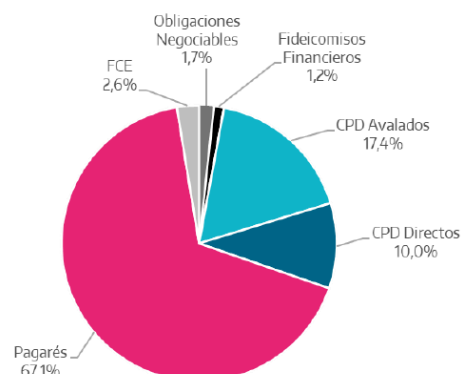
Préstamos a personas jurídicas PyMEs. Total Nacional. Montos operados a valores constantes. Índice base 2019 = 100



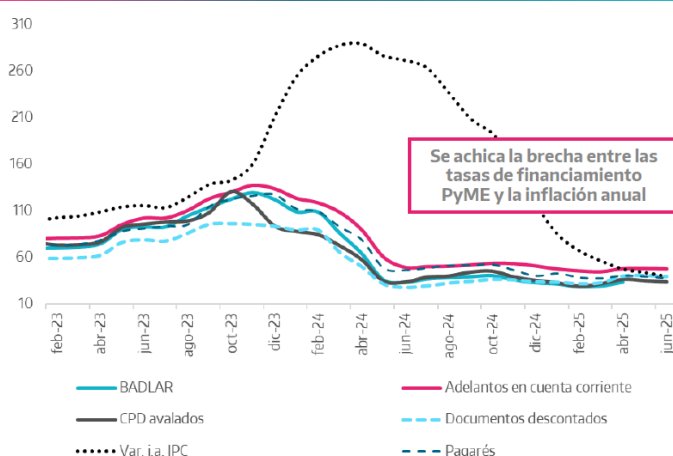
- Mercado de capitales: el financiamiento cayó 3,5% interanual en junio, aunque en el acumulado del año registra un avance de 1,3%.

**Financiamiento PyME en el mercado de capitales a valores reales.
Mayo 2025**

Herramienta	Var. %	
	a/a	acum
Total	-3,5%	1,3%
Cheques de pago diferido (CPD)	27,0%	12,6%
Avalados	44,4%	27,6%
Directos	-0,2%	-6,5%
Obligaciones Negociables	-55,1%	-10,7%
Fideicomisos Financieros	292,8%	54,3%
Pagarés	-16,8%	-4,4%
Facturas de crédito electrónicas (FCE)	217,1%	74,6%

Distribución financiamiento PyME en el mercado de capitales por instrumento. Acumulado 2025

Las principales herramientas fueron cheques de pago diferido y pagarés, con fuerte expansión de fideicomisos financieros y facturas de crédito electrónicas. Al mismo tiempo, las tasas de interés del financiamiento PyME mostraron una baja, achicando la brecha con la inflación anual.

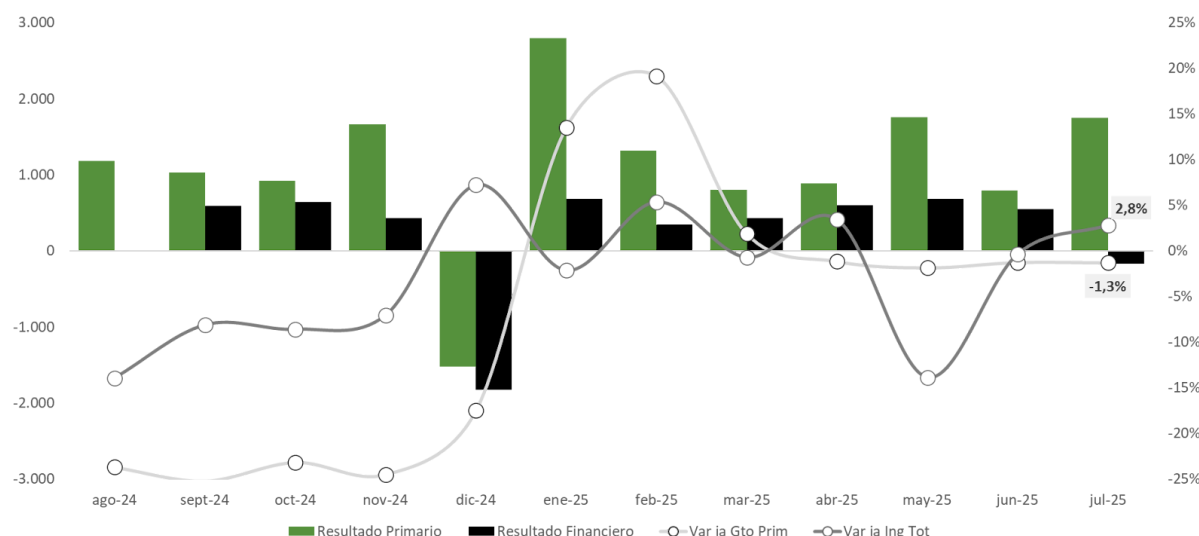
Tasas de interés del financiamiento PyME (% nominal anual) y variación porcentual anual del nivel general del IPC

Variable	Tasa Jun-25 (%)	Dif. en puntos porcentuales vs	
		may-25	jun-24
BADLAR	32,1	-0,5	-1,3
Adelantos en cuenta corriente	48,0	-0,5	-1,6
Documentos descontados	39,4	-1,0	11,9
Pagarés	37,5	-1,6	-8,5
Cheques de pago diferido (CPD) avalados	33,8	-1,3	0,3

1.5. RESULTADO FISCAL.

En julio, el Sector Público Nacional (SPN) mostró tensiones en sus cuentas fiscales: pese al superávit primario de \$1,75 billones, el pago de intereses por \$1,92 billones generó un déficit financiero de \$168.515 millones. Esta situación refleja la persistente presión que ejerce el endeudamiento sobre el balance global, diluyendo parte del esfuerzo de consolidación fiscal. Además, algunos recursos claves como el IVA neto de reintegros mostraron una contracción en términos reales (-5% acumulado), lo que evidencia debilidad en el consumo interno y pone de manifiesto que la recuperación de los ingresos aún se apoya en bases poco sólidas.

Dinámica fiscal | var. % ia real de ingresos y gastos primarios y resultado primario y financiero en millones de \$ de julio - 25



En el frente de los gastos, si bien los primarios crecieron a un ritmo menor que los ingresos, se observan focos de rigidez difíciles de contener. Las prestaciones sociales continúan expandiéndose (+11,7% real acumulado), empujadas por jubilaciones contributivas (+22,1%) y asignaciones familiares (+18,8%), lo que limita el margen de maniobra para reducir el gasto corriente. Al mismo tiempo, las transferencias a provincias (+131,2% real) marcan un aumento significativo que podría tensionar la sostenibilidad del ajuste en el mediano plazo. La contracara fue la fuerte contracción de los subsidios económicos (-42,9% real acumulado), que aporta al ordenamiento, pero con posibles efectos secundarios sobre la inflación y el poder adquisitivo vía aumentos tarifarios.

Aun con estas tensiones, el balance acumulado de los primeros siete meses del año muestra un superávit financiero de \$2,9 billones (0,3% del PIB), acompañado de un resultado primario positivo de \$9,4 billones (1,1% del PIB). La reducción del gasto en subsidios y el dinamismo de tributos vinculados al comercio exterior y a la seguridad social han sido claves para sostener el ancla fiscal. Sin embargo, la dependencia de ingresos volátiles como los derechos de exportación (+55,3% real acumulado) y la presión que implican los pagos de intereses obligan a mantener la cautela, el sendero de equilibrio fiscal se sostiene, pero con fragilidades que lo vuelven sensible a shocks y a la dinámica política interna.

Ejecución de ingresos y gastos del SPN | en billones de \$ y var. % real

Concepto	Miles de M\$		Var i.a. real acumulado
	jul-25	Acumulado	
Ingresos Primarios	13.102.926	76.674.088	0,9%
Tributarios	12.131.701	71.262.822	2,4%
Iva Neto de Reintegros	2.351.669	15.490.535	5,0%
Ganancias	1.065.336	7.024.345	-11,5%
Aportes y Contribuciones	5.028.168	27.509.427	23,6%
Derechos de Exportación	1.141.728	5.318.290	10,0%
Derechos de Importación	479.485	2.834.314	25,5%
Resto de ingresos Tributarios	2.065.314	13.085.912	-25,5%
Rentas de la Propiedad	404.075	2.047.618	-45,7%
Ingresos No Tributarios	350.522	1.966.508	5,5%
Transferencias Corrientes	21.887	197.601	5,5%
Resto de Ingresos Corrientes	194.741	1.199.540	120,2%
Gastos Corrientes	13.077.183	72.411.062	1,2%
Gastos de Consumo y Funcionamiento	2.154.998	11.995.654	2,3%
Intereses de la deuda	1.917.901	6.513.333	-25,3%
Prestaciones Sociales	7.066.464	45.306.339	11,7%
Jubilaciones y pensiones contributivas	4.370.060	28.360.928	22,1%
Asignaciones familiares y AUH	692.011	5.016.022	18,8%
Pensiones no contributivas	337.316	2.386.460	8,0%
Resto	1.667.077	9.542.930	-12,5%
Transferencias Corrientes	1.784.541	7.560.620	-20,7%
Subsidios Económicos	1.082.467	3.930.310	-42,9%
Transf A Provincias	220.661	1.514.373	131,2%
Transf A Universidades	481.413	2.115.937	5,6%
Otros gastos Corrientes	153.279	1.035.115	5,8%
Resultado Económico	25.742	4.263.026	
Ingresos de Capital	2.949	45.538	576,4%
Gastos de Capital	197.206	1.381.993	-10,2%
Gastos Primarios	11.356.489	67.279.722	4,6%
Gastos Totales	13.274.389	73.793.055	1,0%
Ingresos Totales	13.105.874	76.719.627	1,0%
Resultado Primario	1.749.386	9.439.905	
Resultado Financiero	-168.515	2.926.572	

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía.

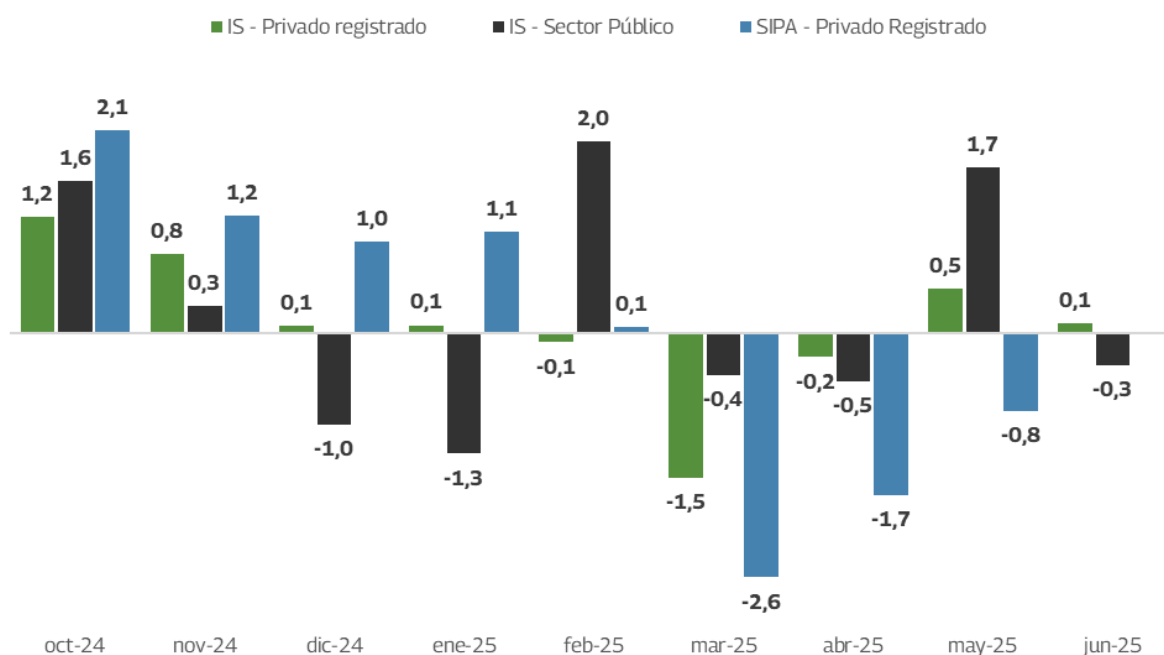
En este contexto, es evidente la tensión que presenta la sostenibilidad fiscal. Si la economía no logra recomponer el nivel de actividad interna y fortalecer bases más estables de recaudación, la situación se complejiza aun mas. En un contexto donde los

márgenes de maniobra son cada vez más estrechos y cualquier shock externo puede amplificar las vulnerabilidades, el panorama fiscal y económico sigue siendo frágil y desafiante, con riesgos que condicionan la estabilidad alcanzada.

1.6. SALARIOS Y EMPLEO

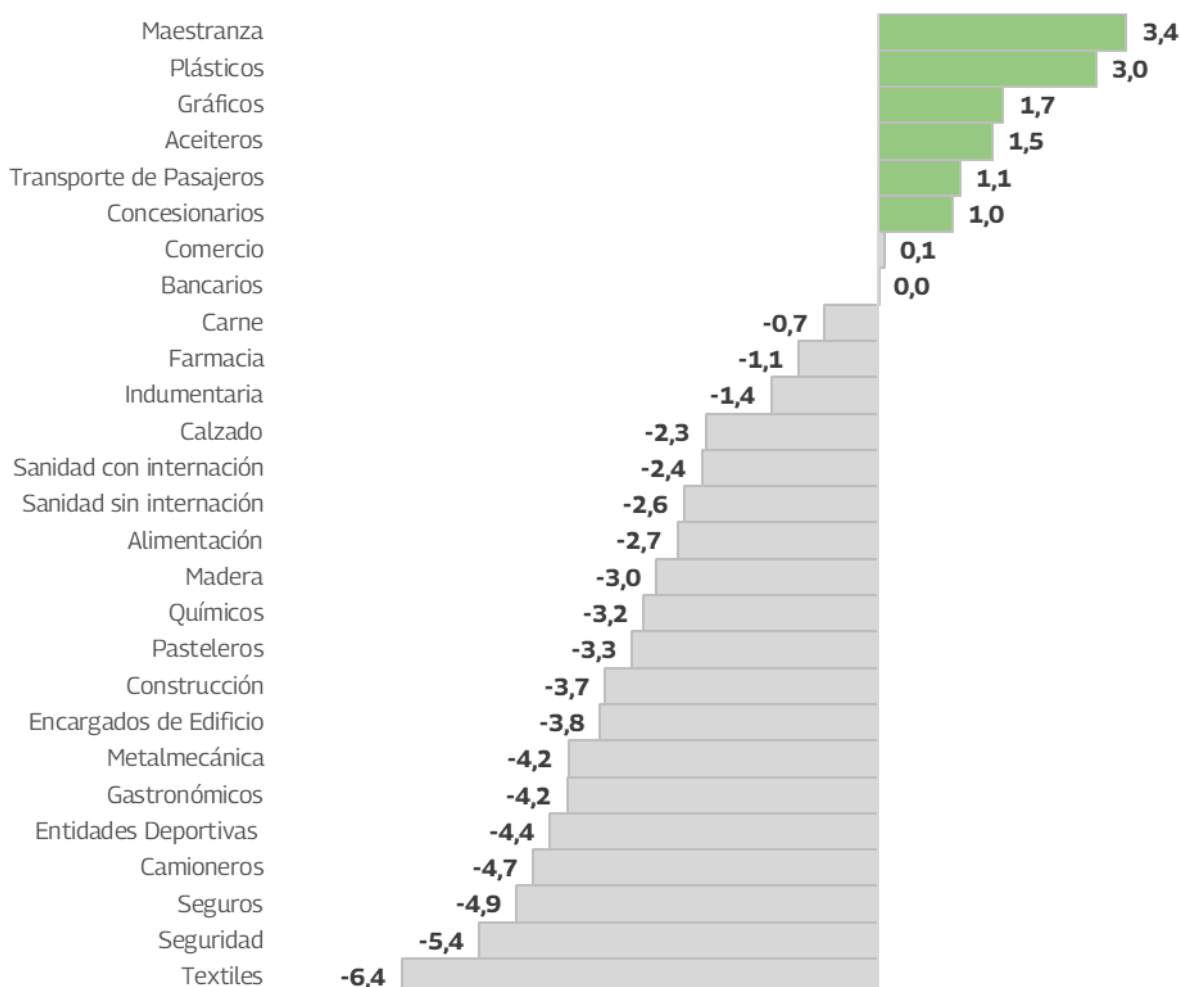
El salario registrado del sector privado volvió a terreno positivo en junio, aunque con un magro crecimiento real. El Índice de Salarios del INDEC mostró una suba del 1,7% frente a una inflación del 1,6%, mientras que el RIPTe apenas empató con un 1,6%. En contraste, los salarios del sector público quedaron rezagados, con un alza nominal del 1,3% que implicó una caída en términos reales. Por otra parte, el salario promedio del SIPA (Sistema Integrado Previsional Argentino), aunque con mayor rezago, acumula tres meses consecutivos de pérdida real.

Dinámica del salario real | variación mensual real



A nivel sectorial, la secretaría de trabajo de la nación pública los acuerdos salariales de 27 convenios colectivos de trabajo de los cuales solo 8 sectores lograron empatar o sobrepasar la inflación acumulada en el primer semestre del año. Si miramos el promedio ponderado por la cantidad de trabajadores de cada convenio colectivo, los salarios crecieron un 13% en 2025 por debajo de una inflación acumulada del 15,1% de enero a junio, promediando así una pérdida 1,8% del poder adquisitivo. En las puntas, el sector que más perdió poder adquisitivo fueron los empleados de la industria textil (-6,5%), mientras que en el otro extremo el sector de maestranza es el principal ganador (+3,4%).

Balance de acuerdos salariales 2025 | variación real acumulada 1er semestre



En materia de empleo registrado, hasta mayo (último informe de SIPA) el sector privado generó 13.800 puestos asalariados registrados (+0,2%), aumento que resulta exiguo dada la gran pérdida del 2024. En perspectiva, en la actualidad el sector privado registra una pérdida neta de 138.000 puestos de asalariados registrados respecto al pico de 2023 (-2,1%). En cuanto a los asalariados del sector público, en 2025 acumulan una pérdida de 10.500 puestos, sumando un total de 64.000 puestos perdidos respecto a 2023 (-1,8%). En contraposición aumentó la participación del empleo independiente, en 2025 se registraron altas 7.100 nuevos autónomos y 68.400 nuevos monotributistas.

A nivel regional la siguiente tabla presenta el balance de la masa salarial a nivel agregado y a nivel provincias. El promedio nacional registra una caída de apenas un 1,2% respecto a 2023, con una masa salarial que se ubica un 8,3% respecto a sus niveles máximos de 2017. No obstante, se observa una elevada heterogeneidad a nivel provincias, con distritos que se ubican en clara expansión y otros en profundo deterioro. En el caso de los primeros se

destaca la provincia de Neuquén con un crecimiento del 15,4% vs. 2023 en su masa salarial real y del 48,6% respecto a 2017. Efecto Vaca muerta.

Balance de la masa salarial a nivel provincia | masa salarial y variación % real

Provincia	mar-25			Masa salarial real	
	Empleo (miles)	Salario (\$miles)	Masa salarial (\$millones)	25 vs. 23	25 vs. 17
Total	6.259	1.675	10.462.049	-1,2	-8,3
Buenos Aires	1.978	1.610	3.184.938	-1,7	-9,9
CABA	1.513	2.055	3.109.943	-2,0	-9,7
Santa Fe	511	1.497	764.650	-2,4	-9,2
Córdoba	522	1.353	705.630	-0,3	-10,5
Neuquén	148	3.004	444.874	15,4	48,6
Mendoza	246	1.279	314.483	3,1	-8,5
Chubut	96	2.496	240.356	-1,5	-7,6
Río Negro	111	1.659	183.950	9,0	3,8
Tucumán	160	1.136	182.169	-1,4	-16,5
Entre Ríos	137	1.281	175.354	-0,2	-8,3
Salta	123	1.374	168.476	4,9	7,7
Santa Cruz	54	2.962	159.647	-12,6	-14,6
Misiones	102	1.089	111.088	-6,4	-12,9
San Juan	79	1.331	105.677	-3,7	-10,2
Corrientes	80	1.126	90.543	0,6	-9,3
Chaco	74	1.134	83.675	-5,6	-18,4
Tierra Del Fuego	36	2.216	78.673	-6,5	-22,7
Jujuy	59	1.295	76.811	-7,0	-10,1
San Luis	53	1.395	73.667	-5,7	-19,2
La Pampa	39	1.372	53.238	-3,3	-6,6
Santiago del Estero	50	1.034	52.014	-10,8	-16,9
Catamarca	36	1.248	45.431	-1,3	2,8
La Rioja	29	1.035	29.712	-8,8	-15,8
Formosa	23	1.181	27.049	-14,8	-25,3

Anticipando lo que viene a nivel agregado, la recaudación de la seguridad social que guarda una fuerte correlación con la masa salarial registrada, lleva 4 meses de caída en términos reales, con bajas del 1,6% y 0,6% en junio y julio respectivamente. No se anticipa un cambio sustancial en la dinámica de empleo e ingresos en los últimos meses.

Dinámica de la masa salarial total vs. recaudación de la seguridad social | var % mensual

