

# CITAB

**Centro de Investigaciones Territoriales  
y Ambientales Bonaerenses**

**Enero - Febrero 2025**

# CITAB AÑO 2 ECONOMÍA NÚMERO 1

## 1.1. ECONOMÍA INTERNACIONAL.

El FMI pronostica cerrar para el año 2024 un crecimiento económico internacional de 3,2 % y formula un escenario de crecimiento equivalente a 3,1 % para los próximos 5 años siendo una de las proyecciones más bajas en virtud del cambio de modelo económico internacional con un sistema de mercados abiertos a modelos más cerrados con tendencia creciente a la industrialización en origen.

Para el año 2024 el cierre proyectado para el mundo alcanza finalmente 3,2 % clasificando 1,8% para las economías avanzadas (Estados Unidos 2,8%, la zona del Euro con 0,8 % -España 2,9%, Alemania 0%-, Japón 0,3 %, Reino Unido 1,1%, China 4,8%, India 7%, Rusia 3,6%, Argentina -3,5%) con proyecciones de crecimiento equivalentes al 3,2 % para el año 2025, proyectando para nuestra región + 2,2% para Brasil y +5% para Argentina.

El mundo no puede crecer más de 3,3 % y Estados Unidos no más de 2,2% para 2025 en un contexto en donde todos los países crecen en condiciones de alta incertidumbre.

El escenario económico internacional está influido por varios factores: i) La visión de Trump sobre la política internacional con respecto a la resolución del conflicto Rusia-Ucrania y de Medio Oriente con su respectivo impacto sobre el precio futuro de hidrocarburos, minerales y alimentos, ii) los aranceles compensatorios con todos los países a partir del 2 de abril del corriente año, iii) el aumento de los aranceles con sus socios comerciales de Canadá y México (35 % de aranceles en con una dinámica de stop and go en su aplicación efectiva)), iv) sobre la independencia de la FED, la evolución de las tasas nominales de interés y el comportamiento de la actividad económica, v) el impacto de la depreciación del dólar, el aumento de la inflación, y la baja de impuestos proyectada, vi) la perspectiva cierta de reducción del 6 al 3 % del déficit de Estados Unidos, la proyección del déficit fiscal de China equivalente al 4 % y el aumento de los gastos de defensa de la Unión Europea equivalente a 800.000 M de dólares, vii) la alta volatilidad en la cotización de los activos financieros junto a la coexistencia de una guerra comercial, de monedas y de términos del intercambio global para medir el trade off de rentabilidad y riesgo, viii) los informes que presagian a partir del mes de marzo de una recesión en Estados Unidos (proyecciones de -1.5 a 2,2 %, incluso hasta -3,5%) con impacto en el mercado global.

Las dos potencias globales, Estados Unidos y China en forma conjunta explican cerca de la mitad del PIB mundial (estimado en 120 B de dólares) y determinan a través del comportamiento de sus principales variables macroeconómicas ciertas tendencias en la evolución de las mismas. China proyecta para 2025 un déficit fiscal de 4 % del PIB y una tasa de crecimiento de 2 % después del + 5 % en 2024 presentando una tendencia abrupta a la disminución desde el 14 % en los inicios del siglo XXI hasta la actualidad.

La deuda pública global con respecto al PIB alcanza 93 % actualmente y superará el 100 % para 2030 con baja tasa de crecimiento. Esto implica que la deuda crece y no crece la economía. El consumo está subordinado a tasas de interés y de inflación elevadas con impacto directo en productos de consumo masivo.

Aflojar la política monetaria, endurecer la política fiscal y aumentar la productividad son las recomendaciones persistentes del Fondo Monetario Internacional en un contexto en donde las perspectivas globales para el año 2025 se enfrentan a los siguientes riesgos: i) tensiones comerciales, ii) deuda global y iii) guerras irresueltas.

El aumento potencial de la energía o su eventual disminución, el rol de los bancos centrales con relajación para impulsar la economía y la incertidumbre respecto al desenvolvimiento de los conflictos bélicos globales aumentan los riesgos en la toma de decisiones de inversión obturando las perspectivas de crecimiento económico global.

El rigor presupuestario y la disciplina fiscal deben generar condiciones para la evolución de la deuda pública con trayectoria descendente, sin embargo observamos que el ratio deuda/PIB del G7 (por incidencia a Japón e Italia) se eleva al 117 % (9 % más de lo que tenían en la pandemia).

Estados Unidos producto del paquete de estímulo fiscal de la crisis 2008, la pandemia con gasto público elevado, endeudamiento crónico producto de una tendencia clara de déficit fiscal desde 1960 -con interregnos de resultados positivos en períodos específicos en el segundo quinquenio de la década de 1990- presenta un desborde fiscal severo que coadyuva a promover alta volatilidad e incertidumbre.

La guerra arancelaria implica un escenario de alta volatilidad combinando con reducción de gasto público, restricciones inmigratorias y desregulaciones que pueden generar variaciones del PIB máxime teniendo en cuenta potencialmente recortes en las tasas de interés (Banco Europeo hasta 2 % sobre fin de año).

La variación de los precios de insumos difundidos, el transporte internacional, el precio de bienes estratégicos (alimentos, minerales y energía), la evolución de la tasa de interés internacional y la variación de la cotización de las monedas en el marco del intercambio comercial acicateado por las disputas arancelarias forman parte de una agenda económica internacional de volatilidad de flujos financieros e incidencia plena en el stocks de inversiones con impacto en las tendencias de los indicadores.

La incertidumbre mundial afecta la cotización de los activos financieros de rentas fijas y variables en donde la volatilidad de las cotizaciones marcan un sendero claro y definido.

Finalmente el Índice de Condiciones Externas (ICE) de la Gerencia de Estudios Económicos del BAPRO del mes de enero sobrepasaron en 2,4 puntos el umbral neutral de 5 puntos que separa el nivel de expansión respecto al nivel de contracción. Tanto el índice de corto como el de largo plazo alcanzaron 7,4 puntos respecto al promedio de 5 puntos respecto al promedio enero 2023-enero 2025. El ICE de corto plazo exhibe una mayor recuperación y su impulso proviene de los términos del intercambio, la industria brasileña y el comercio mundial. Los TI experimentaron un crecimiento (el mayor en 26 meses desde noviembre de 2022) con precios de importaciones que se redujeron en -9 % y precios de exportaciones en -2,9 % (dos años sucesivos de caídas). Esta variación puede afectar la evolución del resultado de la balanza comercial en los meses sucesivos. El caso del intercambio comercial con Brasil -principal socio comercial- puede acumular déficit en el año 2025 que algunos analistas estiman en -4500 M de dólares después de un resultado casi equilibrado durante 2024.

La combinación de desaceleración económica, aumento de las tasas de interés, déficit fiscal persistente, disminución de la confianza del consumidor y reducción de ventas minoristas en Brasil muestran signos de cautela respecto a la evolución de las condiciones externas.

El déficit de la balanza comercial de Estados Unidos en torno a 1 B de dólares refleja la estrategia arancelaria de Trump respecto a la ponderación de ciertos bienes claves (aluminio, acero) y los aranceles compensatorios, el nivel de afectación del multilateralismo y la “ofensiva proteccionista” descrita por la OMC pueden incidir en la variación del ICE junto a la pausa de la FED respecto a retoques en la tasa de interés hasta el mes de marzo.

## **1.2. ECONOMÍA NACIONAL.**

La economía argentina experimentó una fluctuación significativa en el valor de los activos de renta variable y fija en el mes de febrero después de un incremento significativo durante el período enero 2024-enero 2025. La renta variable se redujo -16% y la renta fija -8%, mientras que el dólar durante febrero aumentó 6% y el riesgo país aumentó 26 % con el uso de 40000 M de dólares de intervención en los dólares financieros a los efectos de reducir la brecha cambiaria. De cualquier modo la alta volatilidad en la cotización de los activos financieros internacionales inciden en forma sistemática en los activos locales alterando los parámetros día tras día.

La economía argentina se redujo -1,8 % durante el año 2024 con una marcada heterogeneidad producto de la recuperación del sector agropecuario y la expansión del sector hidrocarburífero y minero. Excluyendo estos sectores la caída alcanza a 3,8 % observándose una fuerte caída de la construcción, transporte y comercio.

La acumulación de reservas experimenta un problema pues después de 14 meses de gestión y 120 funcionarios removidos se mantienen en -10.000 M de dólares de reservas

netas después de 23000 M de dólares acumulados por el blanqueo hasta llegar a 35000 M de dólares hasta el mes de octubre con una caída de -5000 M de dólares hasta el mes de marzo. La pregunta es la siguiente: ¿el retiro de dólares del sistema financiero constituye en sí mismo una crisis de confianza? ¿quemar 3000 M de dólares en mantener la brecha de los dólares financieros no es un síntoma de desconfianza? ¿seguir manteniendo el dólar blend implica resignar un flujo de 20000 M de dólares para acumular reservas más vigorosamente? ¿recurrir al FMI para obtener financiamiento con el objeto de financiar un nuevo proceso de fuga no constituye una percepción de desequilibrios severos?

El escenario de blanqueo (23000 M de dólares) y 14000 M de dólares de préstamos en dólares (4 veces más que en diciembre 2023) ha permitido al BCRA compensar salida de divisas por pagos de deuda, intervención de la brecha cambiaria y reducción de encajes. El límite está dado por el retiro de depósitos en dólares y la capacidad prestable con el stock actual de aproximadamente 3000 M de dólares. Esto implica observar el agotamiento de fuentes de financiamiento en dólares para capitalizar reservas, lo cual explica la búsqueda desesperada de un acuerdo de financiamiento con el FMI que tiene un componente de refinanciación pero otro hasta ahora indeterminado de nuevo financiamiento.

El anuncio de Milei de enviar el proyecto de ley de financiamiento del Fondo Monetario Internacional (FMI) al Congreso implica aceptar el encuadre legal de la Ley de Fortalecimiento de Sostenibilidad de la Deuda Pública N° 27.612 que estipula que el endeudamiento en moneda extranjera bajo ley extranjera y con prórroga de jurisdicción requerirá por el artículo 2° su aprobación.

Pese a su anuncio en la apertura de las sesiones ordinarias en el Congreso de la Nación que enviaría un proyecto de ley al Congreso finalmente optó por un nuevo DNU (62 en el ejercicio de su presidencia) que viola sistemáticamente el espíritu de la ley poniendo en tela de juicio su constitucionalidad y su legitimidad respecto a las decisiones que puede adoptar un futuro gobierno.

La República Argentina ha acumulado préstamos por 182.457 M de dólares del FMI sobre un monto acordado de 239.829 M de dólares (informe de GMA Capital) a través de 22 programas entre 1958 y 2022 (29 acuerdos según la investigadora de Conicet Noemí Brenta) en los últimos 70 años después de la adhesión en 1956 posterior al derrocamiento de Perón que no tenía deuda externa ni participación en el organismo. Es necesario recordar que en enero de 2006 por decisión de Néstor Kirchner y con la aprobación del Congreso se canceló la deuda por más de 10000 M de dólares con el organismo. Luego, por iniciativa de Macri como Presidente la República Argentina se volvió a endeudar con el FMI para cancelar compromisos con fondos de inversión que jugaron a la “bicicleta financiera y el carry trade” con Caputo t Sturzenegger en el año 2018 por un monto de 57000 M de dólares, con un desembolso que llegó casi a 45000 M de dólares.

El actual escenario macroeconómico depende de la negociación de los salarios, la acumulación de reservas y el uso del resultado fiscal en un contexto de expectativas equivalentes a cero en la generación de empleo. Han cerrado 13000 empresas y se

estiman 252.000 desempleados con una inflación que se muestra inflexible a la baja durante los meses de febrero y marzo que presentan un leve repunte respecto al mes de enero.

La caída del consumo y la insuficiencia de inversiones inciden negativamente en la generación de puestos de trabajo -de acuerdo a la encuesta realizada por ManpowerGroup a 700 empleadores argentinos- en donde se registra por parte de Argentina la perspectiva más pesimista para el primer trimestre con el último lugar en la tabla marcando -1 % en la generación de empleo. El promedio global es equivalente al 25 % encabezado por India con +40 %, México +32 % siendo Argentina el último lugar. Por regiones dentro del país las perspectivas de contratación en el NEA son equivalentes a -7%, las más bajas del país en cuanto a expectativas netas de empleo.

La tasa de inflación 2024 equivalente al 117,8 % producto del menor ajuste de tarifas, la menor variación de precios estacionales y la incidencia de precios internacionales fue inferior a las proyecciones elaboradas por el REM y el FMI. Las proyecciones en el comportamiento de la inflación para el año 2025 estará marcada por el ajuste de precios relativos entre regulados y núcleo (reducción del precio del gas) que significa menor ajuste de tarifas con una tasa de Inflación entre el 20 al 25 %. (FMI 45 % - REM 25%) con un comportamiento mensual en el primer trimestre que supera 2 % y que puede converger a 1,9 % en el mes de abril para situarse en el rango inferior de la tendencia. Obviamente, una devaluación o crisis internacional puede alterar el nivel de precios y modificar la tendencia.

El gobierno se ha empeñado en eliminar las fuentes de emisión monetaria logrando los siguientes resultados: i) limpieza de la hoja de balance del BCRA transfiriendo la deuda al tesoro, ii) eliminación del financiamiento monetario del déficit fiscal mediante resultado fiscal positivo, iii) compra de dólares del comercio exterior con superávit fiscal. Existe otra fuente de emisión derivada del efecto multiplicador bancario que depende de la evolución de la tasa de interés, depósitos y préstamos.

El flujo de provisión de dólares lo obtuvo inicialmente del saldo en cuenta corriente que a partir de junio pasó a ser deficitario, luego mediante un financiamiento en dólares de 23000 M producto del exitoso blanqueo que junto a la flexibilización de mecanismos de financiamiento en moneda extranjera pudo ingresar reservas al BCRA mediante la liquidación de las empresas en el MULC con un efecto cruzado para adquirir esos dólares emitiendo pesos.

La Base Monetaria Amplia como meta proyectada de 47 B de pesos equivalente a 9 % del PIB se redujo con el ajuste de la caída 2024 real del mismo cercana a 6,7-7% del stock para evaluar la disponibilidad de pesos y el arbitraje vía tasa de interés que tiende a aumentar.

Para este año. los vencimientos equivalen a 8000 de intereses y 11800 M de dólares de capital (5600 m de dólares en enero y junio con enero ya resuelto). con una balanza comercial cuyo resultado depende del superávit energético y una de 139 a 147 M de toneladas con distintos escenarios de precios.

El sector agropecuario fue determinante en la oferta de divisas y en la recuperación económica junto al componente energético y de minerales que atenuaron la caída en industria, construcción y comercio siendo muy heterogéneo el impacto efectivo por sectores. Lo deseable debería ser un crecimiento sostenido y lo más homogéneo posible.

Finalmente, el escenario puede ser de crecimiento económico heterogéneo impulsado por el sector agropecuario, energético y minero con una potencial volatilidad derivada del escenario económico internacional. Tanto el Índice de Condiciones Externas (ICE) como el índice BAPRO de consumo marcarán las tendencias sectoriales pero advirtiéndolo respecto de las dificultades en la generación de empleo y en la recuperación del salario real. Las elecciones marcarán la perspectiva del debate en torno a las reformas estructurales, su velocidad y las capacidades políticas e institucionales de su ejecución sobre todo en prestaciones y jubilaciones, subsidios económicos, salarios, déficit de las empresas públicas y gastos de capital en torno al 0,2 % del PIB..

### **1.3. INFORME BAPRO**

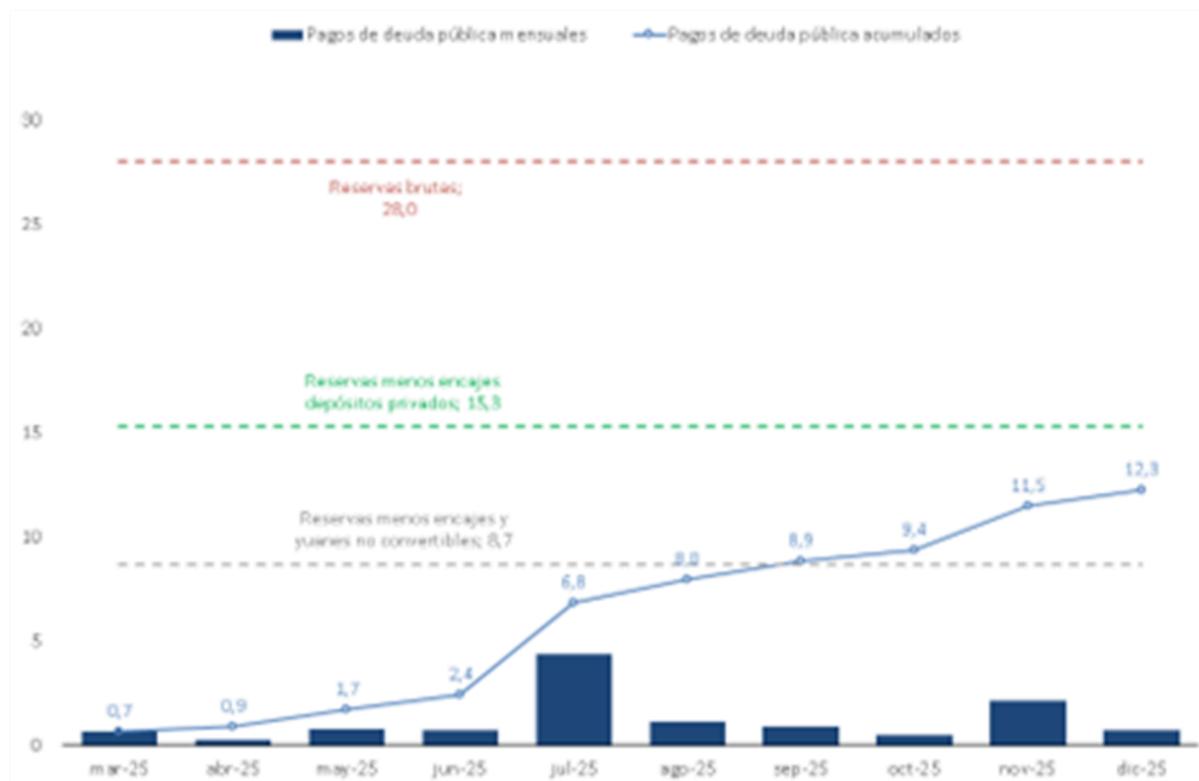
#### **ECONOMÍA NACIONAL**

*El eterno retorno del FMI: ¿todos los caminos llevan a un nuevo acuerdo?*

En lo que resta de 2025, vencen USD 19.000 millones de deuda pública en moneda extranjera: USD 1.900 millones de intereses con el FMI, USD 4.300 millones con el mercado, USD 3.700 millones entre BOPREAL y swap -pasivos del Banco Central-, USD 2.300 millones de las provincias y USD 6.700 millones con Organismos multilaterales extra FMI.

Considerando que estos últimos podrían refinanciarse, como se hizo en buena medida en 2023 y 2024, quedan USD 12.300 millones por pagar: casi la mitad de las Reservas brutas actuales (USD 28.000 millones y casi iguales a éstas cuando se le descuentan los encajes por depósitos privados (USD 12.700 millones, dejando al stock en USD 15.300 millones). Más importante aún, los pagos restantes de 2025 superan a las Reservas brutas netas de encajes y yuanes no convertibles, de modo que habría que conseguir una fuente alternativa de financiamiento.

**Gráfico I – Pagos de deuda pública en moneda extranjera (sin BID, BIRF, CAF, etc.) y stock de Reservas.** En USD miles de millones. Fuente: Secretaría de Finanzas y BCRA



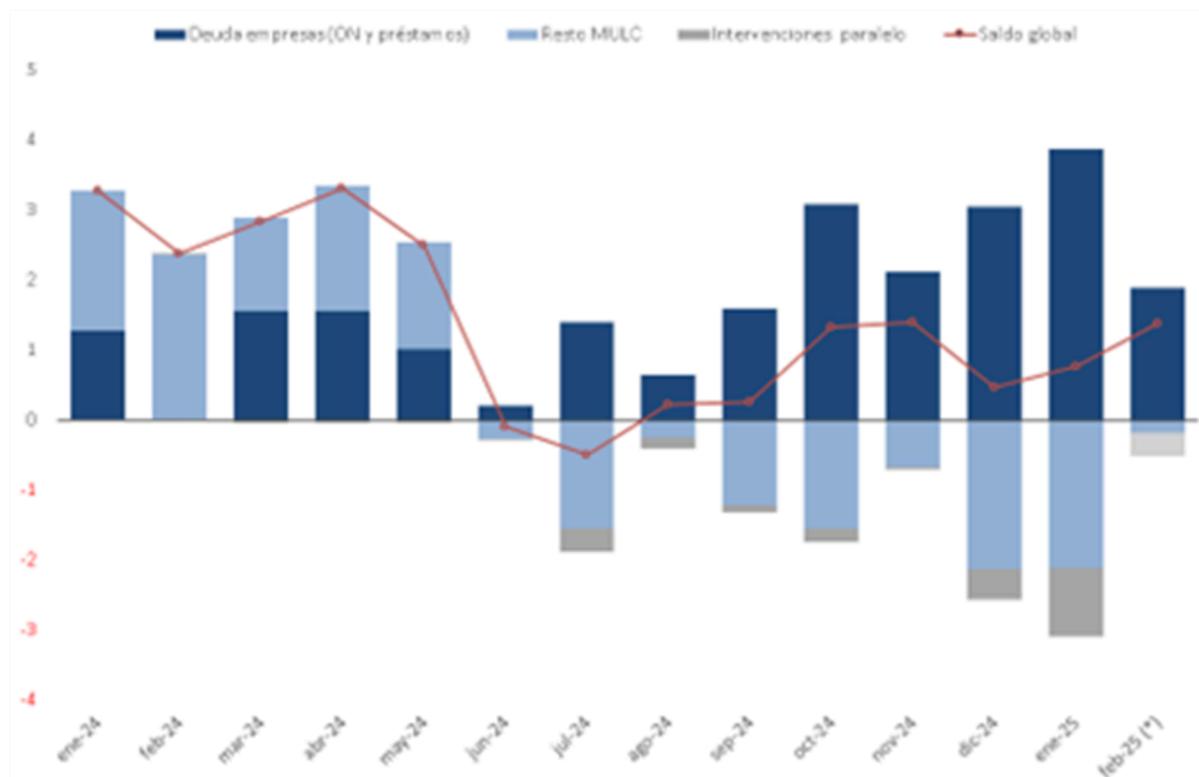
Desde junio del año pasado la cuenta corriente cambiaria -saldo en el mercado oficial de bienes, servicios y rentas- está en rojo, mayor racha en terreno negativo desde la primera mitad de 2018, por lo que el aporte debería llegar más por el lado financiero que real. En este punto, tenemos la primera conclusión, más allá de la discusión sobre el atraso cambiario, lo cierto es que i) la economía real demanda más dólares de los que ofrece en el mercado oficial hace ya ocho meses (nueve si incluimos febrero) y ii) el tipo de cambio actual no alcanza para enfrentar los vencimientos de deuda de los próximos meses, dado el nivel de Reservas actual y cerrado el crédito externo.

En segundo lugar, vale notar que las intervenciones en el mercado paralelo de enero 2025 por casi USD 1.000 millones marcaron el peor arranque para un año en este frente: el anterior piso eran ventas por USD 450 millones en el primer mes de 2021. Además, el “récord” sigue siendo octubre 2023 (USD -1.300 millones y USD -2.800 millones entre agosto y octubre 2023). Conforme a nuestras estimaciones y sin datos oficiales hasta fines de marzo, las ventas no habrían bajado de los USD 300 millones en febrero.

De esta forma, aunque el BCRA sigue con saldo comprador en el neto del mercado oficial y paralelo, el endeudamiento en moneda extranjera de las empresas ya no está sirviendo solo para financiar el déficit de cuenta corriente (algo que se viene verificando desde

mediados del año pasado), sino también para las intervenciones del Banco Central en el MEP y contado con liquidación.

**Gráfico II – Compra de divisas Banco Central mercado oficial y paralelo. En USD miles de millones.** (\*) Estimado feb-25 mercado paralelo: USD -325 millones. Fuente: elaboración propia en base a BCRA



En este marco se verifica una diferencia importante con relación a junio-julio del año pasado, es decir, a los anteriores momentos de tensión: en ese entonces, la autoridad monetaria había convalidado cierta suba de la brecha -que pasó de 35% a 50% entre fines de mayo y mediados de julio- pero no había casi vendido dólares, mientras que ahora está priorizando la contención del tipo de cambio paralelo en lugar de la “consolidar las cuentas externas”.

Además del impacto en la nominalidad que tiene el dólar paralelo, puede entenderse esta decisión como un resultado del cambio de fuente de las divisas. Mientras que en la primera mitad del año pasado los dólares venían mayormente de la cuenta corriente (barra azul clara del Gráfico II), en la actualidad estos obedecen a la cuenta capital.

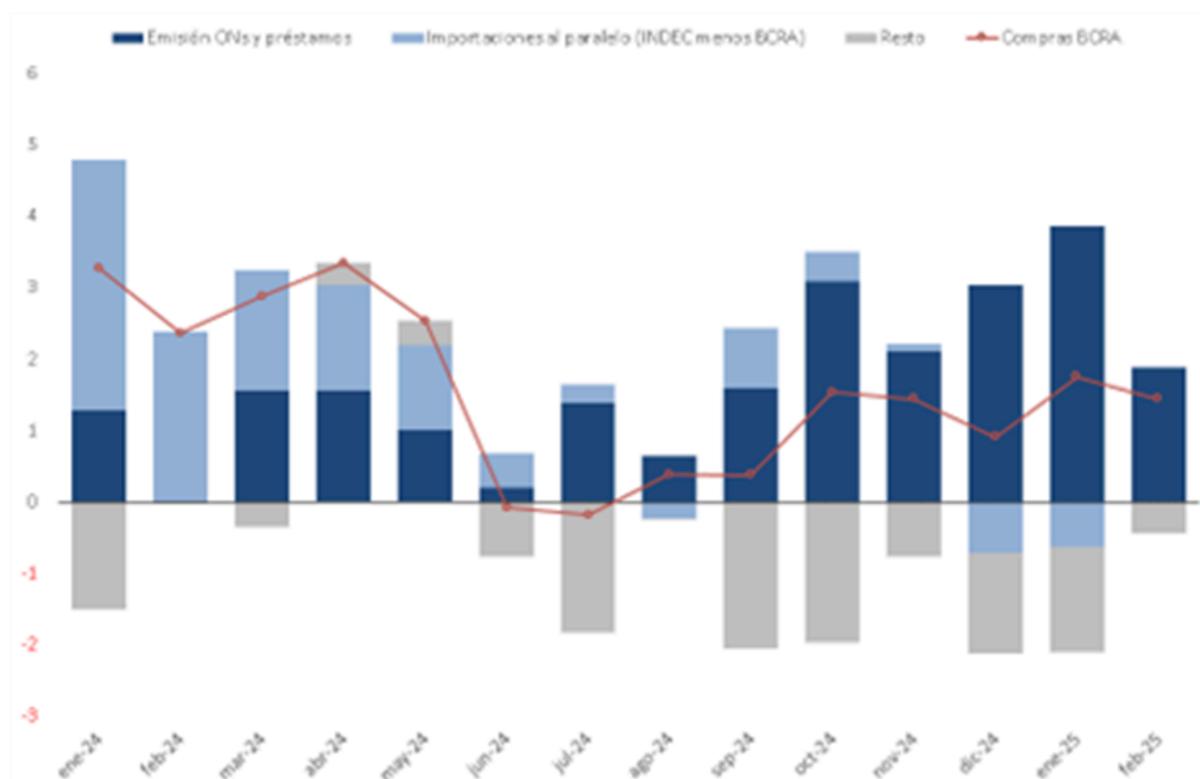
Por el lado financiero, es más rentable endeudarse en moneda extranjera que en moneda local si la tasa de interés en dólares más la devaluación esperada son menores que la tasa de interés en pesos. Así, una brecha y un dólar futuro estables (en la actualidad, los contratos negociados hasta octubre esperan una suba del dólar oficial de 2% mensual) son fundamentales para que el actual esquema de financiamiento no se revierta. En

contraste, si el esquema cambiario se percibiera más débil, la demanda de crédito en moneda extranjera se moderaría -tanto por el aumento en la devaluación esperada como en las expectativas de inflación, que harían más rentable endeudarse en pesos-, atenuando así el saldo del BCRA.

Durante la primera mitad del año pasado, cuando la cuenta corriente aportaba las divisas necesarias, pese a que el esquema era más regresivo que el actual -por estar anclado en un dólar más caro, un menor nivel de actividad y pagos de importaciones realizados al paralelo- era menos procíclico y por tanto menos volátil. ¿Qué quiere decir esto?

Desde mediados del 2024, la compra de dólares del Banco Central depende del aporte de la cuenta capital privada, que depende de que las expectativas de devaluación permanezcan contenidas, lo que a su vez depende... de las compras del Banco Central. Se entiende así la endogeneidad del esquema: el final es en donde partí. En otros términos, si el flujo de dólares esperado es positivo, la demanda de crédito externo aumentará, reforzando y acelerando la entrada de divisas inicial. En sentido contrario, si el flujo esperado se moderase, la demanda de financiamiento en moneda extranjera se atenuaría, pudiendo incluso revertir el escenario inicial.

**Gráfico III – Compra de divisas BCRA mercado oficial y factores de explicación.** En USD miles de millones. Fuente: BCRA e INDEC

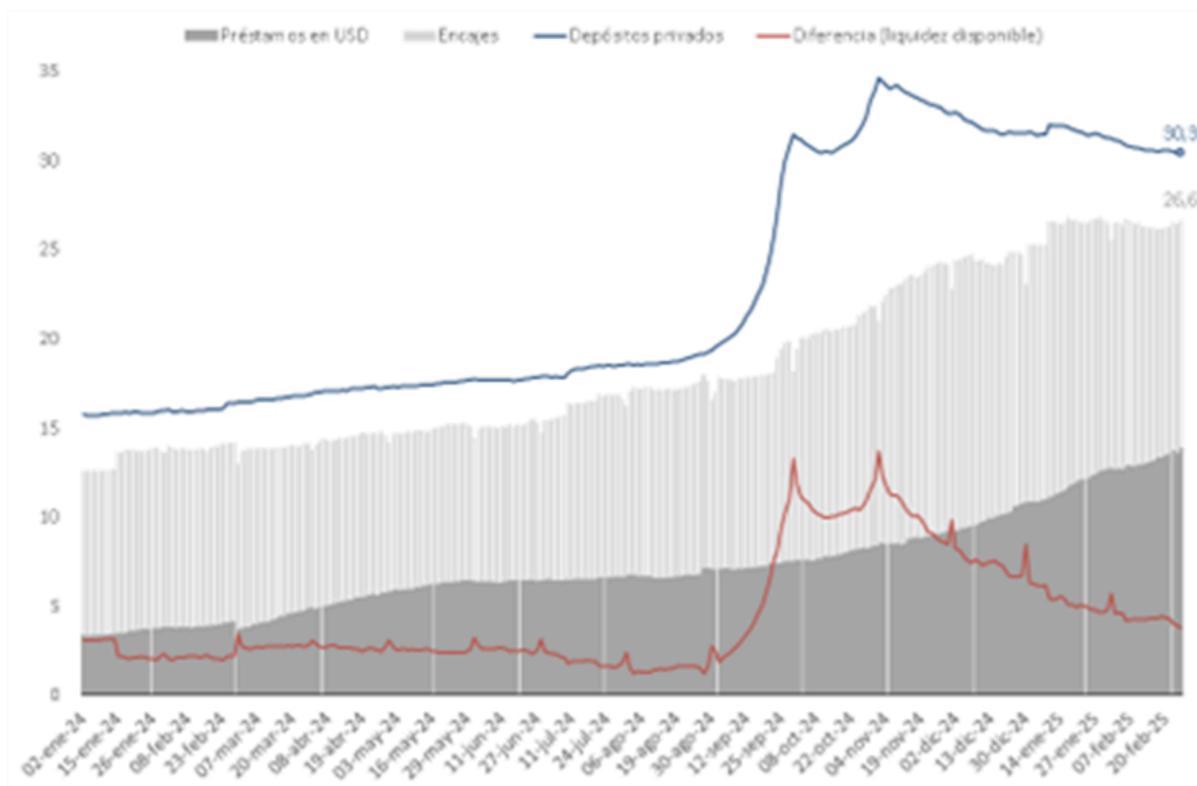


Y acá es donde se entiende la relevancia del aporte de fondos frescos por parte del FMI. En la primera mitad del año pasado, el saldo comprador del Banco Central lo explicó la cancelación de importaciones con “dólares propios”, otra forma de llamar a los dólares comprados en el MEP y el CCL. En la segunda, el endeudamiento de las firmas, anclado en las divisas que había generado el blanqueo, amplió estos números.

Sin embargo, en la actualidad, con el stock prestable del blanqueo acercándose a los niveles de fines de agosto del año pasado (USD 2.800 millones el 31/08/24 y USD 3.800 millones el 26/02/25, con un pico de USD 13.700 millones el 31/10/24, ver línea roja en gráfico IV en página siguiente) y vencimientos de deuda que obligan a mantenerse alerta, es necesario buscar otra fuente exógena, es decir, que no surja del propio proceso de la economía argentina.

En este punto, vale decir que las discusiones de dólares con el FMI denotan la insuficiencia del flujo fiscal equilibrado o superavitario para resolver los problemas del stock de dólares. Dicho de otro modo, el equilibrio presente de las cuentas públicas puede atenuar la demanda de divisas, pero no alcanza para estabilizarla: el pasado también importa. Sin pagos de capital con el organismo hasta la segunda mitad de 2026, el aporte de fondos frescos incrementaría la deuda total con éste.

**Gráfico IV – Depósitos, préstamos y encajes privados en USD.** En USD miles de millones. Fuente: BCRA



Entonces, ¿es falso decir que “no aumentará la deuda”? El Tesoro usará los dólares que gire el FMI para cancelar Letras Intransferibles (LI): dado que los pasivos son del Ministerio de Economía, las Reservas (activos) del Banco Central y que durante muchos años el primero no tuvo los pesos necesarios para comprarle los dólares necesarios a la autoridad monetaria, producto del déficit fiscal, se colocaban estos instrumentos. Por lo tanto, el stock de deuda total no necesariamente aumentaría. No obstante, sí lo haría su composición: i) aumentará la exposición del Tesoro Nacional al FMI y bajará la existente con el BCRA y ii) aumentarán los pagos de intereses, ya que las LI solo pagan capital. Estos movimientos no son despreciables.

En síntesis, en 2024 y 2025, la posición compradora del Banco Central en el mercado de cambios se explicó por dos grandes puentes, tan coyunturales como difíciles de renovar ex post: la importación con “dólares propios” en el primer semestre del año pasado y la ampliación del stock de préstamos que explicó el salto en los depósitos privados en moneda extranjera que trajo el blanqueo entre agosto y septiembre.

El objetivo del programa oficial parecía ser reabrir el crédito con el mercado en dólares en el camino, y así lograr una salida más permanente. Sin embargo, con un spread de riesgo país entre la Argentina y la región que se ubica en torno de los 500 puntos básicos, luego de haber perforado los 350 p.b. a mediados de enero -antes del pago de cupones-, esa flexibilización no parece plausible en el corto plazo.

¿El prestamista de última instancia volverá a ser el cobrador de primera? No es solo esa la pregunta a contestar, ¿en qué plazos desembolsará el dinero? ¿y los cobros? ¿qué pasará con el blend, principal garantía de la brecha baja y del que había pedido su eliminación en julio del año pasado, es decir, después del último desembolso? Muchos interrogantes, ¿alguna respuesta?

*Si la inercia no se va, ¿la inflación vuelve?*

La inflación fue de 2,2% en enero, alcanzando su menor valor desde 2020. Aunque este número sigue siendo alto para la región -en un mes en Argentina, los precios suben lo mismo que en Brasil o en Uruguay en un semestre-, implica una desaceleración considerable respecto de 2023 y la primera mitad de 2024, cuando promediaba 10% mensual.

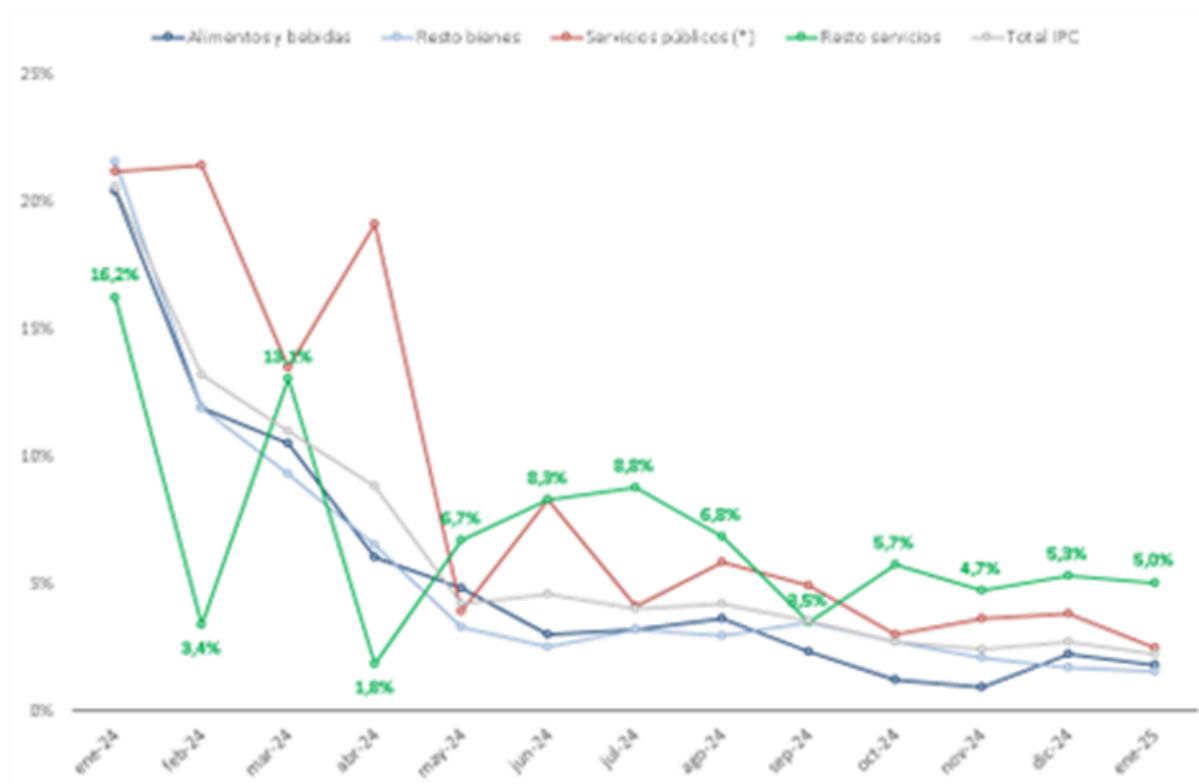
En la misma línea, también representa una caída relevante respecto del tercer trimestre del año pasado, cuando la suba de precios se ubicaba algo por encima del 4% mensual. En este marco, tiene sentido preguntarnos qué factores permitieron la moderación, además de pensar hasta dónde podría llegar. Para el cierre, haremos un repaso de los datos adelantados de febrero, concluyendo luego con qué riesgos siguen latentes.

En el análisis descompusimos al índice de precios al consumidor (IPC) en cuatro canastas, cada una con una dinámica propia. La primera es Servicios públicos, integrada por Comunicación, Transporte y Vivienda, donde sus variaciones se explican, principalmente,

por las decisiones del gasto en subsidios económicos realizadas por Hacienda y los movimientos del tipo de cambio oficial, ya que una parte de la energía se importa. La segunda es Alimentos y bebidas, donde el tipo de cambio exportador -dólar blend: 80% oficial y 20% MEP/CCL- explica su movimiento mensual. La tercera es Resto bienes, donde se incluyen Equipamiento y mantenimiento del hogar, Equipos electrónicos, Juguetes, madera y muebles, entre otros, más asociado al tipo de cambio importador.

Por último, queda Resto servicios, compuesta por servicios privados: Hoteles y restaurantes, Educación, Recreación y cultura. Acá, los movimientos obedecen mayormente a la inercia -precios que suben porque otros subieron antes y buscan no perderle pisada en la carrera nominal- y aumentos de no transables, es decir, productos que no se pueden intercambiar con el resto del mundo, salarios por ejemplo.

**Gráfico I – Inflación mensual por canasta, (\*) Comunicación, transporte y vivienda.**  
Fuente: INDEC



En 2024 y el arranque de 2025, Servicios públicos (línea roja) se movió casi siempre por encima del IPC (línea gris). La recomposición de tarifas, en un contexto donde el gasto en subsidios económicos del Sector Público Nacional cayó más de 30% i.a. en términos reales durante el año pasado, motivó la diferencia. No obstante, vale destacar que la misma no fue constante: -45% i.a. en el primer semestre y -22% i.a. en el segundo. En este sentido, los aumentos de Servicios públicos fueron un 50% mayores que los del IPC entre enero y junio

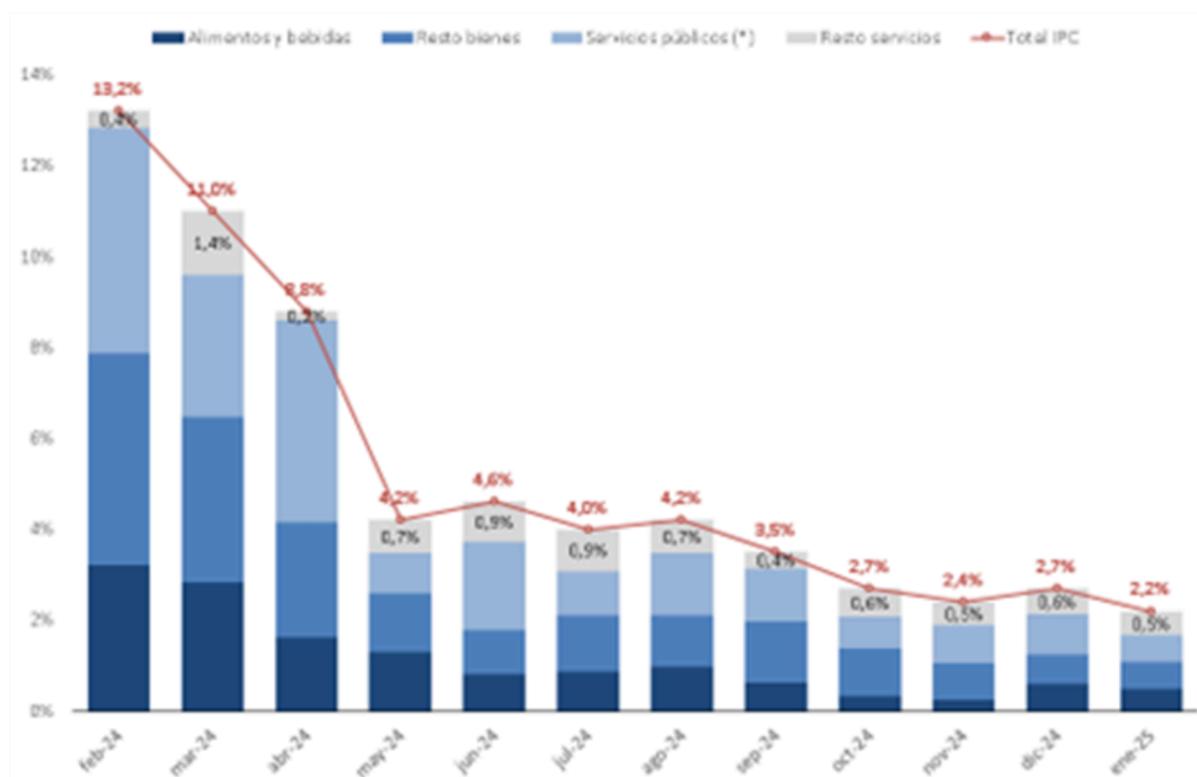
(15% y 10%), pero “solo” 30% mayores entre julio y diciembre (4,2% y 3,2%). En el gráfico, esto se refleja en la disminución de la distancia entre la línea roja y la línea gris.

La búsqueda de atenuar las presiones sobre la nominalidad, la apreciación del tipo de cambio oficial y la reducción de los costos de distribución de energía por la sustitución de producción importada por Vaca Muerta explicaron este cambio.

En segunda instancia, la desaceleración de Alimentos y bebidas (línea azul oscura) obedeció a la caída nominal del tipo de cambio paralelo, que se redujo de 1.400 ARS/USD en julio a 1.200 ARS/USD en la actualidad (-15%). Así, el dólar exportador (blend) avanzó menos de 7% en el período, ayudando a contener al capítulo que subió 16,2% entre julio y enero de este año (+2,2% promedio mensual). Como resultado, pasó de aportar 2,5 p.p. a la inflación general en el primer semestre a 0,8 p.p. en el tercer trimestre y 0,4 p.p. entre octubre 2024 y enero 2025.

En la misma clave, Resto bienes (línea azul clara) acumuló una suba de 19% en el período, equivalente a 2,5% mensual. En este caso, la dinámica cambiaria fue distinta: el dólar importador cayó 2,6% entre julio y enero 2025, producto del fin del impuesto PAIS. Así, su contribución al IPC agregado se redujo de 3,5 p.p. en el primer semestre a 1,3 p.p. entre julio y septiembre y 0,8 p.p. entre octubre y diciembre.

**Gráfico II – Inflación mensual, contribución al crecimiento por canasta.** Fuente: INDEC



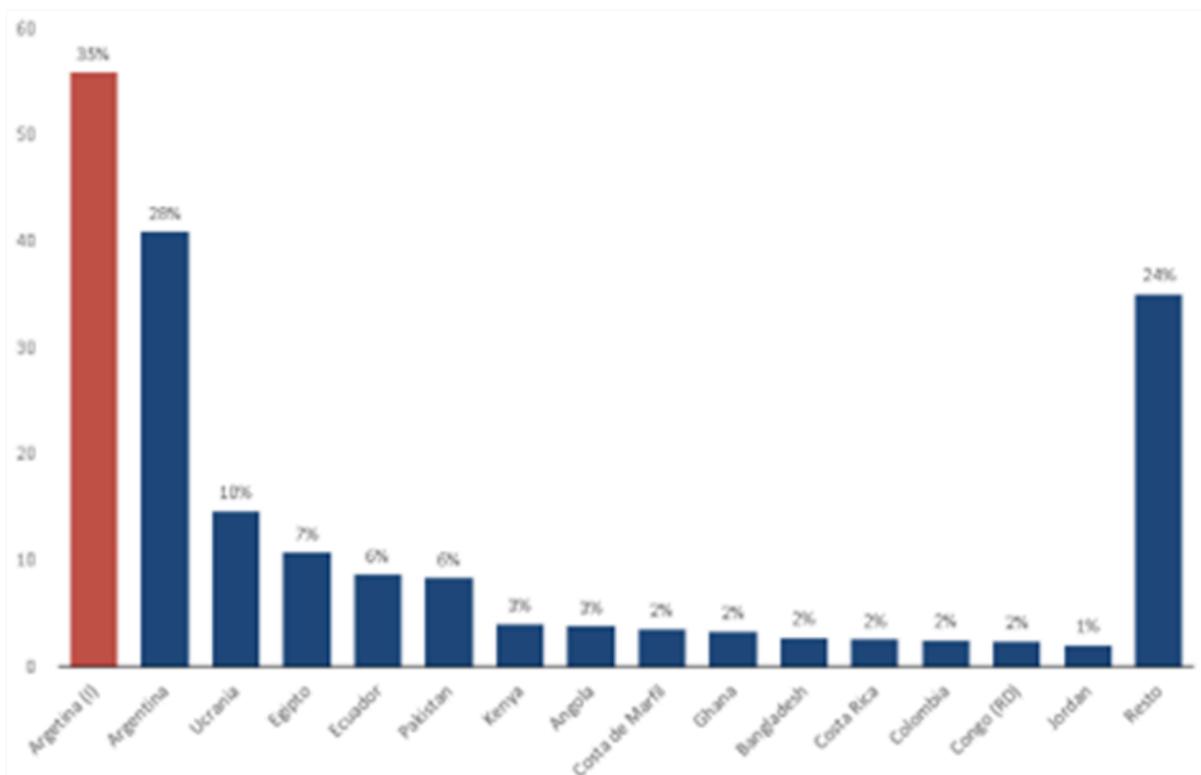
De esta manera, la desaceleración del IPC se concentra en estas tres canastas. Dado que las mismas ponderan el 80% del índice, era bastante esperable a priori. No obstante, el análisis no termina acá: la moderación de Resto servicios fue bastante menor que la del resto de los rubros. Hoteles y restaurantes, Educación y Esparcimiento, entre otros, pasaron de moverse al 8% mensual entre enero y junio a 6,3% entre julio y septiembre y 5,2% entre octubre y enero. En consecuencia, su contribución al agregado se redujo de 0,9 p.p. en la primera mitad del año pasado a 0,7 p.p. en el tercer trimestre y 0,6 p.p. entre octubre y enero, y su compresión fue bastante menor que la del resto.

¿Qué nos dice esto? Que la desaceleración de la inflación estuvo más explicada por factores estructurales y de costos, fuertemente asociados al tipo de cambio, que por factores de expectativas o de carácter monetario. En otros términos, que la inercia sigue latente y la recomposición de precios relativos no terminó. Así, una suba del dólar oficial o paralelo, además de nuevas rondas de ajustes tarifarios, desarmarían el camino andado hasta ahora. Además, permite intuir que, en los últimos meses se moderó el carácter regresivo de la inflación -ya que los consumos de los deciles de mayores ingresos suben por encima que el resto del IPC-, relajando el escenario de la primera parte de 2024.

Ahora bien, ¿por qué sería importante esto si la gran mayoría de los capítulos se moderaron? En primer lugar, porque la estabilidad cambiaria no está garantizada. Por el contrario, como venimos repitiendo en distintos informes, en lo que resta del año vencen casi USD 20.000 millones de deuda pública nacional y provincial en moneda extranjera, superando a las Reservas brutas menos los encajes de los depósitos privados (USD 15.800 millones).

Este perfil podría generar algunas tensiones en un escenario de nulo financiamiento externo. En este marco, el Gobierno Nacional apunta a lograr nuevos desembolsos del FMI -dado que no hay pagos de capital hasta la segunda mitad de 2026, cualquier nuevo giro incrementaría la deuda con el organismo-. En la actualidad, la Argentina le debe USD 40.000 millones al Fondo, y representa un 28% de la cartera del Organismo. Un acuerdo por USD 15.000 millones, como mencionó alguna vez el presidente, implicaría pasar a representar un 35% de la cartera. Para dimensionar, el segundo deudor es Ucrania (USD 14.600 millones, 10% del total) y el tercero es Egipto (USD 10.700 millones, 7% del total).

**Gráfico III – Capital adeudado al FMI por país, en USD miles de millones.** Fuente: FMI. (I)  
Si se realizaran nuevos desembolsos por USD 15.000 millones



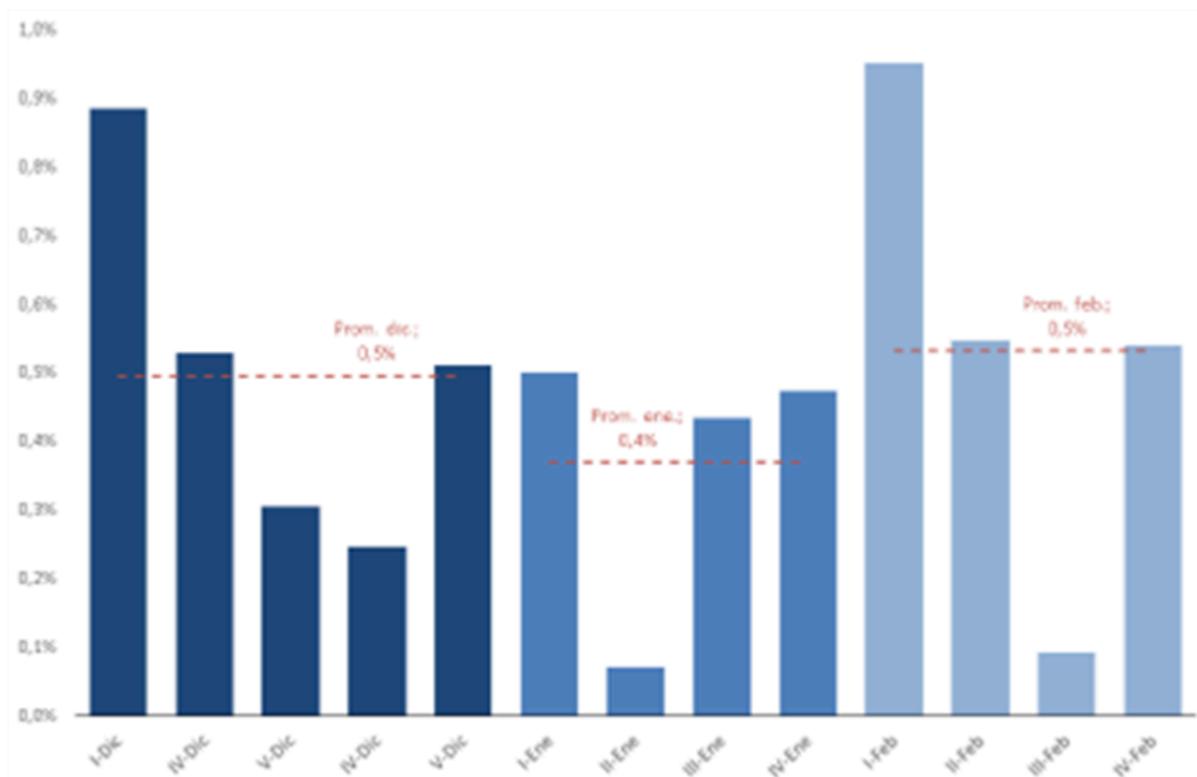
En otro orden, vale destacar que el propio Fondo había puesto el fin del dólar blend en julio de 2024 como un criterio “estructural” para habilitar los desembolsos de agosto y noviembre del año pasado, que sumaban alrededor de USD 1.600 millones entre ambos. Como es sabido, el esquema cambiario se mantuvo y no hubo nuevos giros desde entonces. Así, el organismo podría re-exigir que el 20% de los dólares surgidos por exportaciones de bienes (USD 13.000 millones en 2024, por caso y USD 1.200 millones en enero 2025) pasen a ofrecerse en el mercado oficial y en consecuencia aporten a las Reservas, ahora como condición para la firma de un nuevo Acuerdo. En este caso, habría que convalidar una mayor brecha, lo que podría tener efectos inflacionarios -si todos los dólares se ofrecieran en el mercado oficial, el tipo de cambio exportador dejaría de estar explicado por el paralelo, por lo que la sensibilidad de Alimentos y bebidas al MEP y el CCL bajaría-.

En segundo lugar, y no menor, porque la inflación se habría acelerado en febrero. Conforme a nuestras mediciones adelantadas, Alimentos y bebidas habría reforzado su marcha, impulsado por Carnes y Verduras que habrían subido más de 2,5% en el último mes.

La baja de retenciones de fines de enero aumentó el precio al cual los exportadores quedan indiferentes entre vender en el mercado interno y externo -ya que los impuestos de hacerlo en el segundo se redujeron-, impulsando estos rubros. En este caso, vale destacar que Verduras arrastraba más de un trimestre con bajas nominales, a la vez que hay ciertos efectos estacionales en Carnes. Por lo tanto, la aceleración no obedece solo al

cambio impositivo. Asimismo, la suba del dólar paralelo (+2,5% en el promedio mensual, +3,5% entre puntas) también habría sumado ciertas tensiones.

**Gráfico IV – IPC Semanal Banco Provincia.** Fuente: elaboración propia en base a IPC Banco Provincia



Antes de pasar a la conclusión, vale destacar que las mediciones anticipadas suelen realizarse vía scraping, dejando sobrerrepresentados a los bienes sobre los servicios respecto de la medición de INDEC. La mayor disponibilidad en internet de precios de los primeros sobre los segundos motiva esta diferencia, salvada en la medición presencial que realiza el Instituto Nacional.

A modo de síntesis, podemos destacar que la baja de la inflación en los últimos meses obedeció a dos grandes factores: la estabilidad del tipo de cambio oficial y la apreciación nominal del paralelo, además de la moderación de los ajustes tarifarios. Así, los factores estructurales y de costos ganaron relevancia por sobre aquellos más vinculados a las expectativas.

En este sentido, la permanencia de Servicios privados en torno del 5% mensual refleja que la inercia no se habría desarmado de manera relevante. Por el contrario, la misma sigue vigente, ¿poniéndole un piso a la baja de la inflación general?

### Resultado fiscal. ¿Alcanza para estabilizar la macro?

El año 2024 cerró con el mayor superávit financiero en más de una década (0,3% del PBI), pero el Informe Mensual de Ingresos y Gastos (IMIG) de enero, publicado esta semana, nos permite suponer que los mecanismos que permitieron alcanzar ese resultado no estarán presentes este año. Esto obliga al gobierno a encontrar nuevos equilibrios en el gasto para ajustarse a una estructura de ingresos que también sufrirá modificaciones.

En el primer mes del año, el gobierno logró sostener el resultado financiero positivo (\$0,6 billones), pese a la caída del impuesto país (-\$0,9 billones). Esto se produjo por la continuidad en la caída de los ingresos totales del 2,1% i.a en términos reales, en conjunción con un aumento el gasto total del 1,1% i.a.

La primera pregunta entonces es ¿Cómo logró el Tesoro sostener los ingresos a pesar de la caída en el impuesto PAIS? Principalmente, si analizamos los recursos en términos interanuales, vemos que la comparación se realiza contra un período donde la recaudación tributaria había tocado un piso tras la devaluación. Dado que la recaudación tiene rezago (entre el hecho imponible y el ingreso del tributo al fisco) y los primeros meses de 2024 estuvieron marcados por una inflación de dos dígitos mensuales, los ingresos fiscales de ese período eran artificialmente bajos. Es en este marco, en donde destacan las subas interanuales del 28% en Ganancias y 37% en Seguridad Social. Sólo esas líneas de ingresos le aportaron al fisco 1,4 billones más de recursos que en el primer mes del 2024 (el 12% del total recaudado en el mes).

### Cuadro I- Comparativo de ingresos y gastos fiscales. Precios constantes de enero 2025.

Fuente: Ministerio de Economía

	Datos mensuales (enero)				Incidencia
	2023	2024	2025	v/a	
<b>Ingresos totales</b>	<b>11,3</b>	<b>11,3</b>	<b>11,1</b>	<b>-2,1%</b>	
<i>Actividad</i>	7,5	6,2	7,7	23,6%	
Ganancias	1,1	0,7	0,9	28,3%	1,7 p.p.
IVA Total	2,1	2,4	2,5	4,0%	0,8 p.p.
Seguridad social	4,3	3,2	4,4	37,1%	10,4 p.p.
<i>COMEX y resto</i>	3,8	5,1	3,4	-33,6%	
Derechos de exportación	0,6	1,2	0,5	-54,0%	-5,6 p.p.
PAIS	0,2	0,9	0,0	-99,9%	-7,6 p.p.
Resto	2,9	3,1	2,8	-7,0%	-1,9 p.p.
<b>Gasto primario</b>	<b>12,6</b>	<b>7,6</b>	<b>8,7</b>	<b>13,5%</b>	
<i>Prestaciones sociales</i>	7,0	4,9	5,7	15,2%	9,8 p.p.
Jubilaciones y pensiones	4,3	2,7	3,5	30,1%	10,5 p.p.
AUH y AAFP	0,6	0,5	0,6	27,1%	1,7 p.p.
Resto prestaciones sociales	2,1	1,8	1,6	-10,1%	-2,4 p.p.
<i>Gastos de capital</i>	1,0	0,1	0,2	19,2%	0,4 p.p.
<i>Subsidios económicos</i>	1,3	0,5	0,4	-10,8%	-0,7 p.p.
<i>Transferencias a provincias</i>	0,4	0,1	0,1	22,7%	0,3 p.p.
<i>Resto</i>	2,9	2,0	2,3	14,3%	3,7 p.p.
<b>Resultado primario</b>	<b>-1,3</b>	<b>3,7</b>	<b>2,4</b>	<b>-34,4%</b>	
<i>Pago de intereses</i>	-2,2	-2,8	-1,8	-33,4%	
<b>Resultado financiero</b>	<b>-3,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>-37,3%</b>	
<b>Gasto total</b>	<b>14,8</b>	<b>10,4</b>	<b>10,5</b>	<b>1,1%</b>	
<i>Pagos (1) LECAP</i>			-1,6		
<i>Neto de pagos LECAP</i>			-1,0		

Por otra parte, en este primer mes también se sumó por la negativa, un elemento que será importante monitorear: los derechos de exportación (-\$0,7 billones -54% i.a real). Recordemos que, a finales de 2024, al presentar el presupuesto nacional, el gobierno mencionó una apuesta fuerte sobre el nivel esperado para este año, pero producto del menor tipo de cambio real, menores precios y el nuevo esquema de alícuotas (resta por verse su efectividad) la recaudación por esta línea debería continuar en terreno negativo en lo que resta de 2025.

Por el lado del gasto ocurrió algo similar. Debido a la fórmula de movilidad vigente en el primer trimestre del 2024, el gasto en jubilaciones y pensiones (con la consecuente caída en los ingresos de ese sector) alcanzó un mínimo histórico desde 2004 (Sin considerar los bonos). Como resultado del incremento de marzo-abril del 2024 y del cambio de fórmula de movilidad, el nivel de jubilaciones sin considerar los bonos se estabilizó en términos reales (a niveles del 2006). Además, por la composición de la fórmula, en términos reales difícilmente recuperen terreno incluso en contextos donde la actividad económica mejore su ciclo, porque sólo ajusta por inflación.

Sin embargo, como la principal caída ocurrió en enero y febrero de 2024, la comparación arroja un incremento del 30% interanual (+\$0,9 billones), lo que explicó la mayor parte del aumento del 13,5% en el gasto primario total (0,9 billones). Sin embargo, este incremento fue prácticamente compensado por la reducción en el pago de intereses de la deuda (-0,9 billones) que se beneficiaron de capitalización de intereses impulsada por el Sector Público Nacional. De todos modos, se trata de una cuestión contable por la decisión de utilizar instrumentos sin cupón de intereses que no tienen registro en el informe de ingresos y gastos. Si consideramos los intereses generados por la colocación de títulos públicos, el resultado financiero hubiera sido negativo por \$1 billón. Contablemente, por las características del instrumento sólo implica un aumento en la deuda pública.

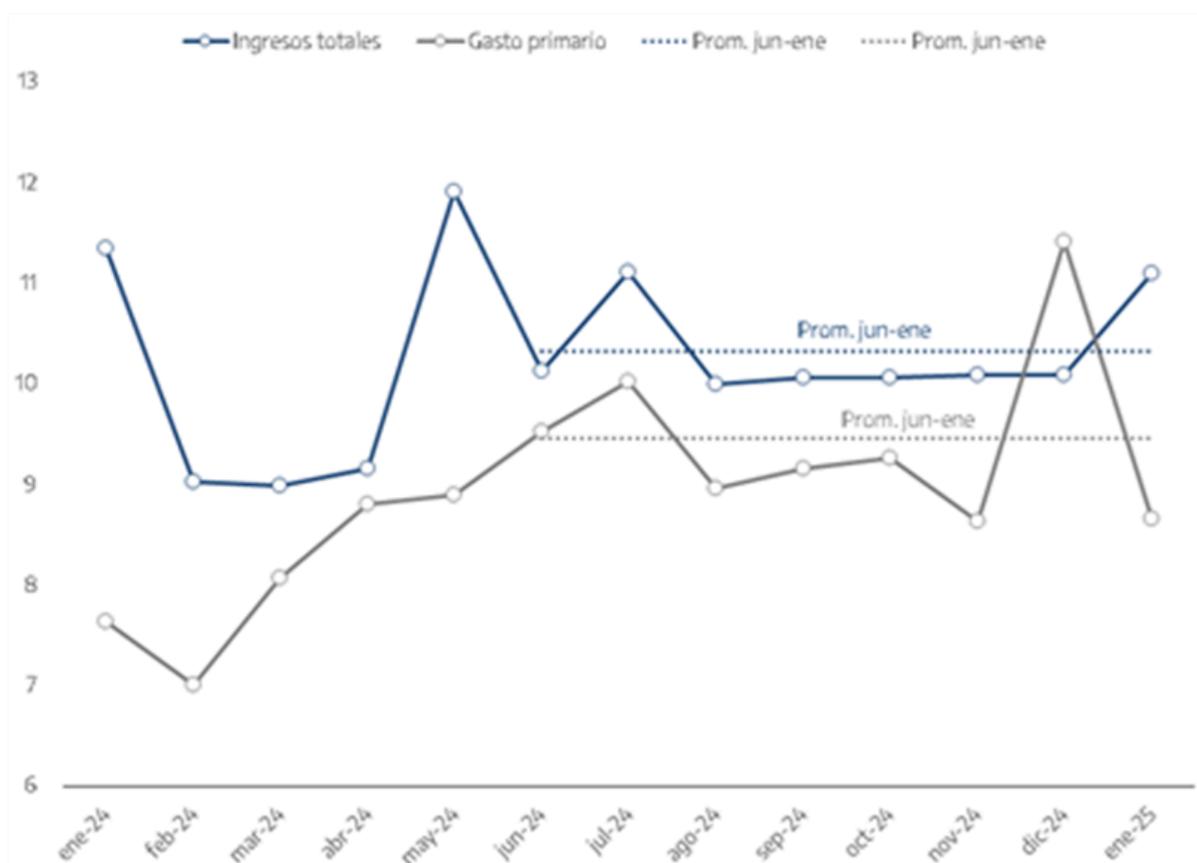
Ahora bien, respecto de la pregunta planteada en el inicio del informe sobre qué esperar respecto del comportamiento de ingresos y gastos, es previsible que estos datos no se repitan más allá del primer trimestre, que reflejan la comparación contra el ajuste más grande que realizó la licuación del gasto en los primeros meses de 2024 post devaluación y aceleración de precios, en particular sobre el gasto previsional y, en menor medida, sobre los ingresos.

Conviene entonces analizar los guarismos intermensuales para proyectar lo que viene. Al hacerlo, se observa que el gasto primario del SPN se ha mantenido prácticamente sin cambios en términos reales desde abril de 2024, salvo en períodos con estacionalidad elevada, como julio y diciembre por el pago del SAC (Salario Anual Complementario).

Entonces, ¿dónde está el desafío? En un contexto donde se espera un rebote de la actividad, el gobierno no debería necesitar continuar con el ajuste real del gasto para mantener el resultado fiscal positivo, aun cuando los ingresos se reduzcan. Sin embargo, que el gasto no siga cayendo no significa que no haya reasignaciones entre partidas.

Como se vio en enero, las jubilaciones y pensiones tendrán un rebote porque se compararán con niveles históricamente bajos. A esto se suma el impacto que tendrá en transferencias a provincias el fallo de la Corte Suprema, que obliga al gobierno nacional a compensar a la Ciudad de Buenos Aires por el traspaso de la Policía. En conjunto, estas dos partidas implicarán un gasto adicional de 5,5 billones de pesos (+0,4% del PBI).

**Gráfico I- Resultado fiscal.** En ARS billones de ene-25. Fuente: Ministerio de Economía



¿De dónde saldrían esos fondos? Principalmente, de una reducción en subsidios económicos. Gracias a los aumentos tarifarios de 2024 y principios de 2025, sólo con recomposiciones mensuales en línea con la inflación esperada se podría generar un ahorro similar al incremento de los gastos mencionados sin necesidad de un ajuste abrupto en tarifas. El principal motivo de esto no sólo es el ajuste tarifario de 2024, sino la reducción en los costos al encontrarse operativo del gasoducto proveniente de Vaca Muerta y un tipo de cambio que avanza al 1% mensual (cuando el sector posee gran parte de sus costos dolarizados).

Las otras dos grandes fuentes de reducción del gasto serán los programas sociales y los bonos para jubilados y pensionados que continúan prorrogándose, pero manteniéndose estables nominalmente, por lo que se licúan contra la inflación. En ese sentido, pese a que el haber jubilatorio aumenta con los precios, los ingresos totales del beneficiario caen por

la licuación del bono. Por esta línea, el Tesoro ahorrará aproximadamente \$2 billones (0,25% del PBI). También otros \$2 billones por el menor pago de intereses por la emisión de letras y bonos con interés capitalizable. Con esto, se podría financiar un aumento en gastos de funcionamiento y de capital, algo clave en un año electoral.

¿Por el lado de los ingresos? La administración parece apostar a compensar la pérdida de \$9 billones del impuesto PAIS (-1,1% del PBI) con mayores ingresos por contribuciones a la seguridad social (\$5 billones) y combustibles y ganancias (\$4 billones). Esta recuperación de dichos tributos se produciría no sólo por el rebote esperado en la actividad y en los salarios durante el 2025, sino que, en el caso de ganancias y combustibles, se conjugan con un aumento de la presión tributaria por parte del SPN.

Sin embargo, en función de lo presentado por el propio gobierno nacional también habría una merma cercana a los 2,5 billones en las rentas de la propiedad que percibe el tesoro, debido a menores tasas de interés y la reducción de depósitos públicos transferidos a la CUT, que no generan intereses para el fisco.

En resumen, partiendo de un resultado financiero de 2024 (que medido a pesos de 2025) de casi 2,5 billones el gobierno enfrentará una caída de ingresos de 2 billones, que compensará con una reducción en el pago de intereses de 2 billones. Así, el nivel de gasto primario que a priori podría mantenerse constante gracias al aporte de la reducción de subsidios y bonos a jubilados tiene un margen de 2,5 billones (2%) para crecer y cubrir las mayores demandas propias de un año electoral.

### *Una breve digresión estructural*

Una vez cubierto el análisis coyuntural, vale la pena detenerse a discutir cuál es el rol de la reducción del déficit dentro del programa macroeconómico. ¿Por qué el equipo económico lo considera el ancla del programa?

Para estructurar esta discusión, podemos recurrir a un importante documento de trabajo "Inflation Stabilization with Income Policy Support" (1987), Rudiger Dornbusch y Mario Enrique Simonsen quienes clasifican los planes de estabilización en función de dos ejes clave de política económica: la austeridad fiscal y las políticas de ingresos.

¿Por qué los autores ponen el foco en la política fiscal? Existen dos canales principales tradicionales que justifican su importancia: el canal de la demanda agregada y el canal monetario-cambiarlo.

Desde una perspectiva más tradicional, siguiendo a Blanchard y Galí (2005), la inflación puede entenderse como el resultado de las expectativas inflacionarias y la brecha entre el nivel de actividad y su producto potencial (similar a las posibilidades de producción de una economía) que se supone fijo en el corto plazo. Si la economía opera por encima de ese nivel potencial, se genera una presión inflacionaria. En este sentido, el sector público

puede actuar como un estabilizador del ciclo económico, ajustando el gasto para evitar sobrecalentamientos.

Sin embargo, la visión de la actual administración pareciera estar más alineada con los modelos monetarios. Según esta perspectiva, la inflación surge de la interacción entre la oferta y la demanda de dinero. En este marco, el déficit fiscal y su financiamiento juegan un papel clave, ya que pueden afectar la autonomía de la política monetaria para combatir la inflación. Sargent y Wallace (1981) desarrollaron la idea de que, en un mundo monetario donde el déficit sólo puede financiarse con emisión o deuda, y dado que la capacidad de los agentes para absorber deuda pública es limitada, los déficits recurrentes terminan generando una expansión monetaria y, en consecuencia, inflación. En este contexto, la política monetaria puede contener la inflación en el corto plazo, pero si el endeudamiento sigue creciendo, su efectividad se diluye con el tiempo.

En una economía abierta, los bancos centrales los pueden a su vez utilizar sus reservas internacionales como herramienta de esterilización. Sin embargo, si el desequilibrio fiscal persiste y se sigue emitiendo dinero para financiarlo, el banco central eventualmente agotará sus reservas y se verá obligado a liberar el tipo de cambio, generando una nueva aceleración inflacionaria.

Por lo tanto, estos modelos concluyen que la existencia de déficit del sector público que conlleva a una dominancia fiscal que no sólo genera inflación per se, sino que también limita drásticamente el campo de acción de la política monetaria y por tanto la reducción del déficit del sector público será una precondition para controlar la inflación.

Hasta aquí entonces, pareciera que reducir el déficit fiscal, es el único requisito para disminuir la inflación. En la práctica ¿Lo es? De acuerdo a Dorbusch y Simonsen “las políticas de ingreso” el mercado de trabajo también cumple un rol relevante.

Utilizando como fuentes a FMI (2022) y Blanchard & Bernanke (2024). El mercado de trabajo desempeñara un papel fundamental siendo uno de los principales canales de transmisión de la inflación. En particular, cuando la economía sufre shocks, las demandas de recuperación del salario pueden actuar como freno a las presiones inflacionarias o, en el peor de los casos, generar una espiral de precios y salarios que acelere el shock inicial. Esto significa que un shock inflacionario transitorio podría convertirse en un aumento permanente de los precios debido a sucesivas rondas de aumentos de costos y precios.

En este marco, para mitigar los efectos de un shock, las políticas monetarias y fiscales deben contribuir a desacelerar la actividad económica, de manera que se frenen las demandas salariales nominales. Ahora bien, en la práctica esto podría resultar inefectivo por un elemento central. ¿Cómo se conforman las demandas nominales de salarios? Aquí, ambos autores mencionarán que a medida que los trabajadores forman sus demandas salariales mirando la inflación pasada (existe una rigidez del salario en términos reales). Este efecto es típico de los procesos de inercia y los autores concluirán que en la medida que existe una inflación inercial la efectividad de la política fiscal para reducir la inflación

disminuye. Puntualmente, en estos contextos el golpe al nivel de actividad para poder desinflacionar resulta cada vez más elevado, favoreciendo el atraso cambiario.

Es por esto, que los planes de estabilización buscan operar sobre las expectativas y coordinar las acciones empresas y asalariados, para delinear un sendero nominal de desinflación y es por esto que proponen el uso de una o más "anclas". Calvo y Végh (1994) destacan principalmente dos tipos de anclas: i) Cambiarias y ii) Monetarias. La elección entre una u otra dependerá en gran medida del contexto económico específico de cada país, y cada tipo de ancla traerá consigo dificultades propias que deberán ser consideradas al momento de su implementación.

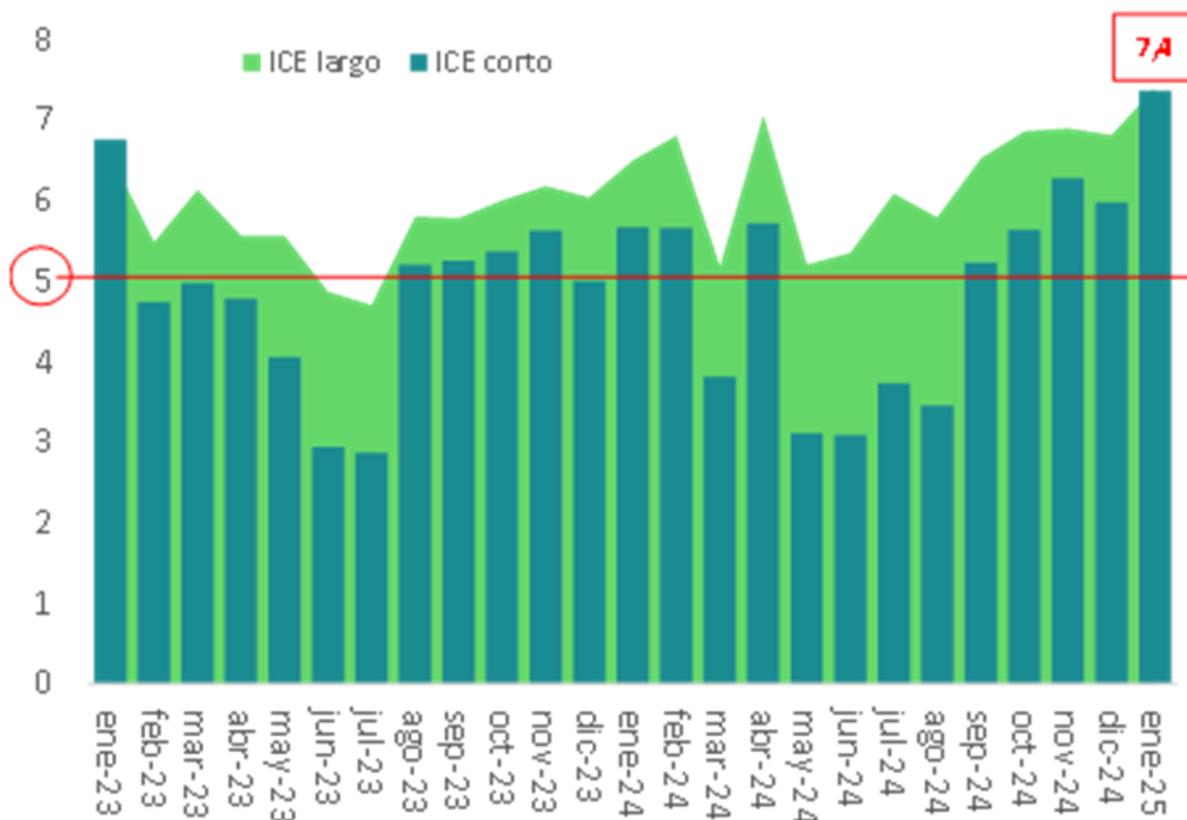
Volvamos entonces a la Argentina actual. Si bien indudablemente el plan económico necesita del esfuerzo de la política fiscal, -para lograr no sólo eliminar la monetización del déficit sino para absorber parte de la emisión originada por la compra de divisas del Banco Central por el superávit financiero que más que compensa el déficit comercial- no podría haber logrado la desinflación actual sin recurrir a un ancla cambiaria (la desinflación se observa más fuerte en los bienes que en los servicios).

Es por esto que la discusión sobre la sostenibilidad del tipo real ha tomado el centro de la discusión pública. Si el tipo de cambio luce atrasado, la brecha se despierta y las expectativas se desanclan, no existirá ajuste fiscal que valga. La experiencia de otros países (Chile a fines de los '70, México a fines de los '80s y principios de los '90s son ejemplos claros de esto) dan cuenta de que el superávit fiscal por sí solo no alcanza para resolver los problemas de sostenibilidad cambiaria. No obstante, sí representa un problema menos por la eliminación de un posible factor de presión sobre el tipo de cambio. Esto no obsta que el déficit de cuenta corriente financiado con préstamos en moneda extranjera y deuda privada tornen frágil al actual proceso de apreciación. En particular, una recuperación de la actividad económica tracciona la demanda de importaciones de bienes y servicios, mucho más si viene acompañado de un aumento en la demanda de crédito (ver informe N°866).

### **Índice de Condiciones Externas**

*Mejora del frente externo:* Durante enero, las condiciones externas para la economía argentina mejoraron. Los valores del Índice de Condiciones Externas (ICE) de corto y largo plazo sobrepasaron en 2,4 puntos (p.) el umbral neutral de 5 p. que separa el nivel de expansión del de contracción. Concretamente, como se observa en el gráfico 1, las dos definiciones alcanzaron 7,4 p. aunque, si se compara con el mes previo, el ICE corto exhibió una mayor potencia en la recuperación.

**Gráfico I. Contundente mejora del ICE.** NOTA: Umbral neutral (UN) = 5. UN>5: Expansión / UN<5: Contracción



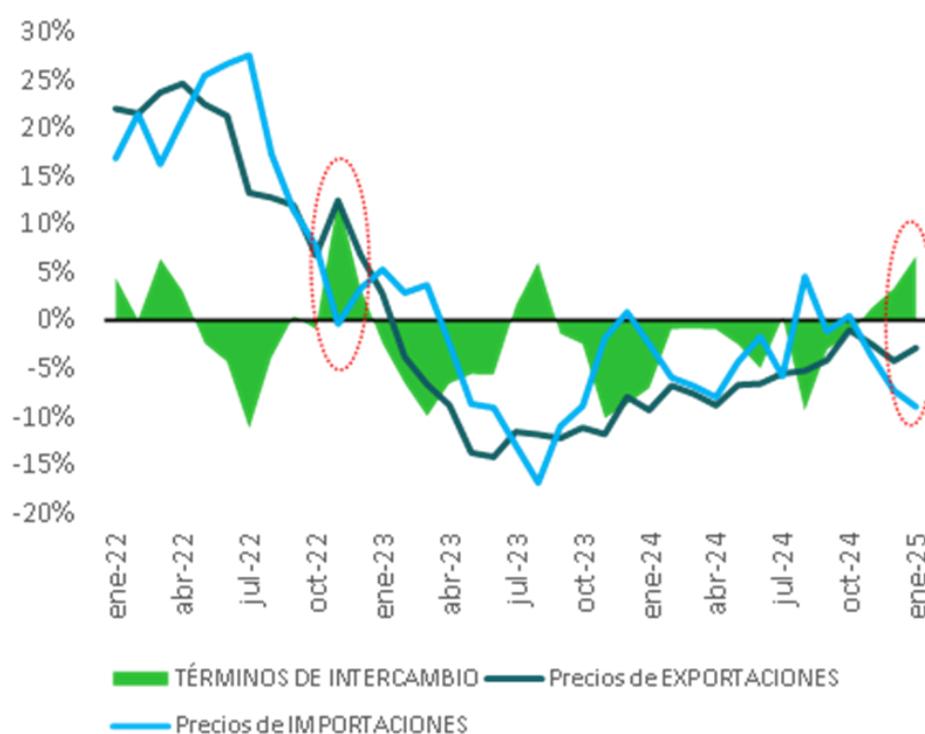
Fuente: Gerencia de Estudios Económicos. Elaboración propia.

Las contribuciones al impulso del índice provinieron, en primer lugar, de los términos de intercambio (TI); segundo, de la industria brasileña y, tercero, del comercio mundial. Por su parte, la liquidez global continuó teniendo un protagonismo neutro. Puntualmente, los TI constituyeron la variable clave en ambas definiciones del ICE, con más potencia en la definición corta porque su aporte prácticamente se triplicó con respecto al de diciembre. La industria brasileña adicionó al índice en enero valores semejantes a los de los últimos tres meses; sin embargo, bastante inferiores a los que acostumbraba a sumar en los meses previos a octubre de 2024 (dando cuenta del traspie sufrido como consecuencia de cuestiones macroeconómicas y la aceleración de la inflación en ese país). En lo que respecta a los volúmenes transados a nivel global, el comercio tuvo mayor influencia positiva en el ICE de corto plazo, pero se abre un amplio panorama de interrogantes debido a la anunciada política arancelaria de los Estados Unidos, mientras que, por último, el contexto financiero global, aportado en gran medida por las decisiones del comité federal de mercado abierto (FOMC) de la FED continuó siendo esquivo en materia de mejoras para el frente externo argentino (negativo, incluso), algo que, al parecer, podría

desmejorar si la economía de los Estados Unidos continúa desviándose de su meta de inflación.

*Los términos de intercambio, aportes y dudas:* En enero, los TI crecieron 6,7% con respecto al mismo mes de 2024. Esta suba resultó la más relevante desde noviembre de 2022 (la mayor en 26 meses). Ello fue resultado de precios de importaciones que retrocedieron año contra año más que los precios de las exportaciones (-9% frente a -2,9%, respectivamente). El precio de estas últimas, en particular, acumuló aproximadamente dos años de sucesivas caídas.

**Gráfico II. El mayor crecimiento de los TI en 26 meses.** Precio de las exportaciones y de las importaciones y términos de intercambio Var. % interanual



Fuente: Gerencia de Estudios Económicos. Elaboración propia en base a INDEC.

A modo de síntesis, la buena performance de los TI se debió, del lado de las importaciones, a las potentes caídas de los precios en los rubros de importación piezas y accesorios para bienes de capital (-14,9% i.a) y combustibles y lubricantes (-10,7% i.a), acompañadas por las bajas más leves de las compras al exterior de bienes intermedios (-3,8% i.a.), bienes de capital (-2,4% i.a.), compensadas, insuficientemente, por el bajo crecimiento en el segmento bienes de consumo (1,2% i.a.) y el más fuerte de las compras de vehículos automotores de pasajeros (13,0% i.a.). En materia de participaciones, podría decirse que se redujeron precios del 80% de las compras al exterior.

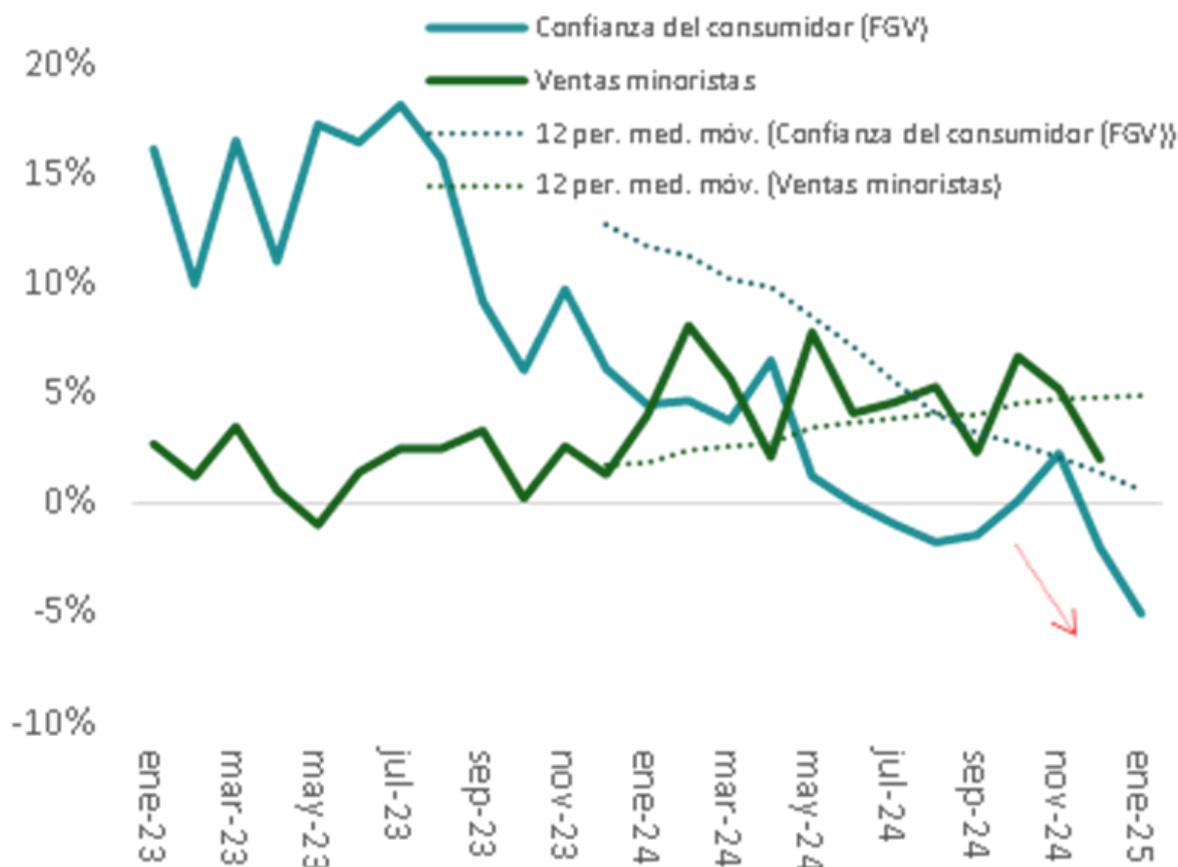
Como ya se mencionó, los precios promedios de los embarques al exterior también sufrieron bajas. Se observó en tres de los cuatro rubros que informa el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC). Por orden de importancia en el agregado, tuvieron lugar en manufacturas de origen agropecuario (MOA), productos primarios y combustibles y energía, totalizando -5,1% i.a., -11,7% y -7,9% i.a., en ese orden, representando alrededor del 76% del valor de las exportaciones totales de enero. Por otro lado, también destaca el hecho que si, en enero de 2025, esto último no hubiese ocurrido y el comercio exterior se enfrentaba a los TI vigentes en el mismo mes del año pasado (cuando cayeron -7% i.a.), el saldo de la balanza comercial habría sido deficitario en un monto superior a U\$D 200 millones (en vez del superávit de U\$D 142 millones difundido semanas atrás por el INDEC).

*Cautela con la evolución de la producción industrial brasileña:* En la segunda mitad del año pasado, la fortaleza de la producción industrial brasileña empezó a enfrentar amenazas. Si bien 2024 cerró con crecimiento, las expectativas industriales para el primer mes de 2025 mostraron signos de cautela. Aunque hubo señales de optimismo en lo inmediato, en el horizonte más distante (siempre en 2025), todo se moderaría. Los empresarios se mostraron más pesimistas debido a las elevadas tasas de interés determinadas por el Banco Central de Brasil (BCB), el nivel del tipo de cambio relativamente inestable y elevado y el persistente incumplimiento de la meta de inflación comprometida por el BCB. Suponen que el año será difícil, debido especialmente a que la percepción general del mercado está internalizando un escenario de desaceleración económica.

Si bien los empresarios están relativamente conformes con la demanda y sus niveles de inventarios, la evolución reciente de las ventas minoristas y la confianza del consumidor mostraron señales preocupantes. Como se observa en el gráfico 4, las ventas minoristas desaceleraron su ritmo desde la tasa de crecimiento promedio cercano a 5% interanual alcanzada en los once meses del año hasta menos de la mitad al finalizar el año (2% i.a.). Si bien la tendencia de doce meses mostró cierto amesetamiento (como lo indica el gráfico), todavía no se produjo un ingreso al sendero negativo. Sin embargo, desde el lado del comercio, se espera el mantenimiento de un escenario de desaceleración para los próximos meses debido a los aumentos de costos, la reducción del poder adquisitivo de las familias y a los desafíos asociados con el entorno global.

*Distinto es el caso de la confianza del consumidor.* Según la FGV, su fragilidad la captó, en concreto y de manera intensa, el dato de enero, pero, también, en menor medida, la segunda mitad de 2024. Desde julio, con excepción de octubre (cuando el indicador se mantuvo sin cambios con respecto al mismo mes de 2023), todas las variaciones mensuales interanuales mostraron caídas. En el primer mes de 2025, en particular, la contracción totalizó -5% i.a., la más elevada en años.

**Gráfico III. ¿Se ralentiza la economía brasileña?** Var. interanual y mensual desestacionalizada. Y media móvil de 12 meses. En %



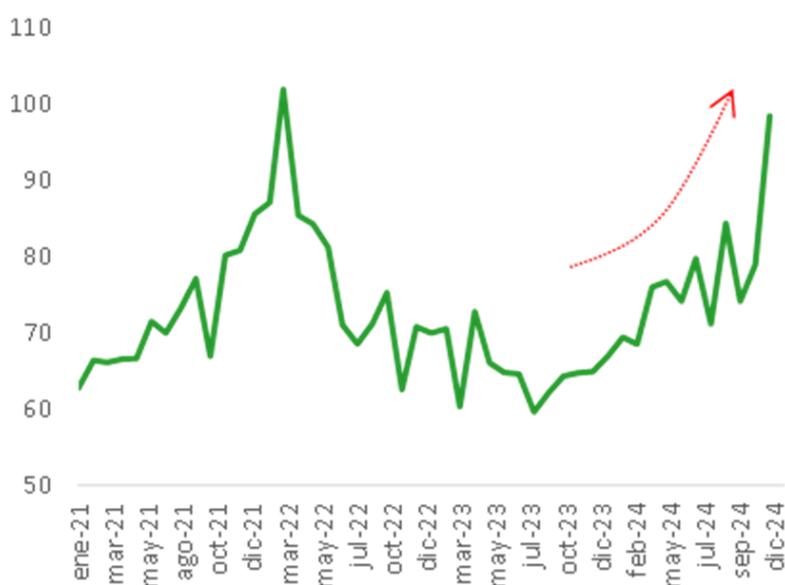
Fuente: Gerencia de Estudios Económicos en base a datos de Bloomberg.

En el campo de las proyecciones, el crecimiento económico esperado para fin de año ronda 2,3%, prácticamente en línea con lo esperado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y las encuestas de Bloomberg. Esto tendrá lugar, según este escenario, en un contexto que anticipa un tipo de cambio de R\$ 6 por dólar (con tendencia a estabilizarse hacia mediados de año) y una inflación minorista anual del orden de 5,5%, alrededor de un punto por encima de la actual. En este clima, el promedio del mercado está exigiendo compromiso y cautela. No sólo se le está solicitando responsabilidad en la búsqueda de una mayor austeridad fiscal al gobierno (se supone que el déficit fiscal primario orillaría el 9% del PIB a fin de año, o sea, sin demasiadas modificaciones en función de los últimos números conocidos), sino, también, a los intermediarios financieros debido al optimismo al que actualmente está expuesto el mercado de créditos.

Pese al endurecimiento de la política monetaria dispuesta por el BCB, en la que ya se anticipa una tasa de interés de referencia (SELIC) del orden de 15% anual para el cierre de 2025 (actualmente se encuentra en 13,25% anual), está adquiriendo preocupación el repunte de los préstamos a los hogares con elevada exposición al riesgo de impago. Según el Comité de Estabilidad Financiera (COMEF), “los hogares enfrentan una carga de la deuda elevada y creciente en todos los tramos de ingreso”. Ello también se conjuga, como además se indica, con un crecimiento más rápido de los mercados de capitales (con relación al crédito bancario), sin que haya indicios de un cambio en esa tendencia en lo inmediato, en el marco de un mercado laboral fortalecido y una política fiscal expansiva. El resultado, ni más, ni menos, desemboca en un crecimiento amplio y robusto del crédito destinado a apoyar el consumo y la demanda agregada (con su correspondiente presión sobre la inflación).

*Interrogantes sobre futuro del comercio mundial (y el multilateralismo):* El comercio mundial aportó positivamente al ICE en enero (especialmente en la versión corta del indicador). Sin embargo, ello podría interrumpirse. La Organización Mundial de Comercio (OMC) está advirtiendo acerca de “la ofensiva proteccionista” impuesta por las directivas del actual gobierno de los Estados Unidos. Las autoridades de la OMC (especialmente el director saliente), subieren proponer un diálogo con las autoridades de la principal economía del mundo, pero, al mismo tiempo entienden que la organización se encuentra impedida para abordar estas temáticas (ya planteadas por la anterior gestión anterior del actual gobierno).

**Gráfico IV. El déficit comercial de los Estados Unidos, en el centro del debate.** Balance comercial de bienes y de servicios de los Estados Unidos desestacionalizado. En miles de millones de U\$D



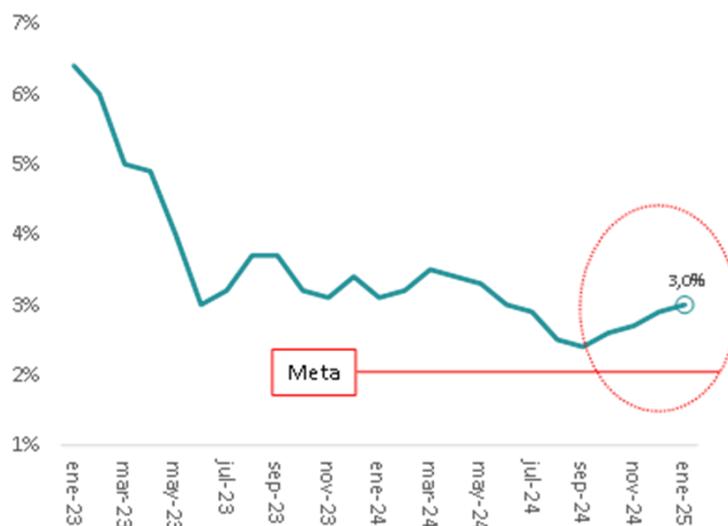
Fuente: Gerencia de Estudios Económicos en base a datos del BEA y Bloomberg.

Según el diagnóstico de la OMC, la política se basa en utilizar aranceles con el objeto de reducir el déficit comercial del país, que, como se observa en el gráfico 4 tendió a aumentar fuertemente en la segunda mitad de 2024, ubicándose en diciembre en -U\$D 98,4 miles de millones (para cerrar el año en -U\$D 918,4 miles de millones). El país le impuso estas medidas al acero y aluminio importados desde sus principales socios comerciales, prometiendo continuar con esta medida a partir de abril cuando grave las compras realizadas en el exterior de automóviles, semiconductores y productos del sector farmacéutico. En otras palabras, estas políticas se acelerarían a lo largo del año.

La OMC entiende que, en ese contexto, el futuro del multilateralismo se encuentra severamente cuestionado. Entre los interrogantes propuestos en esta compleja coyuntura, emerge el rol que cumplirán los Estados miembros de la Organización ante esta embestida del gobierno de los Estados Unidos. Si estos mantuvieran su pasividad, las autoridades de la OMC ofrecerían cierta resistencia. No obstante, en función de lo señalado previamente, reconocen que tendrán un limitado poder para mantener propuestas a nivel global a diferencia de la Organización de las Naciones Unidas (ONU), el Banco Mundial (BM) y el FMI, entre otros. Por esta razón, algunos especialistas que entendían que esto podía ocurrir han afirmado hace pocos días que “las dudas se hacen certezas y las certezas, dudas”.

*Mientras tanto, la FED se llamará a silencio hasta marzo:* Con las tasas de interés de referencia en el corredor de 4,25% / 4,5%, la FED mantendrá en pausa sus anuncios de política monetaria hasta mediados de marzo. Para el ICE, sus aportes (como en los meses anteriores) continuarán siendo neutros o negativos (básicamente, se mantendrán sin cambios). En gran medida, el silencio de la FED también va a contramano de lo que están exhortando las autoridades políticas de los Estados Unidos, quienes solicitan reducir el costo del dinero. Por lo pronto, una eventual expansión monetaria estaría todavía fuera de la bitácora de los miembros del FOMC. En esta línea, el presidente de la FED de San Luis señaló recientemente que la política monetaria debería seguir siendo “moderadamente restrictiva” hasta que se confirme que la inflación está convergiendo hacia el objetivo del 2%. Si bien el funcionario ha señalado que ve mayores riesgos de que el progreso pueda estancarse o incluso revertirse, los datos han sido claros y contundentes.

**Gráfico V. Estados Unidos: la inflación se aleja de la meta dispuesta por la FED.** Índice de precios al consumidor. Var. Interanual. En %



Fuente: Gerencia de Estudios Económicos en base a datos de Bloomberg

Como se observa en el gráfico 5, en enero la suba de los precios al consumidor trepó 3% anual, manteniéndose, de algún modo, en el sendero de registros informados a partir de septiembre (como se observa en el círculo rojo del gráfico). Desde ese momento, las sucesivas variaciones de la inflación minorista han tendido a alejarse de la meta del 2% anual, encendiendo las luces de alarma de la política monetaria. Conociendo estos registros y entendiendo los efectos del proceso de formación de expectativas, el mencionado funcionario de la FED de San Luis teme, en función de la lectura de su declaración, que la inflación continúe separándose de la meta (las líneas del gráfico) o, incluso, se estacione por encima de la misma, apañada, según su visión, por la actual solidez del mercado laboral (un dato que se analiza minuciosamente mes a mes).

La política comercial del gobierno introduciría más problemas, al parecer. Los efectos del arancelamiento de las importaciones de productos de bajo valor procedentes de China (conocida como los minimis) está siendo observada con detenimiento por la FED. Esto podría significar un déficit de oferta de estos productos dirigidos al consumidor por un importe cercano a U\$D 50 mil millones (en otras palabras, un exceso de demanda). Esto introduce interrogantes porque podría trasladarse a la inflación y continuar separando la línea de la inflación minorista mensual interanual de la meta mostrada en el gráfico 5. La máxima autoridad del poder ejecutivo del país ha sostenido en repetidas ocasiones que los aranceles los pagará el país productor. La FED estaría en general disintiendo de esa apreciación, pese a que algunos de sus funcionarios dudan sobre este eventual traslado a precios (y de la magnitud de este). Pero el objetivo de la FED, por lo general, se concentra en las expectativas de inflación, llamando mucho su atención la fuerte caída de la

confianza del consumidor ocurrida en los últimos meses (de manera sucesiva desde la asunción de este gobierno).

Por lo pronto, el mercado espera que en la próxima reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), la FED mantenga la tasa de interés en los mismos niveles hasta que se tenga una visión más extensa de las políticas de aranceles y de inmigración del gobierno. Contrariando a las observaciones oficiales más optimistas, algunos economistas han sostenido que la agenda arancelaria y los planes de deportación de trabajadores indocumentados, probablemente dispararán las presiones inflacionistas. De mantenerse este rígido escenario (contrapuesto entre la Casa Blanca y la FED), muy probablemente el ICE, en este aspecto, continúe mostrando aportes nulos o, incluso, negativos.

## Principales variables

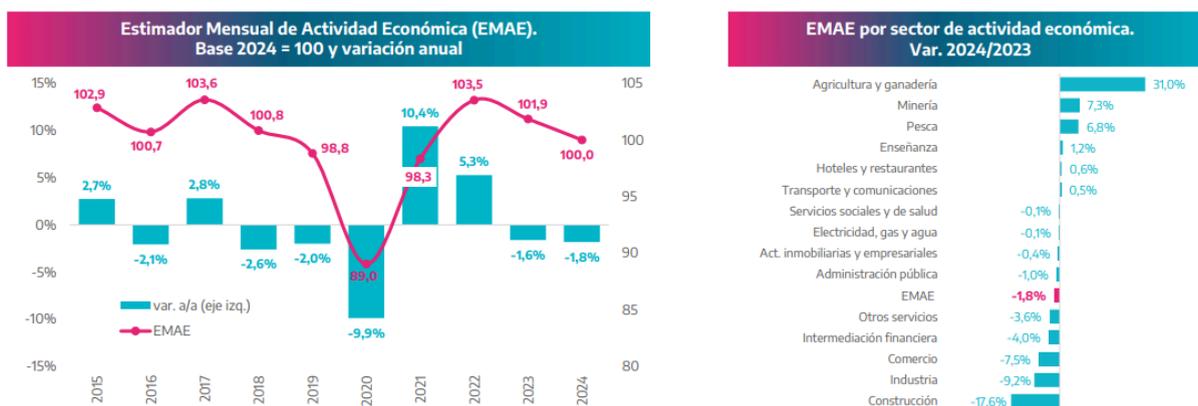
Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. l.a. % o Diferencia
<b>Actividad</b>					
PIB precios constantes	%	s.e. y v%a	III-24	3,9%	-2,1%
EMAE	%	s.e. y v%a	dic-24	0,5%	5,5%
<b>Salarios Privados</b>					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v%a	dic-24	2,8%	147,5%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v%a	dic-24	0,1%	13,7%
<b>Fiscal</b>					
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ene-25	1,3%	0,3 p.p.
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ene-25	-1,0%	-0,3 p.p.
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ene-25	0,3%	-0,1 p.p.
Intereses	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ene-25	-0,2%	0,0 p.p.
Resultado financiero	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ene-25	0,1%	-0,0 p.p.
<b>Precios</b>					
IPC Nivel General, Nacional	%	v%6m y v%a	ene-25	2,2%	84,5%
IPC Núcleo, Nacional	%	v%6m y v%a	ene-25	2,4%	75,0%
<b>Comercio exterior</b>					
Exportaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	ene-25	5.890	80.213
Importaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	ene-25	5.748	61.957
Balanza comercial (INDEC)	USD M	Mes y 12m	ene-25	142	18.256
<b>Balance cambiario</b>					
Bienes (BCRA)	USD M	Mes y 12m	ene-25	425	15.223
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	Mes y 12m	ene-25	-2.081	-17.528
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	Mes y 12m	ene-25	-169	1.810
<b>Tipo de cambio</b>					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diario	5-mar-25	1.064,4	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	Diario	5-mar-25	1,2	
CCL	ARS/USD	Diario	5-mar-25	1.235,0	
CCL real multilateral	Dic 01=1	Diario	5-mar-25	1,4	
<b>Reservas</b>					
Reservas brutas	USD M	Diario	6-mar-25	28.180	
Compra neta de divisas semanal	USD M	Diario	6-mar-25	414	
Liquidación CIARA semanal	USD M	Diario	6-mar-25	141	
<b>Títulos públicos</b>					
AL30	USD	Diario	5-mar-25	65,5	
GD30	USD	Diario	5-mar-25	66,5	
Riesgo País	USD	Diario	4-mar-25	737	
<b>Monetario</b>					
Tasa de política monetaria	% TEM	Diario	28-feb-25	2,4%	
TAMAR	% TEM	Diario	28-feb-25	2,5%	
Pases activos	% TEM	Diario	28-feb-25	2,8%	
<b>Internacional</b>					
Real Brasil	BRL/USD	Diario	5-mar-25	5,9	18,2%
Yuan China	CNH/USD	Diario	5-mar-25	7,3	0,7%
Soja (tn.)	USD	Diario	5-mar-25	372,2	-12,5%
WTI (Petróleo)	USD	Diario	5-mar-25	66,3	-7,3%

## 1.4. MONITOR PRODUCTIVO PBA.

### ACTIVIDAD ECONÓMICA

*Economía Nacional. Rebote de la actividad en diciembre y caída acumulada del 1,8% en 2024*

La economía nacional medida por el EMAE mostró una mejora mensual sin estacionalidad del 0,5% y una expansión interanual del 5,5% en el último mes del año pasado. De esta manera, la actividad acumuló en 2024 una contracción del 1,8% anual.

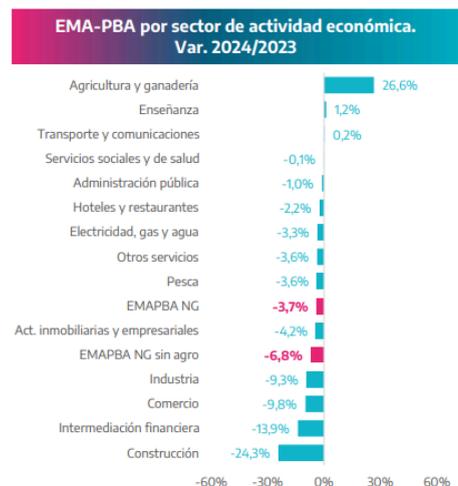
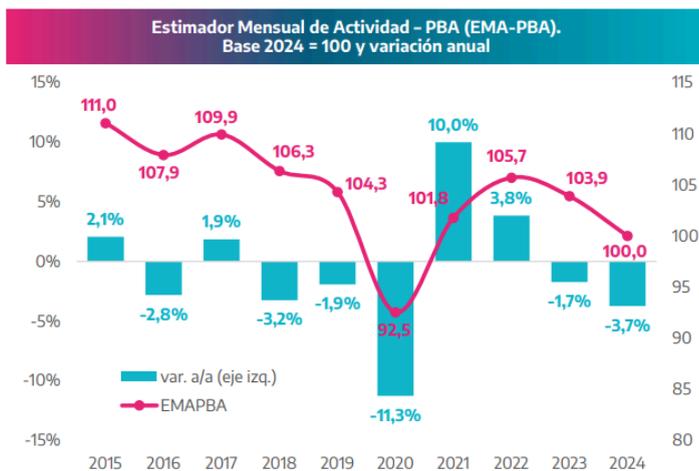


En diciembre de 2024 la economía registró una mejora explicada principalmente por la baja base de comparación. Esto permitió que 9 de las 15 actividades que conforman el EMAE presenten aumentos interanuales.

En el acumulado anual, el agro, la pesca y la minería fueron las ramas que más se expandieron permitiendo compensar en parte la mala performance de la construcción, la industria y el comercio.

*Economía Provincial. En la provincia la actividad se contrajo casi 4% en 2024.*

Pese a la mejora del 2,7% interanual de diciembre, la economía bonaerense se contrajo 3,7% el año pasado. Tal como se observó a nivel nacional, construcción, industria y comercio fueron las actividades que más incidieron en esta performance. Durante 2024 fue fundamental el aporte del agro para evitar una caída aún mayor (-6,8% es el descenso acumulado descontando la contribución de esta actividad).

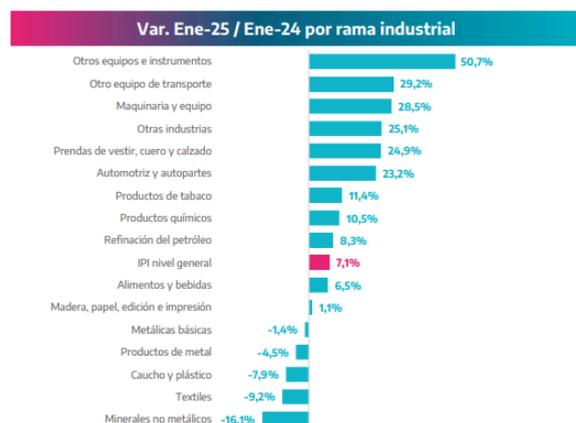


## INDUSTRIA

*Industria Nacional. La actividad manufacturera sigue debajo del nivel de noviembre de 2023*

En el primer mes de 2025, el IPI del INDEC se contrajo un 1,3% mensual sin estacionalidad, y se mantiene 1,5% debajo del nivel previo a la asunción de Milei. Si bien desde agosto del año pasado logró detener su caída, no se observa una mejora significativa en la producción industrial.

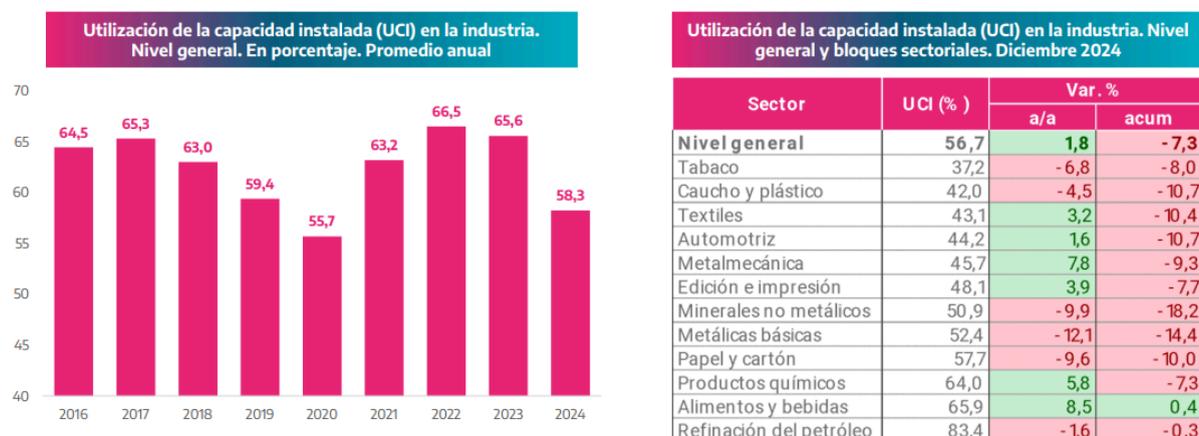
En términos interanuales, la actividad manufacturera creció un 7,1%, esperable dada la baja base de comparación (enero de 2024 fue el de menor actividad para un comienzo de año desde el inicio de la serie en 2016). De los 16 sectores relevados por el INDEC 11 registraron mejoras interanuales.



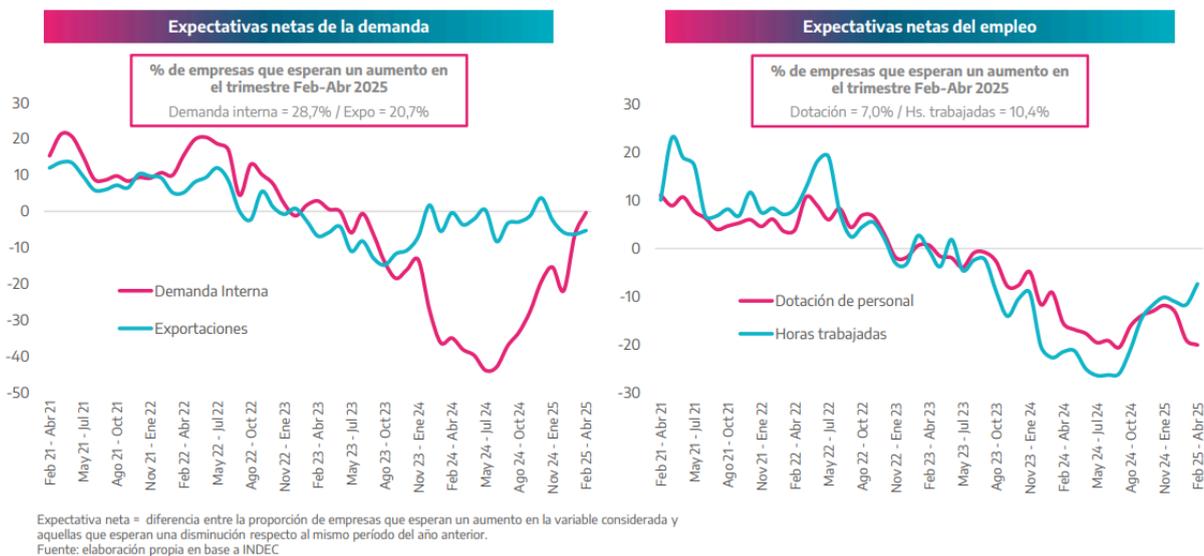
## Industria Nacional. El uso de la capacidad registró en 2024 su peor año desde la pandemia

La utilización de la capacidad instalada en la industria promedió un 58,3% el año pasado, mostrando un descenso de más de 7 puntos respecto de 2023. De esta manera, alcanzó su porcentaje más bajo desde 2020. En diciembre volvió a descender mensualmente mientras que mejoró casi 2 puntos interanual explicado por la baja base de comparación.

Durante 2024 se registraron caídas en 11 de los 12 bloques relevados por el INDEC, incluso 4 de las ramas utilizaron menos del 50% de su capacidad productiva a lo largo del año pasado. Sólo creció la UCI en el sector de alimentos y bebidas.

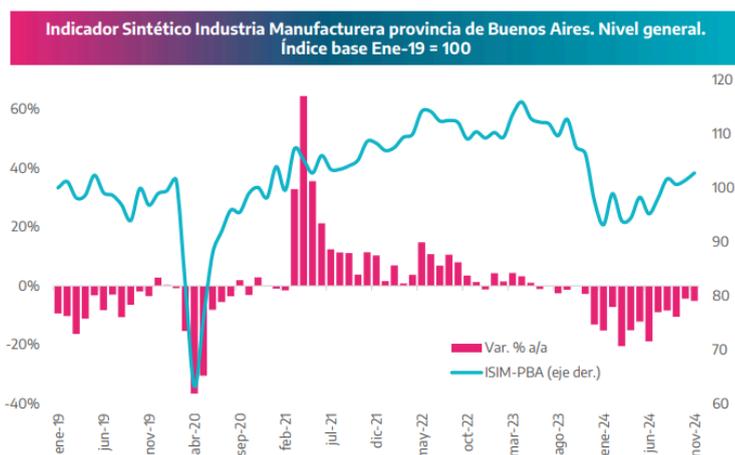


## Industria Nacional. Expectativas en terreno negativo para el trimestre Febrero-Abril



## Industria Provincial. Mejora mensual de la producción manufacturera

La industria bonaerense registró una suba mensual sin estacionalidad del 1,3% en noviembre de 2024. Sin embargo, mantuvo su caída en la comparación interanual (-5,1%), acumulando en los once primeros meses del año una contracción del 11,5%. Mejora interanual en producción de los bloques refinación de petróleo, metales comunes, máquinas y equipos y vehículos automotores.



**Indicador Sintético Industria Manufacturera de la Provincia de Buenos Aires (ISIM). Noviembre 2024**

Sector	Var. %	
	a/a	acum.
<b>ISIM - PBA</b>	<b>-5,1%</b>	<b>-11,5%</b>
Alimentos y bebidas	-3,8%	-6,5%
Tabaco	-9,8%	-3,2%
Textiles	-34,5%	-22,8%
Papel y cartón	-3,2%	-17,4%
Refinación de petróleo	1,0%	-2,0%
Productos químicos	-3,1%	-8,1%
Caucho y plástico	-3,5%	-20,1%
Minerales no metálicos	-24,8%	-28,8%
Metales comunes	4,1%	-20,1%
Máquinas y equipos	9,0%	-12,0%
Vehículos automotores	2,3%	-9,3%

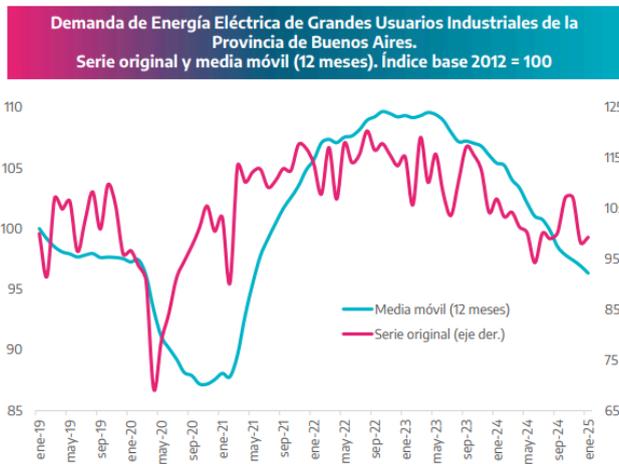
Las ramas vinculadas al procesamiento de hidrocarburos mostraron aumentos interanuales (con la excepción de los lubricantes) al igual que la fabricación de vehículos automotores. Se registraron también mejoras, luego de varios meses de caídas, en la producción de cemento y en la metalurgia. Por el contrario, la producción de acero, hierro y neumáticos mostraron una importante caída.

## Evolución de sectores industriales seleccionados de la Provincia de Buenos Aires. Enero 2025

Sector	Var. % a/a
<b>Agroindustria</b>	
Aceite de soja	-4,9%
Aceite de girasol	-92,3%
Molienda de trigo	5,2%
Faena bovina	-6,3%
Faena porcina	-12,7%
Faena de aves	8,3%
<b>Hidrocarburos</b>	
Refinación de petróleo	13,0%
Lubricantes	-1,2%
Asfaltos	114,7%
Fueloil	2,5%
Gasoil	2,1%
Nafta	11,8%
<b>Neumáticos</b>	-20,5%
<b>Cemento</b>	0,5%
<b>Siderurgia</b>	
Hierro primario	-25,0%
Acero Crudo	-30,6%
Laminados terminados en caliente (*)	-5,8%
<b>Metalurgia</b>	2,2%
<b>Automotriz</b>	34,4%

*Demanda de energía eléctrica en la industria provincial. El consumo energético no detiene su caída*

En enero de 2025, la demanda de energía eléctrica en las grandes industrias de la provincia descendió 7,1% interanual, manteniendo la tendencia descendente iniciada hace más de una año. La contracción estuvo apuntalada por el menor consumo de los sectores siderúrgico, papel y cartón, textil y productos de metal.



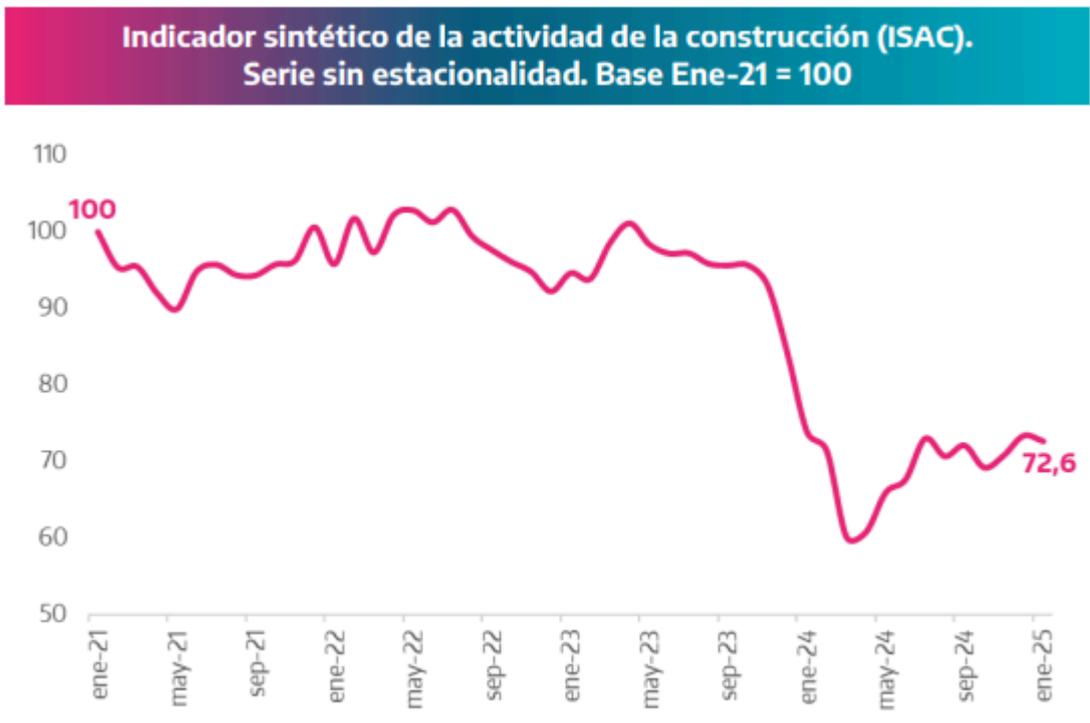
**Demanda de Energía Eléctrica de Grandes Usuarios Industriales de la Provincia de Buenos Aires. Enero 2025**

Sector	Var. % a/a
<b>Total Industria</b>	<b>-7,1%</b>
Alimentos y bebidas	1,7%
Automotriz	6,4%
Caucho y plástico	-3,1%
Cuero y calzado	6,8%
Materiales para la construcción	4,0%
Papel y cartón	-10,4%
Productos de metal	-8,6%
Productos químicos	5,6%
Refinados de petróleo	16,0%
Siderurgia	-35,6%
Tabaco	-23,9%
Textil	-11,0%

## CONSTRUCCIÓN

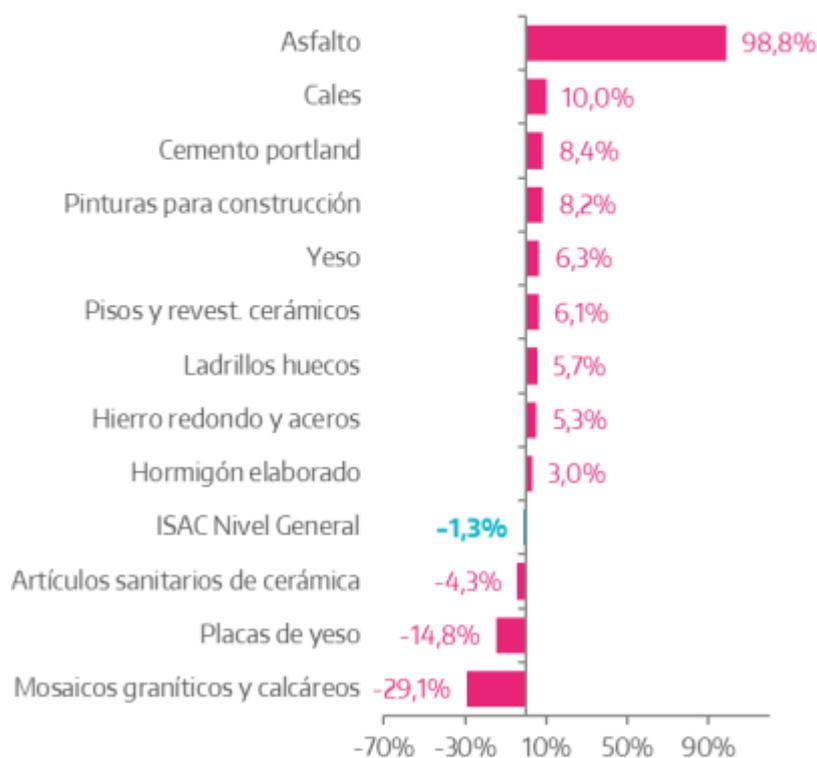
*Construcción Nacional. La construcción se contrae en el primer mes del 2025*

En enero el sector se contrajo un 1,0% mensual sin estacionalidad y un -1,7% interanual, registrando su peor comienzo de año histórico (desde 2012 cuando inicia la serie). Desde noviembre 2023, la construcción acumula una caída del 21,9%.

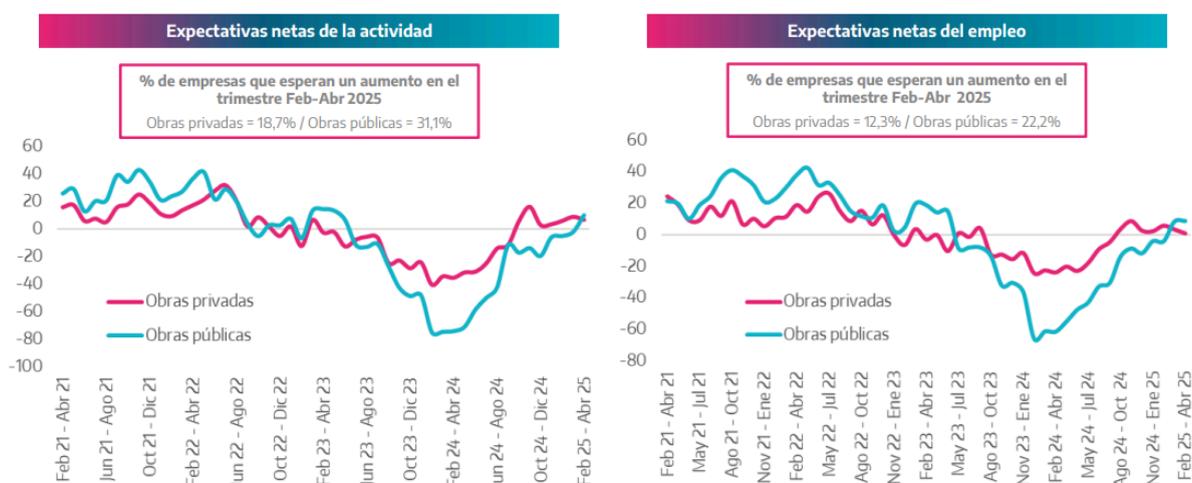


Al segmentar por insumo, se observa que 3 ramas impulsaron la caída (manteniendo la tendencia descendente que registran desde fines de 2023).

### Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) y demanda de insumos. Var. % Ene 25 / Ene 24



Construcción Nacional. Mejora en las expectativas para las obras públicas



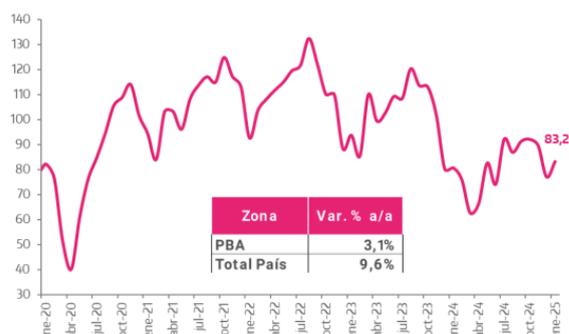
Construcción Provincial. Leve mejora en el abastecimiento de insumos en el comienzo del año

**Producción Transportada de Minerales (PTM)\* en la Provincia de Buenos Aires. En toneladas**



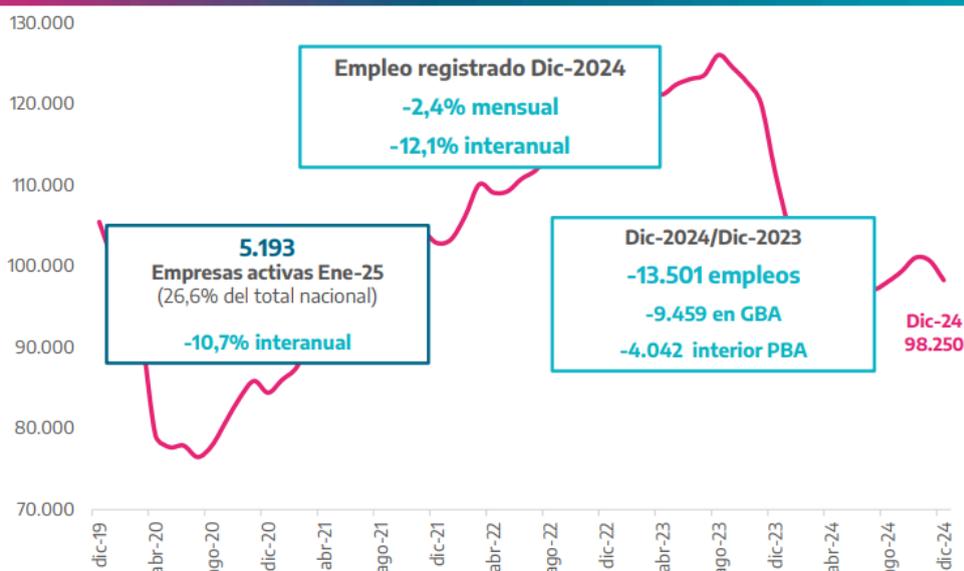
\* Corresponde a la producción transportada según Guías Mineras emitidas por cada empresa para cada establecimiento minero de la Provincia de Buenos Aires.

**Despacho de cemento en la Provincia de Buenos Aires. En toneladas. Índice base 2024 = 100**



Construcción Provincial. El empleo registrado en su peor diciembre desde la pandemia

**Empleo registrado en la construcción en la Provincia de Buenos Aires**

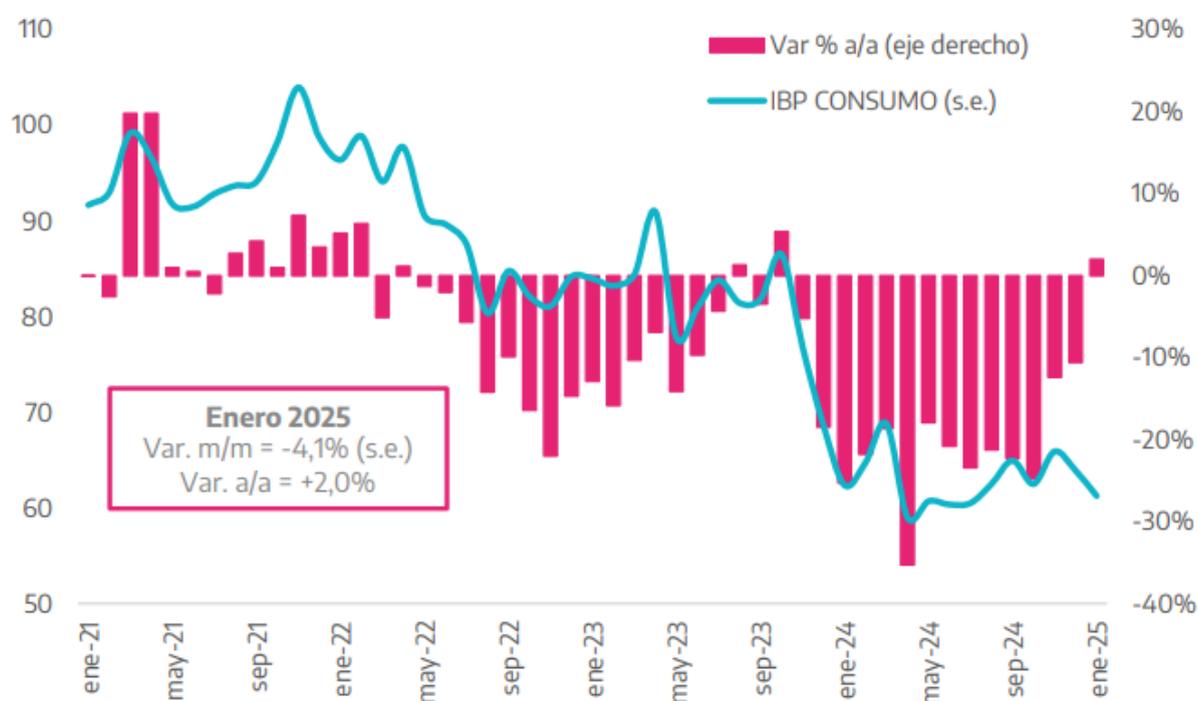


## CONSUMO

Consumo provincial. Leve repunte interanual del consumo con tarjetas

El índice de consumo con tarjetas tuvo un leve repunte del 2,0% con respecto a enero de 2024, volviendo a crecer en la comparación interanual luego de 14 meses. A pesar de eso, el IBP registró una disminución mensual sin estacionalidad del 4,1% en el primer mes de 2025.

**Índice Banco Provincia (IBP) de Consumo a valores constantes.  
Base 2024 = 100 y variación anual**

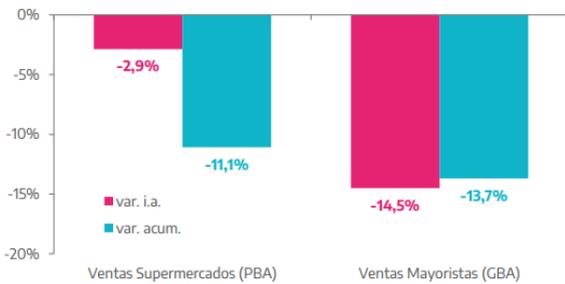


*Consumo Provincial. Las ventas en super y mayoristas tuvieron su peor año desde 2019*

En diciembre de 2024, las ventas en supermercados medidas a valores reales cayeron un 2,9% interanual. Se registraron descensos en electrónicos (-32,9%), indumentaria (-17,8%) y alimentos y bebidas (-10,4%). De esta manera, el año 2024 acumuló una caída del 11,1% con respecto a 2023.

En los mayoristas del GBA las ventas descendieron un 14,5% en la comparación interanual, con mermas en alimentos y bebidas (-16,1%), artículos de limpieza (-17,8%) e indumentaria (-2,2%). Acumuló así una caída anual del 13,7%.

**Variación de las ventas a valores constantes en supermercados de la Provincia de Buenos Aires y en autoservicios mayoristas del GBA. Diciembre 2024**



**Variación de las ventas a valores constantes en supermercados de la provincia y en autoservicios mayoristas del GBA. Ene-Dic 2024 / Ene-Dic 2023**



*Consumo de bienes durables. Se sostiene el aumento en el patentamientos de autos y motos*

En febrero de 2025, las inscripciones iniciales de autos en la provincia aumentaron un 73,5% interanual, registrando 12.777 inscripciones. En los dos primeros meses del año acumulan un incremento del 82,1%

En el caso de las motos, los patentamientos crecieron 9,8% respecto de febrero del año pasado, alcanzando las 12.562 unidades. En el primer bimestre el aumento acumulado llegó al 35,9%.

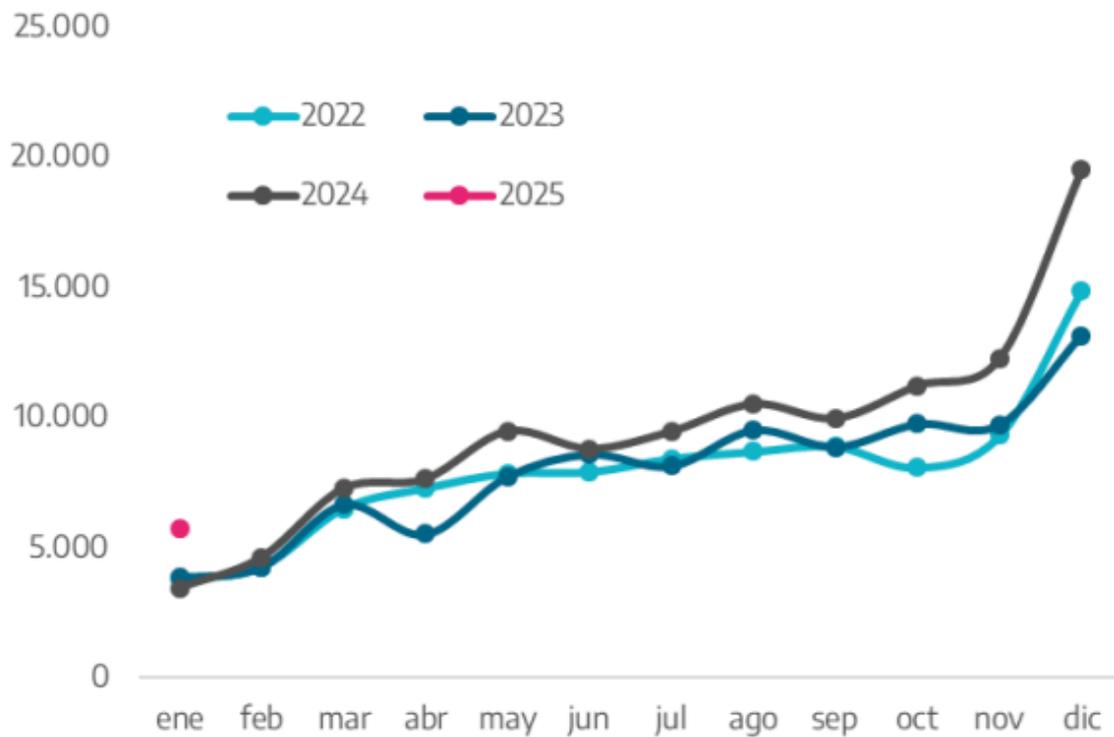
**Inscripciones iniciales de automóviles y motos 0 km en la Provincia de Buenos Aires**



*Consumo de bienes durables. Las operaciones inmobiliarias siguen creciendo*

El mercado inmobiliario de la provincia comenzó el año con un total de 5.749 operaciones de compraventa de inmuebles, superando en 68,0% el número del mismo mes de 2024. De esta manera, el sector tuvo su mejor enero desde 2018.

### Operaciones de compraventa de inmuebles en la Provincia de Buenos Aires



Consumo energético. Aumento de la demanda de energía eléctrica y las ventas de combustibles

En enero de 205 se registró un aumento en las ventas de naftas (+3,7% i.a.) y de gasoil (+1,3% i.a.).

### Venta de combustibles en la Provincia de Buenos Aires. Enero 2025

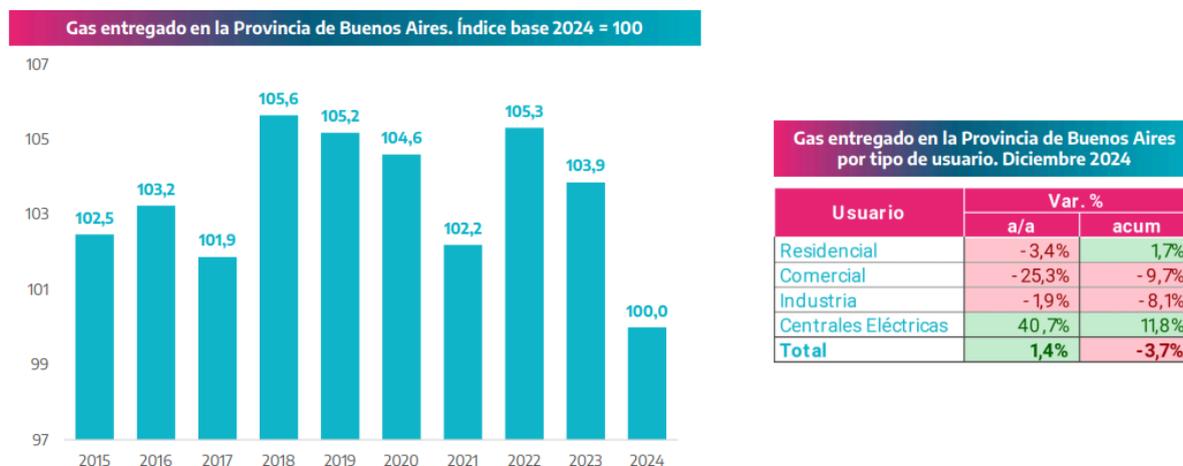
Combustible	Var. % a/a
Gasoil	1,3%
Naftas	3,7%

El consumo de electricidad registró un aumento de 2,4% interanual en la provincia de Buenos Aires. Esto se debió, principalmente al crecimiento del consumo residencial y en menor medida al incremento de la demanda del sector comercial, segmentos que

compensaron la caída registrada del consumo de los grandes usuarios industriales y comerciales.

Demanda Energía Eléctrica. Var. % interanual Enero 2025				
Región	Tipo de Usuario			
	Comercial	Industrial/ Comercial Grande	Residencial	Total
AMBA (GBA+CABA)	1,7%	-2,5%	5,0%	2,6%
Resto PBA	0,8%	-3,8%	9,1%	2,0%
<b>AMBA+Resto PBA</b>	<b>1,4%</b>	<b>-2,9%</b>	<b>5,7%</b>	<b>2,4%</b>
<b>Total País</b>	<b>5,3%</b>	<b>0,6%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,0%</b>

Consumo energético . La demanda de gas tuvo su peor año de la última década



En el mes de diciembre la demanda de gas creció un 1,4% interanual de la mano del aumento en el consumo de centrales eléctricas.

A pesar de esta leve mejora, en el acumulado anual se registró una disminución del 3,7% consecuencia de la fuerte caída del consumo industrial y residencial. Como resultado, 2024 es el período con menor demanda de los últimos diez años.

## EXPORTACIONES

Exportaciones Provinciales. Las ventas externas con mejora de dos dígitos en 2024

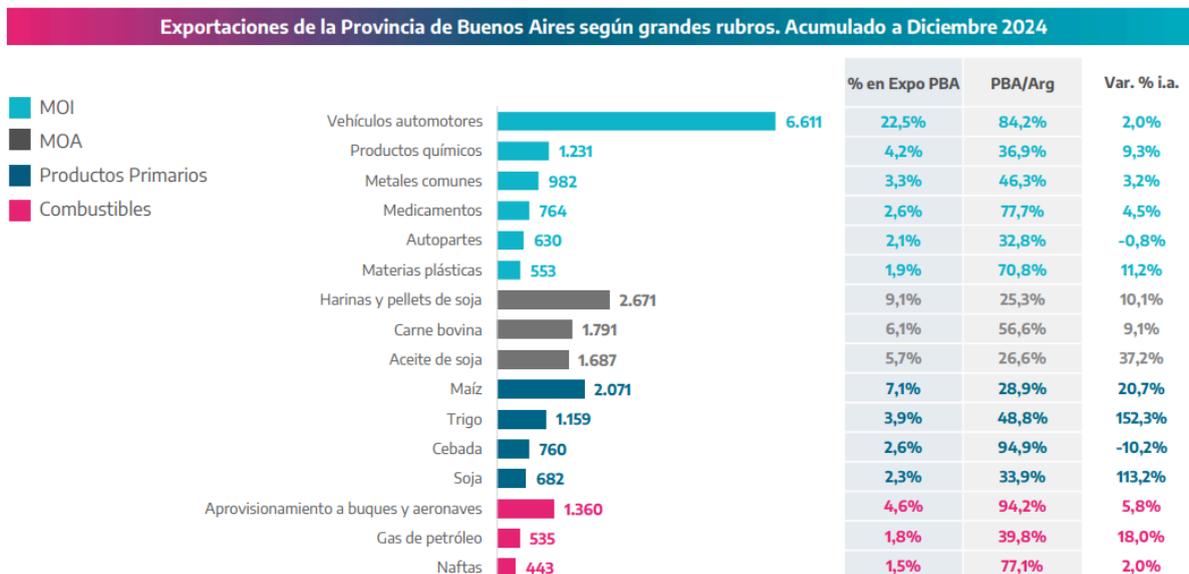


Las exportaciones de la Provincia de Buenos Aires alcanzaron los USD 2.657 millones en diciembre del año pasado y crecieron 31,2% interanual, aportando el 37,8% del total nacional. Como resultado, en el acumulado de 2024 el monto exportado por la provincia ascendió a USD 29.369 millones (36,8% del total a nivel nacional), registrando un aumento del 11,7% respecto de 2023.

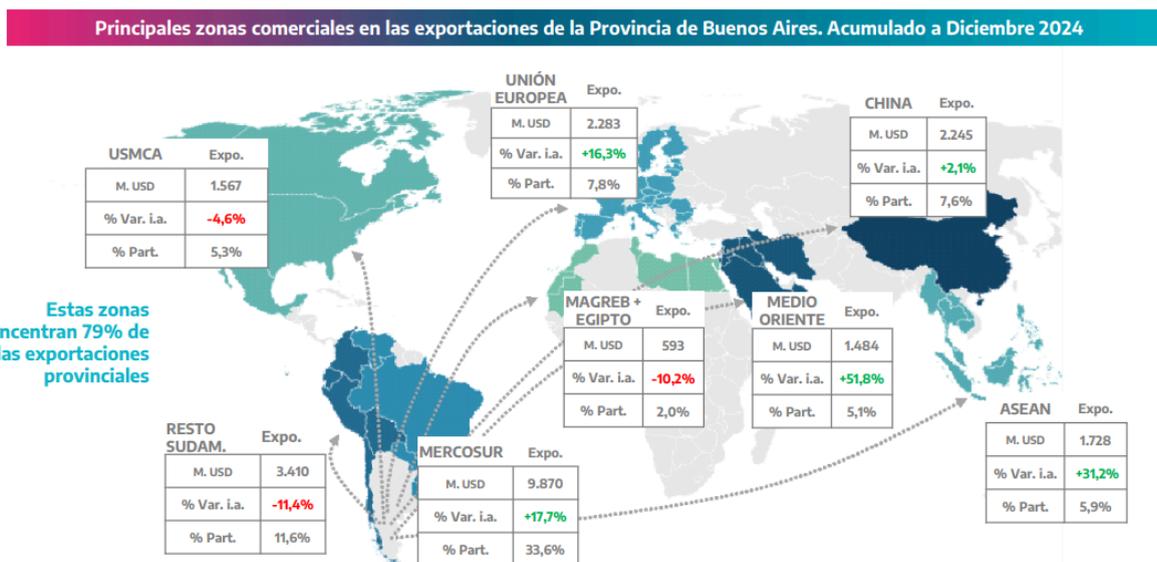
Productos primarios y agroindustriales impulsaron el crecimiento

Exportaciones de la Provincia de Buenos Aires según grandes rubros. Acumulado a Diciembre 2024				
				
	Productos primarios (PP)	Manufacturas de origen agropecuario (MOA)	Manufacturas de origen industrial (MOI)	Combustible y energía (CyE)
Millones de USD	5.447	9.431	11.471	3.020
Variación Interanual	38,9%	12,1%	3,2%	6,0%
Participación en el total	 18,5%	 32,1%	 39,1%	 10,3%
Participación en el rubro a nivel nacional	 29,8%	 31,8%	 52,0%	 31,2%

Entre las MOI crecieron automóviles, químicos y metales comunes



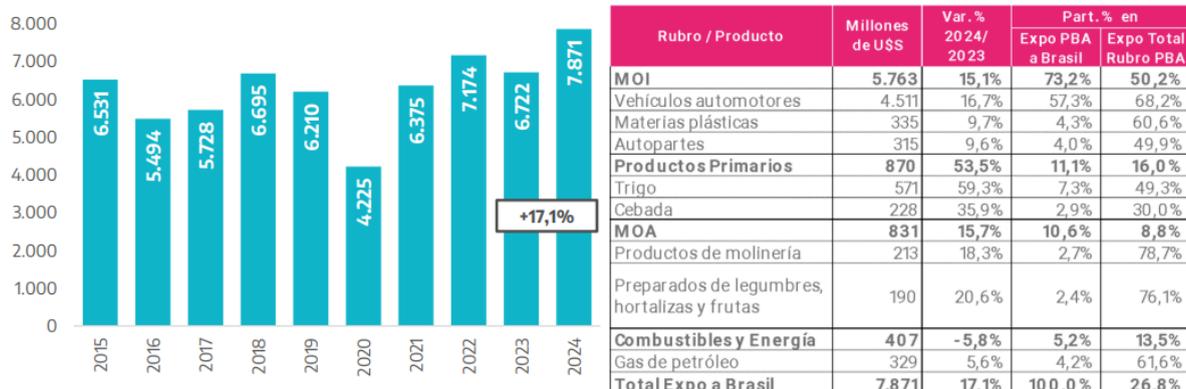
Crece los envíos al MERCOSUR, Asia y la Unión Europea



Fuerte aumento de las ventas a Brasil

En 2024, las exportaciones a Brasil crecieron un 17,1% respecto del mismo período de 2023, alcanzando los USD 7.871 millones (mayor monto en la última década). Los vehículos automotores concentraron el 57,3% de los envíos al vecino país, registrando un crecimiento anual del 16,7%.

### Exportaciones de la Provincia de Buenos Aires a Brasil. Acumulado a Diciembre de cada año. En millones de USD



## EMPLEO NACIONAL

Sin cambios mensuales en noviembre

El trabajo registrado del sector privado (6,27 millones de personas) se mantuvo sin cambios en la comparación mensual de noviembre (sin estacionalidad). Por el contrario, en la comparación interanual continuó descendiendo aunque a una menor velocidad: -1,9% vs nov-23, casi 120.000 empleos perdidos en un año.

En noviembre, siguió siendo mayoría el número de actividades que redujeron el nivel de empleo tanto en la comparación mensual como la interanual, confirmando la tendencia observada en los últimos meses de ramas ganadoras y perdedoras de la política económica implementada por el gobierno nacional desde que asumió.

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. Noviembre 2024

Actividad	Variación			Part. % en Empleo Total
	Nov-24 / Oct-24	Nov-24 / Nov-23		
		Absoluta	%	
Construcción	0,2%	-68.453	-15,3%	6,1%
Industria	-0,1%	-25.222	-2,1%	18,7%
Actividades inmobiliarias y empresariales	-0,1%	-14.483	-1,6%	14,2%
Transporte y comunicación	0,0%	-10.968	-2,1%	8,3%
Servicios comunitarios, sociales y personales	-0,3%	-9.734	-2,6%	5,9%
Hoteles y restaurantes	-0,1%	-8.082	-2,8%	4,5%
Servicios sociales y de salud	0,0%	-4.786	-1,4%	5,3%
Enseñanza	-0,1%	-3.430	-0,8%	6,8%
Intermediación financiera	-0,2%	-1.529	-1,0%	2,4%
Electricidad, gas y agua	0,1%	-989	-1,3%	1,2%
Minería	-0,4%	239	0,3%	1,5%
Pesca	3,5%	1.740	14,2%	0,2%
Agropecuario	0,2%	12.265	4,0%	5,1%
Comercio	0,3%	13.559	1,1%	19,9%
Sin especificar	369,5%	241	167,4%	0,0%
<b>Total</b>	<b>0,0%</b>	<b>-119.632</b>	<b>-1,9%</b>	<b>100,0%</b>

## Empleo Provincial. Leve caída mensual en la provincia durante noviembre

### Empleo Sector Privado PBA Noviembre 2024

**1.975.199** trabajadores  
(31,5% total nacional)

**-2,4%** i.a.

### Noviembre 2024 vs Noviembre 2023

La PBA aportó el **40,1%** de los empleos registrados perdidos por el sector privado a nivel nacional

**PBA**  
**-48.022**  
**Total País**  
**-119.632**

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

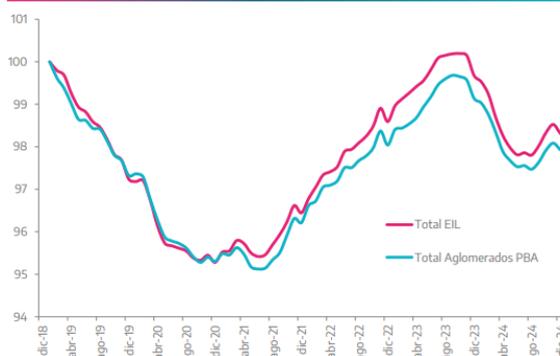


## Empleo Provincial. El empleo en aglomerados de PBA cerró el año en baja

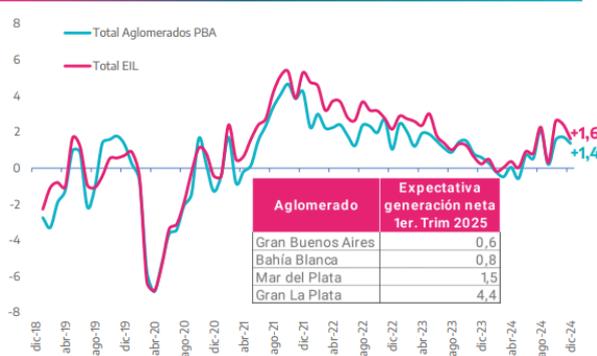
En diciembre, el empleo registrado del conjunto de aglomerados de la PBA se contrajo un -0,2% mensual y un -1,2% interanual. Fue el peor cierre de año desde 2021

Las expectativas de generación de empleo para el primer trimestre de 2025 se ubicaron en terreno positivo en los cuatro aglomerados de la provincia.

### Encuesta de Indicadores Laborales (EIL). Empleo registrado del sector privado. Índice base Ene-19 =100



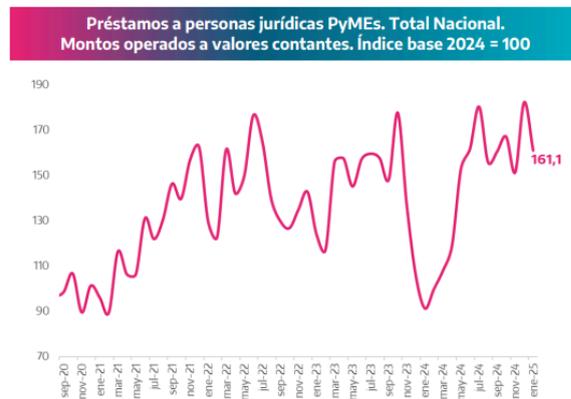
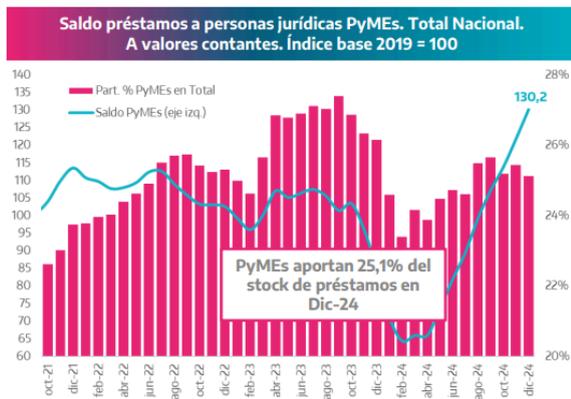
### Expectativas netas de generación de empleo (\*). Promedio aglomerados de la Provincia de Buenos Aires y Total EIL



## SECTOR FINANCIERO

### Financiamiento Bancario PyME. Se sostiene la suba en préstamos para PyMEs

El saldo del total de préstamos medido a valores reales tuvo un repunte del 59,8% interanual en diciembre de 2024, mientras que en el segmento PyMEs creció un 53,5% (en tanto, mejoró un 6,9% intermensual).



En el caso de los montos de créditos operados por el segmento PyME a nivel nacional, en enero de 2025 crecieron un 76,5% interanual (medido a valores reales).

*Financiamiento PyME en el Mercado de capitales Caída interanual en el comienzo de 2025 tras 9 meses de aumentos seguidos*

El financiamiento obtenido por las PyMEs a través del mercado de capitales se contrajo un 4,5% interanual en enero

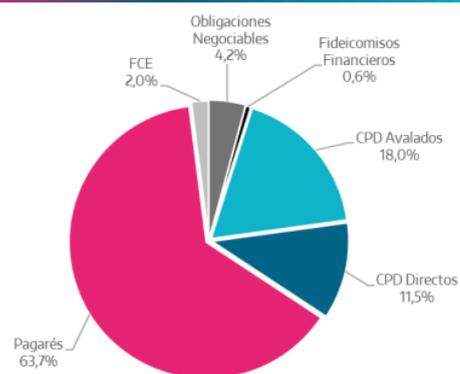
2025 a valores reales (primera caída desde marzo de 2024), luego de acumular un crecimiento del 28,4% el año pasado.

Las PyMEs aportaron el 23,2% del financiamiento total en el primer mes de 2025. Los pagarés fueron la herramienta más utilizada.

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

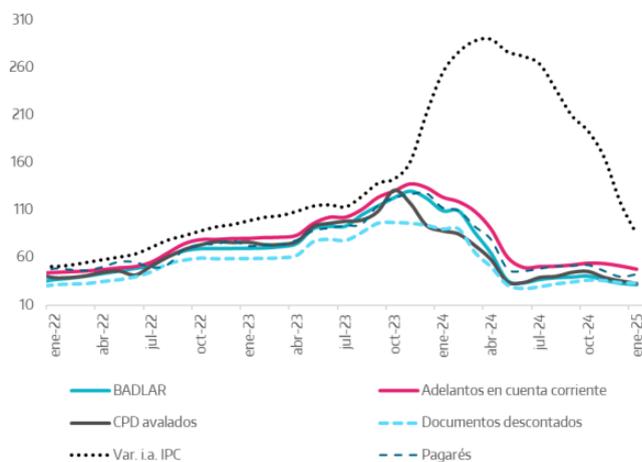
Herramienta	Var. % a/a
<b>Total</b>	<b>- 4,5%</b>
<b>Cheques de pago diferido (CPD)</b>	<b>- 3,9%</b>
Avalados	7,3%
Directos	- 17,5%
<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>474,6%</b>
<b>Fideicomisos Financieros</b>	<b>90,6%</b>
<b>Pagarés</b>	<b>- 11,1%</b>
<b>Facturas de crédito electrónicas (FCE)</b>	<b>50,6%</b>

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



Costo de financiamiento Pyme. Las tasas de interés mantienen su tendencia descendente

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



Variable	Tasa Ene-25 (%)	Dif. en puntos porcentuales vs	
		dic-24	ene-24
BADLAR	31,5	-1,3	-77,5
Adelantos en cuenta corriente	47,7	-3,4	-76,0
Documentos descontados	33,1	-0,4	-56,6
Pagars	42,5	2,6	-69,8
Cheques de pago diferido (CPD) avalados	32,5	-2,8	-55,5

## 1.5. INFORME FISCAL.

En enero 2025, el Sector Público Nacional No Financiero alcanzó un resultado primario, que excluye el pago de intereses de la deuda, de \$2.43 billones. Sin embargo, luego del pago de intereses de la deuda que alcanzó los 1,83 billones de pesos (-33% respecto al año anterior), el resultado financiero cerró con un superávit de 599.753 millones de pesos.

**Resultado fiscal** | Mes de enero 2025

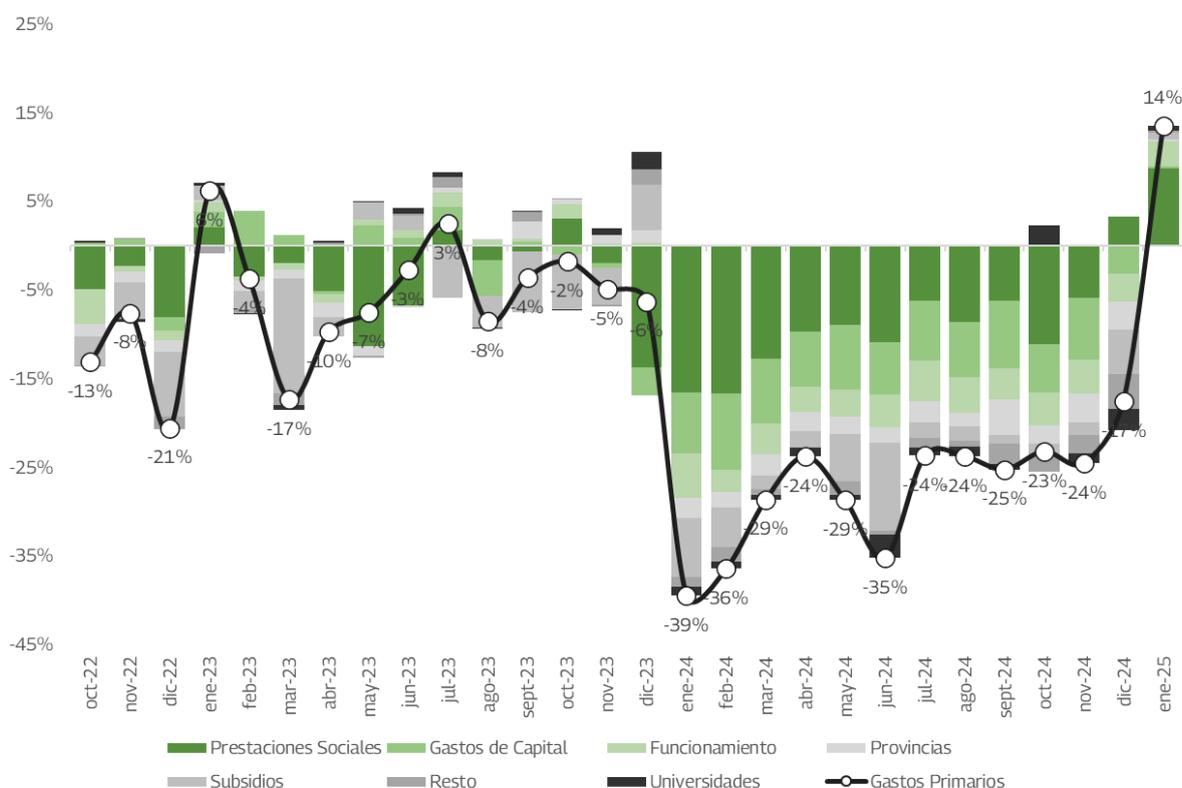
Concepto	Miles de M\$	Var i.a. real
	ene-25	acumulado
<b>Ingresos Primarios</b>	<b>11.100.432</b>	<b>-2%</b>
<b>Tributarios</b>	<b>10.441.082</b>	<b>0%</b>
Iva Neto de Reintegros	2.453.627	4%
Ganancias	874.276	28%
Aportes y Contribuciones	4.379.546	37%
Derechos de Exportación	543.903	-54%
Derechos de Importación	413.646	-15%
Resto de ingresos Tributarios	1.776.084	-30%
<b>Rentas de la Propiedad</b>	<b>185.594</b>	<b>-58%</b>
<b>Ingresos No Tributarios</b>	<b>278.130</b>	<b>2%</b>
<b>Transferencias Corrientes</b>	<b>19.828</b>	<b>-76%</b>
<b>Resto de Ingresos Corrientes</b>	<b>175.798</b>	<b>65%</b>
<b>Gastos Corrientes</b>	<b>10.331.070</b>	<b>1%</b>
<b>Gastos de Consumo y Funcionamiento</b>	<b>1.784.668</b>	<b>12%</b>
Salarios	1.341.592	5%
Bienes y Servicios	443.075	41%
<b>Intereses de la deuda</b>	<b>1.835.112</b>	<b>-33%</b>
<b>Prestaciones Sociales</b>	<b>5.675.504</b>	<b>15%</b>
Jubilaciones y pensiones contributivas	3.452.664	30%
Asignaciones familiares y AUH	603.737	27%
Pensiones no contributivas	309.687	4%
Resto	1.309.417	-13%
<b>Transferencias Corrientes</b>	<b>880.195</b>	<b>3%</b>
Subsidios Económicos	418.328	-11%
Transf A Provincias	140.697	23%
Transf A Universidades	321.169	19%
<b>Otros gastos Corrientes</b>	<b>155.592</b>	<b>29%</b>
<b>Resultado Económico</b>	<b>769.361</b>	
Ingresos de Capital	60	307%
Gastos de Capital	169.668	19%
Gastos Primarios	8.665.627	14%
Gastos Totales	10.500.739	1%
Ingresos Totales	11.100.492	-2%
<b>Resultado Primario</b>	<b>2.434.865</b>	
<b>Resultado Financiero</b>	<b>599.753</b>	

Los ingresos totales alcanzaron los \$11.1 billones, con una caída del 2% en términos reales respecto al mismo mes del año anterior. Dentro de estos, los ingresos tributarios representaron la mayor parte con \$10.44 billones, manteniéndose prácticamente estables en términos reales (0%). Sin embargo, al desagregar la recaudación tributaria, se observan dinámicas diferenciadas entre los principales tributos. Mientras que el Impuesto al Valor Agregado (IVA) neto de reintegros registró un crecimiento real del 4%, el Impuesto a las Ganancias presentó un aumento considerable del 28%. A su vez, los aportes y

contribuciones a la seguridad social experimentaron un incremento significativo del 37%, lo que sugiere mejoras en los salarios registrados.

Por otro lado, los impuestos vinculados al comercio exterior mostraron un deterioro sustancial. Los derechos de exportación se desplomaron un 54% en términos reales. En la misma línea, los derechos de importación cayeron un 15%. Mientras que, el resto de los ingresos tributarios sufrió una disminución del 30%, principalmente por la finalización del impuesto PAIS.

**Contribución a la variación del gasto primario | % ia**



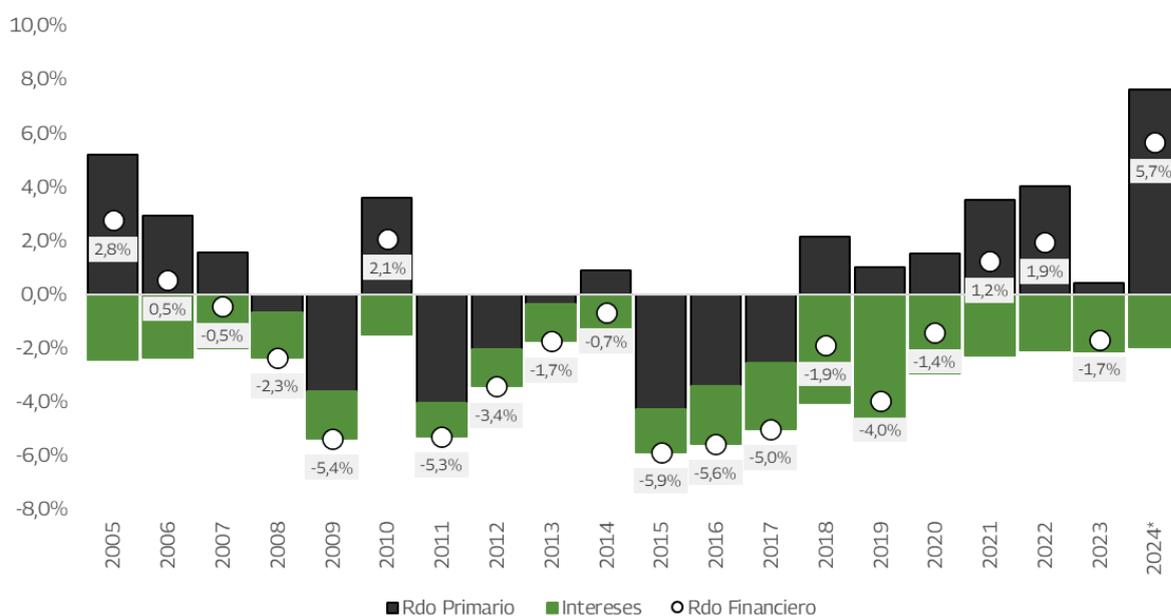
En cuanto a los gastos, el total devengado ascendió a \$10.5 billones, con un crecimiento del 1% en términos reales. Sin embargo, los gastos primarios, que excluyen el pago de intereses de la deuda, registraron un aumento del 14%, impulsados principalmente por las prestaciones sociales que aportaron 9/14 puntos porcentuales.

Estas prestaciones alcanzaron la suma de \$5,67 billones y crecieron un 15% en términos reales. Dentro de este rubro, las jubilaciones y pensiones contributivas aumentaron un 30%, mientras que las asignaciones familiares y la Asignación Universal por Hijo (AUH) crecieron un 27%, lo que refleja una mayor protección social luego de la licuación de ingresos en el primer trimestre del año 2024.

En contraste, las pensiones no contributivas crecieron a un ritmo más moderado del 4%, mientras que el resto de las prestaciones sociales experimentó una contracción del 13%, evidenciando una reasignación dentro del gasto social.

Recientemente se han publicado las estadísticas sobre la situación de las cuentas públicas de las 23 provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires correspondientes al tercer trimestre de 2024. Con esta información, que abarca el cierre del año 2023 y los primeros nueve meses del 2024, es posible realizar un análisis integral de las tendencias fiscales agregadas.

### Resultado primario, financiero e intereses | como porcentaje de los ingresos totales



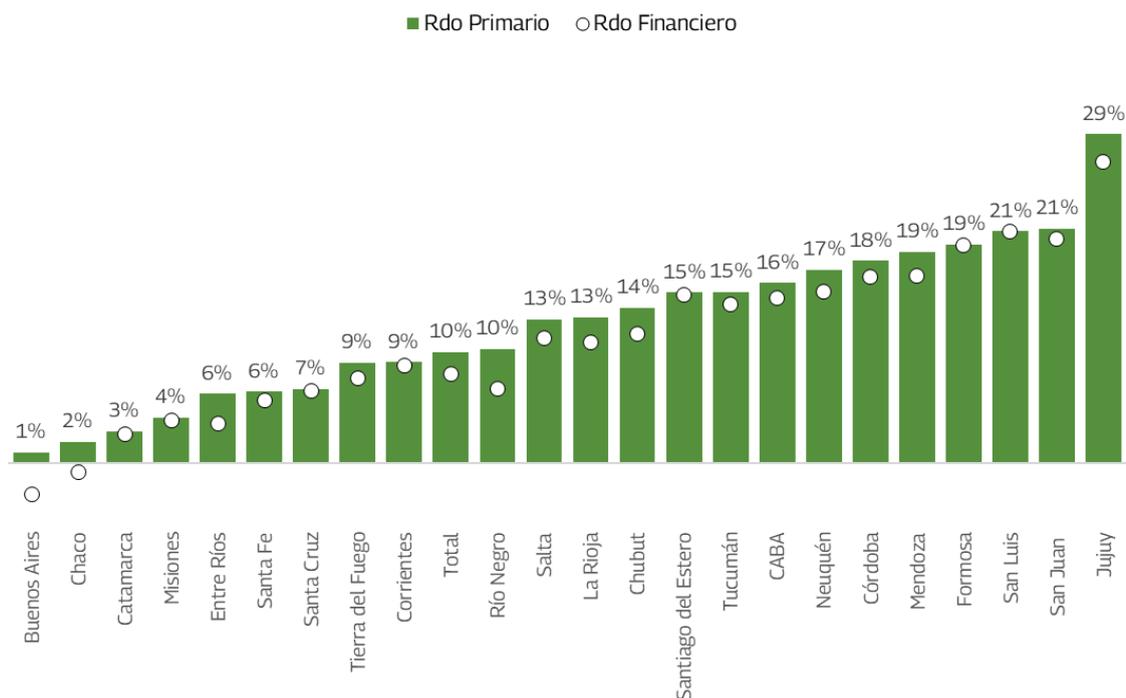
*Nota: 2024 corresponde a los últimos 12 meses acumulado (incluye 4to trimestre 2023) a los fines de ser comparados*

En particular, los datos reflejan que las provincias han mantenido un saldo primario positivo durante seis años consecutivos.

Al desagregar en los primeros nueve meses del año, la totalidad de las jurisdicciones muestran resultado primario superavitario lo que supone que la tendencia agregada se sostendrá cuando se publiquen los resultados finales.

Sin embargo, solo dos jurisdicciones mostraron un resultado financieros deficitarios por el peso de los intereses sobre sus recursos

### Resultado primario y financiero | 9 meses del año 2024, como % de los ingresos

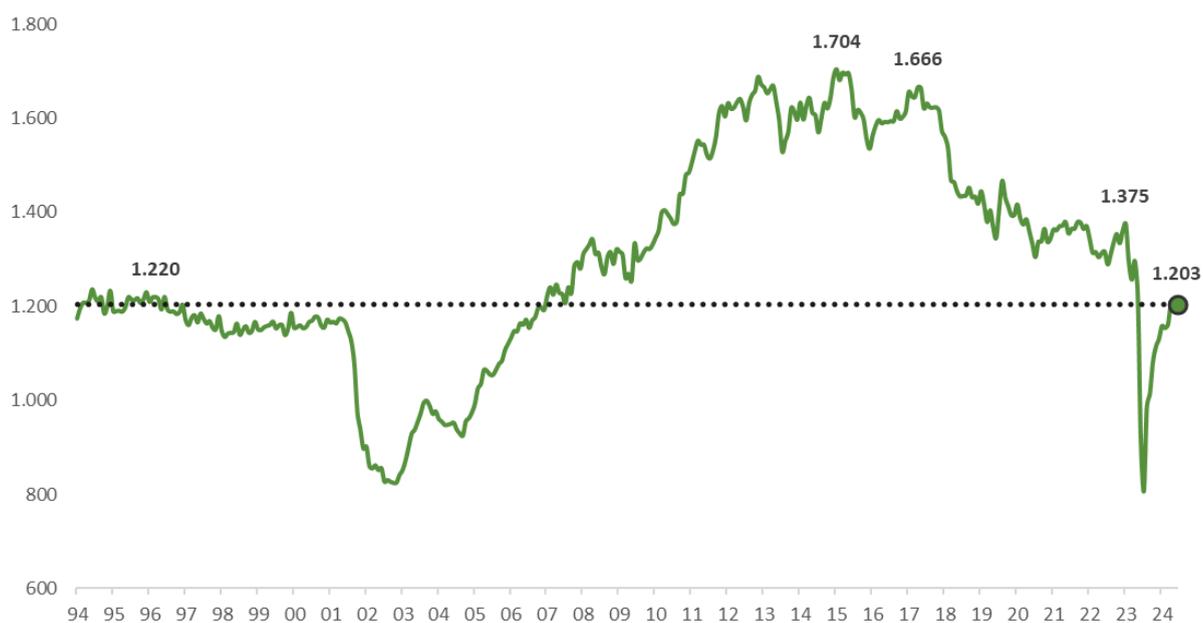


## 1.6. EVOLUCIÓN DE SALARIO PÚBLICO, PRIVADO, MÍNIMO, VITAL Y MÓVIL Y SALARIO NO REGISTRADO.

El 2024 cerró el año con salarios perdiendo contra la inflación en la dinámica mensual, dejando en pausa la recuperación de los ingresos que se venía experimentando desde el 2do trimestre posterior a la licuación récord que tuvieron los mismos productos del shock devaluatorio de diciembre de 2023. En números, la Remuneración Imponible Promedio de Trabajadores Estables (RIPTE) marcó un crecimiento del 2,0% en el mes de diciembre (último dato disponible a la fecha), frente a una inflación del 2,4% para igual mes. Mientras que el Índice de Salarios (IS-INDEC) registró una suba del 2,2% en su categoría de “total registrados”, también en terreno real negativo. Este último se compone por un aumento del 2,8% en los salarios registrados en el sector privado, y un 1,7% en el sector público.

De esta manera el primer año de la gestión Milei cierra con salarios promedios que se estabilizan en \$1.202.928. En perspectiva histórica, estos niveles resultan comparables con el promedio de la década de los 90, mientras que se ubican un 12,5% por debajo del pico registrado en la gestión de Alberto Fernandez (jul-23), un 27,8% debajo de los mejores meses de Mauricio Macri (nov-17) y casi un 30% por debajo de los mayores niveles de poder adquisitivo de Cristina Fernandez de Kirchner (sep-15).

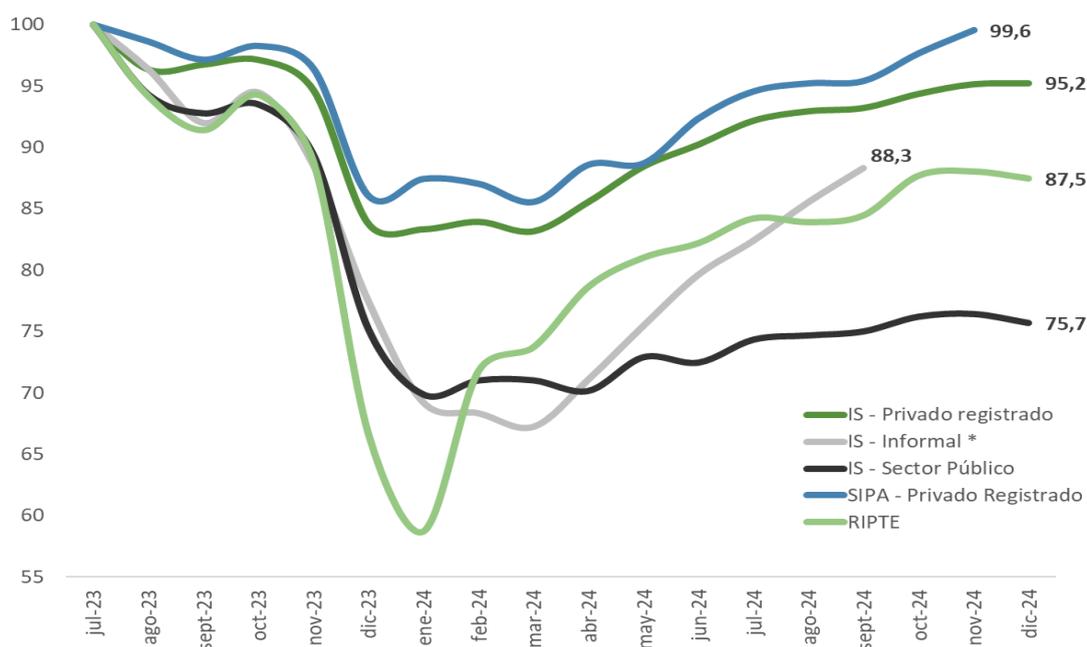
**RIPTE en términos reales | precios de dic-24**



Hacia dentro de la composición de este promedio salarial las dinámicas de recuperación son sumamente heterogéneas. Si estandarizamos los índices salariales en términos reales y definimos jul-23 = 100 (mes previo a la primera caída real de los ingresos), se encuentra que a dic-24 (18 meses después) los salarios registrados del sector privado recuperaron casi la totalidad del o perdido, posicionándose entre -4,8% y -0,4% debajo de aquel punto de referencia según lo indicado por el IS-INDEC y SIPA (a nov-24), mientras que el RIPTe se mantiene algo más rezagado (-12,5%). No obstante, en lo que respecta a los salarios públicos la situación es mucho más pesimista, los salarios del estado se ubican un 24,3% debajo de jul-23.

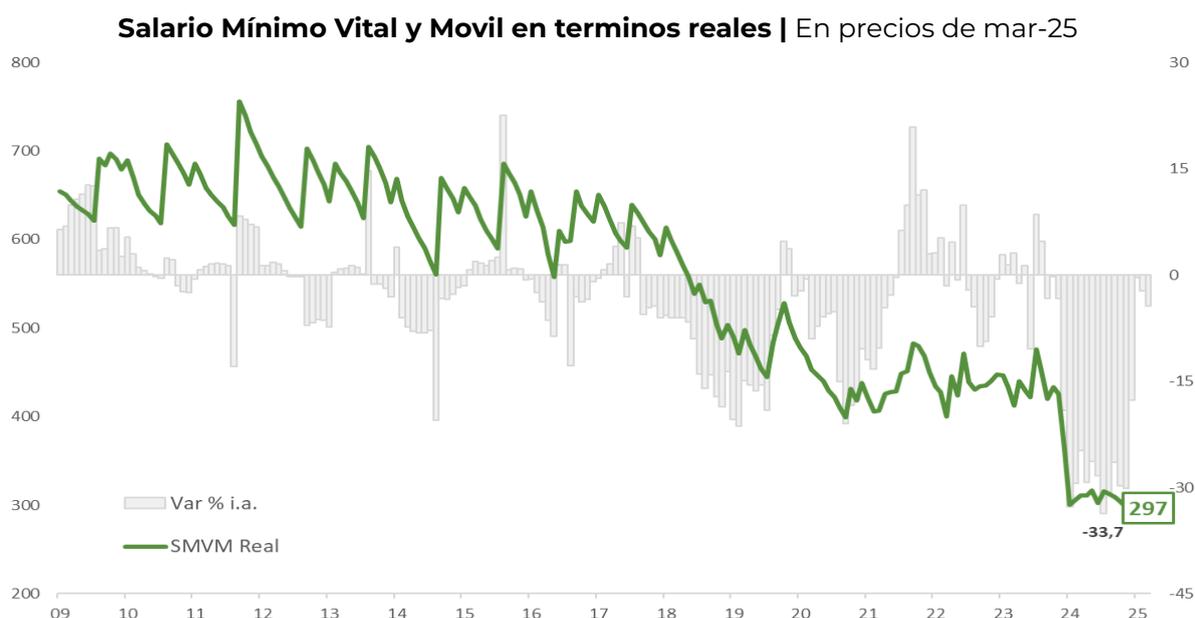
Por último, el salario de los trabajadores no registrados del sector privado (informales) también se encuentra rezagado en el sendero de recuperación (-11,7% a sep-24), pero aun así por encima del salario del sector público. Sin embargo la información disponible de manera estandarizada para este sector se conoce con mayor rezago, debido a que su relevamiento se origina en la Encuesta Permanente de Hogares (EPH-INDEC).

### Dinámica de salarios reales comparadas | jul-23 = 100



\*Se contempla rezago de 4 meses al pertenecer a información de la EPH trimestral de t-1

El salario mínimo vital y móvil se encuentra actualmente (marzo-25) se ubica en \$296.832 mensuales, nivel en el cual se el gobierno nacional lo mantiene estabilizado discrecionalmente desde enero de 2024, luego de haber sufrido una licuación total del 31% respecto a los niveles de 2023. En términos históricos, los niveles actuales solo son comparables con el SMVM del 2003. Los más bajos de los últimos 20 años.



## 1.7. GRANDES FLUJOS DE CAPITALES:

### ANÁLISIS DEL IMPACTO DE GRANDES FLUJOS DE CAPITALES EN LA PRODUCCIÓN Y EL EMPLEO INDUSTRIAL. ARGENTINA 1983-2023

#### 1.1. Desarrollo:

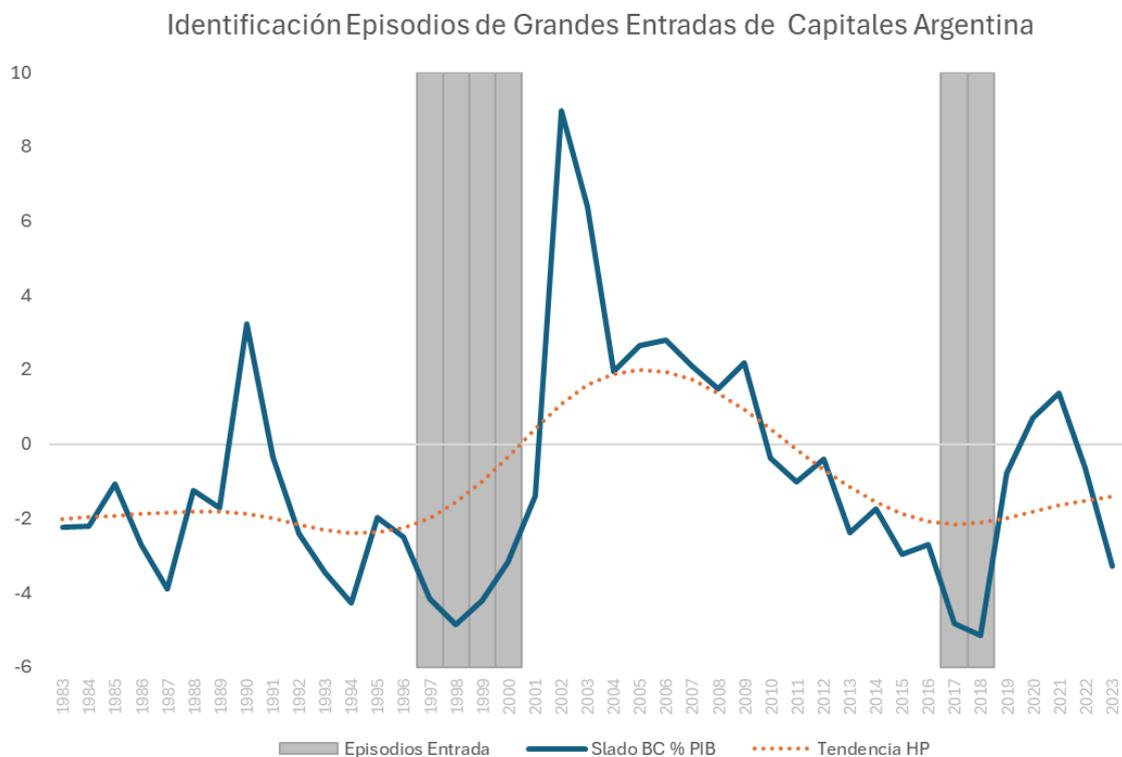
##### Identificación de Episodios de Grandes Entradas de Capitales

El presente trabajo utiliza el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos en porcentaje del PIB como medida de las entradas de capital a la economía argentina en el período 1983-2023 utilizando la fuente de provisión de datos proveniente del Fondo Monetario Internacional (FMI), el Anuario de Estadísticas de balanza de pagos y archivos de datos, y estimaciones del PIB del Banco Mundial y la OCDE.

La determinación del volúmen de entradas de capitales debe ser normalizada por el PIB para capturar el tamaño de los flujos en relación con la economía. Luego se elimina la tendencia de la serie normalizada utilizando un filtro HP en virtud de la observación realizada respecto a los datos que numerosas economías exhiben en cuanto a la perspectiva de mediano o largo plazo en el tamaño de las entradas de capital, presumiblemente por diversas razones estructurales.

El modelo de crecimiento neoclásico predice que las economías con escasez de capital recibirán entradas de capitales que disminuyen en tamaño a medida que la economía

converge a su nivel de estado estacionario (nivel de equilibrio). Una tendencia a la baja en las entradas de capital también es consistente con los modelos de convergencia hacia una frontera tecnológica (como en Krugman 1979 o Grossman y Helpman 1991).



El análisis está centrado en el impacto de los grandes flujos de capital que surgen en el curso de una tendencia de corto y mediano plazo (principalmente los saltos significativos y no la perspectiva de largo plazo) que ocurren a lo largo de esta transición en respuesta a los shocks. Precisamente, la eliminación de la tendencia de la serie nos permite identificar tales eventos.

Es necesario observar que la República Argentina ha tenido principalmente a partir de 1977 en adelante con la apertura de la cuenta capital y con el enfoque monetario de la balanza de pagos, episodios de grandes flujos de capitales en relación al tamaño de su economía que se repitieron en la década de 1990 y también en el período 2016-2018. La disponibilidad de los datos confiables nos permiten analizar dentro del período 1983-2023 la identificación de dos episodios de 4 y 2 años entre 1997-2000 y 2017-2018.

Para identificar períodos de entradas de capital excepcionalmente grandes, seguimos un procedimiento comúnmente utilizado en la investigación sobre auges crediticios (Gourinchas et al., 2001; Mendoza y Terrones, 2008) que se ha aplicado más recientemente a los flujos internacionales de capital (Cardarelli et al., 2010; Caballero, 2014) y calculamos la desviación estándar de largo plazo de nuestro modelo sin tendencia.

El inicio de un episodio se produce cuando las entradas de capital aumentan por primera vez más de una desviación estándar por encima de su nivel de tendencia y termina cuando vuelven a situarse a menos de una desviación estándar.

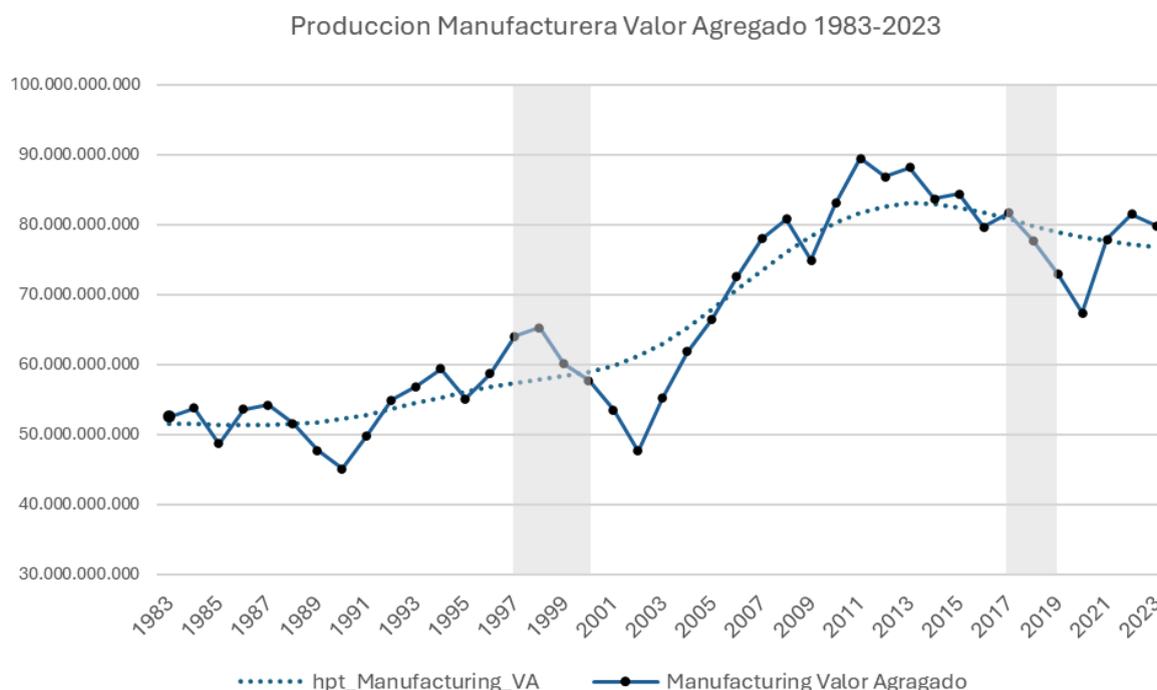
En la Figura señalada precedentemente, trazamos la tendencia utilizando el filtro de Hodrick Prescott (HP) que se identifica con la línea punteada pues es un método que nos permite extraer el componente secular o tendencia de una serie temporal. Esto muestra cómo el tamaño típico de las entradas de capital ha variado a lo largo del tiempo y respalda nuestro uso de entradas filtradas por HP para decidir cuándo las entradas de capital son inusualmente grandes.

Objetivamente, esto nos permite observar que las diferencias de tamaño advierten respecto de que un capital inusualmente grande a finales de los años 1980 no se destacaría como particularmente grande a finales de los años 1990 pues la diferencia de tamaño se da en términos comparativos..

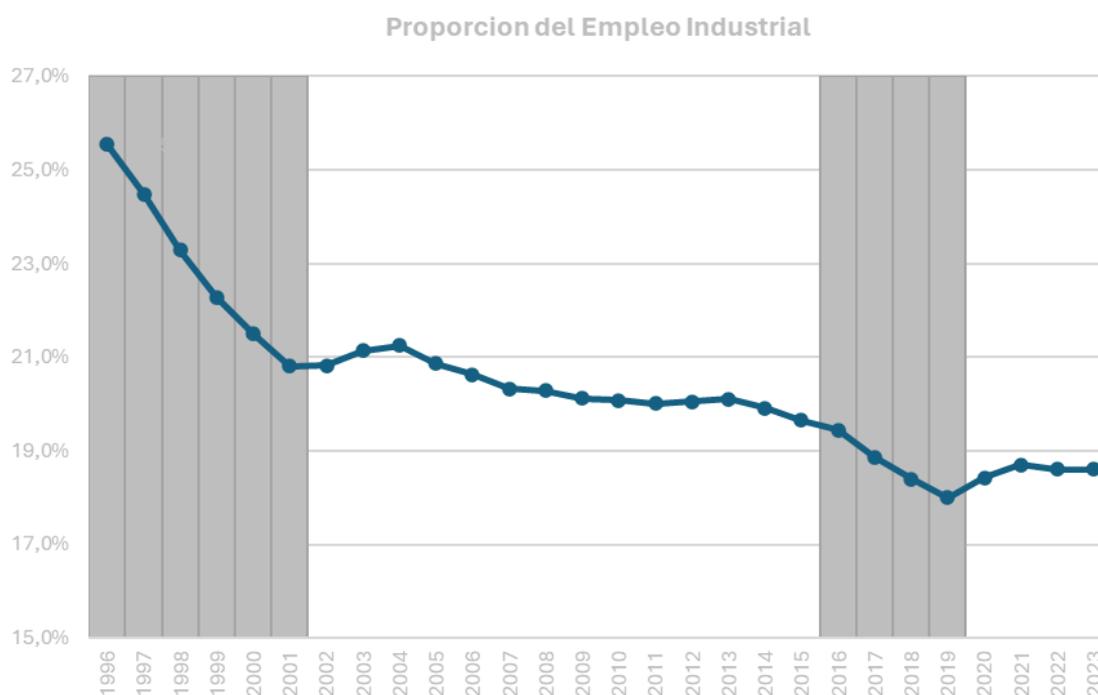
Los episodios identificados generan consecuencias en el valor agregado de la producción manufacturera y el empleo industrial como pueden observarse en los siguientes gráficos.

## 1.2. Consecuencias:

Disminución de la producción del sector manufacturero durante los episodios de grandes entradas de capital.



Disminución en la proporción del empleo del sector manufacturero durante los episodios de grandes entradas de capital.



### 1.3. Datos

Variable	Descripción
Manufac_VA	Manufacturing, value added (constant 2015 US\$)
SBC_PIB	Saldo en cuenta corriente (% del PIB)
CR_PBI	Cambios en las reservas netas (% del PIB)
PBI	GDP (current US\$)
Empleo Industrial	Empleos registrados del sector privado según rama de actividad

Variable	Fuente
Manufac_VA	World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files.
SBC_PIB	Fondo Monetario Internacional, Anuario de Estadísticas de balanza de pagos y archivos de datos, y estimaciones del PIB del Banco Mundial y la OCDE.
CR_PBI	Fondo Monetario Internacional, Anuario de Estadísticas de balanza de pagos y archivos de datos.
PBI	World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files.
Empleo Industrial	Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial, MTEySS en base a SIPA.

#### 1.4. Procedimiento Secuencial. Enfoque metodológico.

##### Identificación de Eventos de Grandes Entrada de Capitales

- I. Como medida de las entradas de capital a la economía utilizamos el déficit de cuenta corriente como % del PIB. El déficit de cuenta corriente es la diferencia entre ingresos por exportaciones de bienes y servicios (reales y financieros) y egresos por importaciones de bienes y servicios (reales y financieros). Cuando los egresos superan a los ingresos se produce un déficit en la cuenta corriente y se compara este resultado con el PIB que es el valor monetario de los bienes y servicios que se producen en el año.
- II. Luego eliminamos la tendencia de la serie normalizada utilizando un filtro Hodrick Prescott (HP) el parámetro lambda ( $\lambda$ ) es igual a 100 (es el parámetro recomendado para series anuales pues para series mensuales se recomienda 1600)
- III. Calculamos la desviación estándar de largo plazo de nuestro modelo sin tendencia (para ver los movimientos por encima y por debajo de la tendencia, es decir, su variabilidad).
- IV. Determinamos el inicio de un evento cuando las entradas de capital aumentan por primera vez más de una desviación estándar por encima de su nivel de tendencia y termina cuando vuelven a situarse a menos de una desviación estándar.

- V. En el lapso de tiempo que dura un episodio analizamos el desempeño de las variables
  - i. Participación del empleo industrial
  - ii. Valor agregado del sector manufacturero

**1.5. ANÁLISIS DE LA TENDENCIA DE LARGO PLAZO. Modelo de Cointegración (Engle-Granger)(Modelo multivariado de series de tiempo).**

Con el objetivo de encontrar relaciones entre las variables más relevantes en el largo plazo realizamos un contraste de cointegración de Engle-Granger que se conforma de varias etapas incorporando el saldo de cuenta corriente, el cambio de reservas y el desempeño económico (variación del PIB) en virtud de la bibliografía existente. Esta bibliografía indica que los países que durante los grandes episodios de entradas de capitales acumulan reservas amortiguan los impactos negativos en el valor agregado de las manufacturas y en la participación del empleo industrial. Dicho en otras palabras, en el largo plazo tomando al Valor Agregado Industrial como variable dependiente, la misma presenta una relación explicativa determinante respecto al saldo de la cuenta corriente y a la variación de reservas y en menor medida con el PIB.

<b>Etapas 1: contrastando la existencia de una raíz unitaria en Manufac_VA</b>	
Contraste aumentado de Dickey-Fuller para Manufac VA incluyendo un retardo de $(1-L)Manufac\_VA$ tamaño muestral 39 la hipótesis nula de raíz unitaria es: $[a = 1]$	contraste con constante modelo: $(1-L)y = b_0 + (a-1)*y(-1) + \dots + e$ valor estimado de $(a - 1)$ : -0,0703345 estadístico de contraste: $\tau_c(1) = -1,22256$ valor p asintótico 0,667 Coef. de autocorrelación de primer orden de e: 0,010
La hipótesis de existencia de raíz unitaria se rechaza para la variable <b>Manufac_VA</b>	

<b>Etapas 2: contrastando la existencia de una raíz unitaria en SBC_PIB</b>	
Contraste aumentado de Dickey-Fuller para SBC_PIB incluyendo un retardo de $(1-L)SBC\_PIB$ tamaño muestral 39 la hipótesis nula de raíz unitaria es: $[a = 1]$	contraste con constante modelo: $(1-L)y = b_0 + (a-1)*y(-1) + \dots + e$ valor estimado de $(a - 1)$ : -0,409611 estadístico de contraste: $\tau_c(1) = -2,96601$ valor p asintótico 0,0382

	Coef. de autocorrelación de primer orden de e: 0,003
La hipótesis de existencia de raíz unitaria no se rechaza para la variable <b>SBC_PIB</b>	

<b>Etapa 3: contrastando la existencia de una raíz unitaria en CR_PBI</b>	
Contraste aumentado de Dickey-Fuller para CR_PBI incluyendo un retardo de (1-L)CR_PBI tamaño muestral 39 la hipótesis nula de raíz unitaria es: [a = 1]	contraste con constante modelo: $(1-L)y = b_0 + (a-1)y(-1) + \dots + e$ valor estimado de (a - 1): -0,623165 estadístico de contraste: $\tau_c(1) = -3,63535$ valor p asintótico 0,005147 Coef. de autocorrelación de primer orden de e: -0,037
La hipótesis de existencia de raíz unitaria no se rechaza para la variable <b>CR_PBI</b>	

<b>Etapa 4: contrastando la existencia de una raíz unitaria en PBI</b>	
Contraste aumentado de Dickey-Fuller para PBI incluyendo un retardo de (1-L)PBI tamaño muestral 39 la hipótesis nula de raíz unitaria es: [a = 1]	contraste con constante modelo: $(1-L)y = b_0 + (a-1)y(-1) + \dots + e$ valor estimado de (a - 1): -0,0477441 estadístico de contraste: $\tau_c(1) = -0,800256$ valor p asintótico 0,8186 Coef. de autocorrelación de primer orden de e: -0,006
La hipótesis de existencia de raíz unitaria se rechaza para la variable <b>PBI</b>	

**Modelo de cointegración:** se determina una regresión cointegrante con el objeto de verificar las relaciones entre las tres variables que se analizan (manufacturas de valor agregado como variable dependiente) y saldo de la balanza de cuenta corriente, cambios en la reserva y el PBI (como variables independientes). Las tres son significativas estadísticamente y poseen una relación estadística con la variable dependiente. El valor del coeficiente 8,62 es el más elevado, por lo tanto, tiene mayor significatividad económica y estadística, tiene peso específico y explica a la otra. La cointegración nos permite lograr una relación asertiva al salir de la raíz unitaria que puede ocasionar relaciones espurias.

La relación es positiva, esto quiere decir que cuando aumenta el saldo en cuenta corriente, aumenta el valor agregado en manufactura y viceversa. El R2 es a,84 implica que la variabilidad de las tres variables explican el 84 % de la variación de la manufactura.

El Durbin-Watson está por debajo de 2. El criterio de Akaike es 1960,5 es una medida de la calidad del ajuste y Hannan Quin es 1963.

Etapa 5: regresión cointegrante				
Regresión cointegrante - MCO, usando las observaciones 1983-2023 (T = 41) Variable dependiente: Manufac_VA				
	coeficiente	Desv. típica	Estadístico t	valor p
-----	-----	-----	-----	-----
const	4,58198e+10	1,94283e+09	23,58	6,85e-24 ***
SBC_PIB	8,62049e+08	3,11537e+08	2,767	0,0088 ***
CR_PBI	5,54201e+10	2,29477e+10	2,415	0,0208 **
PBI	0,0689599	0,00529288	13,03	2,14e-15 ***
Media de la vble. dep.	6,62e+10	D.T. de la vble. dep.	1,36e+10	
Suma de cuad. residuos	1,16e+21	D.T. de la regresión	5,59e+09	
R-cuadrado	0,844207	R-cuadrado corregido	0,831575	
Log-verosimilitud	-976,2696	Criterio de Akaike	1960,539	
Criterio de Schwarz	1967,393	Crit. de Hannan-Quinn	1963,035	
rho	0,584215	Durbin-Watson	0,824688	

Para que el modelo sea consistente los residuos no tienen que presentar raíz unitaria y esto depende de la calidad de la fuente de provisión de datos. En virtud del análisis de la serie de tiempo es preciso analizar procesos estacionarios. Si es no estacionario es preciso hacer una cointegración para poder sacar una relación de variables no espúreas. La presencia de raíz unitaria en el residuo de la cointegración se tiene que rechazar.

**Etapa 6: contrastando la existencia de una raíz unitaria en uhat (residuos)**

1.5.

<p>Contraste aumentado de Dickey-Fuller para uhat (residuos)</p> <p>incluyendo un retardo de <math>(1-L)uhat(\text{residuos})</math></p> <p>tamaño muestral 39 (años de la serie)</p> <p>la hipótesis nula de raíz unitaria es: <math>[a = 1]</math></p>	<p>contraste sin constante</p> <p>modelo: <math>(1-L)y = (a-1)*y(-1) + \dots + e</math></p> <p>valor estimado de <math>(a - 1)</math>: -0,348794</p> <p>estadístico de contraste: <math>\tau_c(4) = -2,27138</math></p> <p>valor p asintótico 0,7763</p> <p>Coef. de autocorrelación de primer orden de e: 0,001</p>
<p><b>Hay evidencia de una relación cointegrante si:</b></p>	
<p>(a) La hipótesis de existencia de raíz unitaria no se rechaza para las variables individuales</p>	
<p>(b) La hipótesis de existencia de raíz unitaria se rechaza para los residuos (uhat) de la regresión cointegrante.</p>	

**Conclusiones**

Este trabajo analiza la experiencia argentina sobre la base de la metodología aplicada por Benigno, Gianluca, Nathan Converse, and Luca Fornaro (2015) Large Capital Inflows, Sectorial Allocation and Economic Performance (International Finance Discussion Papers)(2015) para 69 países que sufrieron episodios de grandes entradas de capital entre 1983 y 2023. Estos episodios terminan en una fuerte reversión de las entradas de capital, con contracciones en la producción del sector manufacturero y una marcada tendencia a la caída de la participación del empleo industrial en la estructura de empleo.

Las grandes entradas de capital coinciden en los estudios comparados entre países con una reducción de la mano de obra del sector manufacturero.

El análisis de regresión revela que la relación entre el saldo de la cuenta corriente como % del PIB es significativo estadísticamente y presenta una relación positiva. Esto implica que cuando los saldos de la cuenta corriente son deficitarios durante los episodios de grandes flujos de capitales la producción del sector manufacturero se contrae expulsando a la mano de obra de dicho sector, disminuyendo así su participación en la estructura de empleo total.

## 1.6. Bibliografía

Benigno, Gianluca, Nathan Converse, and Luca Fornaro (2015). Large Capital Inflows, Sectoral Allocation, and Economic Performance. International Finance Discussion Papers 1132.

“Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses”, documento de trabajo WP/99/17 (Washington: Fondo Monetario Internacional, 1999).

Adams, Charles, Donald Mathieson, Garry Schinasi, Bankim Chadha y otros, 1998, International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Calvo, G. and Reinhart, C. (2000). When capital inflows come to a sudden stop: Consequences and policy options. In Kenen, P. and Swoboda, A., editors, Key Issues in Reform of the International Monetary and Financial System, pages 175–201. International Monetary Fund.

Krugman, P. (1979). A model of innovation, technology transfer, and the world distribution of income. Journal of Political Economy, 87(2):pp. 253–266.

Obstfeld, M. and Rogoff, K. S. (1996). Foundations of international macroeconomics. MIT Press Books.

Rajan, R. G. and Subramanian, A. (2011). Aid, dutch disease, and manufacturing growth. Journal of Development Economics, 94(1):106 – 118.

## 7-BASE DE DATOS: FUENTES.

Años	SBC_PIB	CR_PBI	Manufac_VA	PBI	Share Empleo Industrial
1983	(2,22)	(0,05)	52.513.621.577	109.490.000.000	
1984	(2,21)	(0,02)	53.813.287.125	112.988.571.429	
1985	(1,08)	(0,01)	48.727.968.695	88.416.666.667	
1986	(2,69)	(0,02)	53.625.751.966	106.213.829.787	
1987	(3,88)	(0,04)	54.204.387.633	109.029.439.252	
1988	(1,24)	(0,01)	51.551.148.679	126.928.000.000	
1989	(1,70)	(0,13)	47.691.380.172	76.629.657.864	
1990	3,22	(0,00)	45.112.679.993	141.352.654.305	
1991	(0,34)	(0,00)	49.793.646.467	189.719.984.268	
1992	(2,42)	0,01	54.866.978.635	228.778.917.308	
1993	(3,47)	0,05	56.804.377.641	236.741.715.015	
1994	(4,26)	(0,00)	59.360.367.903	257.440.000.000	
1995	(1,98)	(0,01)	55.107.442.936	258.031.750.000	
1996	(2,49)	0,01	58.662.907.786	272.149.750.000	0,255
1997	(4,14)	0,01	64.031.404.789	292.859.000.000	0,245
1998	(4,84)	0,01	65.215.189.237	298.948.250.000	0,233
1999	(4,21)	0,01	60.044.363.410	283.523.000.000	0,223
2000	(3,16)	(0,00)	57.748.736.303	284.203.750.000	0,215
2001	(1,41)	(0,08)	53.497.281.607	268.696.750.000	0,208
2002	8,97	(0,14)	47.636.536.298	97.724.004.252	0,208
2003	6,38	(0,07)	55.242.751.607	127.586.973.492	0,211

Años	SBC_PIB	CR_PBI	Manufac_VA	PBI	Share Empleo Industrial
2004	1,95	(0,04)	61.858.654.535	164.657.930.453	0,212
2005	2,65	0,04	66.450.520.964	198.737.095.012	0,209
2006	2,79	0,06	72.497.376.416	232.557.260.817	0,206
2007	2,10	0,05	77.959.305.198	287.530.508.431	0,203
2008	1,50	0,00	80.782.289.948	361.558.037.110	0,203
2009	2,18	0,00	74.917.637.564	332.976.484.578	0,201
2010	(0,38)	0,01	83.089.610.068	423.627.422.092	0,201
2011	(1,01)	(0,01)	89.459.765.618	530.158.122.010	0,200
2012	(0,39)	(0,01)	86.853.510.751	545.982.375.701	0,200
2013	(2,38)	(0,02)	88.159.380.793	552.025.140.252	0,201
2014	(1,74)	0,00	83.703.763.914	526.319.673.732	0,199
2015	(2,96)	(0,01)	84.344.878.154	594.749.285.413	0,197
2016	(2,71)	0,03	79.620.603.665	557.532.320.663	0,194
2017	(4,84)	0,02	81.670.094.129	643.628.393.281	0,189
2018	(5,16)	(0,03)	77.745.909.364	524.819.892.360	0,184
2019	(0,78)	(0,08)	72.959.443.200	447.754.683.615	0,180
2020	0,70	(0,02)	67.344.154.177	385.740.508.437	0,184
2021	1,36	0,01	77.926.793.665	487.902.572.164	0,187
2022	(0,64)	0,00	81.488.612.158	631.133.384.440	0,186
2023	(3,27)	(0,03)	79.790.774.955	640.591.410.664	0,186

<b>Variable</b>	<b>Fuente</b>
Manufac_VA	World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files.
SBC_PIB	Fondo Monetario Internacional, Anuario de Estadísticas de balanza de pagos y archivos de datos, y estimaciones del PIB del Banco Mundial y la OCDE.
CR_PBI	Fondo Monetario Internacional, Anuario de Estadísticas de balanza de pagos y archivos de datos.
PBI	World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files.
Share Industrial	Empleo Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial, MTEySS en base a SIPA.