

CITAB

**Centro de Investigaciones Territoriales  
y Ambientales Bonaerenses**

**Julio** 2025

## ÍNDICE

Economía Internacional.....	4
Economía Nacional.....	6
El fin de las LEFI y la suba de tasas.....	9
El fin de las LEFI remix el fin de los pases pasivos: la liquidez avanza.....	14
La alegría no es solo brasilera: moderación fiscal y apreciación del Real.....	18
Moderación fiscal para apreciar al tipo de cambio, reservas para bajar el riesgo país. ¿Yo no quiero vestirme de rojo?.....	23
Va a ser tan lindo hacer un puente: ¿cómo se pagará el déficit de cuenta corriente?.....	23
Suba del petróleo y resultado fiscal: ¿dónde se profundizará el ajuste?.....	27
Ahora bien, ¿por dónde pasará la motosierra?.....	28
Principales variables.....	32
Monitor Productivo.....	33
Actividad Económica.....	33
Industria.....	34
Uso de la Capacidad Instalada.....	35
Producción Provincial.....	35
Construcción.....	37
A nivel nacional.....	37
Expectativas del sector.....	38
En la Provincia de Buenos Aires.....	39
Consumo.....	40
Consumo con tarjetas.....	41
Ventas en supermercados y mayoristas.....	41
Consumo de bienes durables.....	41
Consumo energético.....	42
Exportaciones.....	43
Relación con Brasil.....	45
Empleo.....	46
A nivel nacional.....	47
En la Provincia de Buenos Aires.....	47
Expectativas de generación de empleo.....	47
Financiamiento.....	48

Financiamiento bancario PyME.....	48
Financiamiento PyME en el mercado de capitales.....	48
Costo del financiamiento.....	49
Empleo y Salarios.....	50
Situación del Empleo Registrado.....	50
Situación de salarios.....	53
Informe Fiscal.....	54

## INFORME ECONÓMICO CITAB 13

### Economía Internacional

La economía internacional se moviliza al amparo de la guerra comercial desatada por Trump con idas y vueltas que alteran los patrones de comportamiento del comercio mundial en el marco de la proliferación de conflictos bélicos que incorpora a Camboya y Tailandia como nuevos actores. El reciente acuerdo con la UE por un 15 % de arancel promedio para la mayoría de productos europeos y un compromiso para comprar energía equivalente a 750.000 M de dólares y realizar inversiones directas adicionales por 600.000 M de dólares en Estados Unidos marca un sendero de fortalecimiento en la relación entre dos gigantes que alcanzan el 40 % del PIB mundial pero que ha tenido reacciones disímiles por parte de los representantes de los Estados Miembros de la UE y de los mercados financieros.

El precio internacional de la soja cotiza en 377,1 USD por tonelada muy por debajo de los mejores precios de la serie histórica 2000-2024 que superaron incluso los 600 dólares, el barril de petróleo alcanza a 66,3 USD WTI, y la tasa de interés en Estados Unidos alcanza 4,25/4,5 % sin variaciones por el momento a partir de las modificaciones del mes de diciembre pasado. Todos estos precios relativos determinan un impacto significativo para la economía de nuestro país.

La aplicación del 50 % de aranceles por parte de Estados Unidos a Brasil por razones eminentemente políticas introduce un factor adicional de inestabilidad en el marco de las disputas comerciales que afectan la variación del tipo de cambio (depreciación del dólar equivalente al 10% en este semestre) y la apreciación del real brasileño del 10 % compensa en parte la caída del último trimestre equivalente al 13,5%. La reducción del déficit fiscal financiero, la moderación de la tasa de inflación y el sostenimiento de la tasa de crecimiento puede verse comprometida en Brasil por la medida unilateral de Estados Unidos pudiendo afectar la vinculación del comercio exterior con nuestro país.

La cumbre de los BRICS realizada el 6 y 7 de julio en Río de Janeiro (Brasil) produjo un documento con 126 puntos dividido en cinco temas principales pero con especial énfasis en la profundización de la cooperación económica entre los países miembros incluyendo el comercio, las finanzas y las inversiones. Desde el 1º de enero de 2025 se incorporaron 12 países a los 5 iniciales (India, China, Brasil, Sudáfrica y Rusia) ampliando las bases de la cooperación sur-sur alcanzando 37 % del PIB (incluyendo Argentina que no se incorporó por decisión unilateral del Presidente Milei) y al 46 % de la población mundial con 17 cumbres realizadas desde su constitución.

La disputa económica internacional se encuentra en el dominio de las tecnologías denominadas críticas que según ASPI (Instituto Australiano de Política Estratégica) desde el 2001 analiza la existencia de 64 de las mismas, 57 con liderazgo de la República Popular China y tan sólo 7 de Estados Unidos. La fabricación de chips, semiconductores y materiales críticos constituyen elementos claves en la economía mundial para el

desarrollo de la inteligencia artificial en el marco del nuevo desempeño económico. Ambas potencias poseen un predominio en materia económica alcanzando un 43 % del PIB mundial, un 22 % de la población, y un 35 % de la producción industrial concentrando la red más extendida de servicios logísticos de aeropuertos, puertos y circulación de mercancías a nivel mundial..

La tendencia del mundo actual se caracteriza por: i) bajo crecimiento económico de la economía (2,5 % anual), ii) cambio demográfico demográfico acelerado con disminución abrupta de la tasa de natalidad, iii) concentración del ingreso con profundización de desigualdades, iv) cambio climático, v) aumento sistemático de la demanda de energía por efecto de la IA, vi) proliferación en expansión, intensidad y velocidad de conflictos bélicos regionales, vii) aumento del gasto de defensa (compromiso de llegar al 5 % del PIB en la UE). Estas cuestiones implican mayores intervenciones de los estados para salvaguardar su soberanía y proteger a sus comunidades, por lo tanto, requiere de financiamiento y acciones complementarias por parte de los gobiernos que implica combinar aumento de la deuda, de impuestos o recortes del gasto social

El aumento de la deuda pública mundial al 117 % del PIB para 2030 en el peor escenario diseñado por el FMI, el impacto de la deuda de Estados Unidos (36 B de dólares) y las disputas por la hegemonía del dólar en el marco de sanciones permanentes a países en conflicto (17 paquetes de sanciones con incautación de 300.000/500.000 M de dólares a Rusia) indican un sendero de disputas comerciales, monetarias y financieras de alto voltaje.

La transformación de la economía mundial industrial de base fordista a una economía del conocimiento implica el cambio de la morfología y la composición social de una sociedad más homogénea a otra más heterogénea con velocidades diferentes de crecimiento y desarrollo por tramos, vectores y cadenas de valor.

Ese cambio se acentuó con la velocidad de los procesos tecnológicos asociados por una economía analógica a otra de base digital, de una economía del stock a una eminentemente de flujo (el PIB mundial alcanza a 120 B de dólares y las transacciones, activos y derivados financieros superan 10 veces esta cifra) y de una economía del trabajo a la de no trabajo o de cambio de modalidad del empleo.

La vuelta al paradigma de la industrialización y la revolución 4.0 indica una nueva lógica donde la robótica, la IA, 3D, internet de las cosas propician nuevos modelos de inserción laboral competitiva en un cuadro de situación en donde 40 países son desarrollados con altos ingresos en un total de 193 países que integran el Sistema de las Naciones Unidas (ONU) y donde el eje de la concentración del PIB y del comercio ha girado de occidente a oriente con epicentro en China.

La administración del precio de los insumos difundidos, del sistema de transporte mundial y de los bienes estratégicos (alimentos, energía y minerales) constituyen la clave en el diseño y la estabilidad del sistema económico futuro.

## Economía Nacional

La inconsistencia del programa económico del gobierno de Milei se consolida por un superávit fiscal dibujado mediante el uso de la contabilidad creativa, un déficit de cuenta corriente no financiable y una demanda monetaria que cruje al amparo de decisiones improvisadas.

En efecto, el resultado fiscal neto de capitalización de intereses de LECAP alcanza a -1 % del PIB mientras que el resultado fiscal financiero proyectado alcanza a 0,3 % del PIB. Los vencimientos de LECAP para este año 2025 alcanza a 11,1B de pesos mientras que la Base Monetaria representa el 5,1% del PIB.

El endeudamiento de las familias mediante compra de tarjeta de crédito alcanza al 30 % de sus ingresos y aumenta sistemáticamente el incumplimiento de las obligaciones comerciales (cheques rechazados) afectando el flujo financiero de la cadena de pagos.

El escenario económico está directamente vinculado al calendario electoral en virtud de lo cual el gobierno pretende mantener bajo control el tipo de cambio con el objetivo de bajar la inflación y sostener el crecimiento económico como meta a partir de un rebote derivado de la caída del 1,7% en el año 2024. El impacto de la recuperación es heterogéneo pues la industria, la construcción y el comercio fueron los más afectados el año pasado. Durante el año 2023, la caída fue equivalente al 1,6%, por lo tanto, el rebote es más pronunciado con respecto al primer trimestre del año pasado que experimentó una abrupta caída equivalente a -5.1%.

La inversión se redujo en -17,4 %, el consumo privado -4,2 % y el consumo público -3,2 % que fueron compensados por un aumento de las exportaciones del 23,2% según datos del INDEC.

La recuperación económica es muy heterogénea con pilares en el sector agropecuario, energía y minería mientras que la industria, la construcción y el consumo masivo experimenta dificultades severas. Nuestro país alcanza un crecimiento de 5,9% en la variación interanual ([Expansión-Datosmacro.com](https://datosmacro.com))(variación +0,8 % respecto al trimestre anterior) ocupando el puesto 21 del ránking de 55 países de la publicación y puesto 43 en el ránking de ingreso per cápita).

La secuencia del programa económico asistemático e inconsistente desde sus inicios ha atravesado diversas etapas: i) acumulación de reservas mediante una megadevaluación de 118 % más un blend del 20 % con el objeto de arbitrar los dólares financieros y un crawling peg de 2 % hasta el primer semestre del año 2024 con licuación del gasto público (principalmente jubilaciones y pensiones de 9,7% del PIB a 6,2% en la actualidad), motosierra y eliminación de transferencias no automáticas a provincias junto al desfinanciamiento de las obras públicas. En el segundo semestre la liquidación de dólares provenientes del blanqueo y los préstamos de hasta 14000 M de dólares permitieron acrecentar la oferta en el MULC (Mercado Único Libre de Cambios) hasta que se agotaron las fuentes para mantener el tipo de cambio apreciado con apertura creciente de las

importaciones, compras del exterior, expansión del turismo emisor generando un aumento significativo de la demanda de dólares.

El período -diciembre 2024 hasta febrero de 2025- propició un aumento en la cotización de activos financieros de renta fija y variable generando un entusiasmo por la recuperación de la actividad económica en el último trimestre del año 2024 y el primer trimestre del año 2025 producto de dos cosechas seguidas sin sequía, incremento de inversiones en Vaca Muerta y maduración de inversiones mineras sin registrar acumulación de reservas necesarias para cubrir los vencimientos del capital y de los intereses de la deuda pública. Pero esta euforia inicial se tradujo en caídas posteriores.

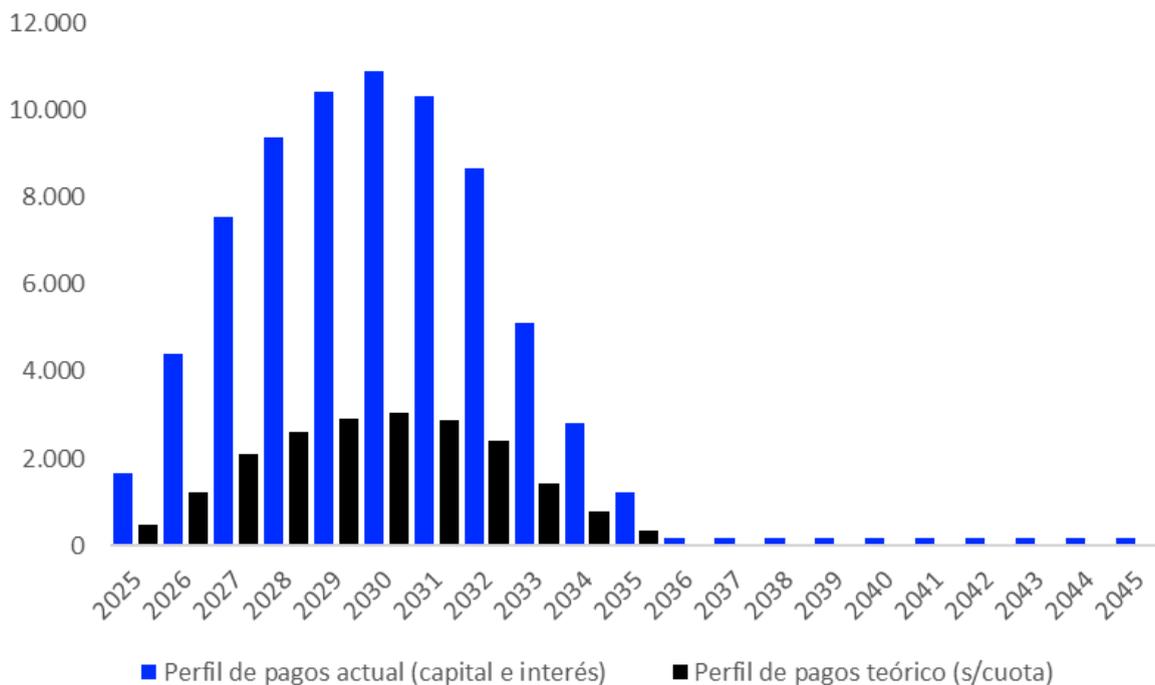
La depreciación cambiaria, el agotamiento del carry trade y las alertas emergentes del déficit de la cuenta corriente indujeron a un rápido acuerdo con el FMI por un nuevo financiamiento de 20000 M de dólares con un desembolso inmediato de 12000 M de dólares para frenar la corrida cambiaria y mantener controlada la inflación como principal activo político del gobierno de cara a las elecciones legislativas de medio término.

El programa económico con el FMI pone al descubierto la violación flagrante de la carta constitutiva del organismo superando la cuota admisible para la República Argentina violando su propio estatuto. Con la presión de Estados Unidos y la alineación del resto de los países el rápido desembolso del organismo se efectúa en el marco de una anunciada salida del control cambiario para personas humanas y no para personas jurídicas.

En efecto, la acumulación de reservas con metas de 5000 M de dólares no se han cumplido y la flotación cambiaria entre bandas apunta más al piso que al techo pero con un deslizamiento creciente. La verdad de la historia es que la demanda de dólares de personas humanas llega a 6000 M de dólares en este tiempo y se lleva el saldo de la balanza energética de un plumazo mientras que el turismo al exterior no sólo castiga el empleo y la actividad local sino que suma un factor adicional de demanda.

Lo cierto es que el FMI por imposición de cuota no podría prestar más de 17948 M de dólares siendo el perfil proyectado de vencimientos hasta el año 2045 equivalente a 20700 M de dólares. Pero la realidad indica que los desembolsos entre Macri y Milei ascienden a 64.416 M de dólares con vencimientos de capital e intereses por 74.291 M de dólares. La diferencia es equivalente a 46.468 M de dólares que pagamos con más tarifas, menos actividad económica y menor consumo popular. Los beneficiados son siempre los mismos pero los perjudicados también.

**Perfil de pagos con el FMI | actual y teórico según cuota en DEGs**



La cotización del tipo de cambio unificado alcanza a 1295 pesos, el tipo de cambio blue a 1320 y la tasa de riesgo país a 774 puntos básicos mostrando a pesar del desembolso de 2000 M de dólares del FMI una tendencia que no favorece al gobierno pues si bien el ritmo de la tasa de inflación se ubicaría para el mes de julio en un rango similar al mes de junio no perfora el 1 % que es lo que aspira el gobierno.

El problema de la economía argentina hoy consiste en el punto de divergencia entre el consumo de bienes durables (electrodomésticos, automóviles, motos, computadoras, celulares) y los productos de consumo masivo lo cual agudiza las asimetrías en la distribución del ingreso y la divergencia en el comportamiento de la demanda de bienes y servicios.

El salario desde 2016 muestra una caída de entre -17 y - 25 % en los trabajadores formales, -33 % en el sector público y un deterioro superior en los trabajadores informales lo cual implica que el cierre de casi 16000 empresas y aproximadamente 250.000 trabajadores formales se transforma en una precarización creciente, con pluriempleo y proliferación de la economía de plataformas (comercio electrónico, distribución de mercancías, transporte, hoteles y restaurantes).

La monetización creciente de la economía se produjo por efecto de la expansión del crédito y el crecimiento de la actividad económica se ejecuta a dos velocidades producto de los ganadores y perdedores del modelo. Entre los ganadores se destacan el sector agropecuario, el energético, la minería, el comercio (importados) mientras que entre los perdedores se ubican la industria en general y la construcción en particular.

La reducción de la inflación constituye un logro respecto a la dinámica persistente desde el año 2017 con 21,7, 47,6 % en 2018, 53,8% en 2019, 36,1% en 2020, 50,9 % en 2021, 94,8 % en 2022, 211, 4 % en 2023 y 117,8 % en 2024 pero el deterioro en el ingreso de las familias, la precarización en el empleo y el cambio tecnológico constituyen desafíos que no se resuelven con el modelo adoptado.

La combinación de superávit financiero dibujado, expansión monetaria y apreciación cambiaria sin acumulación de reservas con un desempleo creciente y disminución del ingreso disponible con cierre de pequeñas y medianas empresas indica un sendero de colapso más temprano que tarde. El puente entre 2025 y 2033 equivalente a 8 años para la generación de 75000 M de dólares adicionales por año de exportaciones para cubrir los servicios de la deuda pública y privada con estabilidad cambiaria con una matriz productiva e importaciones de bienes finales, intermedios, y de capital con servicios reales y financieros integrados al mundo es demasiado largo para convencer a los operadores financieros que maximizan su rentabilidad de corto plazo.

La República Argentina necesita un fuerte consenso político sin un anclaje dogmático para construir reglas perdurables, propiciar una eficiencia asignativa de recursos productivos generando empleos de alta productividad mediante políticas públicas de alta calidad y superar las restricciones que obturan históricamente el crecimiento sostenido con distribución equitativa del ingreso.

No es mediante una política cambiaria con sobrevaluación cómo se logra ni tampoco abriendo indiscriminadamente la economía destruyendo empresas locales y trabajo argentino, ni tampoco con ajustes unilaterales sin consensos estructurales en el Congreso de la Nación para garantizar su sostenibilidad en el tiempo, ni con medidas coyunturales que promueven arbitrajes y transferencias de recursos intersectoriales que agudizan desigualdades.

## **El fin de las LEFI y la suba de tasas**

La tasa de interés de la LECAP que vence el próximo martes pasó de 2,5% mensual al cierre de junio a 2,1% el 11 de julio, para ubicarse en el rango de 3,5%-4% en la actualidad. En simultáneo, el dólar mayorista trepó de 1.200 ARS/USD a fines del mes pasado a 1.260 ARS/USD a mediados de mes, donde permanece hoy (+5%).

Con estos números, se observa cómo se desacomodaron las variables financieras. En las últimas tres semanas, la tasa de interés subió, a la vez que se depreció el tipo de cambio: dos movimientos a priori contrapuestos. ¿Por qué pasó esto?

Antes de empezar, vale destacar que la inflación todavía no se aceleró: según nuestro IPC de alta frecuencia, que se enfoca en la Provincia de Buenos Aires, los precios subieron alrededor de 2% en lo que va de julio, y la devaluación todavía no se traslada a los precios al consumidor. A pesar de la suba del dólar, la inflación de julio no necesariamente será mayor que la de junio.

Entender qué buscaba el gobierno con el desarme de las Letras Fiscales de Liquidez (LEFI), además de qué correcciones implementó en el camino, nos ayudará a pensar cómo podría seguir.

El Banco Central viene intentando estirar los plazos de la política monetaria en los últimos meses largos. La baja de la tasa de inflación aporta previsibilidad, por lo que la autoridad monetaria quería anclarse en ella para alargar los plazos de administración de la liquidez del sector financiero. En este marco, a mediados de junio anunció que no renovarían las LEFI, a fin de que los bancos debieran migrar a LECAPs u ofrecer más crédito, dos instrumentos con vencimientos más largos que 1 día.

A comienzos de mes, el stock de LEFI era de ARS 15,5 billones, por lo que ese era el monto a re-colocar. En la primera licitación de títulos del Tesoro de julio, se colocaron ARS 8,5 billones. Considerando que vencían ARS 2,9 billones, se captaron poco más de ARS 5,5 billones de las LEFI por vencer. En sentido contrario, quedaron ARS 10 billones pendientes de "ubicación". En los tres días siguientes a la subasta, el Banco Central absorbió ARS 5 billones, pero otros ARS 5 billones líquidos, que pasaron a formar parte de la base monetaria.

El aumento de la cantidad de dinero redujo las tasas de interés, ya que se había generado un exceso de oferta de pesos que afectó en su precio. La respuesta fue la baja de las tasas de LECAPs, que llegaron al 2% mensual el 14 de julio.

Por su parte, el tipo de cambio se había despertado hacía algunas semanas, acumulando una suba de 5% en la primera mitad de julio -es decir, antes de que se terminaran las LEFI-. Más aún, este avance llegaba al 10% si tomamos como punto de partida el 18 de junio, día en que empezó a comprar reservas el Palacio de Hacienda y que la divisa marcó su piso.

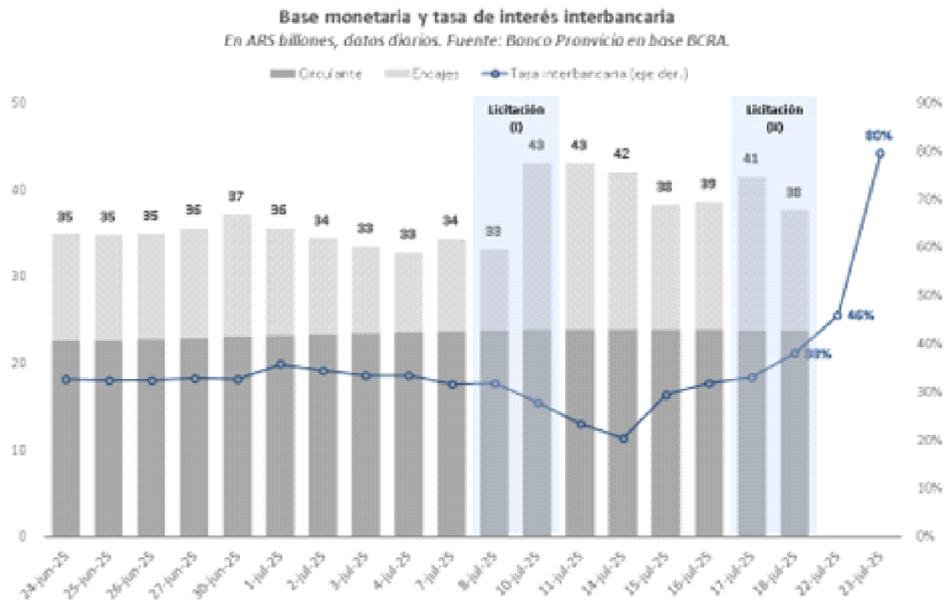
La caída del rendimiento de las colocaciones en pesos, en un escenario de dólares que ya venía agitado por las compras del Tesoro, más las expectativas de moderación de la oferta del sector agropecuario y la dolarización de cartera que suelen motivar los períodos electorales llevaron a la divisa a la zona de 1.300 ARS/USD

En este contexto, el Tesoro Nacional anunció una emisión de LECAPs "fuera de calendario" -es decir, sin vencimientos asociados- para el 16 de julio, en donde buscaría captar los ARS 5 billones de liquidez que había dejado el fin de las LEFI. De esta forma, se daría marcha atrás con el aumento de la base monetaria, teniendo como correlato una caída de la liquidez y una consecuente suba de tasas.

A favor, estiraría un poco los plazos de la política monetaria. En contra, incrementaría su costo de financiamiento -y el del sector privado, ya que están muy relacionados- en un momento donde la actividad lleva cuatro meses estancada y el crédito a familias y empresas permitía compensar el deterioro de otras variables reales -salarios, por ejemplo-.

En la licitación "fuera de calendario", el Palacio de Hacienda obtuvo los pesos que buscaba, pero la tasa de interés pegó un salto en el camino: el rendimiento de la LECAP corta pasó de 2,8% mensual en la colocación del 7 de julio a la de 3,3% en la del 16. En

respuesta, el costo de los adelantos volvió a los niveles de cierre de junio, y el fin de las LEFI empezaba a convivir con una suba de tasas.



Además, este nuevo escenario trajo una volatilidad en el costo de financiamiento muy significativa, además del alza mencionada. El fin de la LEFI dejó a los bancos sin instrumentos a un día, aumentando la presión de liquidez en otras ventanillas. En respuesta, se disparó la tasa interbancaria -también a 1 día, pero con bancos comerciales como contraparte en lugar del Banco Central-, que llegó a 7% mensual. En este contexto, se aceleró el desarme de LECAPs como otra alternativa frente a la escasez de pesos, y su tasa mensual llegó al 8%, contracara de su derrumbe de precio (dado que el pago al vencimiento es fijo, una suba del precio reduce la tasa de interés, en tanto que una baja la aumenta).

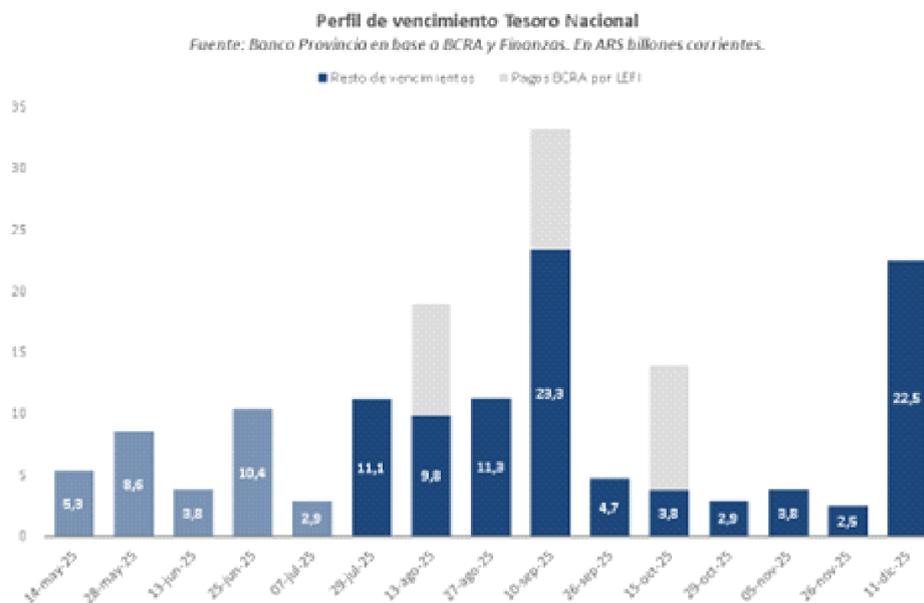
Este incremento del costo de financiamiento del sector público tuvo su correlato en el costo de financiamiento de las empresas, y la tasa de adelantos de cuenta corriente llegó al 7,5% mensual, más que duplicando el promedio de una semana atrás (3,1% mensual). En contraste, la tasa de préstamos personales se mantuvo en torno del 6% mensual. En un escenario donde la irregularidad de la cartera privada viene avanzando en los últimos meses, el salto del costo de financiamiento en simultáneo con el estancamiento -de nuevo: en el mejor de los casos- de los ingresos reales puede agravar algunas tensiones en la cadena de pagos.

La otra respuesta de la contracción de la liquidez y el consecuente aumento de la tasa fue la caída de tipo de cambio, que pasó de los 1.290 ARS/USD mencionados a los 1.270 ARS/USD (-2%), zona en donde cerró este jueves.

El affaire del fin de las LEFI nos deja entonces con i) más tasa de interés que antes, ya que el rendimiento mensual de las LECAPs pasó de 2,5% a fin de junio a 3,5%-4% en la actualidad, ii) más tipo de cambio, que pasó de 1.200 ARS/USD a 1.270 ARS/USD (+5,5%) y

iii) más incertidumbre. En estas semanas de stress, el gobierno reveló sus preferencias: prefiere tolerar un aumento de costo de financiamiento tanto suyo como del sector privado antes que subas sensibles del dólar, aun cuando éstas no se estén trasladando al nivel de precios, al menos por ahora.

Hacia adelante, esto abre algunas preguntas sobre el esquema de financiamiento del Tesoro Nacional. El próximo martes vencen ARS 11,1 billones con acreedores extra-Banco Central -no todos privados: una parte lo tiene el Banco Nación y otros entes públicos no financieros-, y el Ministerio de Economía deberá convalidar al menos una parte de la reciente suba de la tasa de interés. Para dimensionar, en las últimas cinco licitaciones los vencimientos promediaron ARS 6,2 billones: casi la mitad de lo que hay que pagar el próximo martes.



Si el Ministerio de Economía no estuviera dispuesto a pagar los rendimientos que exige el mercado, debería cancelar los vencimientos con sus depósitos en el Banco Central (ARS 17,5 billones al 21 de julio). Esto implicaría i) emisión de pesos, ya que éstos no se incluyen en los agregados monetarios, pudiendo potenciar la demanda de dólares y ii) reducir el saldo disponible para seguir comprando reservas (USD 1.050 millones desde el 18 de junio, gastando ARS 1,3 billones), ya que el dinero sale de la misma cuenta.

En este sentido, faltan poco más de USD 5.000 millones para alcanzar la meta de reservas acordada con el FMI para septiembre, que equivalen a ARS 6,3 billones a un dólar de 1.260 ARS. Si el fondeo estimado no alcanza para cubrir todo, y descartada por los supuestos del ejercicio la suba de la tasa de interés, el Palacio de Hacienda debería reforzar su superávit primario, para cubrir con él los pagos de LECAPs pendientes.

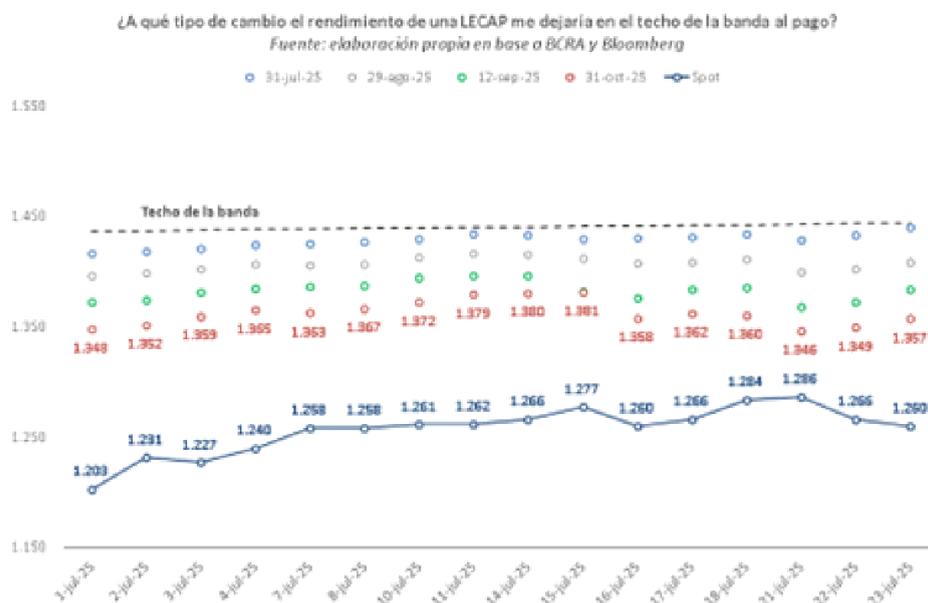
Las tensiones financieras enfrentan al gobierno a un dilema poco atractivo: 1) convalidar la suba de la tasa de interés e incrementar su costo financiero, 2) no convalidarla y pagar con fondos propios los vencimientos de LECAPs, con el riesgo de que esos pesos presionen

sobre el dólar, sumando también que 3) si los depósitos de la CUT empezaran a ser escasos, Hacienda debería profundizar su superávit primario en pos de incrementar su liquidez.

Vale destacar que hay una opción suplementaria, que es que el Banco Central opere directamente en el mercado secundario de títulos, demandando las letras que venden los privados, y sosteniendo de esta forma su precio y en consecuencia la tasa de interés, pero al costo de emitir nuevos pesos, que eventualmente podrían irse al tipo de cambio. Otra vez, una alternativa con costos.

Antes de cerrar, cabe preguntarnos qué márgenes de suba tienen la tasa de interés y el tipo de cambio. Para eso, hagamos otro ejercicio. Asumamos que hoy el dólar pasa de 1.270 pesos a 1.360. Ahora bien, en lugar de comprar dólares, con los 1.360 pesos de arriba compramos una LECAP que vence el 31 de octubre. Al momento del pago, con las tasas actuales, tendríamos poco más de 1.500 pesos. Dado que el techo superior de la banda se ubicaría en 1.495 ARS/USD en ese entonces tendríamos un rendimiento positivo en dólares.

Sin embargo, en la realidad, el tipo de cambio está en 1.270 pesos, no en 1.360. En consecuencia, pareciera que el mercado no espera que el tipo de cambio se vaya al techo de la banda para fines de octubre: si así lo hiciera, tendría más sentido estar parado en dólares que en LECAPs, y el primero tendería a subir.



Como siempre, esto puede leerse de dos maneras: o bien que el mercado todavía confía en que el dólar no testeará el techo de la banda en el corto plazo, o bien que si aumenta el pesimismo el tipo de cambio tiene margen para subir sin alcanzar el techo de la banda. El spot sigue estando descubierto.

## El fin de las LEFI remix el fin de los pases pasivos: la liquidez avanza

El 28 de junio de 2024, el Ministro de Economía y el Presidente del Banco Central anunciaban que se eliminarían los pases pasivos con la autoridad monetaria, que en ese momento pagaban una tasa de interés de 40% nominal anual, equivalente a 4,1% mensual, más o menos en línea con la inflación de entonces (+4,1% en mayo, último dato que se conocía en ese momento, +4,6% en junio).

De esta forma, sostenían, quedaría atrás la emisión a través de los “pasivos remunerados” del Banco Central, y el Tesoro pasaría a regular la liquidez del sistema financiero a través de las Letras Fiscales, más conocidas como LEFI. Con el superávit fiscal más algunas colocaciones de otros títulos, el control de agregados monetarios sería más estricto, garantizando la estabilidad cambiaria y la desaceleración de la suba de precios.

El cambio de un acreedor emisor de moneda -Banco Central- por otro de peor calidad crediticia -Palacio de Hacienda- y de la forma de integrar encajes, más algunas dudas sobre la implementación del nuevo esquema llevaron al dólar paralelo de la zona de 1.350 ARS/USD a fines de junio a la 1.415 ARS/USD (+5,5%) a mediados de julio del año pasado. Vale destacar que junio de 2024 ya había sido tenso en materia cambiaria, y el dólar MEP había trepado 10%. Como resultado, acumulaba una suba de 16% entre el cierre de mayo y mediados de julio, y el escenario presentaba algunos desafíos.

La respuesta oficial llegó el 14 de julio, cuando el Presidente de la Nación anunció que el Banco Central vendería en el mercado paralelo los dólares que había comprado desde mayo en el mercado oficial, sumando también los que comprase desde entonces. Además, el BCRA sacó un comunicado explicando que, eventualmente, respondería por las LEFI, moderaba así el riesgo del cambio de deudor, al costo de “reabrir” la tercera canilla de emisión.

O sea, digamos, la salida fue sumar oferta de dólares -de las reservas- en el paralelo y dar marcha atrás con el objetivo de eliminar los pasivos remunerados del Banco Central. La reacción del mercado fue positiva, y el dólar MEP cayó 6,5% en la semana siguiente al anuncio, terminando julio 3,8% por debajo de junio, pero 9% por encima de mayo.

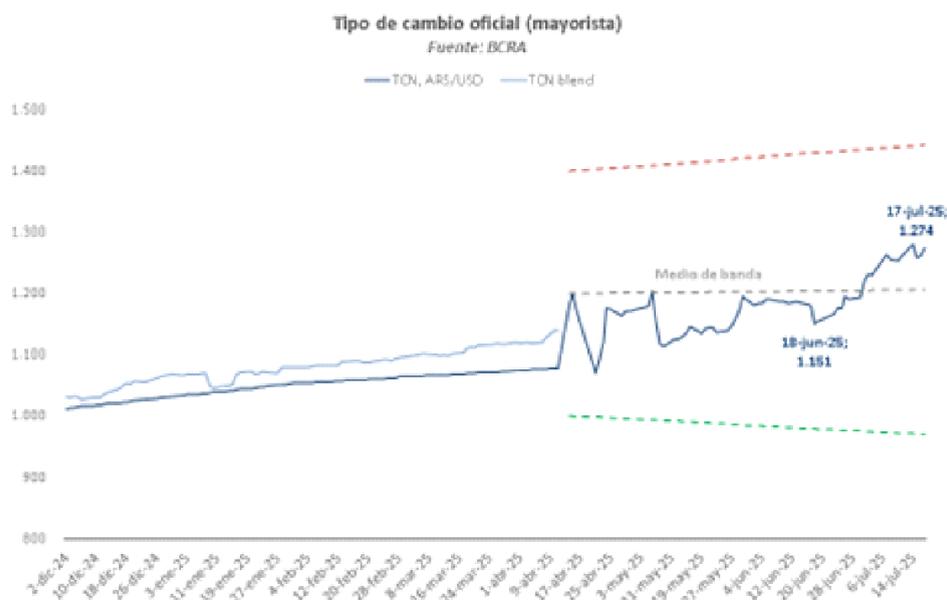
¿Por qué empezamos con este racconto? Porque las tensiones cambiarias y los vaivenes en la política monetaria de los últimos días y semanas se parecen a las tensiones de la misma época del año pasado. Un esquema monetario y cambiario de corto plazo que más o menos funciona, pero que presenta muchos interrogantes de sostenibilidad. Preocupado por éstos, el gobierno intentó en ambos casos hacer algunas modificaciones, pero, también en ambos casos, termina sumando más incertidumbre y acelerando las presiones, lo que lo obliga a volver sobre sus pasos y deja como resultado un escenario algo peor al que antecede.

A principios de junio de 2025, el Banco Central anunció que el Tesoro terminaría con el esquema de LEFI a mediados de julio, volviéndose endógena la tasa de interés -es decir, que se determinaría por la relación entre oferta y demanda en el mercado-. En el

programa ideal, los bancos tendrían un exceso de liquidez que i) volcarían al crédito y ii) a comprar LECAPs, comprimiendo ambas tasas de interés y convalidando un menor costo de financiamiento para las empresas, familias y el Estado Nacional.

Sin embargo, las cosas a veces fallan. En tanto que lo primero fue cierto, y la liquidez creció y una parte importante fue a parar a LECAPs, que subieron de precio considerablemente entre viernes de la semana pasada y lunes de esta -las tasas de interés de las letras que pagan el 31 de julio cayeron de 2,7% a fines de junio a 2,1% el pasado lunes, contracara de la suba de precio del título-, lo segundo no sucedió.

En lugar de abaratar el crédito y acelerar la recomposición de la demanda interna, el menor rendimiento de los activos en pesos terminó alentando la compra de dólares, y el tipo de cambio pasó de 1.200 ARS/USD a fines de 1.280 ARS/USD el lunes 14 (+7,2%). Más aún, considerando que el peso se había depreciado 3,7% entre el 18 y el 30 de junio -de 2025-, la suba acumulaba 11,2% en todo el período. Para una inflación que ronda el 2% mensual, estos movimientos son relevantes en términos reales, máxime considerando la reciente apreciación del Real, que se encontraba en sus menores valores desde mediados del año pasado.



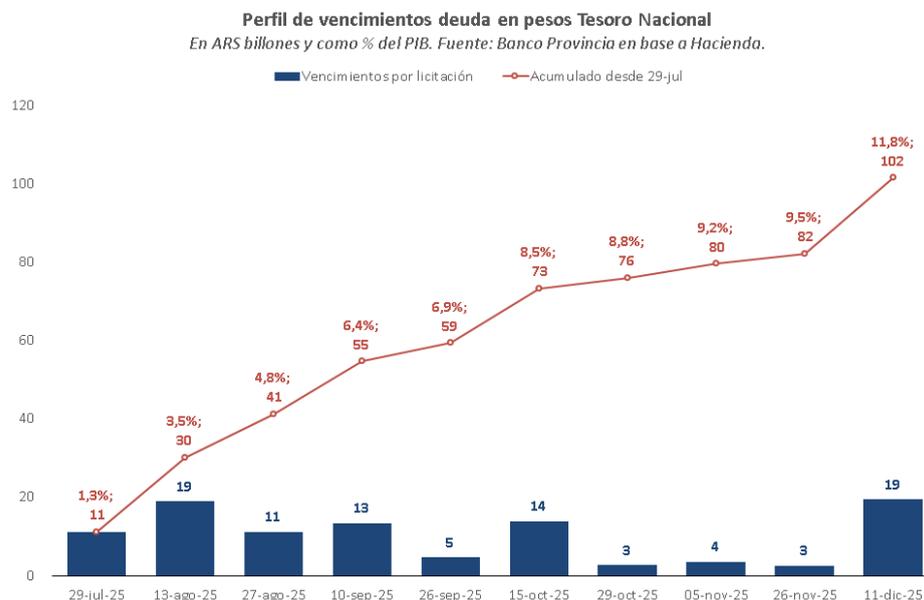
Como se observa en el gráfico de arriba, el tipo de cambio tuvo un rebote en la segunda mitad de la semana, cerrando este jueves en torno de los 1.275 ARS/USD. De esta forma, se ubica 11,5% por debajo del techo y 31,5% por encima del piso de la banda de flotación. En contraste, el 18 de junio se ubicaba 19,5% por debajo del techo y 17,5% por encima del piso. Las apariciones del Banco Central en los mercados de futuros, estimadas a partir de aumentos del volumen operado y su interés abierto, marcan que la autoridad monetaria no se sentía cómoda con la suba del tipo de cambio y decidió intervenir.

Asimismo, la reapertura de una ventana de pasivos a 1 día, con una tasa de 36% nominal anual, equivalente a casi 3% mensual, llevó hacia arriba los rendimientos de las

LECAPs cortas, que pasaron del 2,1% mencionado más arriba a 3,3% en la licitación del miércoles 16 de julio.

En esta subasta “fuera de calendario”, el Palacio de Hacienda reabsorbió los ARS 5 billones que se había propuesto, colocando ARS 1,5 billones al 31 de julio, ARS 0,8 billones al 15 de agosto y ARS 0,85 billones al 29 de agosto. De esta forma, los vencimientos llegaron a ARS 11,1 billones el 31 de julio, ARS 19 billones el 15 de agosto y ARS 11,2 billones el 29. Así, el Tesoro enfrentará pagos por ARS 41 billones en el próximo mes y medio, equivalente a 5% del PIB.

Asimismo, estos números suman ARS 18 billones en septiembre (2,1% del PIB) y ARS 17 billones en octubre (1,9% del PIB). Como resultado, el Ministerio de Economía enfrentará vencimientos por más de ARS 70 billones de acá a las elecciones de octubre, equivalentes a 8,5% del PIB.



Para dimensionar, en abril enfrentó pagos por ARS 14,1 billones, de los cuales renovó ARS 10,3 billones (72% de roll-over), en mayo pagó y colocó ARS 13,9 billones (100%) y en junio pagó ARS 14,2 billones y colocó ARS 12,5 billones (88%). Así, el Tesoro acumula un ratio de refinanciamiento de 87% en los últimos tres meses que llega a 91% en el año si excluimos la licitación de esta semana, y de 98% cuando la incorporamos.

Hacia adelante, estirando el ratio de roll-over de abril-junio, el Palacio de Hacienda colocaría ARS 36 billones, dejando ARS 5 billones líquidos -casualmente, el número que se apuntaba a captar en la subasta fuera de calendario, explicado por los pesos de bancos que habían quedado afuera de las últimas licitaciones-. Al tipo de cambio mayorista de cierre del jueves 17 de julio, esto implica un excedente de casi USD 4.000 millones: casi lo mismo que se pagó a los acreedores de títulos públicos en moneda extranjera el 9 de julio: USD 4.300 millones, y un 10% de las Reservas brutas actuales.

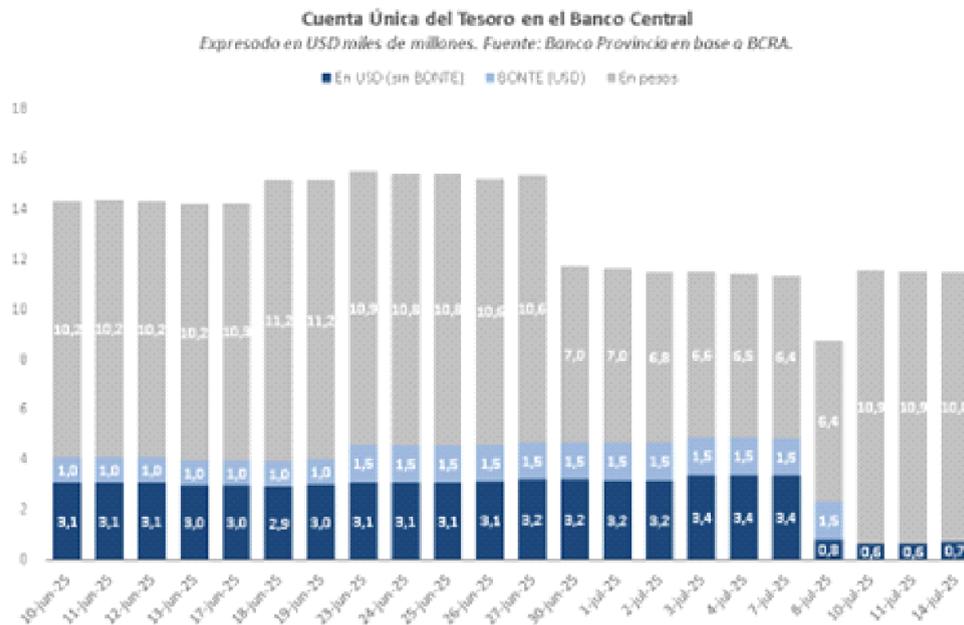
Dicho esto, vale remarcar que el porcentaje de renovación de títulos no está garantizado, ya sea para arriba o para abajo. A la vez que la incertidumbre electoral y la falta de precisiones sobre los pagos de la deuda en dólares de 2026-2027 -es decir, un riesgo país que persista en 700 puntos básicos- podrían alejar los objetivos del Tesoro, una mayor tasa de interés podría o una inflación que siga bajando los acercaría.

Ahora bien, en relación con una suba de tasa, el problema es que eso incrementa los vencimientos futuros -máxime en un escenario de renovaciones tan cortas: 40 días promedio en la licitación de esta semana vs. 230 días en el primer trimestre-, además que podría encarecer aún más el crédito para empresas y familias. Considerando la débil recuperación del consumo en un contexto de caída de salarios reales y complemento con préstamos personales, esto sería una mala noticia para las ventas -a tres meses de las elecciones-. En materia de inflación, la suba de 10,7% del tipo de cambio mayorista en el último mes, hace difícil que la inflación de julio no se acelere respecto de los últimos dos meses.

Antes de cerrar, queda una pregunta: ¿hasta dónde llegarán las compras de dólares del Tesoro Nacional en el mercado? En la tercera semana de junio, confirmación de twitter mediante, Economía había comprado USD 200 millones en el mercado, en tanto que en la primera de julio habrían sumado USD 200 millones más, esto desprendido de los datos del Banco Central. Por último, esta semana el Tesoro habría comprado USD 500 millones más, según informó Bloomberg en Línea y retwitteó el Presidente.

Estas compras suman a las Reservas netas del acuerdo con el Fondo, de modo que el Banco Central estaría a, aproximadamente, USD 3.000 millones de su objetivo de fines de septiembre, que podría alcanzar por dos grandes vías: colocando más deuda en moneda extranjera, sumando a los USD 1.500 millones de BONTEs nuevos pasivos o comprando más dólares en el mercado, ya sea a través del propio BCRA o el Tesoro.

Respecto de este último, tiene USD 700 millones en su Cuenta Única en el Banco Central y ARS 13,7 billones, equivalentes a USD 10.800 millones. Asimismo, podría tener algo más de liquidez en sus depósitos en el Banco Nación, sin estadísticas diarias. Ahora bien, considerando los vencimientos en pesos antes mencionados (ARS 41 billones en el próximo mes y medio), y que en la mitad de las licitaciones de este año no logró renovar todos sus vencimientos -7 sobre 15-, sería óptimo dejar algo de liquidez en pesos para esta cuenta para cancelar eventuales contratiempos.



El año pasado, las tensiones cambiarias que desató el cambio de pasivos por LEFI se superó con la amenaza de venta de dólares por parte del Banco Central y el respaldo de éste al Tesoro para la deuda en pesos que implican las LEFI. Este año, por ahora, las tensiones que trajo el cambio de LEFI por LECAPs se estarían superando con más tasa de interés, en tanto que las posibilidades del Sector Público de vender dólares por debajo del techo de la banda -1.450 ARS/USD- son acotadas: por el contrario, debería seguir comprando si no logra colocar más deuda externa.

El final de la salida de la cosecha gruesa no suele traer buenos tiempos para la economía argentina. Combinarlo con innovaciones en el plano monetario no suele ser una gran idea. La liquidez avanza.

## La alegría no es solo brasilera: moderación fiscal y apreciación del Real

El Real brasileño se apreció más de 12% en el primer semestre de 2025, pasando de 5,9 BRL/USD a 5,4 BRL/USD. Si bien se depreció en la última semana (+2% respecto del cierre de junio), afectado por las tensiones arancelarias con Estados Unidos, acumula un fortalecimiento de 10% en lo que va del año, y permanece en máximos desde junio de 2024.

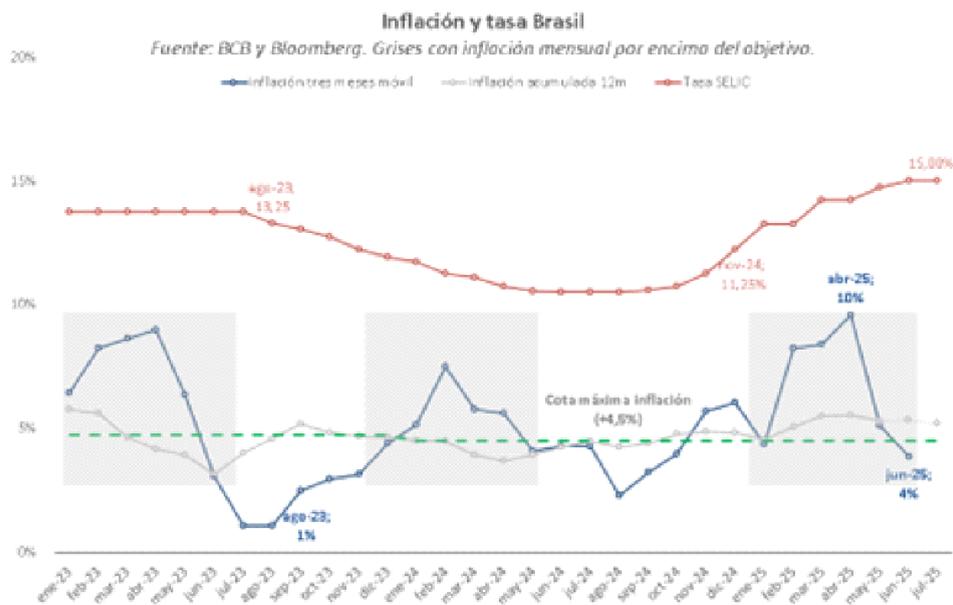
La moneda del principal destino de nuestras exportaciones industriales -es decir, aquellas donde la competencia por precio es más relevante- es fundamental para la competitividad del peso argentino: explica el 30% del “tipo de cambio real multilateral” (TCRM) que publica nuestro Banco Central, el doble que Estados Unidos y casi 10 p.p. más que China y que toda la Zona Euro.



relevante con relación al cierre del año pasado: pasó de 0,5% promedio mensual en el último trimestre del 2024 a 0,3% en el segundo cuarto de 2025. En otros números, cayó de la zona del 6% anualizado a la del 4% -anualizado es elevar a la doce una inflación mensual, o sea: qué pasaría si tuviéramos el mismo número en los doce meses de un año, no la inflación acumulada doce meses-, quedando dentro de la meta.

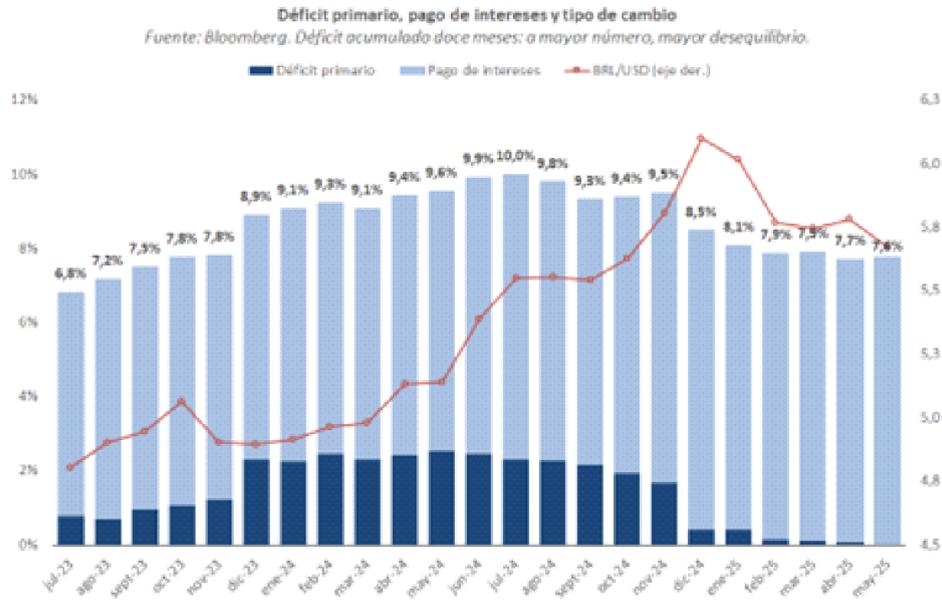
Además de las cuestiones cambiarias expuestas más arriba, la suba de la tasa de interés fue importante para esto -vale destacar, la suba de la tasa también fue relevante para apreciar al Real-. La SELIC (tasa de referencia) pasó de 12,25% anual a fin de 2024 -y 10,5% en septiembre- a 15% en la actualidad.

Cabe notar que este aumento no fue la norma en el resto de las tasas de la región. Por caso, el Banco Central de Chile mantuvo su tasa de referencia en 5%, en tanto que el de Perú la redujo en 0,5 p.p., el de Colombia en 0,25 p.p. y el de México en 2 p.p. En este sentido, podemos notar que la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo su tasa en 4,5%, luego de haberla bajado 0,25 p.p. a mediados de diciembre de 2024, dándole algo de margen a las autoridades monetarias para reducir sus tipos de interés.

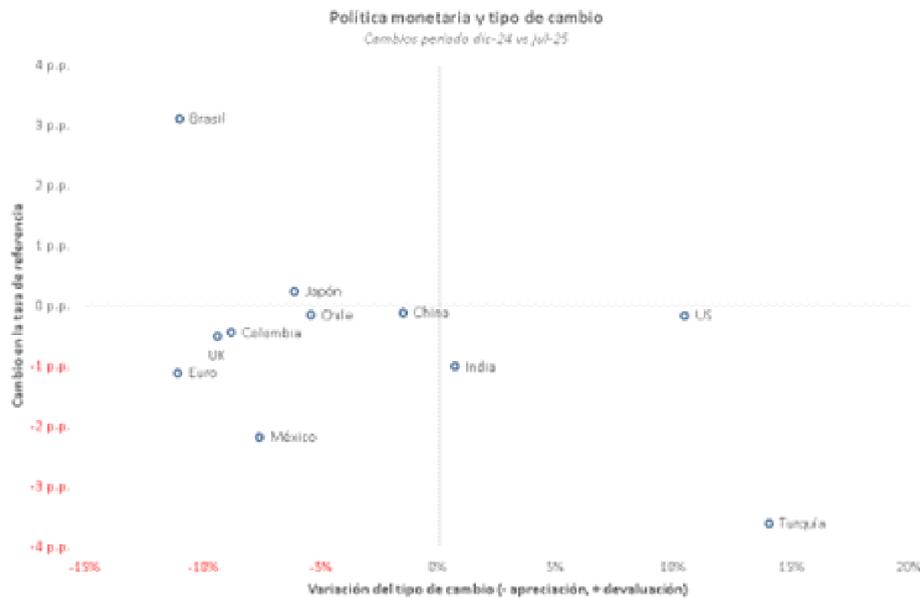


En otro orden, podemos sumar al análisis la cuestión fiscal. A mediados del año pasado, el déficit primario acumulado en los últimos doce meses superaba el 2% del PIB, mostrando una aceleración importante en el arranque de 2024. Para dimensionar, desde la pandemia que el Tesoro brasileño no tenía un resultado primario negativo, a la vez que entre 2015 y 2019 éste había promediado -1,5% del PIB.

Para un Estado con un pago de intereses que llega a 7,5% del PIB en el acumulado doce meses (producto, entre otras cosas, de la estrategia de crecimiento: apreciación tirada por entrada de capitales financieros), y que no baja de 6% del PIB hace más de cinco años, este déficit primario era muy elevado, motivando parte de las tensiones cambiarias.



De esta forma, podemos ver que la problemática se abordó por varios frentes. Las presiones sobre el Real se combatieron: i) vendiendo USD 40.000 millones de reserva (es decir, más del 10% del stock antes de que empezaran las presiones), ii) subiendo 5 p.p. la tasa de SELIC desde septiembre de 2024, iii) ajustando casi 2 p.p. el resultado fiscal, equilibrando así el resultado primario.



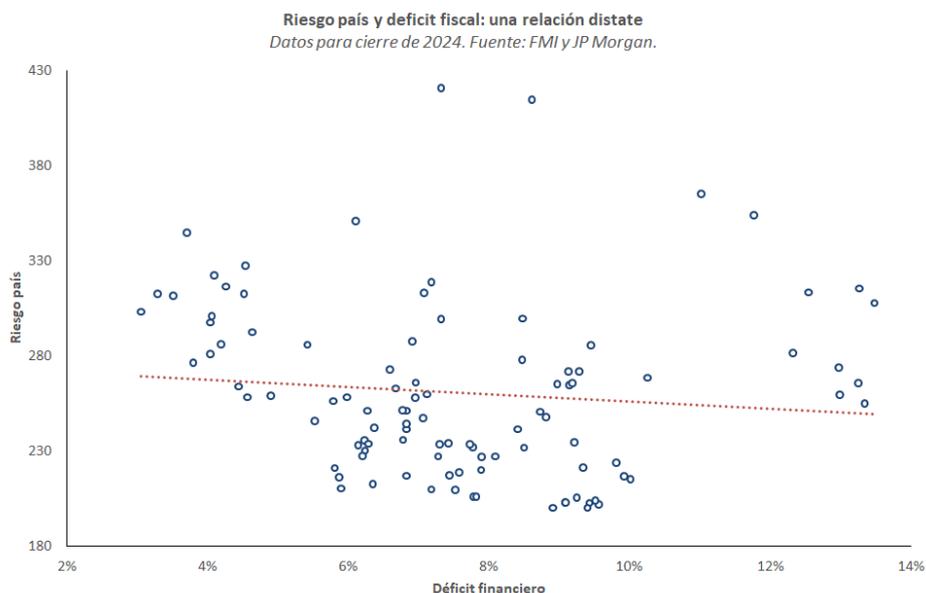
Como se ve en el gráfico de arriba, casi todas las monedas emergentes -y de otros países desarrollados- se apreciaron frente al dólar. Las tensiones arancelarias motivaron cierto refugio en emergentes, además del rebote de commodities y los paquetes de estímulo en occidente (principalmente de la mano del aumento en gasto militar desde el 2% al 5% en los países de la OTAN), que dieron aire a las cuentas externas de estos países. En este

mundo, y como decíamos más arriba, Brasil fue de los pocos países que subió sus tasas de referencia, sumando prociclicidad al proceso y profundizando la apreciación del Real. En contraste, en el resto de los países del gráfico, las tasas de interés se relajaron en lo que va de 2025 buscando actuar de manera contracíclica y moderar la apreciación. Así y todo, las monedas se fortalecieron en seis de ocho casos.

Para cerrar, Brasil nos puede ayudar a responder una pregunta doméstica: ¿qué es más importante para los mercados globales, la solvencia fiscal o el nivel de reservas? Dicho de otra manera, ¿a qué responde más el riesgo país?

Como mostramos más arriba, el déficit financiero de Brasil está en torno de 7,5% del PIB, un nivel que presenta algunas dudas de sostenibilidad -o que al menos lo hacía cuando su rojo llegaba a 9,5%-. Sin embargo, producto de su buen stock de Reservas (USD 300.000 millones, 15% de su PIB), su riesgo país se mantiene levemente por encima del promedio de la región: 200 puntos básicos, contra una media de 180 p.b. para Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

En contraposición, la Argentina acumula un superávit financiero de 0,2% del PIB en los últimos doce meses, pero dado que el stock de Reservas de nuestro Banco Central ronda el 5% del PIB -luego del pago por Bonares y Globales de esta semana- a nuestro riesgo país le cuesta romper los 650 p.b. en el último tiempo.



Como se desprende de este gráfico de dispersión -nunca mejor dicho-, la relación entre riesgo país y déficit fiscal es baja, contracara de la fuerte correlación entre este índice y Reservas expuesta en otros informes.

## Moderación fiscal para apreciar al tipo de cambio, reservas para bajar el riesgo país. ¿Yo no quiero vestirme de rojo?

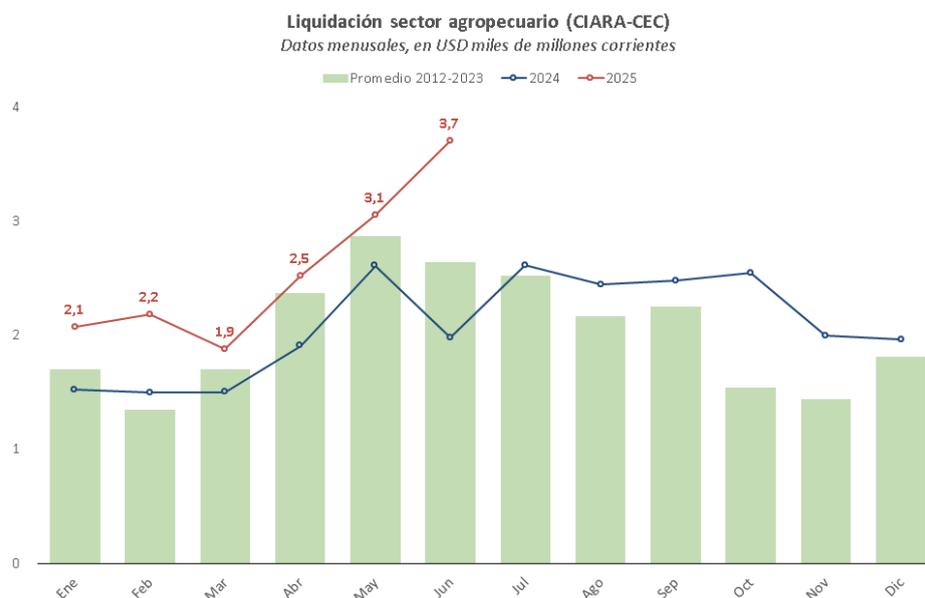
### Va a ser tan lindo hacer un puente: ¿cómo se pagará el déficit de cuenta corriente?

El tipo de cambio mayorista subió casi 6% en las últimas dos semanas, alcanzando un máximo nominal (1.230 ARS(USD) y mostrando su mayor estrés desde que se flexibilizaron las restricciones para la compra de divisas.

La aceleración coincide con i) el paso del segundo al tercer trimestre, cuando la oferta de dólares por exportaciones del sector agropecuario tiende a moderarse, ii) la licitación de títulos públicos del 25 de junio, que tuvo un bajo ratio de roll-over (60%, el menor desde noviembre 2024) y la mayor diferencia entre pagos y colocaciones de la era Milei (ARS 10,5 billones y ARS 6 billones, respectivamente) y iii) después de un fallo adverso para el Estado Nacional por el caso YPF en la justicia norteamericana.

En este escenario, tiene sentido preguntarnos cómo seguirá el dólar en las próximas semanas y meses, variable clave para la inflación y el poder adquisitivo.

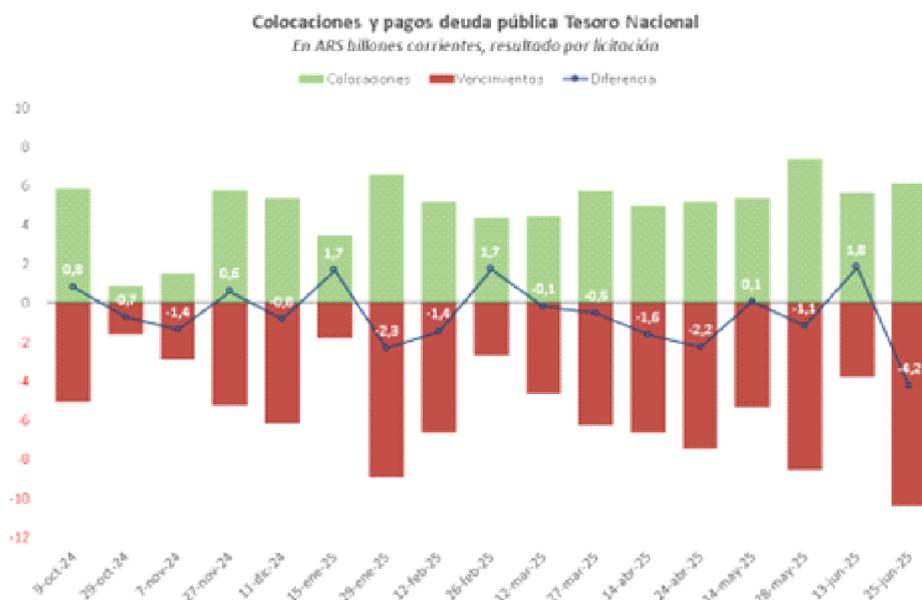
Como se observa en el gráfico de abajo, la liquidación del sector agropecuario histórica y estacionalmente disminuye después de junio: pasa de USD 2.600 millones promedio mensual en el segundo trimestre a USD 2.000 millones entre julio y diciembre. Así, estamos entrando en la temporada baja de oferta de agro dólares, y esto puede motivar parte de las recientes tensiones cambiarias.



En primer lugar, vale aclarar que la liquidación del agro arrancó muy bien en los primeros días de julio (USD 390 millones promedio diario esta semana vs. USD 185 millones promedio diario de junio), de modo que la aceleración del dólar de estas últimas semanas se explica por un aumento de la demanda y no por una caída de la oferta. El rezago -que

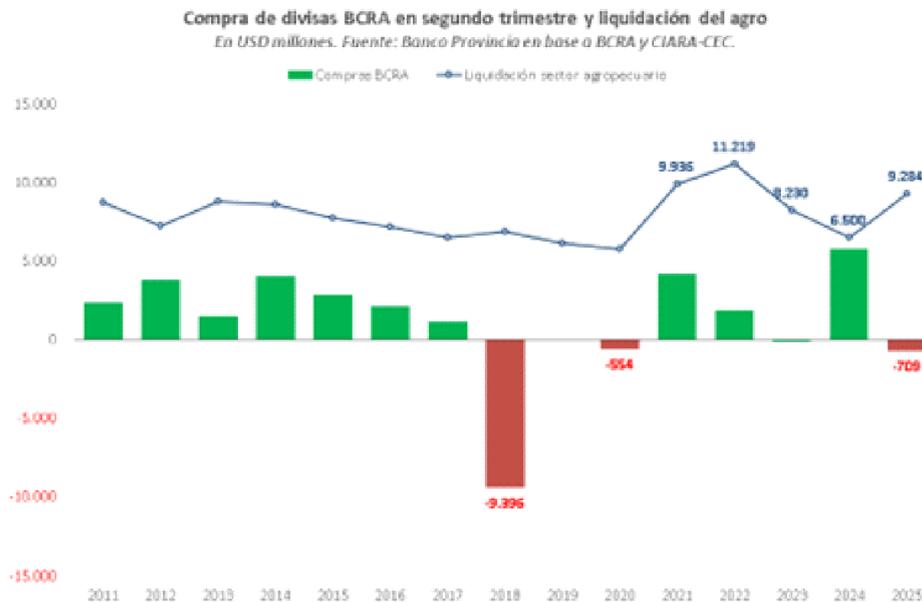
siempre existe- en la venta de dólares de las últimas exportaciones que se hicieron con la reducción temporaria de retenciones motivó esta dinámica, que de todas formas no se sostendría en las próximas semanas.

Por el lado de la demanda, tenemos la emisión de ARS 4,25 billones el 30 de junio para financiar el desequilibrio por vencimientos mayores que colocaciones en la licitación de Hacienda 25 de junio. La caída de ARS 4,2 billones de la Cuenta Única del Tesoro en el BCRA implicó una inyección de liquidez en la economía. En un marco de tasas de interés relativamente estables (por caso, la LECAP a septiembre orbita en torno de 2,5/2,6% desde el 10 de junio) esto habría sumado algo de presión sobre el tipo de cambio.



Si bien una parte de esta diferencia fue por la mayor demanda de crédito de empresas y familias, lo que tiene un efecto positivo sobre el nivel de actividad, dado que el monto no renovado casi duplica al avance de los préstamos privados durante junio (ARS +2,8 billones), también hubo cambios de cartera.

En este marco, vale destacar que el Banco Central cerró su peor segundo trimestre en el mercado cambiario desde 2018 (ventas por USD 710 millones, todas en abril). Este número responde a la decisión del Estado Nacional de que la autoridad monetaria no compre divisas, en pos de acelerar la apreciación cambiaria y la desinflación. Sin embargo, no por eso deja de ser un dato relevante: ¿a dónde fueron las oportunidades de compra que no volverán?



Más aún, este número tuvo lugar en el tercer mejor año de liquidación del agro desde 2003 -los dos primeros fueron 2022 y 2021-. Dado que la cosecha actual estará en línea con el promedio histórico, y que los precios son entre un 5% y un 10% menores a la media, según se mire aceite, poroto o harina de soja, entendemos que hubo cierto adelantamiento de exportaciones, motivado por la reducción temporal de retenciones que terminó el 30 de junio.

En este marco, y tal como pasó en 2022 y 2023 cuando el Programa de Incremento Exportador -más conocido como dólar soja-, los altos valores responden más a anticipos que a mejoras permanentes: entrada de divisas a cuenta de los próximos meses. Esos dólares no van a volver.

En relación con el tercer punto, vale destacar que la semana había arrancado adversa para los activos argentinos, pero la depreciación del peso se aceleró luego del lunes al mediodía, es decir, luego de que se conociera el fallo contra el Estado Nacional en la causa YPF. De este modo, los rojos con los que había abierto la semana se profundizaron con el ruido y la incertidumbre que trae el capítulo legal.

Hasta acá el análisis coyuntural: ¿por qué subió el dólar estas semanas? Ahora bien, para pensar hacia adelante es necesario sumar el capítulo estructural: en lo que resta de la gestión Milei vencen casi USD 40.000 millones de deuda en moneda extranjera, un monto casi igual a las reservas brutas actuales (USD 41.600 millones).

Considerando que la cuenta corriente -bienes, servicios y rentas- está en rojo desde comienzos de año, y que salvo una devaluación o una caída del nivel de actividad será difícil llevarla de nuevo a terreno positivo, incluso con las exportaciones energéticas, la cuenta de capital deberá aportar los dólares necesarios para repagar la deuda. Más aún, no solo deberá aportar las divisas para refinanciar los vencimientos: también debería hacer lo propio con el desequilibrio de cuenta corriente.

**Flujos mercado cambiario por mes. En USD miles de millones.**

Fuente: elaboración propia en base a BCRA. (\*) 60% de las salidas por viajes y tarjeta hasta mar-25.

Mes	Bienes y turismo (*)	Obligaciones negociables y préstamos	FMI	Otras operaciones deuda Sector Público	Ventas paralelo	Resto	Reservas brutas
ene-24	3,6	1,3	2,7	-0,5	-0,0	-2,6	+4,6
feb-24	2,8	0,0	-0,8	-1,3	0,0	-1,7	-1,0
mar-24	2,1	1,6	0,0	-1,2	-0,1	-2,0	+0,4
abr-24	2,4	1,5	-1,9	-0,3	-0,0	-1,2	+0,5
may-24	2,3	1,0	-0,8	-0,3	-0,0	-1,0	+1,1
jun-24	0,4	0,2	0,8	-0,4	-0,0	-0,6	+0,4
jul-24	0,0	1,4	-0,6	-3,0	-0,3	-0,1	-2,6
ago-24	0,1	0,6	-0,8	0,3	-0,2	0,2	+0,3
sep-24	0,0	1,6	0,0	-0,8	-0,1	-0,3	+0,5
oct-24	0,2	3,1	0,0	-1,4	-0,2	-0,2	+1,4
nov-24	0,2	2,1	-0,7	0,2	-0,0	-0,2	+1,6
dic-24	-0,6	3,0	0,0	1,0	-0,4	-3,6	-0,6
ene-25	-0,5	3,8	0,0	-3,8	-1,0	0,1	-1,3
feb-25	0,1	2,0	-0,6	-0,4	-0,5	-0,8	-0,2
mar-25	-1,1	0,8	0,0	-0,8	-0,2	-1,8	-3,1
abr-25	0,1	0,7	12,4	1,1	-0,7	0,4	+13,9
may-25	0,7	3,4	-0,6	0,6	0,1	-6,2	-2,0
<b>Total</b>	<b>13,0</b>	<b>28,1</b>	<b>9,0</b>	<b>-11,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>-21,4</b>	<b>+13,8</b>
jul-dic 25			0,9	-4,7			-3,8
2026			-2,6	-10,9			-13,5
2027			-5,7	-16,7			-22,4
<b>Total</b>			<b>-7,4</b>	<b>-32,3</b>			<b>-39,6</b>

Entre abril de 2017 y marzo de 2018, el déficit de cuenta corriente alcanzó USD 33.300 millones, equivalente a 5% del PIB de entonces. En la actualidad, ese número está lejos por las siguientes razones: i) en ese período, el déficit comercial de bienes fue de USD 9.500 millones, este año, aumento de las exportaciones energéticas y agropecuarias mediante, tendríamos un superávit de USD 5.000 millones. En consecuencia, hay USD 15.000 millones de diferencia. ii) parte de las salidas por turismo del período enero-marzo se hicieron con dólares “propios”, es decir, no comprados en el MULC, de modo que el impacto sobre el mercado cambiario es menor, iii) el Banco Central vendió USD 2.400 millones en el paralelo en los primeros cuatro meses del año, algo que no pasaba en 2017-2018 y iv) los intereses de la deuda son algo mayores (USD 8.000 millones en la actualidad con no residentes: títulos Globales y FMI).

Con este escenario, el déficit de cuenta corriente orbitará en torno de los USD 15.000 millones este año, equivalente a 2% del PIB: la mitad que en 2017-2018. Considerando que se mantiene en los mismos valores en los próximos dos años, habría que conseguir USD 25.000 millones por año para refinanciar los pasivos existentes y cubrir el desequilibrio de cuenta corriente.

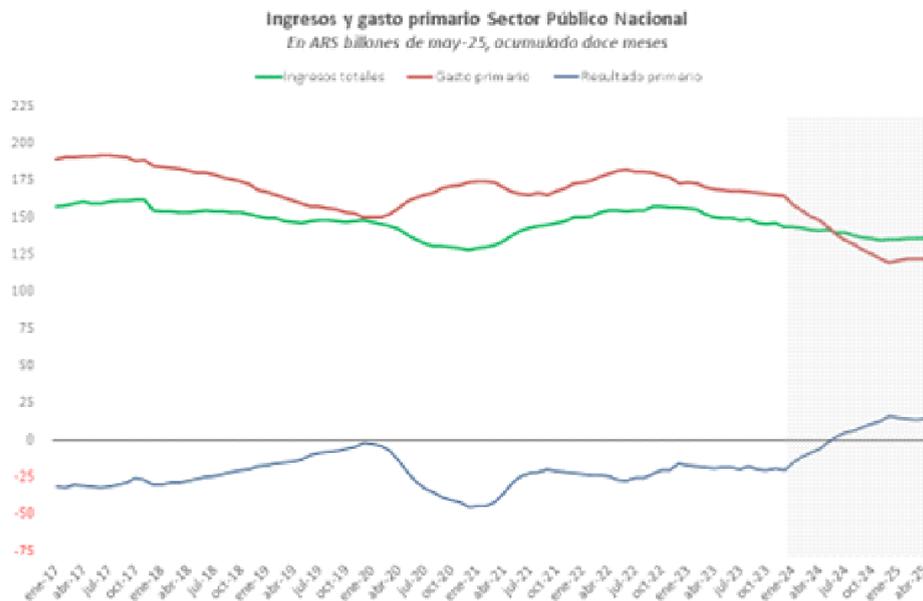
Mirando los números globales, parece un monto alto, pero no inédito. No obstante, sí resulta ambicioso para un país como el nuestro que hace siete años está fuera de los mercados privados de crédito, y siendo que casi la mitad de estos compromisos incrementará la deuda total, en tanto que la otra mitad (USD 15.000 millones por año) serían para repagar vencimientos viejos, tanto de capital como de intereses.

## Suba del petróleo y resultado fiscal: ¿dónde se profundizará el ajuste?

El superávit fiscal primario alcanzó 1,8% del PIB en 2024, en tanto que el financiero, luego del pago de intereses, fue de 0,3%. Para este año, el Gobierno Nacional se fijó un objetivo de 1,3% y 0%, respectivamente, pero después del acuerdo con el Fondo lo endureció en 0,3 p.p., llevándolo a +1,6% y +0,3% del PIB. La diferencia, entonces, es de 0,2 p.p.

Entre enero y mayo de 2025, el superávit primario habría acumulado 0,8% del Producto -dado que todavía no están los datos de este último, lo dejamos en potencial-, achicándose 0,3 p.p. en relación con el saldo de igual período del año pasado: +1,1%. De esta manera, el gobierno se “consumió” más que el margen que se había dejado para moderar el superávit, y esta variable debería sumar 0,1 p.p. en lo que resta del año para alcanzar la meta. Dicho de otra forma, el Sector Público debería reforzar el ajuste en los próximos meses, casualmente, los que están más cerca de las elecciones.

En términos reales, el superávit primario se contrajo 32,5% i.a. en el acumulado enero-mayo, explicado tanto por la caída de los ingresos (-2,4% i.a.) como por el aumento del gasto primario (+4,6% i.a.). Aunque en perspectiva histórica el incremento es bajo -el gasto primario se ubica 28% por debajo de 2023, por caso-, y el superávit primario no corre peligro, sí se observa un deterioro respecto del año pasado y algunas complicaciones en relación con las metas que el propio gobierno se fijó.



En primer lugar, resalta que el recorte en subsidios económicos contuvo significativamente la expansión del gasto público. El desplome de 50% i.a. de esta partida tiene lugar en un marco de moderado aumento de tarifas: +11,7% de suba de Servicios Públicos según el IPC de INDEC contra 16,7% del IPC General. La apreciación del tipo de cambio y la caída de los precios internacionales de los commodities energéticos (-8% i.a. el petróleo entre enero y mayo), permitieron ajustar el gasto en subsidios sin afectar a las

familias ni a las empresas. Como resultado, la línea en cuestión restó 6 p.p. al crecimiento del gasto total, que sin ella habría sido de +13,5% i.a.

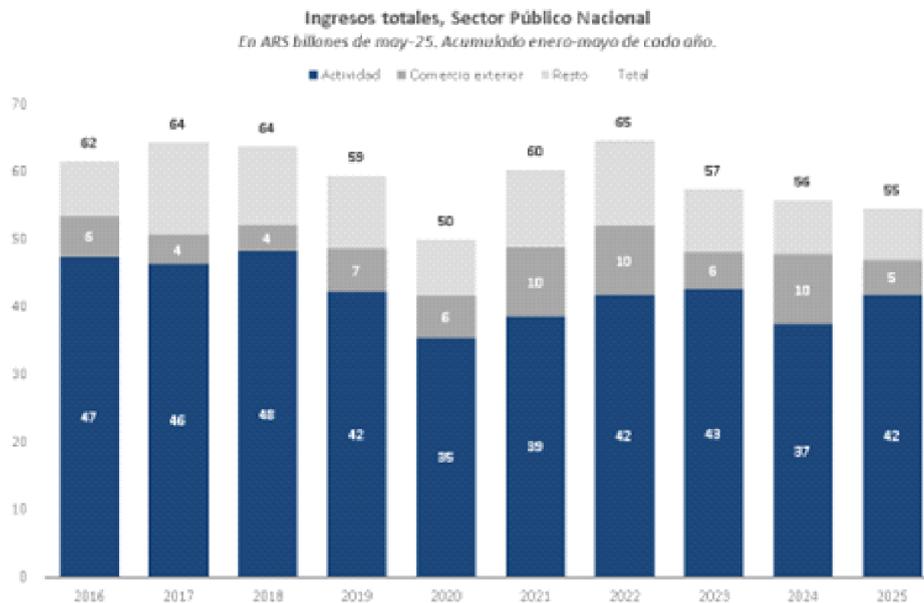
Mirado de otra manera, el no-aumento de tarifas y el fuerte ajuste en subsidios tuvo lugar en un escenario donde la cobertura tarifaria del costo total de la energía casi no se redujo en lo que va del año: saltó de 50% entre enero y mayo del año pasado a 90% en octubre-diciembre de 2024, retrocediendo a 80% en el arranque de 2025. Así, el escenario externo y un dólar que va por debajo de la inflación -más las correcciones realizadas en el segundo y tercer trimestre del año pasado- aportan oxígeno al gobierno en el frente fiscal.

Ahora bien, el petróleo trepó 8,5% en lo que va de junio, con un pico de +22,5% a mediados de la semana pasada. Aunque la desescalada del conflicto entre Estados Unidos, Israel e Irán redujo los precios de los combustibles a nivel internacional (-11,3% respecto del pico de mediados de mes), el avance en relación con el cierre de mayo sigue siendo relevante. De esta forma, la estrategia de tarifas pisadas con recorte en subsidios empieza a complicarse.

En este escenario, el Poder Ejecutivo deberá elegir en el corto plazo entre i) aumentar tarifas y mantener el ajuste en subsidios, ii) mantener tarifas y aumentar el gasto en subsidios, incumpliendo su objetivo fiscal o iii) mantener tarifas, aumentar el gasto en subsidios y reforzar el ajuste en otras partidas. Dado que el objetivo inflacionario y fiscal son tan relevantes como innegociables, entendemos que iii) sería la opción desagradablemente elegida.

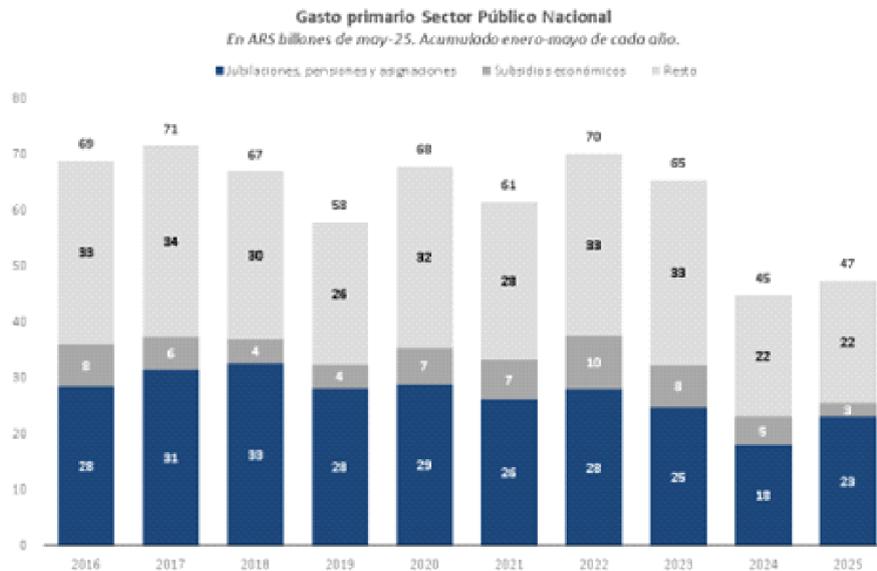
### **Ahora bien, ¿por dónde pasará la motosierra?**

Por el lado de los ingresos será difícil. Los recursos del Sector Público cayeron 2% i.a. en lo que va del año, producto de los menores cobros vinculados al comercio exterior: mientras que las entradas por retenciones retrocedieron 17% i.a., las de impuesto PAIS desaparecieron (-100% i.a.) luego de su eliminación. De esta forma, explican 9 p.p. de la caída total entre ambos, más que compensando la recuperación de los tributos vinculados a la actividad. Estos crecieron 11% i.a., pero "solo" aportaron 7 p.p. al total (IVA +2% i.a., Seguridad social +28% i.a. y Débitos y créditos +12% i.a.).



Considerando que para aumentar impuestos hace falta el aval del Congreso, algo que solo se logró una vez en un año y medio de gestión -Ley Bases-, las principales miradas quedan por el lado del gasto. Analizar su dinámica reciente más allá de los subsidios nos permitirá entrever qué partidas podrían sufrir recortes en los próximos meses para así alcanzar la meta fiscal.

Entre enero y mayo, el gasto primario aumentó ARS 2 billones (+5% i.a., siempre en términos reales y expresado en pesos de mayo 2025), número que trepa a ARS 3,6 billones (+14% i.a.) cuando excluimos el ajuste en subsidios antes mencionado. El avance obedece a los mayores gastos en Jubilaciones y pensiones (crecimiento de ARS 3,9 billones, +27% i.a.), Asignaciones por hijo, embarazo y familiares (ARS +0,7 billones, +25% i.a.) y el aumento de las transferencias a provincias (ARS +0,6 billones, +132% i.a.).



En contraste, el resto de las Prestaciones sociales -Tarjeta Alimentar, Potenciar Trabajo, PROGRESAR, etc.- cayó ARS 1 billón (-11% i.a.), atenuando el resto de los incrementos. Por su parte, el gasto de Capital se mantuvo inalterado (+1% i.a.), permaneciendo en mínimos de al menos los últimos veinte años. Por último, las partidas no mencionadas crecieron solo 3% i.a., sumando ARS 0,4 billones al gasto primario.

En este esquema, el Sector Público deberá i) moderar incrementos en jubilaciones y otros programas sociales, ii) recortar las transferencias a provincias o iii) acelerar el recorte en Otros programas sociales, ya que las demás partidas no parecen numéricamente significativas como para profundizar el ajuste.

Ahora bien, el problema es que, luego del Decreto 274/24 del año pasado, las jubilaciones, pensiones y asignaciones se actualizan automáticamente por la inflación pasada, de modo que el margen de acción sobre estas partidas -que explican la mitad del gasto total- son acotadas. La opción sería reducir nominalmente el bono de ARS 70.000, congelado desde diciembre de 2023, que explicó menos de 10% del gasto en Jubilaciones y pensiones en los primeros cinco meses de este año.

Más allá del costo social o político que esto podría tener, parece ser el único grado de libertad con que cuenta el Gobierno en estas partidas. Incluso así, dado que explica solo 1 de cada 10 pesos que gasta el Estado en este frente, su impacto sería acotado.

Por otro lado, luego del fallo de la Corte Suprema respecto de la devolución de los fondos a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, el incremento de las Transferencias a Provincias parece tan inevitable como reducido el margen de acción del Gobierno Nacional: la alternativa sería desoír la resolución de los jueces y ajustar en esta variable. De todos modos, el aumento en esta partida fue de sólo ARS 0,4 billones entre enero y mayo (+1,3 p.p. del aumento total), de modo que su incidencia es limitada.

Así las cosas, el escenario no parece fácil. La discrecionalidad sobre el 90% del gasto en jubilaciones, pensiones y asignaciones, es decir, casi la mitad del gasto primario es virtualmente nula. En la misma línea, será difícil sostener el nivel de recorte en subsidios luego de la reciente suba del precio del petróleo, sin que eso implique un ajuste en las tarifas de servicios públicos. Por último, transferencias a provincias y gastos de capital, que representan un 5% del total, también tienen poco margen de acción, en el primer caso por cuestiones legales y en el segundo porque ya se recortó el 80% de la partida.

¿Qué queda? PROGRESAR, Tarjeta Alimentar, Potenciar Trabajo, transferencias a universidades y gastos de funcionamiento -salarios de empleados públicos, que entre enero y abril ya se ubican 18% por debajo de la media de 2023 y 25% por debajo del pico de ese año-. Poco margen de acción y menos creatividad: un pasado que siempre vuelve.

## Principales variables

Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. l.a. % o Diferencia
<b>Actividad</b>					
PIB precios constantes	%	s.e. y v%a	1-25	0,8%	5,8%
EMAE	%	s.e. y v%a	may-25	-0,1%	5,0%
<b>Salarios Privados</b>					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v%a	may-25	2,0%	52,5%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v%a	may-25	0,5%	6,3%
<b>Fiscal</b>					
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jun-25	7,4%	0,2 p.p.
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jun-25	-6,5%	-0,5 p.p.
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jun-25	0,9%	-0,3 p.p.
Intereses	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jun-25	-0,5%	0,2 p.p.
Resultado financiero	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jun-25	0,4%	-0,1 p.p.
<b>Precios</b>					
IPC Nivel General, Nacional	%	v%6m y v%a	jun-25	1,6%	39,4%
IPC Núcleo, Nacional	%	v%6m y v%a	jun-25	1,7%	42,0%
<b>Comercio exterior</b>					
Exportaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jun-25	7.275	80.890
Importaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jun-25	6.370	70.289
Balanza comercial (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jun-25	906	10.622
<b>Balance cambiario</b>					
Bienes (BCRA)	USD M	Mes y 12m	may-25	1.811	7.733
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	Mes y 12m	may-25	-1.961	-20.003
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	Mes y 12m	may-25	-2.046	18.732
<b>Tipo de cambio</b>					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diario	24-jul-25	1.262,0	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	Diario	23-jul-25	1,3	
CCL	ARS/USD	Diario	24-jul-25	1.267,7	
CCL real multilateral	Dic 01=1	Diario	24-jul-25	1,3	
<b>Reservas</b>					
Reservas brutas	USD M	Diario	24-jul-25	40.430	
Compra neta de divisas semanal	USD M	Diario	24-jul-25	0	
Liquidación CIARA semanal	USD M	Diario	23-jul-25	542	
<b>Títulos públicos</b>					
AL30	USD	Diario	24-jul-25	59,6	
GD30	USD	Diario	24-jul-25	61,2	
Riesgo País	USD	Diario	23-jul-25	773	
<b>Monetario</b>					
LECAP más corta	% TEM	Diario	24-jul-25	3,6%	
TAMAR	% TEM	Diario	21-jul-25	2,9%	
Pases activos	% TEM	Diario	21-jul-25		
<b>Internacional</b>					
Real Brasil	BRL/USD	Diario	24-jul-25	5,5	-0,6%
Yuan China	CNY/USD	Diario	24-jul-25	7,2	-1,5%
Soja (tn.)	USD	Diario	24-jul-25	377,1	-4,9%
WTI (Petróleo)	USD	Diario	24-jul-25	66,3	-7,4%

**Resultado fiscal acumulado enero-mayo. En ARS billones de may-25.**

	2023	2024	2025	Variación interanual	Incidencia
<b>Ingresos totales</b>	<b>54,8</b>	<b>53,3</b>	<b>52,0</b>	<b>-2,4%</b>	
<b>Actividad</b>	<b>40,6</b>	<b>35,8</b>	<b>39,8</b>	<b>11,2%</b>	<b>7 p.p.</b>
Ganancias	5,7	5,9	5,0	-14,5%	-2 p.p.
IVA Total	11,3	10,6	10,8	2,2%	0,4 p.p.
Seguridad social	18,3	14,7	18,8	27,6%	7,6 p.p.
Débitos y créditos	5,2	4,6	5,1	11,7%	1,0 p.p.
<b>COMEX y resto</b>	<b>14,2</b>	<b>17,6</b>	<b>12,3</b>	<b>-30,1%</b>	<b>-9,9 p.p.</b>
Derechos de exportación	2,3	3,6	3,0	-16,8%	-1,1 p.p.
PAIS	1,2	4,4	-0,0	-100,1%	-8,3 p.p.
Resto	10,7	9,5	9,3	-2,6%	-0,5 p.p.
<b>Gasto primario</b>	<b>62,4</b>	<b>43,1</b>	<b>45,1</b>	<b>4,6%</b>	
<b>Gasto sin subsidios</b>	<b>34,4</b>	<b>26,6</b>	<b>30,2</b>	<b>13,5%</b>	
Prestaciones sociales	34,4	26,6	30,2	13,5%	8,4 p.p.
Jubilaciones y pensiones	20,3	14,4	18,3	27,3%	9,1 p.p.
AUH y AAFP	3,1	2,9	3,6	24,7%	1,7 p.p.
Resto prestaciones sociales	11,0	9,3	8,3	-11,1%	-2,4 p.p.
Gastos de capital	5,5	0,9	0,9	0,6%	0,0 p.p.
Subsidios económicos	7,4	5,0	2,4	-51,0%	-5,9 p.p.
Transferencias a provincias	1,8	0,4	1,0	132,3%	1,3 p.p.
Resto	13,3	10,1	10,5	3,5%	0,8 p.p.
<b>Resultado primario</b>	<b>-7,6</b>	<b>10,2</b>	<b>6,9</b>	<b>-32,4%</b>	
Pago de intereses	-7,0	-6,5	-4,4	-33,2%	
<b>Resultado financiero</b>	<b>-14,6</b>	<b>3,7</b>	<b>2,5</b>	<b>-30,9%</b>	

## Monitor Productivo

### Actividad Económica

Tras descender en marzo, la economía nacional medida por el EMAE mostró una mejora mensual del 1,9% sin estacionalidad y se ubicó en niveles de junio-julio de 2022. En la comparación interanual registró una expansión del 7,7% —recordemos que en abril de 2024 el EMAE alcanzó su piso tras la devaluación de diciembre de 2023—, mientras que acumuló en el primer cuatrimestre de 2025 una mejora del 6,3%.

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

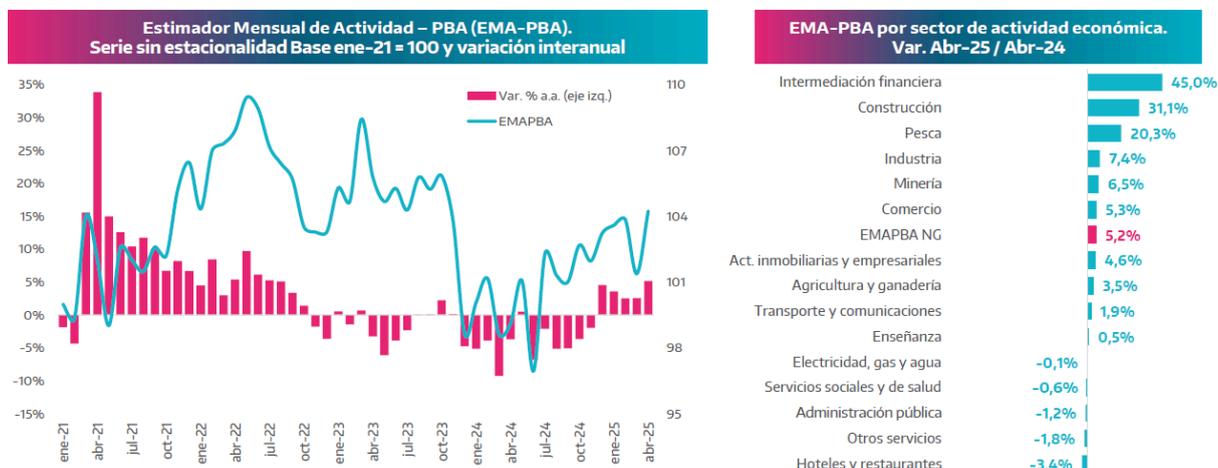


**EMAE por actividad económica. Abril 2025**

Actividad	Var. %		
	i.a.	acum vs 2024	acum vs 2023
<b>EMAE</b>	<b>7,7%</b>	<b>6,3%</b>	<b>1,9%</b>
Intermediación financiera	28,4%	27,5%	11,7%
Construcción	17,1%	8,7%	-14,1%
Comercio	15,6%	9,3%	-2,4%
Industria	7,6%	5,8%	-9,4%
Hoteles y restaurantes	6,8%	8,6%	6,5%
Act. inmobiliarias y empresariales	6,5%	4,8%	3,2%
Minería	4,7%	6,1%	15,0%
Transporte y comunicaciones	3,3%	2,8%	2,8%
Otros servicios	2,5%	-0,7%	-2,6%
Agricultura y ganadería	1,7%	2,9%	30,3%
Enseñanza	1,1%	0,7%	2,3%
Servicios sociales y de salud	0,8%	-0,2%	0,9%
Administración pública	-0,9%	-1,1%	-0,8%
Electricidad, gas y agua	-3,4%	-0,1%	-1,5%
Pesca	-20,2%	2,6%	30,0%

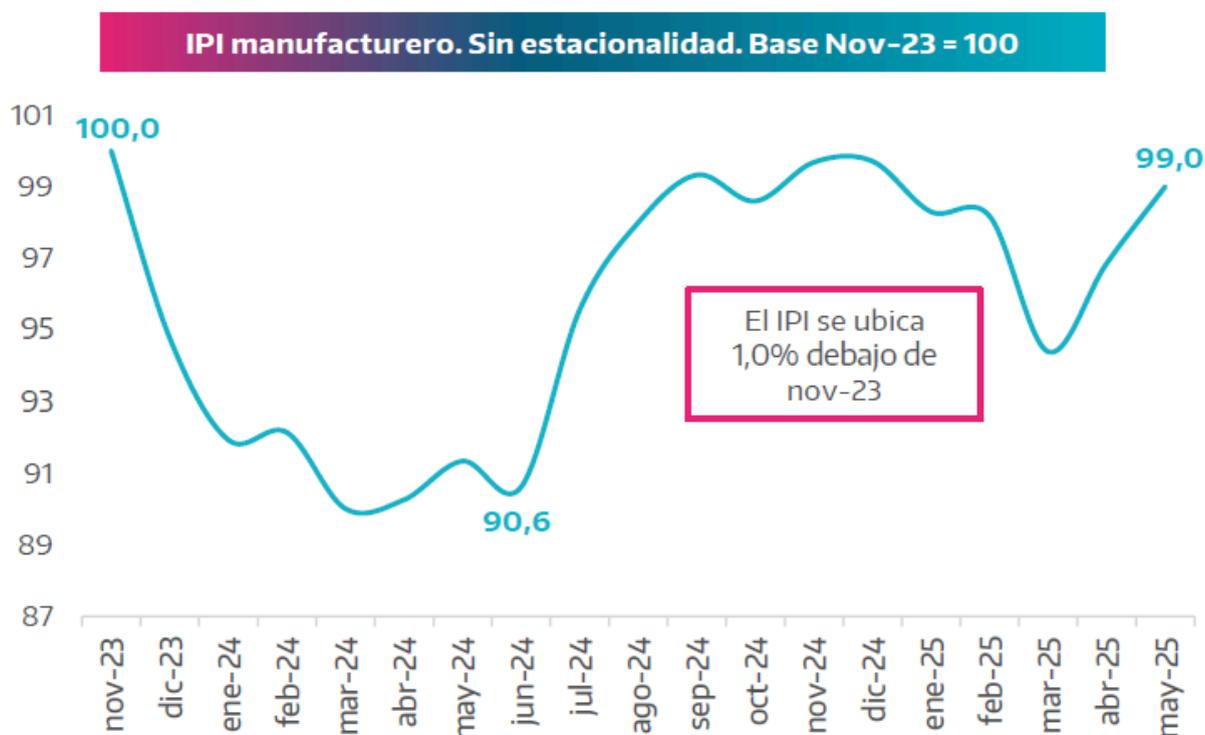
Por su parte, la economía bonaerense se expandió en abril un 2,8% mensual sin estacionalidad: industria, construcción, intermediación financiera y el agro fueron las

actividades que explicaron esta performance. En la comparación interanual se mantuvo el crecimiento (+5,2%), cerrando el primer cuatrimestre de 2025 con una expansión del 3,5%.

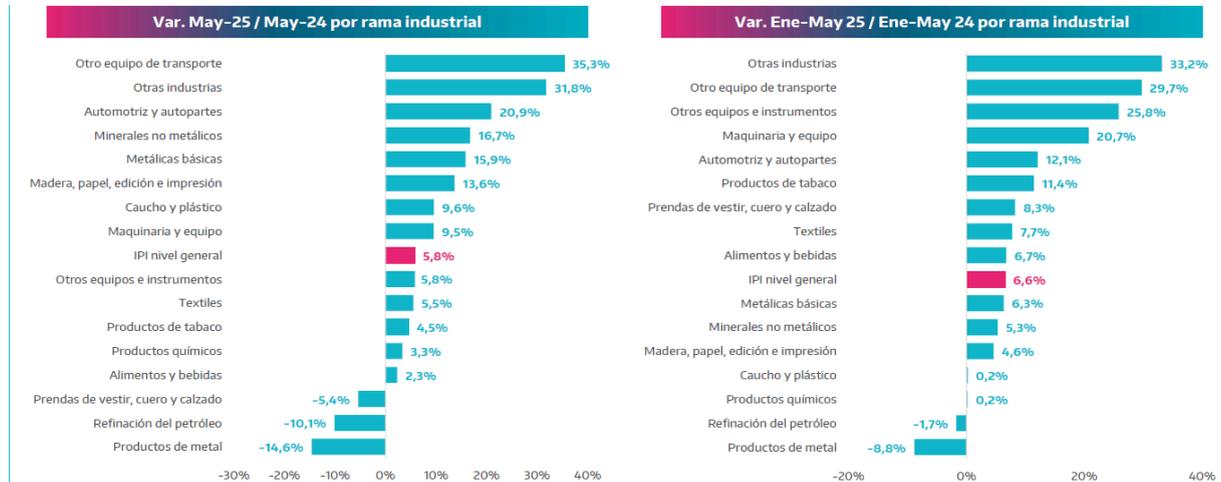


## Industria

El IPI del INDEC se expandió un 2,2% mensual en mayo sin estacionalidad, ubicándose en niveles de agosto-septiembre del año pasado, cuando había insinuado una recuperación. Por su parte, aumentó 5,8% respecto del mismo mes de 2024, cerrando el acumulado de los cinco primeros meses con un crecimiento del 6,6%.

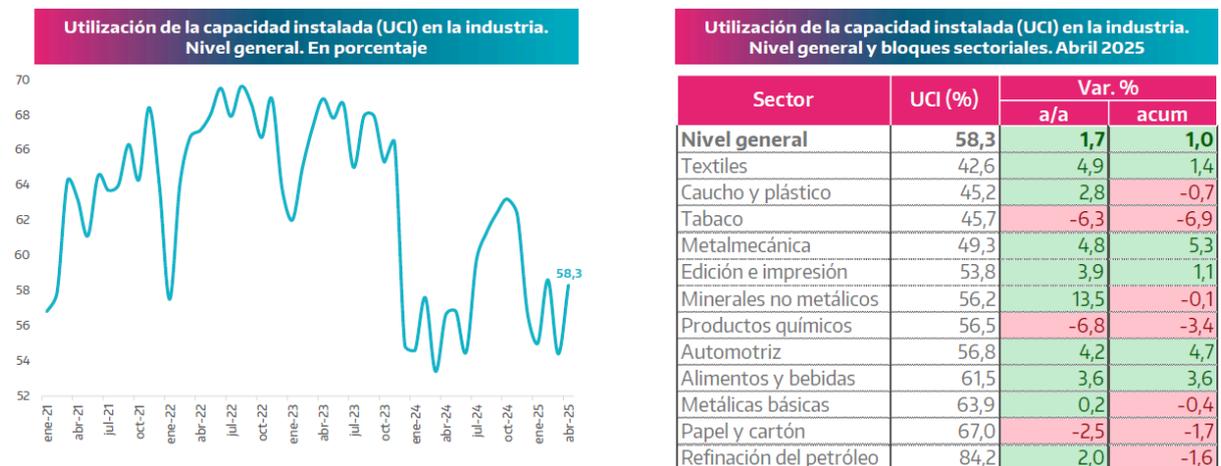


Esta mejora anual está explicada fundamentalmente por la baja base de comparación, dado que el sector se encuentra 9,8% debajo del nivel que tenía en los primeros cinco meses de 2023.



### Uso de la Capacidad Instalada

El uso de la capacidad instalada (UCI) en la industria promedió un 58,3% en abril, superando en 1,7 puntos porcentuales el valor del mismo mes de 2024. Pese a esta mejora, la utilización de la capacidad productiva se mantiene por debajo del 60%: la media del primer cuatrimestre fue 56,6% (solo se registran porcentajes menores en 2020 y 2024). La UCI de abril fue casi 11 puntos menor a la del mismo mes de 2023.

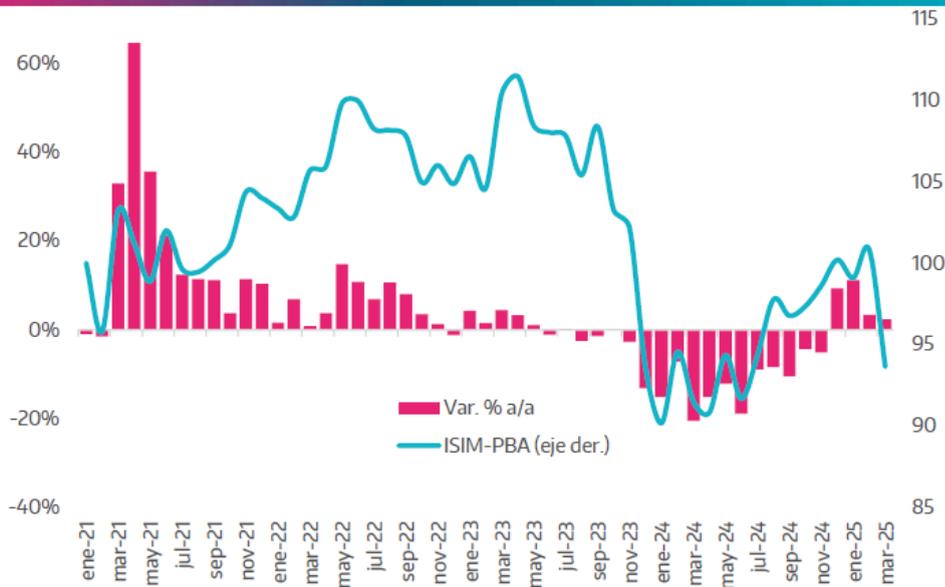


### Producción Provincial

En marzo, la industria bonaerense registró una fuerte contracción mensual del -7,1% sin estacionalidad, volviendo a niveles de mediados de 2024. En la comparación interanual, creció un 2,3%, acumulando en el primer trimestre una expansión del 5,5%. En este

período se destacó el crecimiento en máquinas y equipos, vehículos automotores, metales comunes y caucho y plástico.

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



En mayo de 2025, se observó una caída generalizada en la producción de alimentos y derivados del petróleo, ramas que venían apuntalando el crecimiento industrial en lo que va del año. Solo algunas excepciones mostraron mejoras. Por otro lado, la producción de vehículos automotores y cemento mantuvo su crecimiento (esperable en virtud del mal 2024 que tuvo el sector).

En la siderurgia se destaca la mejora interanual en acero crudo, mientras que en la metalurgia el crecimiento es aún acotado.

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

Sector	Var. %	
	a/a	acum.
ISIM-PBA	2,3%	5,5%
Alimentos y bebidas	-0,8%	-1,7%
Tabaco	-14,2%	-14,7%
Textiles	-1,4%	13,6%
Papel y cartón	-8,0%	-3,2%
Refinación de petróleo	6,1%	2,5%
Productos químicos	-8,3%	10,7%
Caucho y plástico	4,4%	9,1%
Minerales no metálicos	-8,1%	-11,0%
Metales comunes	37,8%	9,2%
Máquinas y equipos	12,1%	14,7%
Vehículos automotores	10,5%	16,4%

**Evolución de sectores industriales seleccionados de la Provincia de Buenos Aires. Mayo 2025**

Sector	Var. %	
	a/a	acum.
<b>Agroindustria</b>		
Aceite de soja	5,4%	32,4%
Aceite de girasol	37,4%	20,1%
Molienda de trigo	-3,4%	0,0%
Faena bovina	-6,0%	-1,3%
Faena porcina	-5,7%	-0,9%
Faena de aves	-0,8%	0,9%
<b>Hidrocarburos</b>		
Refinación de petróleo	-12,0%	2,5%
Lubricantes	-3,9%	-4,7%
Asfaltos	14,7%	75,8%
Fueloil	33,6%	3,8%
Gasoil	-13,1%	-2,7%
Nafta	-23,2%	2,2%
Biodiesel	6,9%	-6,8%
<b>Neumáticos</b>	-20,7%	-27,2%
<b>Cemento</b>	2,9%	13,1%
<b>Siderurgia</b>		
Hierro primario	-3,2%	-6,8%
Acero Crudo	7,3%	-4,1%
Laminados terminados en caliente (*)	32,7%	15,3%
<b>Metalurgia</b>	0,5%	1,5%
<b>Automotriz</b>	27,5%	18,0%

## Construcción

### A nivel nacional

Según el ISAC de INDEC, el nivel general de la construcción se contrajo un 2,2% mensual sin estacionalidad y sigue alternando entre subas y bajas en los primeros cinco meses del año. Se ubica un 20,7% por debajo del nivel de noviembre de 2023.

En términos interanuales, la actividad creció un 8,6%, acumulando una mejora del 10,0% en lo que va de 2025, impulsada principalmente por la baja base de comparación. No obstante, sigue lejos de los niveles alcanzados en 2023.

Los datos por insumo muestran comportamientos muy dispares: mientras el consumo de cemento portland creció 8,6% i.a., el de artículos sanitarios de cerámica, yeso y pinturas para construcción se contrajo hasta 30% en algunos casos.

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

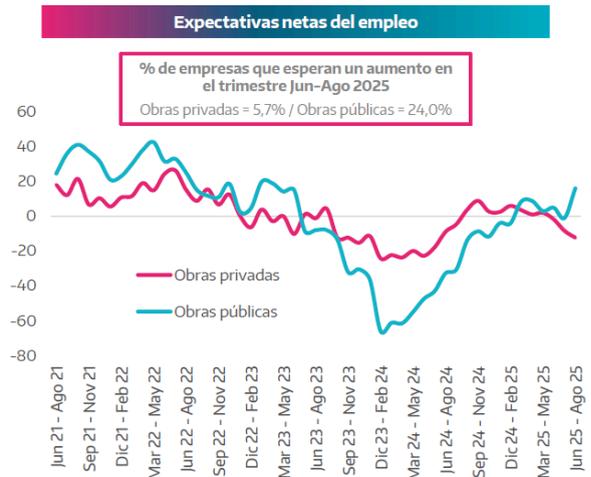
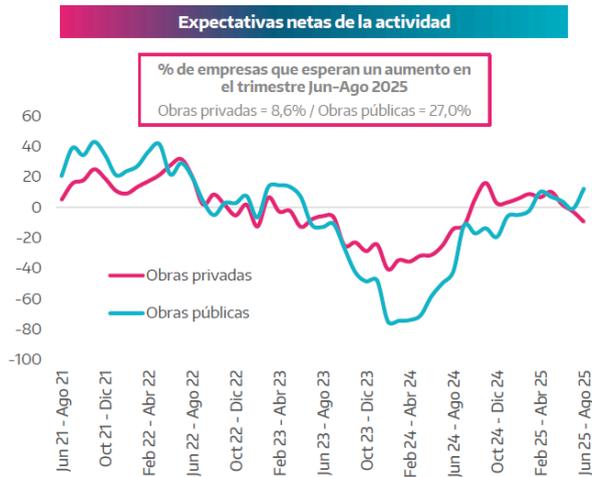


**Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) y demanda de insumos.  
 Var. % May 25 / May 24**



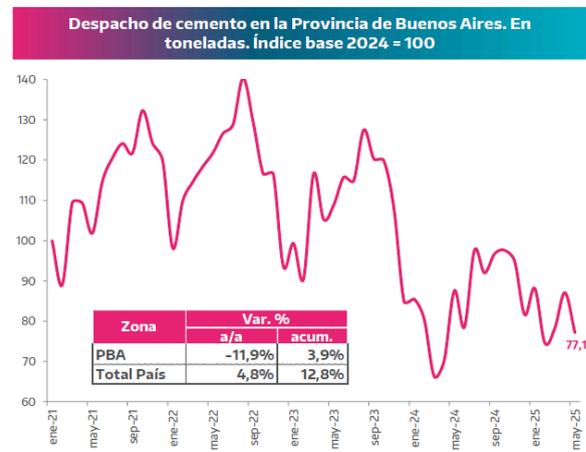
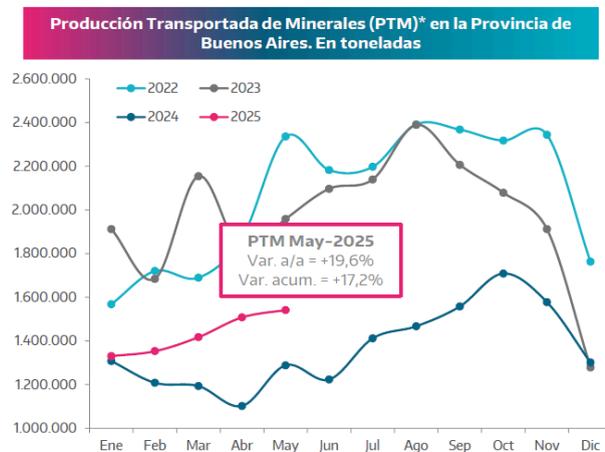
Expectativas del sector

Las expectativas netas de crecimiento de obras privadas para el trimestre junio-agosto 2025 se ubicaron en apenas 8,6%, muy por debajo de las expectativas de obras públicas (27,0%). En cuanto al empleo, solo un 5,7% de las empresas privadas prevé aumentos, contra un 24,0% en obras públicas.



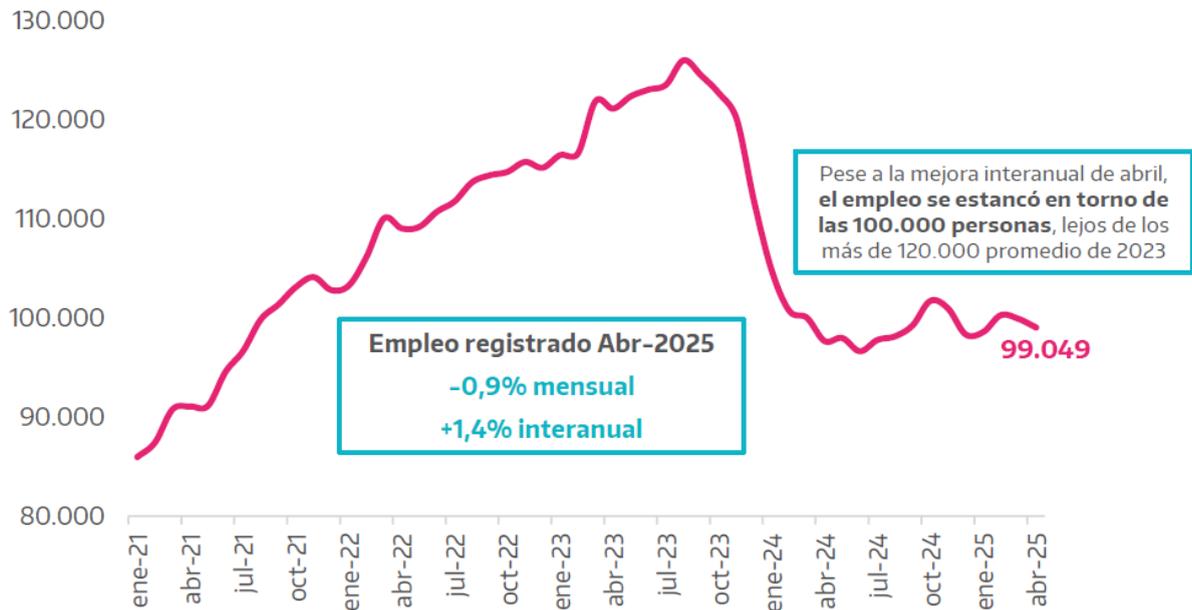
## En la Provincia de Buenos Aires

En mayo, la producción transportada de minerales mostró un crecimiento interanual del 19,6%, acumulando una mejora del 17,2% en los primeros cinco meses del año. En contraste, los despachos de cemento se contrajeron un 11,9% interanual, aunque acumulan un alza del 3,9% en lo que va de 2025.



En términos de empleo registrado en el sector, abril marcó un crecimiento interanual del 1,4%, cortando una racha de 16 meses consecutivos de caídas. Sin embargo, el número de trabajadores se mantiene estancado en torno a los 100.000, lejos del promedio de más de 120.000 alcanzado en 2023.

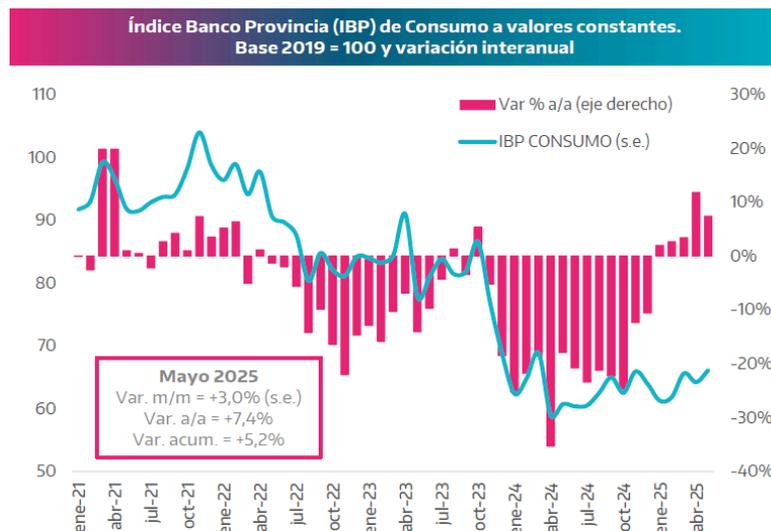
### Empleo registrado en la construcción en la Provincia de Buenos Aires



## Consumo

### Consumo con tarjetas

El Índice de Consumo del Banco Provincia (IBP) creció un 7,4% interanual en mayo de 2025 (quinta mejora consecutiva), acumulando una expansión del 5,2% en los primeros cinco meses del año. En términos mensuales, el índice registró un aumento del 3,0% sin estacionalidad. Sin embargo, sigue ubicado en niveles mínimos en términos históricos.

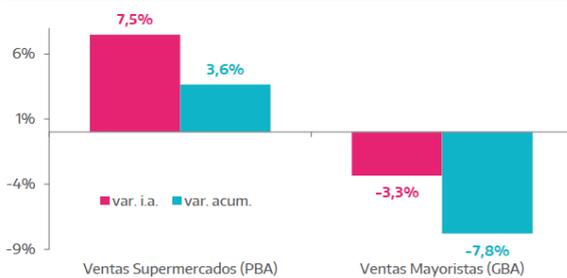


## Ventas en supermercados y mayoristas

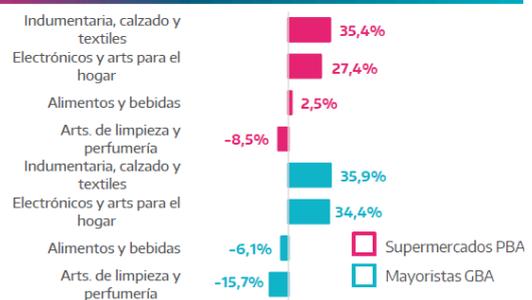
En abril de 2025, las ventas en supermercados de la Provincia de Buenos Aires medidas a valores constantes crecieron un 7,5% interanual. Esta expansión fue impulsada por las subas en electrónicos (+19,8%), indumentaria (+21,8%) y alimentos y bebidas (+9,7%). En el primer cuatrimestre del año, el incremento acumulado fue del 3,6%.

Por el contrario, las ventas en autoservicios mayoristas del GBA descendieron un 3,3% interanual en abril, con caídas en alimentos y bebidas (-1,0%), artículos de limpieza (-10,7%) y electrónicos (-3,7%). En el acumulado enero-abril, la contracción fue del 7,8%.

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



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

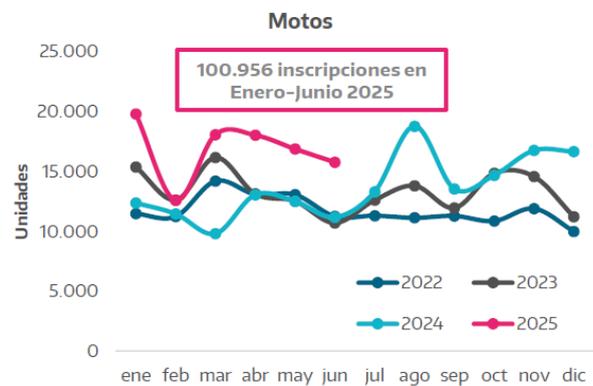
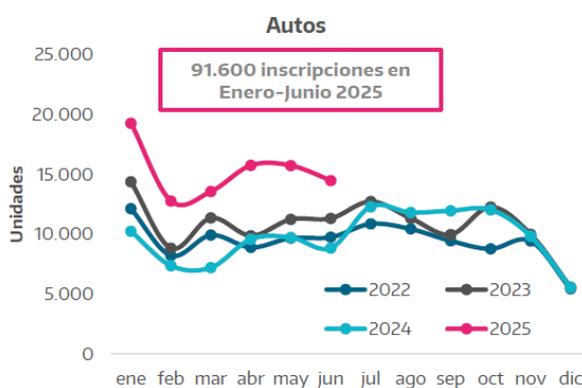


## Consumo de bienes durables

El consumo de bienes durables sigue mostrando un fuerte dinamismo. En junio, las inscripciones iniciales de automóviles 0 km en la Provincia de Buenos Aires aumentaron un 63,8% interanual, acumulando un alza del 73,0% en el primer semestre de 2025 (91.600 unidades).

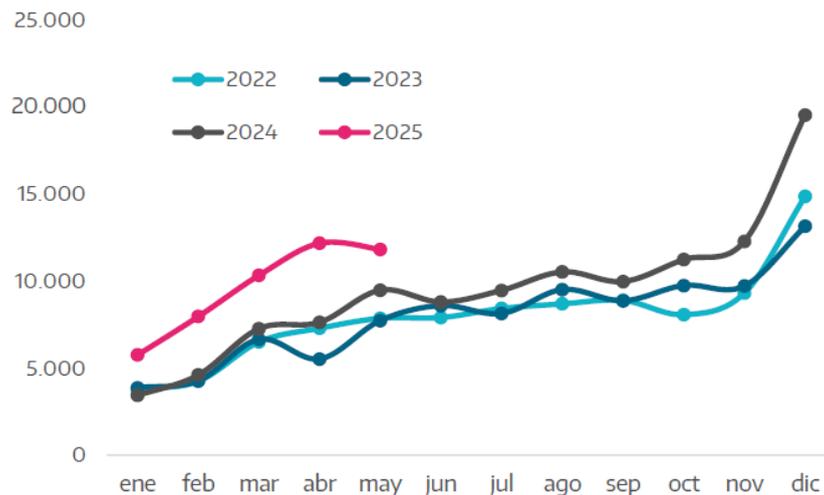
Los patentamientos de motos crecieron un 41,0% interanual en junio, con un total de 100.956 unidades en el acumulado enero-junio (+43,7%).

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



En el mercado inmobiliario, las operaciones de compraventa en la provincia crecieron un 24,6% interanual en mayo y un 48,3% en el acumulado de los primeros cinco meses del año, alcanzando las 47.966 operaciones (el mayor volumen desde 2018). Esta mejora se explica en gran medida por el blanqueo de capitales y la mayor accesibilidad al financiamiento.

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



#### Consumo energético

En mayo de 2025, el consumo de electricidad en la provincia cayó un 11,7% interanual, arrastrado especialmente por las bajas en los segmentos residencial y comercial. En el acumulado enero-mayo, el consumo provincial cayó un 2,6%, con retrocesos en todos los tipos de usuarios.

#### Demanda Energía Eléctrica. Var. % interanual Mayo 2025

Región	Tipo de Usuario			
	Comercial	Industrial/ Comercial Grande	Residencial	Total
AMBA (GBA+CABA)	-4,8%	0,9%	-21,4%	-13,3%
Resto PBA	-4,7%	-1,0%	-13,5%	-6,4%
AMBA+Resto PBA	-4,8%	0,2%	-20,2%	-11,7%
Total País	-6,2%	-0,7%	-17,4%	-10,4%

#### Demanda Energía Eléctrica. Var. % acumulada Ene-May 2025/ Ene-May2024

	Comercial	Industrial/ Comercial Grande	Residencial	Total
AMBA	-1,1%	-0,2%	-4,7%	-2,8%
Resto PBA	-2,5%	-1,7%	-2,1%	-2,1%
AMBA+Resto PBA	-1,5%	-0,8%	-4,2%	-2,6%

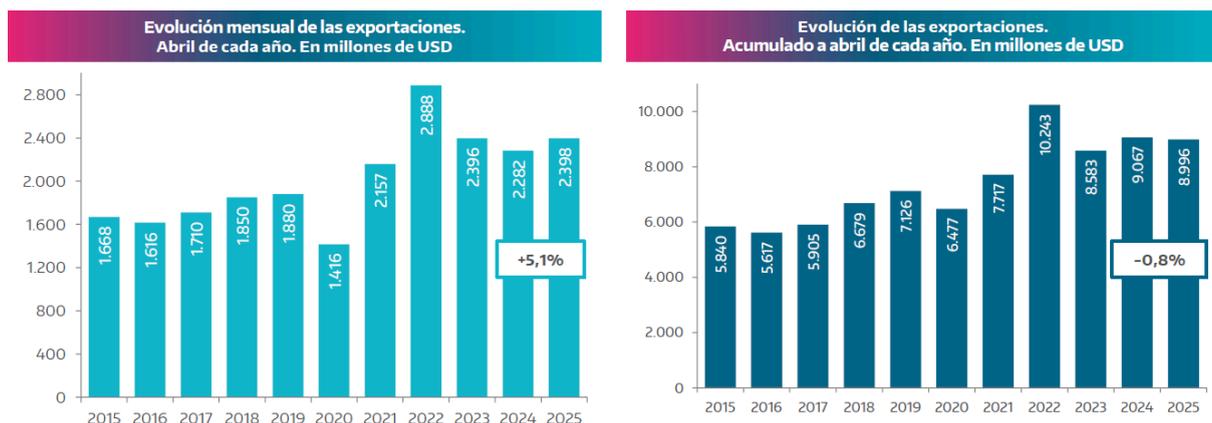
Por otro lado, las ventas de naftas aumentaron 7,8% interanual en mayo, acumulando una mejora del 6,2% en 2025. En cambio, las ventas de gasoil se contrajeron un 11,2% i.a. y acumulan una baja del 2,3%.

El consumo de gas natural también mostró caídas en abril, especialmente en los sectores industrial (-11,8%), comercial (-18,0%) y de generación eléctrica (-19,0%). El acumulado del primer cuatrimestre registra una baja del 3,3%.

## Exportaciones

Las exportaciones de la Provincia de Buenos Aires alcanzaron los USD 2.398 millones en abril de 2025, registrando un aumento del 5,1% interanual y representando el 36,0% del total nacional.

En el acumulado del primer cuatrimestre del año, el monto exportado por la provincia ascendió a USD 8.996 millones, lo que equivale al 35,5% del total nacional, aunque representa una caída del 0,8% respecto al mismo período de 2024.



### Por grandes rubros

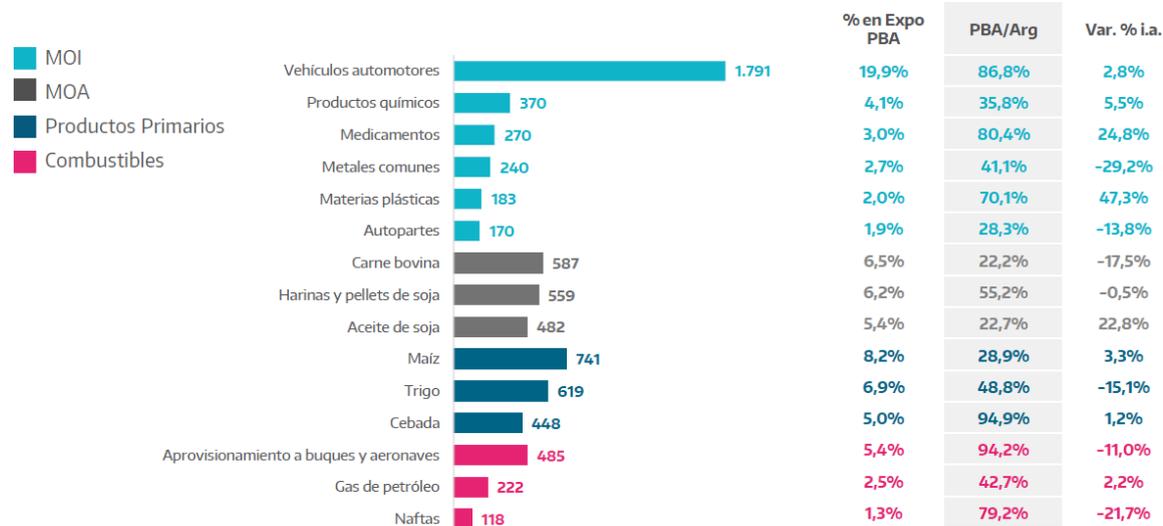
- Manufacturas de origen industrial (MOI): crecimiento del 3,0% i.a. y participación del 36,4% en las exportaciones provinciales.
- Manufacturas de origen agropecuario (MOA): crecimiento marginal del 0,2%, con una participación del 28,9%.
- Productos primarios (PP): caída del 3,6% interanual, con una participación del 22,9%.
- Combustibles y energía (CyE): fuerte contracción del 8,1%, con una participación del 11,7%.

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

				
	Productos primarios (PP)	Manufacturas de origen agropecuario (MOA)	Manufacturas de origen industrial (MOI)	Combustible y energía (CyE)
Millones de USD	<b>2.061</b>	<b>2.602</b>	<b>3.277</b>	<b>1.056</b>
Variación Interanual	<b>-3,6%</b>	<b>0,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>-8,1%</b>
Participación en el total	 <b>22,9%</b>	 <b>28,9%</b>	 <b>36,4%</b>	 <b>11,7%</b>
Participación en el rubro a nivel nacional	 <b>32,5%</b>	 <b>29,8%</b>	 <b>49,1%</b>	 <b>29,1%</b>

En términos de productos específicos, crecieron significativamente las exportaciones de vehículos automotores, productos químicos, medicamentos y materias plásticas.

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



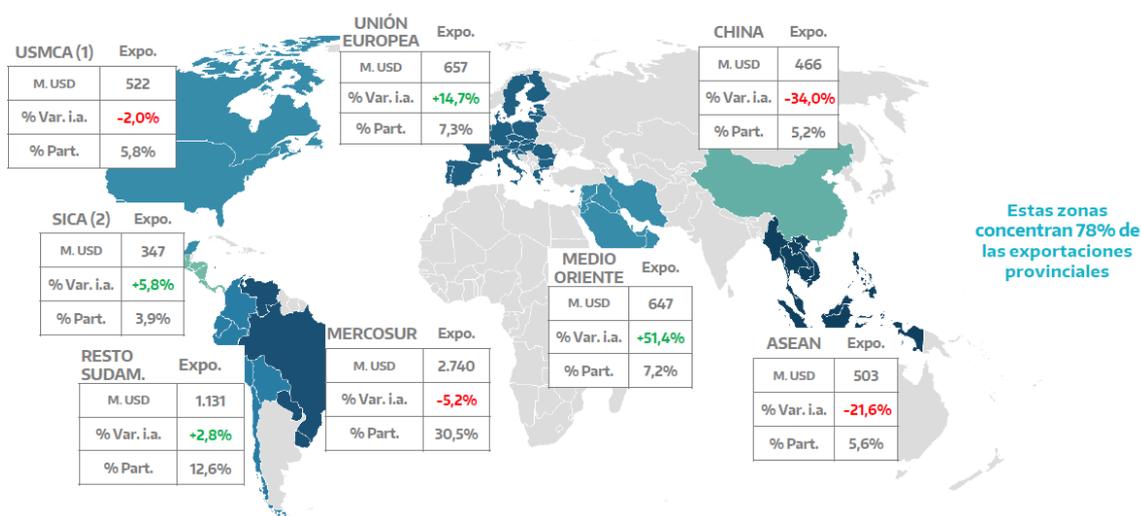
### Destinos comerciales

- Mercosur: principal destino con USD 2.740 millones exportados (-5,2% i.a.).
- Resto de Sudamérica: USD 1.131 millones (+2,8% i.a.).
- Unión Europea: USD 657 millones (+14,7% i.a.).

- Medio Oriente: USD 647 millones (+51,4% i.a.).
- Estados Unidos-México-Canadá (USMCA): USD 522 millones (-2,0% i.a.).
- ASEAN: USD 503 millones (-21,6% i.a.).
- China: USD 466 millones (-34,0% i.a.).
- SICA (Centroamérica): USD 347 millones (+5,8% i.a.).

Estas regiones concentran el 78% de las exportaciones provinciales.

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



### Relación con Brasil

En el primer cuatrimestre de 2025, las exportaciones bonaerenses a Brasil totalizaron USD 2.217 millones, un 2,2% menos que en el mismo período del año anterior. El principal producto exportado fue vehículos automotores (51,0% del total), que mostró una leve baja del 1,0% interanual.

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



Exportaciones de la Provincia de Buenos Aires a Brasil. Acumulado a abril de 2025

Rubro / Producto	Millones de U\$S	Var. % 2025/2024	Part. % en	
			Expo PBA a Brasil	Expo Total Rubro PBA
MOI	1.519	4,0%	68,5%	46,4%
Vehículos automotores	1.130	-1,0%	51,0%	63,1%
Materias plásticas	120	89,2%	5,4%	65,6%
Productos químicos	80	44,9%	3,6%	21,5%
<b>Productos Primarios</b>	<b>291</b>	<b>-23,7%</b>	<b>13,1%</b>	<b>14,1%</b>
Trigo	191	-23,8%	8,6%	30,8%
Cebada	81	-12,6%	3,7%	18,2%
MOA	231	-9,7%	10,4%	8,9%
Preparados de legumbres, hortalizas y frutas	62	-0,6%	2,8%	73,3%
Leches preparadas	38	10,4%	1,7%	73,5%
<b>Combustibles y Energía</b>	<b>176</b>	<b>3,7%</b>	<b>7,9%</b>	<b>16,6%</b>
Gas de petróleo	153	10,4%	6,9%	69,0%
<b>Total Expo a Brasil</b>	<b>2.217</b>	<b>-2,2%</b>	<b>100,0%</b>	<b>24,6%</b>

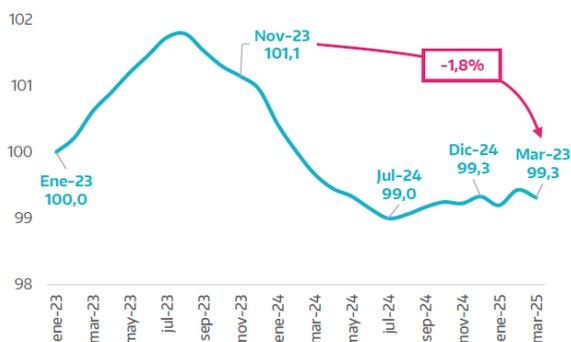
## Empleo

### A nivel nacional

En marzo de 2025, el empleo asalariado registrado del sector privado registró una nueva caída mensual de -0,1% (sin estacionalidad), manteniéndose casi un 2% por debajo del nivel de noviembre de 2023.

No se observan señales claras de recuperación tras el mínimo registrado en julio de 2024. En la comparación interanual, la caída fue del -0,3%, con 22.025 empleos menos.

Empleo asalariado registrado del sector privado. Sin estacionalidad. Índice base ene-23 = 100



Fuente: elaboración propia en base a Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial (OEDE)

Empleo asalariado registrado del sector privado según actividad económica. Var. mensual sin estacionalidad e interanual. Marzo 2025

Actividad	Variación	
	Mar-25 / Feb-25	Mar-25 / Mar-24
Industria	-0,4%	-20.045 -1,7%
Transporte y comunicación	0,0%	-7.135 -1,4%
Servicios comunitarios, sociales y personales	0,2%	-4.897 -1,3%
Construcción	-0,8%	-4.725 -1,2%
Minería	-1,2%	-3.930 -4,1%
Hoteles y restaurantes	0,6%	-3.487 -1,2%
Servicios sociales y de salud	0,0%	-2.577 -0,8%
Agropecuaria	-0,7%	-1.222 -0,4%
Electricidad, gas y agua	-0,2%	-1.190 -1,5%
Intermediación financiera	0,2%	-374 -0,2%
Enseñanza	-0,3%	-52 0,0%
Pesca	-2,4%	564 3,8%
Actividades inmobiliarias y empresariales	0,0%	1.642 0,2%
Comercio	0,1%	25.455 2,1%
Sin especificar	0,0%	-52 -42,3%
<b>Total</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-22.025 -0,3%</b>

Las principales caídas se concentraron en:

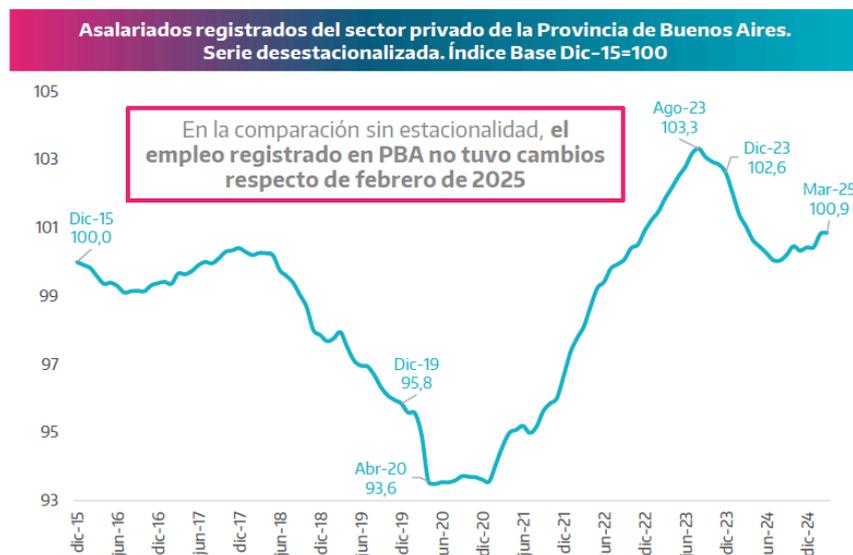
- Industria: -20.045 empleos (-1,7%)
- Construcción: -4.725 empleos (-1,2%)
- Minería: -3.930 empleos (-4,1%)
- Hoteles y restaurantes: -3.487 empleos (-1,2%)

- Servicios sociales y salud: -2.577 empleos (-0,8%)
- Sector agropecuario: -1.222 empleos (-0,4%)

Algunas ramas como comercio (+25.455 empleos) y actividades inmobiliarias (+1.642) mostraron variaciones positivas, aunque no alcanzaron a compensar la pérdida generalizada.

### En la Provincia de Buenos Aires

En marzo, el empleo registrado en la provincia no mostró variación respecto de febrero en términos desestacionalizados. En la comparación interanual, cayó un 0,2% (-4.365 empleos), lo que representa el 19,8% de los empleos registrados perdidos en todo el país.



En abril, la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) reveló una caída del -0,3% interanual y -0,1% mensual en el conjunto de aglomerados urbanos bonaerenses, con los retrocesos más marcados en Gran Buenos Aires y Mar del Plata.

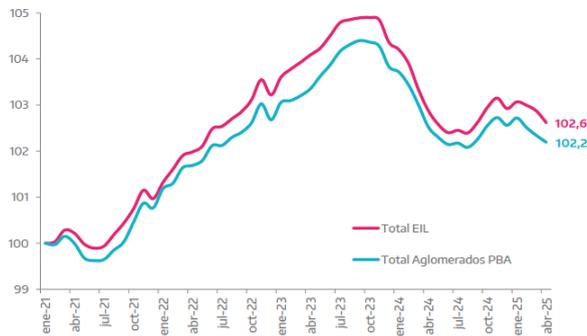
### Expectativas de generación de empleo

Para el trimestre mayo-julio de 2025, las expectativas netas de generación de empleo fueron positivas, con mayor optimismo en los aglomerados de:

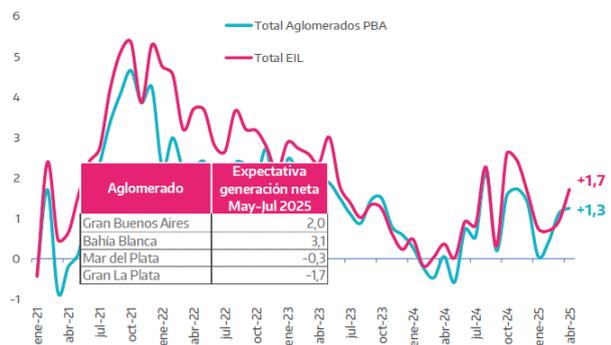
- Gran Buenos Aires: +2,0
- Bahía Blanca: +3,1

En cambio, Gran La Plata (-1,7) y Mar del Plata (-0,3) mostraron perspectivas negativas.

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



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



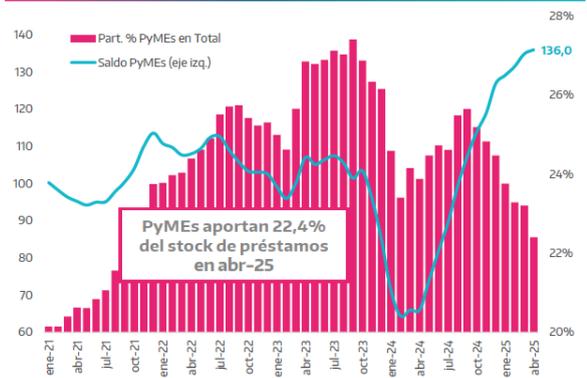
## Financiamiento

### Financiamiento bancario PyME

En abril de 2025, el saldo de préstamos al segmento PyME a nivel nacional, medido a valores reales, creció un 106,0% interanual. En términos mensuales, el incremento fue del 0,8%. Las PyMEs representan actualmente el 22,4% del total del stock de préstamos bancarios.

Por otro lado, los montos de créditos operados por las PyMEs crecieron un 19,8% interanual en mayo, y en el acumulado de los primeros cinco meses del año, la expansión fue del 50,5%.

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



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



### Financiamiento PyME en el mercado de capitales

El financiamiento PyME a través del mercado de capitales cayó un 16,0% interanual en mayo de 2025 (a valores constantes), siendo la primera contracción desde enero. A pesar de ello, en el acumulado anual se mantiene una mejora del 2,7%, aportando el 29,8% del financiamiento total del mercado.

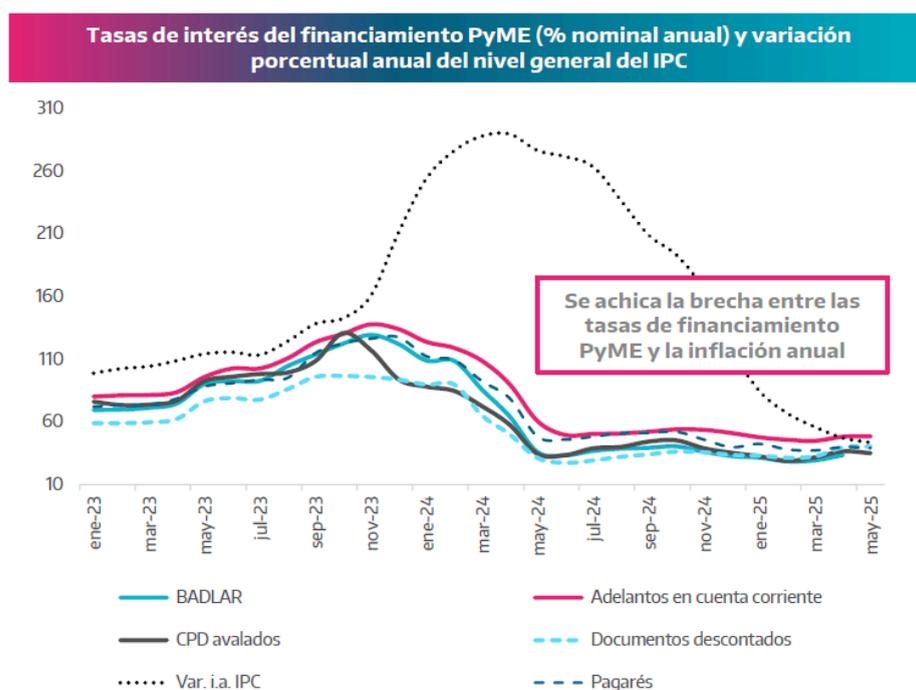
Los instrumentos más utilizados fueron:

- Pagarés: 68,2% de participación, aunque con caída interanual de -25,7%
- Cheques de pago diferido (CPD):
  - Avalados: +30,1% i.a.
  - Directos: -25,1% i.a.
- Facturas de crédito electrónicas (FCE): +39,5% i.a.
- Obligaciones Negociables: +5,7% i.a.
- Fideicomisos Financieros: +56,2% i.a.

### Costo del financiamiento

En mayo, las tasas de interés mostraron aumentos en la mayoría de las líneas. A pesar de ello, se sigue achicando la brecha con la inflación anual. Algunos ejemplos:

- BADLAR: 32,6% nominal anual
- Adelantos en cuenta corriente: 48,5%
- Documentos descontados: 40,4%
- Pagarés: 39,1%
- CPD avalados: 35,1%



## Empleo y Salarios

### Situación del Empleo Registrado

En abril de 2025, el empleo registrado en Argentina alcanzó los 12,8 millones de personas (incluyendo todas las modalidades de contratación, flexibles y no flexibles). El guarismo acumula una magra suba del 0,1% en lo que va del año (abr-25 vs. dic-24, sin estacionalidad), aproximadamente 16.700 trabajadores más.

De este total, sólo 6,25 M corresponden a la modalidad de contratación más representativa del empleo de la economía: los asalariados registrados del sector privado. Post recesión de 2024 el empleo registrado entró en una etapa de estancamiento, alcanzando a perder un total de 174.000 puestos de trabajo en el piso de junio-24. En abril de 2025 (9 meses después), se recuperaron sólo un 18% de esa pérdida (31.000 puestos). En perspectiva, hablamos de la misma cantidad de puestos que en el pico de 2015, una década sin registrar un crecimiento significativo del empleo, y mucho menos sostenido.

### Empleo asalariado del sector privado | serie desestacionalizada en miles de puestos de trabajo



Por su parte, el sector público totaliza 3,4 M de puestos registrados en todos sus niveles. Desde el inicio de la nueva Gestión Nacional acumula una destrucción de 55.000 puestos (-1,6%).

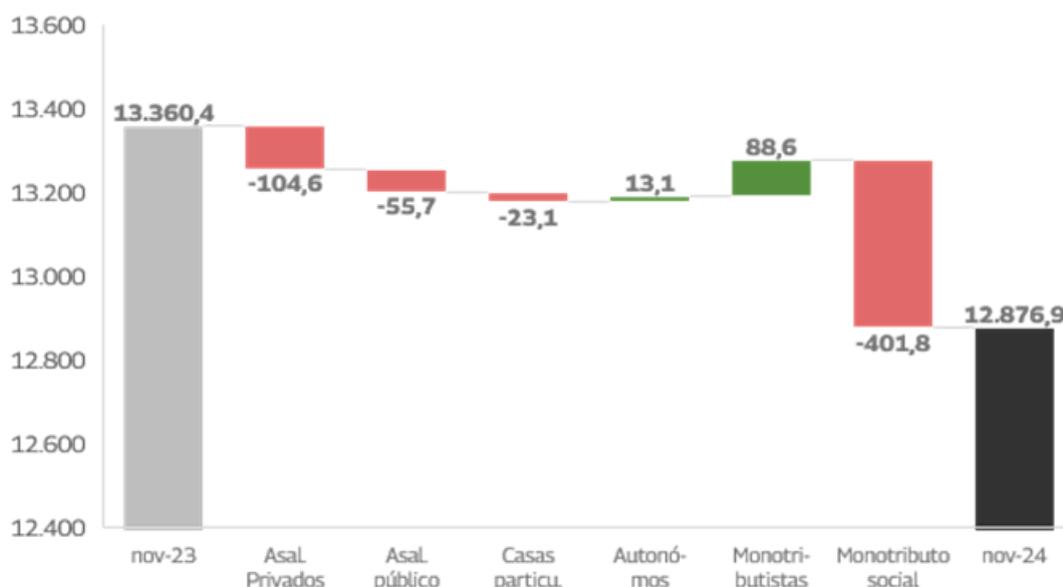
Yendo a modalidades de contratación más flexibles, el empleo monotributista se expande un 4,3% desde 2023, +88.000 puestos de trabajo. Si bien la compensación no es completa, es habitual que en periodos de deterioro del empleo registrado las nuevas contrataciones se corran parcialmente hacia modalidades más flexibles y de menor costo laboral.

En el mercado laboral argentino, esto se volvió la regla. Entre 2015 y 2025 el empleo asalariado registrado en el sector privado creció apenas un 0,7% (virtualmente el mismo), los asalariados registrados del sector público crecieron un 10,4%, mientras que el empleo monotributista creció un 47%. Todo ello en un periodo en el cual población creció un 10,1%

Volviendo a la coyuntura actual, los trabajadores autónomos —una modalidad que abarca principalmente a profesionales independientes y prestadores de servicios que tributan como tales— suman actualmente 400.500 personas registradas. A diferencia del monotributo, que mostró cierto dinamismo, este segmento se deteriora de forma paulatina durante 2025, con una pérdida acumulada de 2.000 puestos, y se mantiene en niveles similares a los de 2023. En paralelo, el empleo registrado en casas particulares también muestra un retroceso: desde 2023 se perdieron 23.000 puestos, lo que representa una caída del 5% respecto al nivel que se registraba en ese año, un segmento donde cada baja se reemplaza automáticamente por una contratación informal.

Por último, cabe mencionar el fuerte recorte en el padrón del monotributo social, que hacia fines de 2024 perdió más de 400.000 registros. Esta caída se explica por una reforma normativa que eliminó la inscripción automática de beneficiarios de programas sociales, exigiendo nuevas condiciones para permanecer en el régimen, lo cual implicó una fuerte depuración del universo registrado.

**Reconversión del empleo registrado | abr-25 vs. nov-23 sin estacionalidad en miles de puestos**



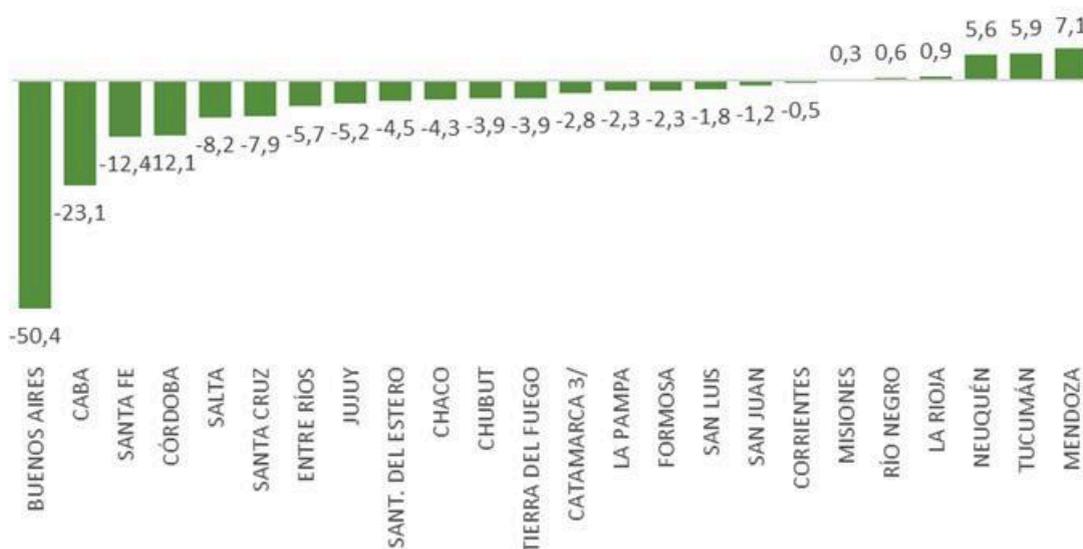
Continuando el análisis desde una perspectiva sectorial, la pérdida de empleo asalariado registrado se constituye con 11 de los 14 grandes sectores de la economía con balance netamente negativo. Donde los líderes son claros, la construcción perdiendo un 18% de su planta (-84.000 puestos de trabajo), y la industria manufacturera -3,1% (-37.000 puestos), entre los dos absorben el 85% de la destrucción total. Solo tres sectores lograron crear empleo registrado en el sector privado: Comercio y reparaciones (+24.295), Agro (+7.406) y Pesca (+366).

**Balance sectorial del empleo | Puestos asalariados en el sector privado por rama de actividad, sin estacionalidad**

Sector	ago-23	abr-25	Variación	
			en miles	en %
<b>Agro</b>	315	321	5,7	1,8%
<b>Pesca</b>	15	14	-0,2	-1,3%
<b>Minería, Oil &amp; Gas</b>	94	91	-2,5	-2,6%
<b>Industria Manuf.</b>	1.198	1.161	-37,6	-3,1%
<b>Servicios públicos</b>	76	76	-0,3	-0,4%
<b>Construcción</b>	465	381	-83,8	-18,0%
<b>Comercio</b>	1.229	1.256	27,4	2,2%
<b>Hoteles y resto.</b>	289	280	-8,8	-3,0%
<b>Transporte</b>	531	515	-16,6	-3,1%
<b>Inter. Financiera</b>	152	151	-0,8	-0,6%
<b>Act. Inmob y empresas</b>	906	896	-9,8	-1,1%
<b>Educación</b>	424	422	-1,6	-0,4%
<b>Ss. Sociales y salud</b>	334	330	-3,7	-1,1%
<b>Servicios comunitarios</b>	380	370	-10,4	-2,7%
<b>Total</b>	6.408	6.265	-142,8	-2,2%

En materia regional, el desempeño del empleo asalariado en el sector privado mostró importantes asimetrías entre provincias durante la gestión actual. La pérdida se concentró (por su peso) en las provincias de Buenos Aires (-50.368), y Santa Fe (-12.394), mientras que la CABA aportó -23.108 puestos reflejando un retroceso significativo en los grandes centros urbanos. Mendoza (+7.106), Tucumán (+5.906) y Neuquén (+5.610) fueron las provincias que más empleo generaron.

**Balance regional |** Variación de puestos de trabajo registrados en el sector privado, en miles de personas

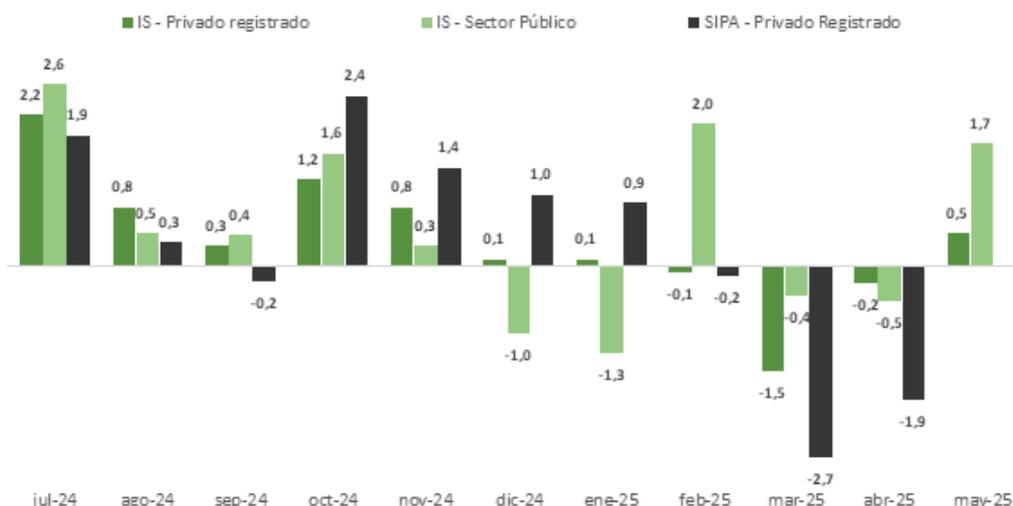


**Situación de salarios**

De acuerdo con SIPA el salario promedio del sector registrado se ubica en torno a los \$1.679.334 mensuales, mientras que la mediana ronda los \$1.232.515. En cuanto a dinámica desde noviembre-2024 los ingresos perdieron ritmo de recuperación real y desde febrero-2025 los salarios registraron 3 meses consecutivos perdiendo contra la inflación.

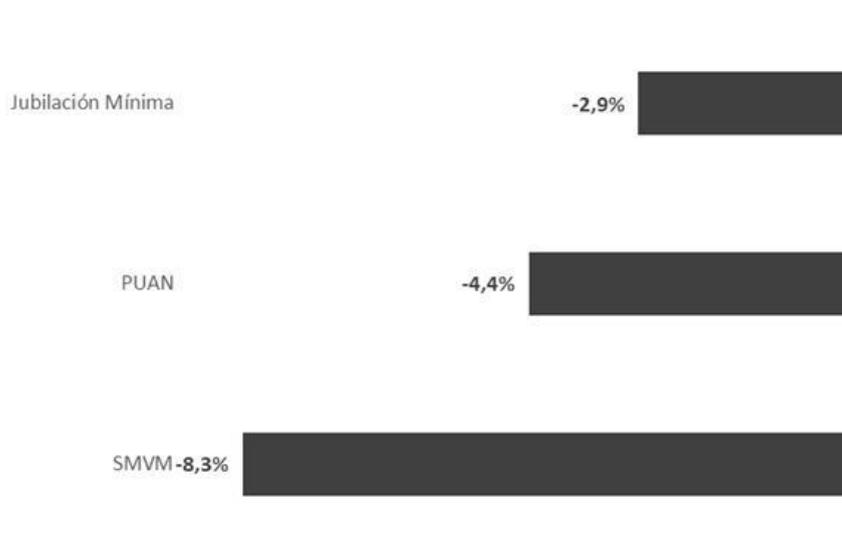
En mayo, el índice de salarios del INDEC vuelve a mostrar un crecimiento de los salarios por encima de la inflación, al marcar subas del 2,0% para los salarios del sector privado y del 3,3% para el sector público (ambos sectores registrados).

**Dinámica salarial |** variación mensual real



En cuanto a las jubilaciones y los ingresos básicos, se observa que los sectores de menores ingresos continuaron perdiendo poder adquisitivo frente a la inflación. La jubilación mínima y la PUAN registraron caídas reales del 2,9% y 4,4% respectivamente en comparación con junio de 2024, lo que refleja un deterioro sostenido en la situación económica de quienes dependen exclusivamente de estos haberes. A su vez, el Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM) se redujo en un 8,3% en términos reales en el mismo período. Estas cifras muestran que, a pesar de los aumentos nominales otorgados, las políticas de ingresos no lograron evitar una pérdida significativa del poder de compra, afectando especialmente a los salarios más bajos y las prestaciones sociales.

**Ingresos básicos | Variación en términos reales Jun '25 vs. Jun '24**

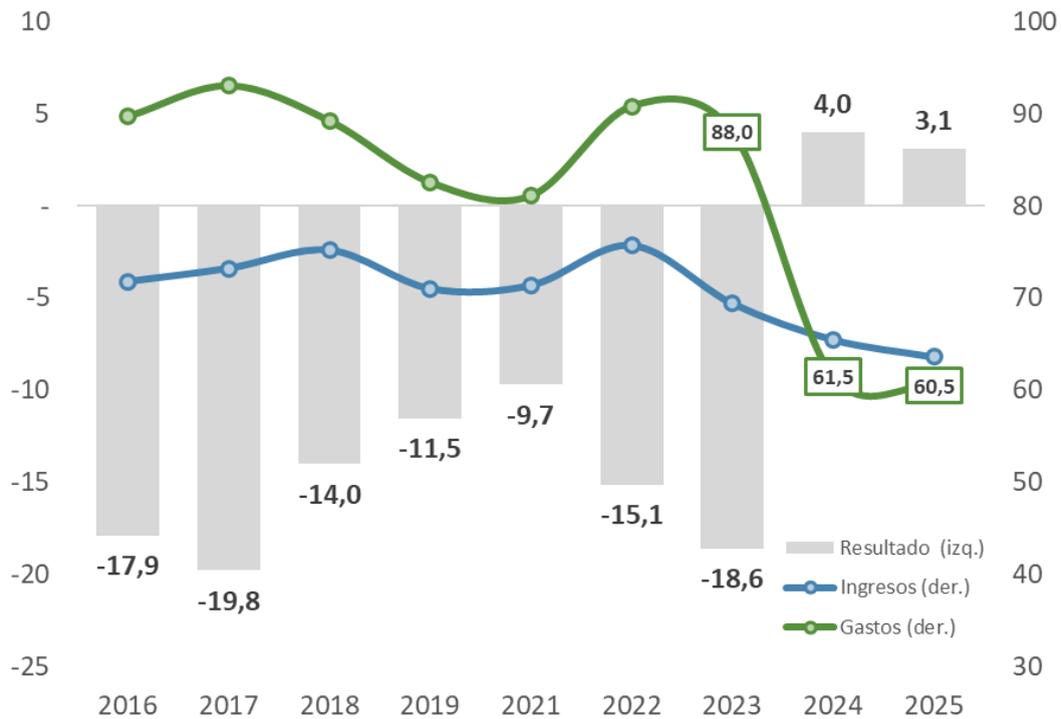


**Informe Fiscal**

El Sector Público Nacional No Financiero cerró el mes de junio con un superávit primario de \$790,5M, al cual, descontando los intereses de la deuda, arroja un resultado financiero positivo por \$551,2M, lo que equivale a un 4,5% de los ingresos. El balance se dio con ingresos que alcanzan los \$11,5 billones (+3,3% i.a. real), y una ejecución total de gastos por \$11,0 billones, apenas superando en un 1,3% la ejecución de igual mes de 2024 (-34,2% real vs. jun-23).

De esta manera el ejecutivo consolida el superávit fiscal también en el primer semestre de su segundo año de gestión. En términos de balance, el primer semestre se cierra con niveles de ingresos y gastos muy similares a los de 2024: -0,5% y +0,8% interanual real respectivamente, pero con una composición del ajuste fiscal y sostenimiento de los ingresos muy diferente a la de aquel año. El superávit financiero consolidado asciende a \$3,1 billones (este balance fiscal no incorpora la capitalización de intereses de letras del tesoro).

**Dinámica fiscal - SPN | en B\$ reales del 1er S. 2025; 1S de cada año**

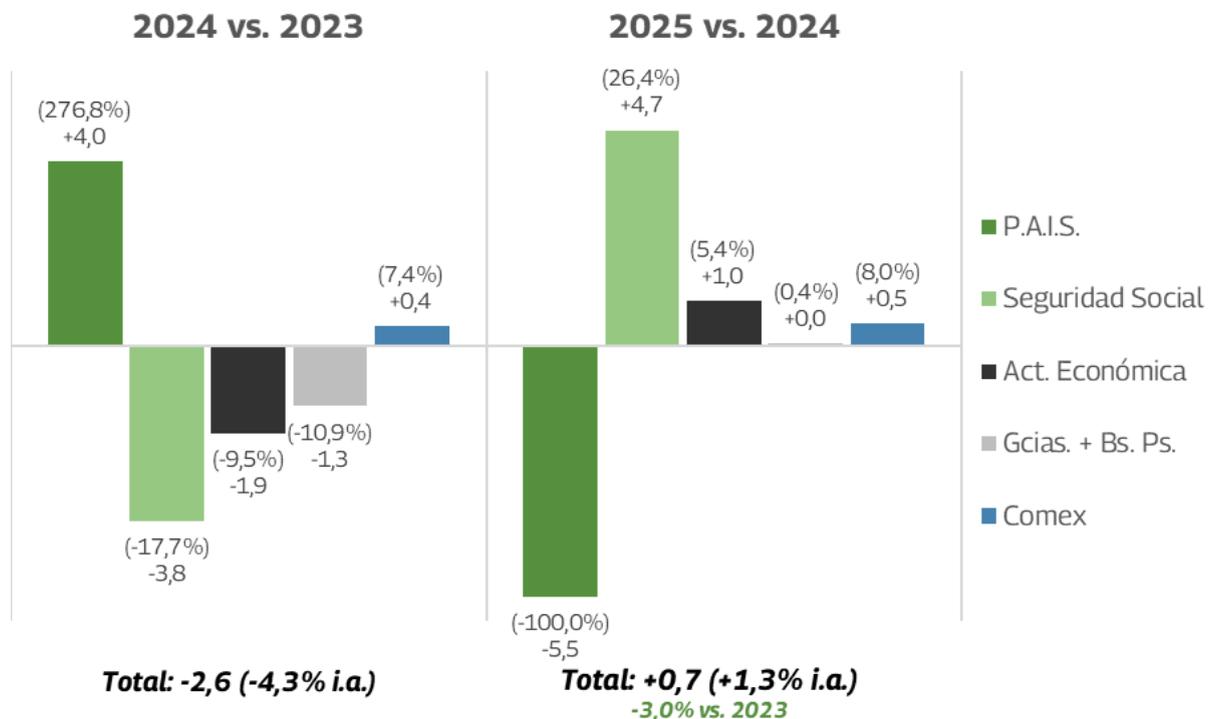


Empezando por los ingresos, teniendo en cuenta que los ingresos tributarios del SPN representan un 92,3% del total, se analiza el cambio en la composición de estos. Mientras que en 2024 la estrepitosa licuación de los ingresos de la seguridad social (producto de la propia licuación de la masa salarial de la economía) y el golpe sobre la recaudación ligada a la actividad económica se vieron compensados por el aumento de la alícuota del impuesto P.A.I.S. en un contexto de devaluación del tipo de cambio oficial, en 2025 con este último ya eliminado los ingresos se sostuvieron gracias a:

- La propia reversión de la recaudación de la seguridad social sintonía con la recuperación de los salarios
- La recuperación de la actividad económica (que impulsa la recaudación de IVA y el impuesto al cheque)
- Un mayor dinamismo del comercio exterior (derechos de exportación e importación) cuyos impuestos se destinan a las arcas al gobierno nacional
- La actualización del impuesto a los combustibles líquidos y monotributos, el cual venía muy rezagado.

Si bien el impuesto a las ganancias se vio reducido en 2024 por la exención de la 4ta categoría de personas físicas, su contracción se vio parcialmente compensada por un desempeño excepcional del impuesto a las ganancias de sociedades producto de la devaluación. En 2025 con la 4ta categoría ya restituida (pero sin ganancias excepcionales de sociedades) la recaudación del impuesto se mantuvo en iguales niveles.

**Compensación de ingresos tributarios – 1er semestre | diferencia interanual en \$B de 2025; entre paréntesis var % i.a.; componentes seleccionados**



Por su parte, el gasto público primario mostró un crecimiento interanual real del 4,8% en el primer semestre (si incluimos los intereses de la deuda, el crecimiento es de +0,8%). No obstante, el ajuste en torno a un tercio de lo que se ejecutaba en 2023, necesario para alcanzar el superávit, se mantiene (-28,6% vs. 1er S 23) pero con una composición muy diferente a lo que se observó el año pasado.

La siguiente tabla resume este cambio en la composición del ajuste mostrando cuánto aportó cada partida al mismo. En 2024 un 38% del ajuste se vio explicado por la licuación de las prestaciones sociales (contributivas y no contributivas), en 2025 esta partida explica un 25% del ajuste, lo cual se explica por recomposición parcial y la indexación de los haberes jubilatorios y las ayudas sociales.

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

Concepto	Gasto Público del SPN			Aporte al ajuste fiscal (vs. 2023)	
	Billones \$	Var i.a. real	Var. real vs. 2023	2024	2025
<b>Gasto Primario</b>	<b>55,9</b>	<b>4,8</b>	<b>-28,6</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Prestaciones Sociales	38,2	11,6	-12,6	38%	25%
Jubilaciones contributivas	24,0	21,7	-10,3	28%	12%
Resto de prestaciones	14,2	-2,1	-16,2	10%	12%
Salarios	7,6	-3,7	-21,2	7%	9%
Subsidios	2,8	-47,6	-70,3	17%	30%
Gasto de Capital Nacional	1,1	-13,6	-78,1	15%	17%
Transferencias a provincias	1,4	139,2	-64,9	14%	12%
Funcionamiento	2,3	36,5	-11,6	4%	1%
Universidades	1,6	10,6	-32,6	4%	4%
Otros gastos corrientes	0,9	7,5	-40,0	3%	3%

Gran parte del espacio que ocupaban las prestaciones en el ajuste total pasó a ocuparse por el recorte en los subsidios económicos (-70,3% real vs. 2023), que ahora aportan un 30% del total. La masa salarial del SPN continúa contrayéndose tanto por la vía de reducción de cargos como por el deterioro de los salarios públicos (-3,7% i.a. y -21,2% vs. 2023) y ya aporta un 9% del recorte total.

Las transferencias discrecionales a provincias más que se duplicaron respecto a 2024 (+139,2%) en contexto de año electoral, pero aún se mantienen en niveles bajos. En contraposición, el ejecutivo sostiene firmemente la paralización de la obra pública y el gasto en capital continúa cayendo: -13,8% i.a., -78,1% vs. 2023.