

CITAB

**Centro de Investigaciones Territoriales
y Ambientales Bonaerenses**

Junio 2025

ÍNDICE

ÍNDICE.....	2
1.1 Economía Internacional.....	3
1.2 Economía Nacional.....	5
1.3. Coyuntura general.....	8
Crisis en Medio Oriente: ¿larga vida a Vaca Muerta?.....	8
Consumos en dólares, consumos en pesos: la heterogeneidad avanza.....	12
Estados Unidos, de refugio a trinchera: ¿la salida es por emergentes?.....	18
Actividad: recuperación agregada, reconfiguración sectorial.....	23
1.4. Informe De Sectores Productivos.....	28
Actividad económica.....	28
Situación Nacional.....	28
Situación Provincial (Provincia de Buenos Aires).....	29
Industria.....	30
Situación nacional.....	30
Situación provincial (Provincia de Buenos Aires).....	31
Construcción.....	33
Situación nacional.....	33
Situación provincial (Provincia de Buenos Aires).....	35
Consumo.....	36
Situación provincial (Provincia de Buenos Aires).....	36
Exportaciones.....	38
Situación provincial (Provincia de Buenos Aires).....	38
Empleo.....	39
Situación nacional.....	39
Situación provincial (Provincia de Buenos Aires).....	40
Sector financiero.....	41
Préstamos bancarios a PyMEs.....	41
Financiamiento a través del mercado de capitales.....	42
Costo de financiamiento.....	42
1.5. Política fiscal.....	43
1.6 Situación del empleo registrado y dinámica de ingresos.....	47
1.7 Macroeconomía Estructuralista Para El Desarrollo.....	1

1.1 Economía Internacional

La economía mundial fluctúa en un marco de incertidumbre creciente producto de un aumento de la conflictividad internacional que involucra a potencias regionales pero que con su pertenencia a organizaciones supranacionales vinculan a 42 países en 17 conflictos con diversas características. Solamente la guerra entre Ucrania y Rusia involucra a 32 países de la OTAN como así también puede considerarse otras acciones unilaterales y/o bilaterales entre actores estatales y no estatales en distintos espacios geográficos.

La maximización de los intereses soberanos de los países en un contexto de un sistema internacional sin reglas ni orden político que minimiza la capacidad de intervención hegemónica de una potencia o un conjunto de potencias por sobre otras se traslada también de un modo considerable al sistema económico internacional.

En efecto, los conflictos bélicos con peligro inminente de un desastre nuclear afecta de un modo directo e indirecto en la estructura de los precios relativos de la economía mundial pues un potencial bloqueo del estrecho de Ormuz (circulación del 25 % del petróleo mundial) implica un impacto en el precio del petróleo y del gas que beneficia directamente a Rusia como así también el bloqueo de la ruta por el Mar Rojo por el conflicto en Yemen puede afectar el precio de bienes comercializables por el efecto en el costo de transporte de mercancías, insumos o bienes intermedios o afectar el proceso productivo en cadenas de valor.

El precio del gas y petróleo genera un impacto en todas las cadenas de valor pues incide tanto en la producción de bienes o servicios de un modo directo o indirecto.

La combinación de una guerra comercial con 180 países desatada por Estados Unidos y la agudización de conflictos bélicos regionales en un contexto de disminución de la tasa de crecimiento de la economía mundial puede afectar el comportamiento y la evolución de la tasa de interés internacional y la cotización de las divisas.

De hecho, la principal economía del mundo que es Estados Unidos con 30,4 billones de dólares del PIB presenta una depreciación anual global de su moneda equivalente al 4 % deteriorando su calidad de refugio para los inversores frente a las opciones de oro y rendimientos de activos financieros de países emergentes. El desenvolvimiento de la economía norteamericana no presenta su mejor performance pues en los últimos 63 años sólo tuvo superávit fiscal en 5 años con déficit que superaron el 6 % del PIB sólo en pandemia o en la crisis de las hipotecas subprime. El paquete fiscal One Big Beautiful Bill Act (OBBBA) expansivo de Trump con un costo adicional del 1 % del PIB no sólo implicó una seria desavenencia con su asesor estrella Elon Musk sino que provocaron la caída de los bonos del tesoro a 30 años. En efecto, el gasto de defensa se incrementa en 0,5 % del PIB y se extiende el plazo de las rebajas impositivas de 2017 que vencían a fines del año 2025 generando de esta manera un costo fiscal de 240.000 M de dólares promedio anual entre 2025-2029 provocando un comportamiento opuesto en los bonos del tesoro de

corto plazo que bajaron -0,01 p.p y los de largo plazo que subieron 0,3 p.p., ratificando que la tasa de interés de los activos se mueven inversamente a su precio.

Trump mantiene una disputa con el mercado producto de la imposición unilateral de la política arancelaria que afecta la relación comercial con el resto del mundo, por el resultado fiscal (que puede llegar a un déficit fiscal de -7% del PIB) y por la relación conflictiva con el presidente de la Reserva Federal en virtud de la puja por la baja de la tasa de interés.

El Índice de Condiciones Externas (ICE) del BAPRO del mes de abril nos permite visualizar que el panorama internacional continuó siendo favorable para el país pues en corto y largo plazo registraron 5,9 y 6,9 respectivamente, ambos por encima del umbral neutral de 5 puntos. El indicador establece expansión por sobre 5 y contracción por debajo de 5 puntos. Desde septiembre del año 2024 el indicador está por encima de 5 y tomando el período enero 2023-abril 2025, es decir, en 27 meses solamente ha estado por debajo del umbral mínimo de 5 en 11 meses, esto significa que las condiciones externas vienen acompañando al gobierno.

Este indicador combina el análisis de los términos del intercambio, el comercio global y la industria de Brasil observándose un deterioro respecto del mes anterior producto de la desaceleración de estos indicadores en virtud de la reducción interanual de los precios de combustibles, piezas y accesorios de bienes de capital, vehículos importados, bajas de -14 % en exportaciones de combustibles y -1,4 % en manufacturas de origen agropecuario. El superávit comercial alcanzó a 204 M de dólares siendo inferior a los 605 M de dólares de marzo.

El precio del petróleo depende de múltiples factores pero llegó a 61 dólares el barril (brent) por exceso de oferta de la OPEP con tendencia declinante a precios inferiores a 50 dólares hacia fin de año pero con el conflicto entre Irán e Israel aumentó abruptamente con escenarios tan disímiles que algunos bancos de inversión pronostican en 130 dólares.

La situación de Brasil está impactada por el descenso de la confianza industrial y una tasa SELIC de 14,75 % en mayo , la más alta de los últimos 25 años en un contexto de 5,5% de inflación anual con 50000 M de dólares de financiamiento para el año 2026 para el sector manufacturero.

Mientras tanto el déficit comercial de Estados Unidos sigue aumentando hasta llegar al mes de marzo a 140.498 M de dólares superando en 17300 M de dólares al mes anterior y siendo 42.400 M de dólares superior a diciembre de 2024. Esta evolución muestra el adelantamiento de importaciones antes de las medidas anunciadas por Trump. Tanto la Eurozona como China registraron variaciones positivas en un contexto de volatilidad en las relaciones comerciales entre países por las negociaciones emergentes.

La FED no ha tocado la tasa de interés permaneciendo estable en el corredor abril mayo de 4,25-4,5% en virtud de considerar a la política monetaria como relativamente contractiva en sintonía con la meta de inflación producto de la solidez del crecimiento económico y la evolución del mercado laboral (tasa de desempleo del 4,2% de la

población activa) en un contexto de recortes del empleo público federal que involucró a 280.000 agentes durante el año 2025 y alcanzará a 500.000 agentes en el transcurso del ejercicio fiscal. Las discrepancias entre el titular de la FED y Trump respecto al mantenimiento o reducción de la tasa de interés es parte de una lucha de poder que implica rumores permanentes de la renuncia del primero.

Finalmente, asistimos a un escenario de alta volatilidad económica producto de una incertidumbre que también se agrava en lo político en virtud de una disputa hegemónica mundial por un nuevo orden que no termina de emerger y un viejo orden que no termina de morir.

1.2 Economía Nacional

El modelo económico de Milei no es liberal libertario pues no libera ninguna variable a las condiciones puras y duras del mercado en virtud de lo cual existe una flotación entre bandas en el tipo de cambio, en la fijación de la tasa de interés, en la administración del cronograma de precios de los servicios y en la estrategia de fijación del precio de los bienes mediante la aplicación de múltiples políticas al respecto, del mismo modo que la fijación por decreto del salario mínimo, vital y móvil y la intervención en el mercado de trabajo para homologar salarios.

La inconsistencia del modelo macroeconómico con un déficit en cuenta corriente proyectado en 15000 M de dólares, una tasa de inflación que se estima entre 30-35% (la anualizada está en 50 %) para el año 2025 mediante una intervención en la adquisición de dólares a través de estrategias de endeudamiento de corto plazo y la heterogeneidad en la evolución de indicadores de consumo y salarios determinan las perspectivas ciertas de la sostenibilidad de las políticas públicas por parte del gobierno.

El procedimiento secuencial para obtener dólares desde el 10 de diciembre de 2023 ha sido la devaluación del 118 % más un crawling peg de 2 % mensual hasta el cambio ocurrido en el mes de abril de 2025 en donde se establece una flotación del tipo de cambio entre bandas. Las etapas se fueron cumpliendo mediante: i) superávit en cuenta corriente en el primer semestre del año 2024, ii) blanqueo de capitales equivalente a 23000 M de dólares que ingresaron el MULC vía préstamos al sector privado, iii) operaciones financieras múltiples (REPO y demás), iv) acuerdo con el FMI y organismos multilaterales junto a la renegociación de operaciones de swaps.

Los vencimientos de deuda para el período 2026-2027 alcanzan a 56000 M de dólares incluyendo el FMI, los organismos internacionales, bonos, swaps y demás operaciones financieras ejecutadas por el gobierno en distintas modalidades (REPO, operaciones en pesos con altas tasas mediante garantías establecidas para inversores no residentes, etc.).

El programa económico incluye compromisos de superávit fiscal, control de la emisión monetaria, tipo de cambio flotante entre bandas y acumulación progresiva de reservas. La liberación de la restricción para la adquisición de dólares por parte de personas humanas

implicó en el primer mes un monto equivalente a 2160 M de dólares, la salida de servicios reales de turismo emisor alcanzó a 6 M de turistas por casi 6000 M de dólares, cifra superior al balance energético equivalente a 5000 M de dólares.

La balanza comercial se reduce mes a mes alcanzando en el mes de abril a 260 M de dólares con un deterioro creciente del balance en cuenta corriente.

La fuente de generación de divisas son las siguientes: i) superávit de balance comercial y en cuenta corriente, ii) superávit en la cuenta capital mediante influjo de capitales a través de inversión extranjera directa, financiamiento al sector público y privado (endeudamiento), remesas o utilidades transferidas del exterior.

La clásica discusión de restricción externa de la República Argentina en el período 1975-2025 alcanza a 450.000 M de dólares por formación de activos en el exterior (fuga de capitales) que forma parte de la dolarización de cartera como mecanismo adoptado en los últimos 50 años.

El régimen bimonetario funciona con dos unidades de cuenta para diferentes modalidades transaccionales que involucra el pago de salarios y jubilaciones, la adquisición de bienes y servicios pero que no incluye las transacciones de bienes inmuebles, o determinados bienes durables.

El deterioro del salario promedio de la República Argentina en el período 2016-2025 alcanza a 25 % en promedio incluyendo salarios públicos, privados y no registrados afectando de un modo heterogéneo a las personas involucradas.

El retroceso de la participación de cada fuente de ingresos incluyó a todos los quintiles durante el año 2024 con una caída en mayor magnitud entre los quintiles más altos por sobre los más bajos en virtud de la diferencia distributiva derivada del crecimiento de la AUH + Alimentar comparativamente en términos reales respecto al año 2023 y la menor participación del empleo estatal en los segmentos más bajos.

El deterioro del consumo masivo es objetivo pero se observa un comportamiento heterogéneo en donde existen personas que compran más autos y los mismos alimentos mientras otros siguen sin comprar autos y compran menos alimentos, esto explica por qué aumentan las ventas de bienes durables (autos, motos, ciertos electrodomésticos) y las cifras de consumo masivo bajan.

El sostenimiento del tipo de cambio en la franja inferior es producto de la oferta estacional de dólares provenientes del sector agropecuario (reducción transitoria de retenciones hasta el 30/06/2025), la asignación de los dólares provenientes del acuerdo con el FMI y la intervención del dólar futuro para menguar expectativas alcistas. A pesar de esta conjunción de factores positivos, el BCRA no acumula reservas e incumple con la meta comprometida con el FMI mediante el uso de mecanismos genuinos pues incrementar reservas con endeudamiento no es sostenible en el tiempo.

La estrategia del gobierno es mantener el tipo de cambio lo más cercano a la banda inferior a los efectos de romper la barrera de una tasa de inflación inferior al 1 % mensual

con el objeto de lograr el acompañamiento de su voto en las elecciones del 26 de octubre. Para los segmentos de altos ingresos el modelo funciona con dólar barato, viajes al exterior, importaciones de ropas, bienes durables de carácter tecnológico y automóviles, para los sectores de menores ingresos la reducción de la inflación permite planificar el día a día en un contexto de heterogeneidad creciente.

La coyuntura permite observar las dificultades para reducir los 660 puntos de riesgo país a los efectos de comparar los 370 puntos básicos alcanzados en enero de 2018 en el marco de una meta implícita fijada para alcanzar los 500 puntos básicos en vistas a renegociar los vencimientos del flujo de servicios de capital e intereses de la deuda pública mediante la colocación de instrumentos financieros en el mercado de capitales. Del mismo modo se observa que entre abril y diciembre del año 2006 fue el último período en donde se pudo acumular genuinamente 10000 M de dólares de reservas en el BCRA en un contexto de tasas de interés internacional de 1,5%.

Con reservas negativas, guerra comercial, conflictos bélicos en proceso de expansión, tasas de interés internacional equivalente al 4.25-4,5 %, fluctuación en el precio del petróleo, primas de riesgo volátil y tasas de crecimiento de la economía mundial inferiores a 3 % configuran un escenario ciertamente complejo para no contemplar variantes.

El gobierno tiene la mirada puesta en quebrar la resistencia en el senado para birlar bancas a la oposición con el objeto de que Unión por la Patria tenga menos de 24 senadores a los efectos de lograr una Corte ampliada de 9 miembros, 6 de los cuales sean designados por ellos junto al Procurador General del artículo 120 del Ministerio Público Fiscal a los efectos de ratificar la fase II de su plan: i) privatización de las 41 empresas públicas identificadas, ii) venta de 10000 bienes inmuebles pertenecientes al patrimonio estatal, iii) desregular abruptamente la economía, iv) eliminar aranceles, controles aduaneros, licencias temporarias con el objeto de una apertura de la economía que genere un aluvión de bienes importados para lograr la destrucción de la industria nacional -principalmente tradicional, v) eliminar impuestos distorsivos y desfinanciar a las provincias argentinas, vi) ejecutar un plan de concesión de obras viales, obras públicas y programas de propiedad participada para eliminando el financiamiento presupuestario de las mismas y eliminando las fuentes de financiamiento de los organismos internacionales.

Paralelamente con estas acciones, el gobierno aspira a ejecutar una reforma laboral amplia con flexibilización, una reforma previsional significativa y una reforma del estado que incluya a las provincias argentinas para eliminar las empresas públicas y los organismos estatales.

El modelo de gobierno es claramente extractivista, apuntalado por el desarrollo hidrocarburífero de gas y petróleo, las inversiones mineras de oro, plata, litio y cobre, las inversiones en energía y reactores nucleares, la atracción de inversiones en energía no convencional (eólica, solar, biomasa e hidrógeno verde), producción de alimentos, preservación de la industria química, petroquímica y farmacológica animal y humana junto a acero y aluminio con escaso valor agregado industrial y servicios basados en el

conocimiento asociados a ensayos clínicos, turismo y producción de servicios informáticos.

Las estimaciones del gobierno es la recaudación de 50000 M de dólares en el período 2026-2027 como puente para la reelección y un incremento en el ingreso de las exportaciones energéticas, mineras y alimentarias para superar la transición de una economía con desocupación promedio de 15/18 % entre el segundo semestre de 2026 en adelante.

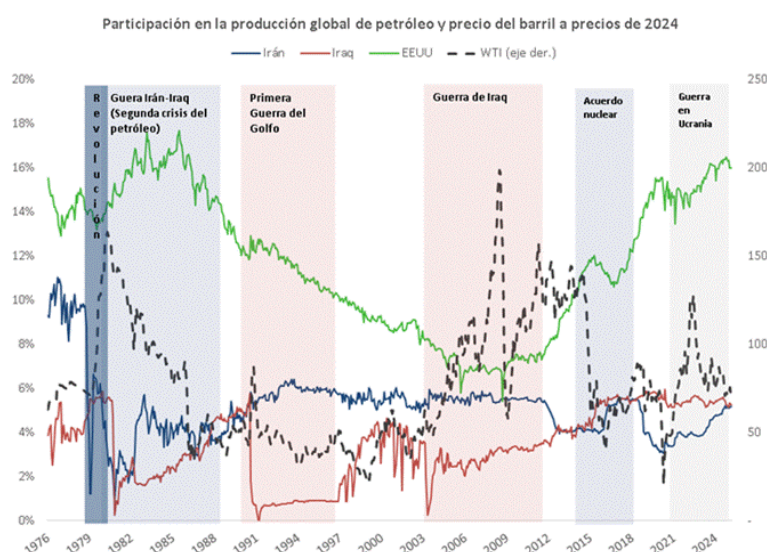
Este modelo es claramente excluyente, heterogéneo, desigual y socialmente injusto, pero hasta el momento cuenta con cierto respaldo ciudadano en un contexto creciente de polarización política.

1.3. Coyuntura general

Crisis en Medio Oriente: ¿larga vida a Vaca Muerta?

El conflicto desatado entre Israel e Irán la semana pasada ha ido escalando con los días. Los mercados siguen de cerca los sucesos dado que otras naciones pueden verse arrastradas a participar. Particularmente, Estados Unidos podría intervenir directamente en el conflicto. Esto puede forzar que otros países de la región (e incluso potencias como Rusia o China) brinden apoyo a Irán, con lo cual la escala que puede tomar este conflicto en principio es incierta.

Al mismo tiempo las amenazas de acabar con el régimen del Ayatola pueden impulsar a los gobernantes iraníes a acelerar los pasos hacia conseguir la bomba atómica como herramienta de supervivencia política. El heredero al trono de Arabia Saudita, Mohamed bin Salman, había advertido en 2019 que si Irán conseguía la bomba Arabia Saudita haría lo mismo^[1].



En términos globales si este conflicto persiste deberíamos ver un impacto en el precio del petróleo aún mayor. El ejemplo más reciente es la Guerra en Ucrania que impulsó un alza del crudo de 31% en tres meses, llegando el WTI a 122 USD/Barril (+63% encima del precio actual de 75 USD/Barril). Mientras que el gas natural (donde Irán es el tercer productor mundial, aunque con gran distancia de Estados Unidos y Rusia) subió 112% entre febrero y agosto de 2022 (+145% arriba del precio actual de 3,95 USD/MMbtu).

Si bien en ambos mercados Irán es un jugador menor respecto a Rusia (5% vs 12% en petróleo y 6% vs 15% del total del gas producido), hay que tener presente que la nación persa controla el estrecho de Ormuz que es la salida del Golfo Pérsico. Los países del Golfo (Arabia Saudita, Qatar, Emiratos Árabes Unidos, Irán, Irak y Kuwait) generan un cuarto de la producción mundial de petróleo y un 12% del gas natural, lo que pone en riesgo que como represalia se cree una crisis petrolera.

El escenario optimista podría ser una intervención rápida y acotada, como la primera Guerra del Golfo donde el objetivo de la coalición de países occidentales se limitó que se retirara de Kuwait y destruir la capacidad militar del régimen de Saddam Hussein pero sin una invasión permanente del país. En aquel caso, a pesar de las fuertes sanciones a las exportaciones de petróleo iraquí, los otros actores del mercado suplieron su cuota y el precio se normalizó rápidamente.

Los eventos recientes en Medio Oriente pueden generar un aumento de la inflación a través del mayor costo de la energía lo que no sólo dificultaría la tarea a la FED sino también a la Administración Trump que prometió en la campaña usar el precio de la energía como una herramienta para frenar la inflación y mejorar la competitividad bajo el slogan "Drill Baby Drill".

Este miércoles la Reserva Federal decidió mantener la tasa de política monetaria en el rango 4,25-4,50%. Más importante, sus proyecciones (dot plot) mostraron que ven más inflación y menos actividad (+0,3 p.p. y -0,3 p.p., respectivamente) que en marzo, algo esperable dado que el Liberation Day fue el 2 de abril. Quizás llamó más la atención que se volvieron más pesimistas las proyecciones para 2026 lo que indicaría que no ven el impacto de las tarifas siendo transitorio como esperaban en un principio. Así si bien siguen viendo dos posibles bajas este año para el año que viene bajaron a sólo una.

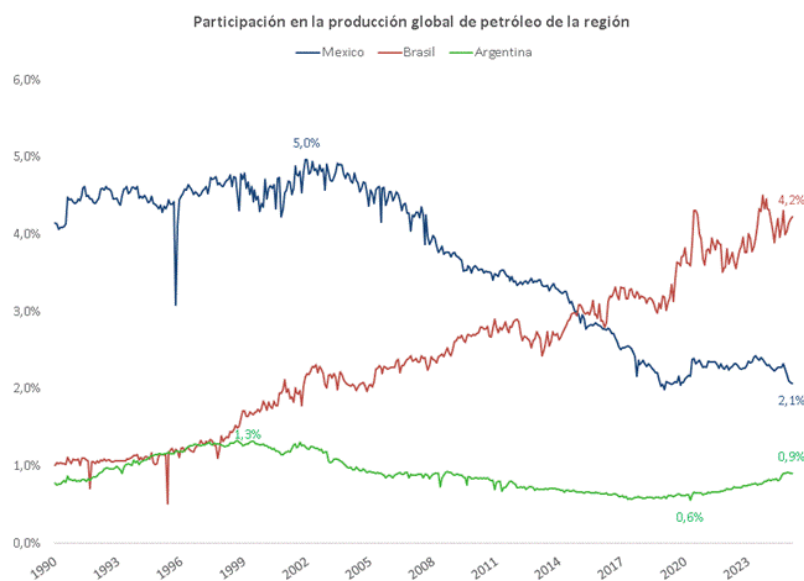
Vale recordar que la actividad económica de Estados Unidos sufrió una caída en el primer trimestre del 0,2% (anualizado) respecto del último trimestre de 2024. Si bien mucho se debió a un crecimiento de las importaciones adelantándose a la guerra de aranceles, los datos de consumo que subió al 1,2% cuando en el trimestre anterior lo hacía al 4%.

Finalmente, una intervención estadounidense en la guerra, si excede el apoyo estratégico y se convierte en una invasión para cambiar el régimen de gobierno en Irán, podría devenir en otra "forever war" como las guerras post atentado del 11 de septiembre que han costado, según un estimado de la Universidad de Brown, un total de USD 8 billones^[2]. Con un mercado de bonos que se mostraba reticente a financiar el paquete fiscal de Trump conocido como "One Big Beautiful Bill Act" (OBBBA o BBB, por sus siglas en inglés), podría haber otro movimiento de salida de capitales desde Estados Unidos.

¿Cuál es el impacto en la Región? Con el petróleo y el aceite de soja subiendo 20% en una semana, las primeras señales indicarían que Argentina y la región podrían verse beneficiados.



Es destacable el desarrollo del sector energético en Brasil. Mientras que en 1997 ambos países producían lo mismo -1,3% del total global-en la actualidad Brasil produce más del 4% ubicándose como octavo productor global luego del mismo Irán (13% del total de las exportaciones) . En el caso de México se encuentra en una posición más débil para verse favorecido de este contexto dado que su producción cayó a la mitad desde 2004 -desde 3,4 millones de barriles diarios a 1,7 millones en la actualidad-, respecto a la canasta exportadora representa sólo el 4,5% y era el doble diez años atrás.



En ambos países vemos un fortalecimiento de sus monedas. Con el Real en niveles de 5,48 BRL/USD volviendo a valores de octubre pasado, luego de haber cerrado 2024 en niveles de 6,20 BRL/USD. De manera similar el Peso Mexicano en 18,88 MXN/USD retrocede a niveles de agosto pasado.

Aquí vale incorporar al análisis que los movimientos de portafolio para disminuir riesgo asociado a Estados Unidos, llevó a una diversificación de la cual se han beneficiado los países emergentes.

En el caso de Argentina esto se tradujo que en junio hubo buenas colocaciones de deuda privada en el exterior. Vista Oil and Gas obtuvo USD 500 millones al 2033 y más destacable fue la colocación de Banco Macro por USD 400 millones dado que no opera en un sector generador de dólares.

Por su parte el Sector Público Nacional logró cerrar una operación de REPO (un préstamo donde se pone de garantía bonos por un valor mayor al préstamo a obtener) con bancos internacionales por unos USD 2.000 millones, al tiempo que se realizó una reapertura del Bonte al 2030 que obtuvo USD 500M (con ofertas por el doble) dentro del nuevo marco de financiamiento establecido por el Tesoro donde buscará USD 1.000 millones por mes.

En un contexto donde el punto que más se le ha criticado al programa económico ha sido la sostenibilidad externa, los planetas parecieran que se empiezan a alinear. No obstante, en el mediano plazo, si el escenario bélico se intensifica puede darse un shock inflacionario como luego de la invasión Rusa a Ucrania, lo que obligaría a los principales Bancos Centrales a subir las tasas y frenar la economía. La combinación de altas tasas y poca actividad podrían volver a fortalecer el dólar y depreciar el valor de los commodities. Una combinación difícil de absorber para un país con déficit de cuenta corriente.

Consumos en dólares, consumos en pesos: la heterogeneidad avanza

En las últimas semanas, la discusión económica ha vuelto a destacar una aparente contradicción existente en los distintos indicadores de consumo. Mientras las ventas de bienes durables (vehículos, electrodomésticos) y de servicios como el turismo internacional muestran una recuperación marcada desde mediados de 2024 -ubicándose más de 30% por encima del promedio 2021-2023- las de bienes de primera necesidad -consumo masivo- aún no retornan a los niveles previos a noviembre 2023.

Primer trimestre de 2025 contra primer trimestre de distintas etapas.

	2017	2018-2019	2021-2023	2024
Centros de compras	-3%	-5%	17%	22%
Supermercados	-13%	-10%	-6%	4%
Mayoristas	-14%	-21%	-26%	-7%
Autos	-37%	-31%	44%	95%
Motos	-15%	-23%	37%	62%
Importaciones	27%	21%	9%	33%
Heladeras			35%	115%
Televisores			-7%	60%
CAME			-7%	19%

Esta dicotomía no es casual, sino el reflejo de una economía segmentada, donde las política fiscal y monetaria impactan de manera desigual en hogares con estructuras de ingresos y gastos radicalmente heterogéneas. En este informe, partiremos de la información disponible en la Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares (ENGHO 2017/2018), que permite desagregar la estructura socioeconómica en función del nivel de ingreso per cápita del hogar y dividiendo a la población en cinco grupos diferenciados (quintiles)^[3], buscaremos comprender la evolución durante 2024 y el arranque de los ingresos y gastos para cada grupo poblacional. No solo hay que ver cómo evolucionaron las entradas: también hay que mirar las salidas para entender la dinámica de la relación.

Por el lado de los ingresos, el primer paso es reconstruir su estructura^[4] para los distintos niveles de hogares, así, partiendo de la ENGHO, actualizaremos cada fuente. El análisis desagregado por quintiles revela dos dimensiones fundamentales de diferenciación entre familias.

En primer lugar, se observan marcadas asimetrías en su inserción laboral, no sólo a nivel categoría de ocupación (No Asalariados/Asalariados) sino también a nivel rama de actividad en las cuales se distribuirán los propios asalariados. En el primer quintil (el de menores recursos), existe una sobrerrepresentación de los trabajadores de la construcción (explican el 20% de la masa de ingresos asalariada en el sector privado), del agro (6%) y del empleo en casas particulares (15%). En contraposición, en el quintil más elevado de ingresos dichas participaciones caen al 3,5% en el caso de la construcción y desaparecen virtualmente en el agro y el empleo doméstico. Por su parte, los quintiles de mayores ingresos tienen mayor participación de servicios profesionales, de salud, enseñanza, actividades financieras y actividades productivas como Minas y Canteras.

En segundo lugar, una nueva fuente de heterogeneidad será el rol diferenciado del sector público. Puntualmente, su participación representa en torno del 40% de los ingresos en todos los quintiles, aunque con una diferencia fundamental: en los hogares de menores ingresos la participación de las transferencias directas (Asignación Universal por Hijo y Pensiones No Contributivas) ronda el 12% de los recursos totales, mientras que en los quintiles de mayores recursos dichas transferencias son casi nulas. En contraste, a medida que subimos en la pirámide, aumenta la participación del empleo estatal y las jubilaciones.

Participación de cada fuente de ingreso en los hogares según quintil y variación real en 2024.

Fuente de ingresos.	Participación en el Ingreso de 2023		Var. Real Promedio 2024		Incidencia	
	Promedio Quintil 1-2	Promedio Quintil 4-5	Promedio Quintil 1-2	Promedio Quintil 4-5	Promedio Quintil 1-2	Promedio Quintil 4-5
Asalariados Privados	47,0%	40,9%	-8,6%	-7,6%	-4,0%	-3,1%
No Asalariados	15,4%	22,9%	-1,9%	-1,9%	-0,3%	-0,4%
Asalariados Públicos	12,6%	22,1%	-20,1%	-20,1%	-2,5%	-4,5%
AUH+Alimentar	9,4%	0,2%	16,3%	16,3%	1,5%	0,0%
Jubilaciones	12,5%	13,4%	-15,0%	-18,5%	-1,9%	-2,5%
PNC	3,1%	0,4%	-18,5%	-18,5%	-0,6%	-0,1%
Total	100,0%	100,0%	-7,8%	-10,5%	-7,8%	-10,5%
Sector Público	37,6%	36,2%			-3,4%	-7,0%

De esta forma, observando la dinámica de 2024, podemos esbozar dos primeras conclusiones: i) el retroceso fue generalizado para todos los quintiles durante el año pasado. ii) Sin embargo, la caída fue mayor para los quintiles más altos que para los más bajos. Esta diferencia distributiva obedece al crecimiento de la AUH+Alimentar en términos reales en comparación con 2023, y a la menor caída de aquellas jubilaciones alcanzadas por los bonos respecto de las excluidas (-15% i.a vs -18,5% i.a: la suba del bono de 10.000 pesos en enero de 2023 a 55.000 en diciembre, y luego estancado en 70.000 pesos desde enero 2024 impulsó a estos recursos en el promedio de 2024). iii) Por último, la menor participación en los segmentos de bajos ingresos del empleo estatal, con una pérdida de poder adquisitivo mayor al 20% en 2024, reforzó esta dinámica.

Así, por el lado de los ingresos vemos cómo el sector público le generó por todo concepto una pérdida cercana al 3,5% al 40% de los hogares más pobres, en tanto que ésta llegó al 7% en el 20% de las familias de mayor poder adquisitivo.

Ahora bien, al mirar los ingresos sólo estamos viendo una parte de una foto más compleja. Los quintiles no solo “reciben” distinto, sino que también gastan distinto: como es sabido, las canastas de consumo varían a lo largo de la población. Para analizar las diferencias, partiremos de los ponderadores de la ENGHO 2017-2018, actualizándolos mediante el IPC y manteniendo fijas las cantidades consumidas -un supuesto fuerte y en algunos casos poco realista, pero difícil de superar-.

En los primeros dos quintiles, el peso de alimentos y bebidas alcanza roza el 40% y si agregamos tarifas públicas podemos explicar casi la mitad de los gastos de los hogares de menores recursos. En contraposición, este porcentaje ronda un cuarto del gasto total en el quintil de mayores ingresos.

Aquí, si actualizamos las canastas de consumo en función de cada índice de precios, llegamos a una conclusión opuesta a la que habíamos llegado en materia de recursos. El año pasado, los segmentos de menores ingresos enfrentaron una inflación más elevada, producto fundamentalmente a lo sucedido con las tarifas de servicios públicos -alimentos aceleró en el arranque del año por la devaluación de diciembre 2023, pero luego se moderó-.

Para alcanzar el superávit primario, el Gobierno Nacional modificó los esquemas tarifarios -algo que era necesario-, para lo que llevó a cabo incrementos sustanciales en los meses de febrero y junio 2024 para energía eléctrica y abril y julio para el gas, buscando luego incrementos mensuales desde esa base[5]. Distinto fue el caso de transporte, donde la estrategia se focalizó en aumentos en los primeros meses y un congelamiento en la segunda parte del año.

Participación de cada rubro del gasto en los hogares según quintil y variación nominal promedio en 2024.

	Participación en gasto	Promedio quintil 1-2			Incidencia		Participación en gasto	Promedio quintil 4-5			Incidencia
		Variación nominal	Variación real (respecto IPC)					Variación nominal	Variación real (respecto IPC)		
Alimentos y bebidas no alcohólicas	37%	218%	-1%	-0,2 p.p.			22%	218%	-1%	-0,1 p.p.	
Bebidas alcohólicas y tabaco	2%	212%	-3%	-0,1 p.p.			2%	212%	-3%	-0,0 p.p.	
Prendas de vestir y calzado	10%	156%	-20%	-2,0 p.p.			8%	156%	-20%	-1,6 p.p.	
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	8%	299%	25%	2,0 p.p.			9%	268%	15%	1,3 p.p.	
Electricidad y gas	4%	372%	48%	2,0 p.p.			2%	372%	48%	1,2 p.p.	
Resto	4%	225%	2%	0,1 p.p.			6%	225%	2%	0,1 p.p.	
Equipamiento y mantenimiento del hogar	5%	204%	-5%	-0,2 p.p.			7%	204%	-5%	-0,3 p.p.	
Salud	5%	239%	6%	0,3 p.p.			8%	239%	6%	0,5 p.p.	
Transporte	12%	248%	9%	1,0 p.p.			17%	227%	2%	0,4 p.p.	
Transporte Público	3%	371%	47%	1,4 p.p.			2%	371%	47%	0,9 p.p.	
Resto	9%	208%	-4%	-0,3 p.p.			15%	208%	-4%	-0,5 p.p.	
Comunicaciones	4%	283%	20%	0,7 p.p.			3%	283%	20%	0,6 p.p.	
Recreación y cultura	8%	208%	-4%	-0,3 p.p.			9%	208%	-4%	-0,3 p.p.	
Educación	2%	194%	-8%	-0,1 p.p.			3%	194%	-8%	-0,2 p.p.	
Restaurantes y hoteles	6%	210%	-3%	-0,2 p.p.			9%	210%	-3%	-0,3 p.p.	
Bienes y servicios varios	3%	276%	18%	0,6 p.p.			4%	276%	18%	0,8 p.p.	
Total	100%	225%	1,6%	1,6%			100%	222%	0,6%	0,6%	

Incorporando el impacto de las subas de tarifas, el sesgo de la política fiscal se neutraliza en términos distributivos -por el lado de los ingresos, vale recordar, había sido “pro-pobre”. El aumento de electricidad, gas y transporte por encima de la inflación compensó las mejoras distributivas mencionadas por el lado de los ingresos. Como resultado, la contracción de recursos totales para todos los segmentos quedó en 7%, revirtiendo las mejoras logradas por el lado de ingresos.

Más representación del gasto en tarifas en los hogares de menores ingresos, más inflación para esas familias, compensando el incremento real en AUH+Alimentar y la menor caída en jubilaciones.

Efecto neto de la política fiscal en ingresos mensuales.

Promedio mensual. En \$ de IT-2025	Promedio Q1-Q2					Promedio Q4-Q5			
	2023	2024	Dif. En \$	Dif. En %		2023	2024	Dif. En \$	Dif. En %
ALH	\$1.919	\$5.257	13.347	16,3%		3.735	4.343	609	16,3%
FNC	28.677	23.371	-5.306	-18,5%		9.919	8.083	-1.835	-18,5%
Jubilaciones	129.172	109.824	-19.348	-15,0%		358.125	291.864	-66.261	-18,5%
Salarios	123.802	98.907	-24.895	-20,1%		579.678	463.111	-116.567	-20,1%
i) Ingresos	363.561	327.359	-36.202	-10,0%		951.456	767.401	-184.055	-19,3%
Gasto Transporte	30.052	42.219	12.167	40,5%		40.070	56.294	16.223	40,5%
Gasto Energía	45.063	62.444	17.381	38,6%		49.166	68.130	18.963	38,6%
ii) Gastos	75.114	104.662	29.548	39,3%		89.237	124.423	35.187	39,4%
iii= i) + ii) Total Sector Público Neto	288.447	222.697	-65.750			862.220	642.978	-219.242	
iv) Ingresos Totales	982.787					2.617.152			
v) = iii) / iv) Total Sector Público / Ingresos totales			-7%					-8%	

El último paso que nos queda es analizar de manera conjunta la evolución de los ingresos y gastos totales. Con esto, podremos saber si cada quintil en distintos momentos del tiempo tuvo ingresos por encima de sus gastos (y generó un ahorro o aumentar sus cantidades consumidas), o si por el contrario su nivel de gastos superó al de ingresos, arrojando como resultado i) desahorro, ii) endeudamiento o iii) ajuste en las cantidades

consumidas. Vale destacar, estas opciones no son excluyentes entre sí, sino complementarias.

En este sentido, la dinámica de cada quintil ha sido clara: la pérdida de ingresos en términos reales llevó a los quintiles medios a pasar de una situación de ahorro (ingresos mayores que gastos) a una situación de desahorro. Por su parte, el quintil de mayores recursos también redujo su diferencial ingresos-gastos, pero en este caso la pérdida provocó un menor ahorro en términos reales, en lugar de un ajuste en el consumo o un aumento del endeudamiento.

En el primer trimestre del 2025, la situación no habría sido muy diferente. A pesar de la recuperación de ingresos de la última parte del año pasado, la situación todavía muestra un retroceso respecto del promedio de 2023.

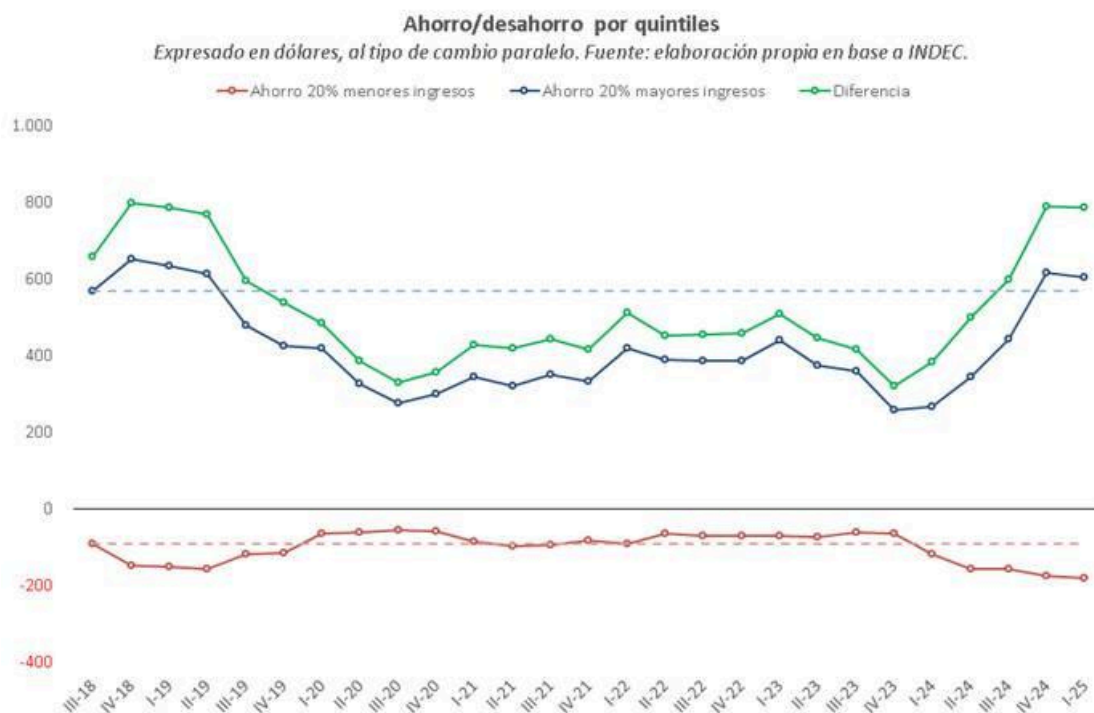
Analizar la dinámica en términos reales es útil para comprender la posibilidad de consumir bienes y servicios para un determinado segmento. No obstante, para explicar los patrones del consumo de cierto tipo de bienes durables como del turismo o el ahorro en esta economía bimonetaria debemos introducir un último factor: el tipo de cambio.

Diferencia entre ingresos y gastos mensuales promedio por quintil de ingreso | en miles de pesos del primer trimestre de 2025.

	2023	2024	2025 (ene-mar)
Q1	-182	-241	-223
Q2	26	-99	-72
Q3	69	-92	-51
Q4	262	49	113
Q5	979	647	754

Si evaluamos la posición de ingresos menos gastos (Ahorro/Desahorro) de cada quintil del ingreso medida en dólares al tipo de cambio paralelo (contado con liquidación), se observa que el quintil de mayores recursos alcanzó en promedio una posición de ahorro en dólares similar a la de finales de 2018, mientras que el quintil 4 se ubica en niveles similares a los de 2020-20223. Por el contrario, los tres quintiles de menores recursos ven deteriorada su posición en comparación con el 2023.

Con todo, hablar de una reconfiguración de precios relativos es una respuesta parcialmente válida para explicar la dicotomía en los indicadores de consumo. Ahora bien, a todas luces resulta insuficiente per se. Apreciación cambiaria, reducción de subsidios, avance a distintas velocidades de la actividad son todos factores que impactan de manera heterogénea en la estructura social argentina.



La apreciación cambiaria de 2024 y 2025 encareció a la economía argentina medida en dólares, sobre todo cuando tomamos al tipo de cambio paralelo como referencia. Dado que los deciles de mayores ingresos ganan más de lo que gastan y los de menores ingresos gastan más de lo que ganan, su brecha en dólares se amplió respecto de entonces.

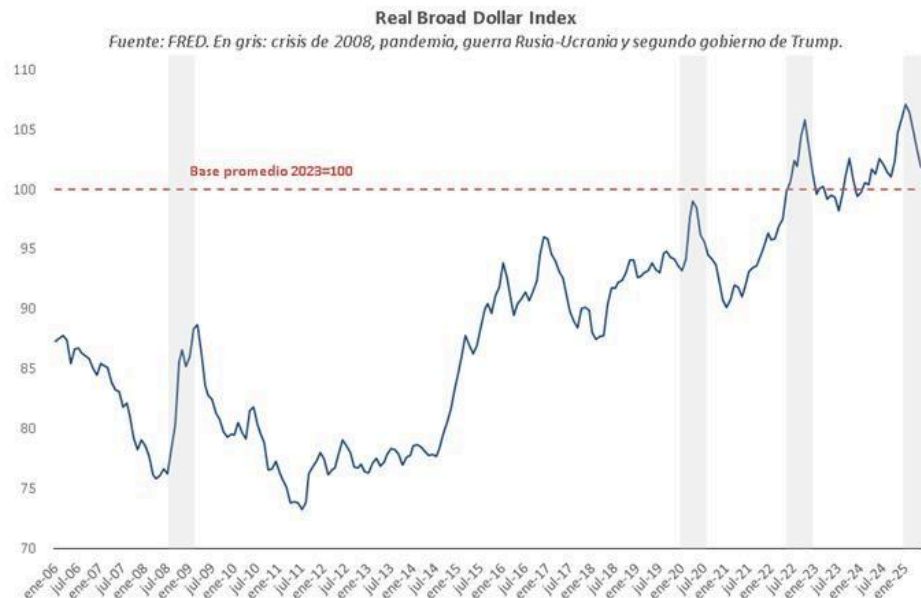
Ahora bien, y más importante aún, producto del cambio de precios relativos -no solo comparado con 2023, sino también respecto de 2018, cuando las tarifas de servicios públicos están más caras en relación con jubilaciones mínimas y programas sociales- y las estructuras de gastos de los hogares, mientras que los sectores de mayores recursos ahorran más en dólares que en la segunda mitad de 2018, los de menores recursos se endeudan más medido en esa moneda (no son créditos en dólares, sino expresados en) y las diferencias se profundizan.

En este marco se entiende mejor la pregunta del principio, los argentinos no compramos más autos y menos alimentos, sino que unos argentinos compran más autos y los mismos alimentos, mientras que otros argentinos siguen sin comprar autos y compran menos alimentos. Como resultado, aumentan las ventas de durables -autos, motos y algunos electrodomésticos- y las cifras de consumo masivo siguen en rojo. La heterogeneidad avanza.

Estados Unidos, de refugio a trinchera: ¿la salida es por emergentes?

El dólar se depreció casi 4% en lo que va del año a nivel global. A diferencia de otros períodos de tensión, la moneda estadounidense no está siendo un refugio ante las idas y vueltas internacionales. En la crisis de las subprime de 2008 o en la guerra de Rusia y

Ucrania, la demanda de activos “libre de riesgo” aumentaba, apreciando a la primera moneda global. En contraste, en 2025, la divisa viene perdiendo valor, ¿dándole un carácter inédito a la economía mundial?



En primer lugar, y como se observa en el gráfico, el dólar al inicio de la pandemia se fortaleció alcanzando casi el promedio de 2023. Inmediatamente la Reserva Federal inicia un paquete grande de estímulos monetarios acompañados por el Tesoro con expansión fiscal. Esto generó algo parecido a lo que vemos ahora: el mercado reaccionó vendiendo títulos públicos del Estados Unidos de largo plazo, debilitando el dólar, tal como se ve en el gráfico.

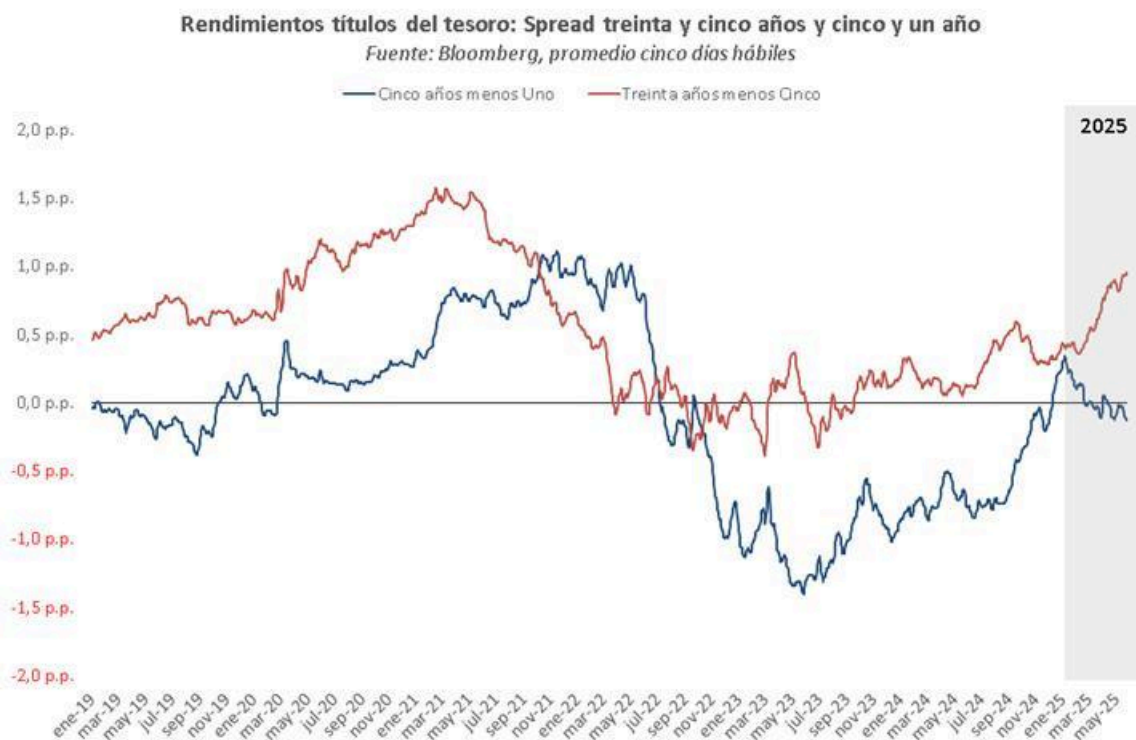
Entre marzo y mayo de 2025, el oro avanzó 14%, repitiendo el orden de precios de la pandemia. En ambos momentos, la incertidumbre y las expectativas de una aceleración inflacionaria en Estados Unidos aumentaron la búsqueda de cobertura real, precipitando el cambio de precios. Por lo tanto, el esquema no es inédito, ¿los resultados tampoco?

Recapitular los hechos nos permitirá pensar por qué está pasando esta anomalía, cómo seguirá y cómo impactará en la Argentina.

A mediados de mayo, el gobierno norteamericano envió al Congreso el paquete fiscal One Big Beautiful Bill Act (OBBA), que incrementaba el gasto en defensa en USD 150.000 millones por año (0,5% de su PIB) y extendía el plazo de las rebajas impositivas de 2017 que vencían a fines de 2025. Entre ambos, el costo fiscal sumaría USD 240.000 millones promedio anual entre 2025 y 2029, casi 1% del PIB. El año pasado, el déficit primario del Tesoro norteamericano fue 6% del PIB, por lo que podría llegar a 7% de este de no mediar otros cambios.

Más importante aún, los bonos del Tesoro norteamericano cortos y largos tomaron senderos opuestos. Mientras que en lo que va del año se revirtió el spread entre los títulos

a uno y cinco años, pasando de +0,2 p.p. a fines de 2024 a -0,1 p.p. en la actualidad -los bonos a un año tienen una tasa de 4,1% y los de cinco de 4%-, la diferencia entre los de treinta años y los de cinco se amplió, pasando de 0,3 p.p. en diciembre 2024 a 1 p.p. en junio 2025 (los títulos largos rinden 5% anual). En este punto, vale recordar que las tasas de interés de los activos se mueven de manera opuesta a su precio: a menor precio de mercado, más rendimiento de los cupones frente a los precios de compra.



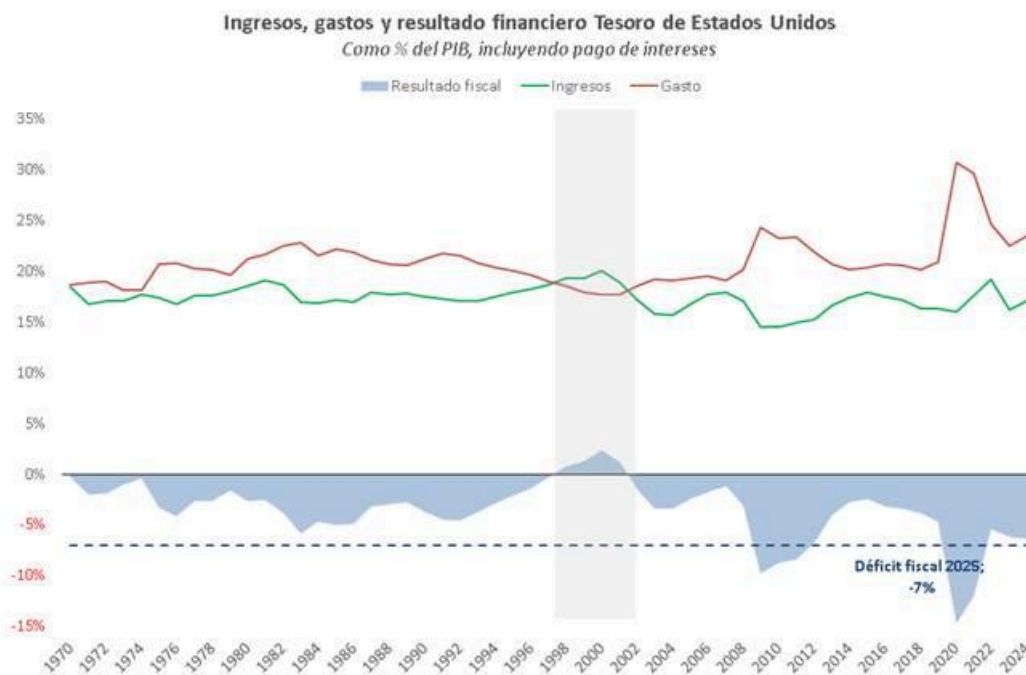
En lo que va del año, entonces, los bonos a un año y los bonos a cinco años subieron de precio, mientras que los de treinta años cayeron. ¿Por qué pasa esto? Una explicación tiene que ver con las expectativas de inflación y recesión: la economía que propone Trump podría afectar negativamente a la producción en el corto plazo, producto del cambio en las cadenas globales de manufacturas, impulsando a la Reserva Federal a relajar sus tasas reales. El esquema se normalizaría en el mediano plazo, y por eso los bonos a treinta años no ceden rendimiento.

Otra alternativa -más complementaria que excluyente- tiene que ver con quién opera en cada mercado: mientras que la Fed se mueve en el tramo corto de la curva, el Tesoro -la política fiscal- lo hace en el segmento largo. Así, la mayor desconfianza en el Estado norteamericano (frente a cierta estabilidad en su “Banco Central”) podría estar motivando esta dinámica.

Entre 1970 y 2024, el Estado norteamericano tuvo superávit financiero en solo 5 de 63 años -esto no vale para sacar conclusiones para Argentina, con una demanda de dinero doméstica y externa muy diferente-. En contraste, el déficit superó el 7% del PIB, es decir, el 6% del año pasado más el punto porcentual que surge de incorporar al OBBBA,

también solo en cinco años: 2009, 2010, 2011, 2020 y 2021. Es decir, luego de la crisis de la subprime y en los años de pandemia: desequilibrios excepcionales para momentos excepcionales.

En este marco, 2025 no pareciera ser un año tan particular a priori, y por eso el castigo del mercado ante las decisiones políticas. Si en abril la política arancelaria poco ortodoxa de Trump había recibido la animadversión de los agentes financieros, en la actualidad esa resistencia se desvió al plano fiscal. Ahora bien, considerando que la economía norteamericana creció 2,5% entre puntas durante el año pasado y casi 1% en el primer trimestre de este año, el carácter expansivo de la política fiscal pareciera haber perdido el carácter contracíclico de los eventos mencionados. En este caso, la explicación podría estar más asociada a combatir el efecto distributivo que viene ocurriendo en los Estados Unidos, donde viene teniendo éxito la producción más asociada al desarrollo tecnológico digital y menos el de producción de bienes durables como la industria automotriz, esta última en detrimento de la competencia con otros países con China como principal competidor.



Las tensiones en el centro no afectaron, al menos por ahora, la dinámica en la región. Por el contrario, ésta pareciera seguir al mismo ritmo que en los meses anteriores: el riesgo país de Brasil cayó 15 puntos básicos (p.b.) respecto del cierre de marzo y el promedio de la región -Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay- se redujo 20 p.b. Así, podemos afirmar que el mercado no se encareció y mucho menos se cerró para estos países.



En el caso de Argentina, el índice se redujo 150 p.b. desde entonces, flexibilización del cepo mediante, pero no alcanzó al piso de 560 p.b. de mediados de enero -y ni que hablar a los 360 p.b. que sirvieron de base para la última colocación de deuda en dólares del Estado Nacional, enero de 2018-. La pregunta entonces continúa siendo la de siempre: ¿de dónde saldrán los dólares para cancelar los USD 15.000 millones que vencen en 2026 y en 2027 con privados e intereses con el FMI?

En este sentido, podemos sumar una novedad de las últimas semanas: la vuelta de las colocaciones off-shore (es decir, en Nueva York con no residentes) de algunas empresas, principalmente petroleras, pero también de Telecom por USD 800 millones. Desde el 20 de mayo, que Pampa Energía retomó las emisiones externas, entraron al país USD 2.100 millones por la vía financiera privada -Pluspetrol es la firma restante-, con licitaciones a no menos de ocho años y a una tasa promedio de 8,5%, es decir, 2,3 p.p. por encima de lo que colocan los Estados soberanos de la región (+6,2%), pero 2,5 p.p. por debajo de lo que lo haría la Argentina (+11%).

Emisiones off shore de obligaciones negociables

Fuente: MAE. En USD millones. Región (*): Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

Fecha emisión	Empresa	Vencimiento	Monto emitido	Tasa	Tasa de interés Estados Unidos y Riesgo país (en %)			Diferencial costo empresas energéticas	
					Estados Unidos (10 años)	Argentina	Región (*)	Argentina	Región (*)
abr-24	PAE	abr-32	400	8,5%	4,7%	12,3%	1,7%	-8,5 p.p.	2,1 p.p.
may-24	GEMSA	may-27	39	14,6%	4,5%	14,4%	1,7%	-4,3 p.p.	8,4 p.p.
jul-24	Telecom	jul-31	500	9,7%	4,2%	14,7%	1,7%	-9,2 p.p.	3,8 p.p.
oct-24	Galicia	oct-28	325	7,9%	3,8%	12,6%	1,7%	-8,6 p.p.	2,4 p.p.
oct-24	YPF	oct-32	420	8,2%	4,0%	10,5%	1,7%	-6,3 p.p.	2,5 p.p.
oct-24	Edenor	oct-30	135	9,8%	4,1%	11,0%	1,7%	-5,3 p.p.	4,0 p.p.
oct-24	Edenor	oct-30	49	9,8%	4,2%	10,4%	1,7%	-4,8 p.p.	3,8 p.p.
oct-24	Telecom	jul-31	200	8,8%	4,2%	10,4%	1,7%	-5,8 p.p.	2,8 p.p.
oct-24	GEMSA	nov-31	209	11,0%	4,3%	9,6%	1,6%	-2,9 p.p.	5,1 p.p.
oct-24	GEMSA	nov-31	141	11,4%	4,3%	9,6%	1,6%	-2,5 p.p.	5,4 p.p.
nov-24	MSU	dic-30	177	9,8%	4,3%	7,4%	1,7%	-2,0 p.p.	3,7 p.p.
dic-24	Vista	dic-35	600	7,6%	4,2%	7,6%	1,8%	-4,1 p.p.	1,6 p.p.
dic-24	Pampa Energía	dic-34	360	7,8%	4,2%	7,3%	1,7%	-3,7 p.p.	1,8 p.p.
ene-25	YPF	ene-34	1.100	8,3%	4,7%	5,7%	1,8%	-2,1 p.p.	1,7 p.p.
ene-25	Tecpetrol	ene-33	400	7,6%	4,6%	6,2%	1,8%	-3,2 p.p.	1,2 p.p.
mar-25	IRSA	mar-35	242	8,5%	4,3%	7,6%	1,8%	-3,4 p.p.	2,4 p.p.
may-25	Pampa Energía	dic-34	340	7,9%	4,5%	6,6%	1,7%	-3,2 p.p.	1,7 p.p.
may-25	Telecom	may-33	800	9,5%	4,5%	6,6%	1,7%	-1,7 p.p.	3,2 p.p.
may-25	Pluspetrol	may-32	450	8,8%	4,5%	6,6%	1,7%	-2,4 p.p.	2,5 p.p.
jun-25	Vista	jun-33	500	8,5%	4,5%	6,6%	1,7%	-2,7 p.p.	2,2 p.p.
Total			7.387						
Energía			5.319						
Resto			2.067						

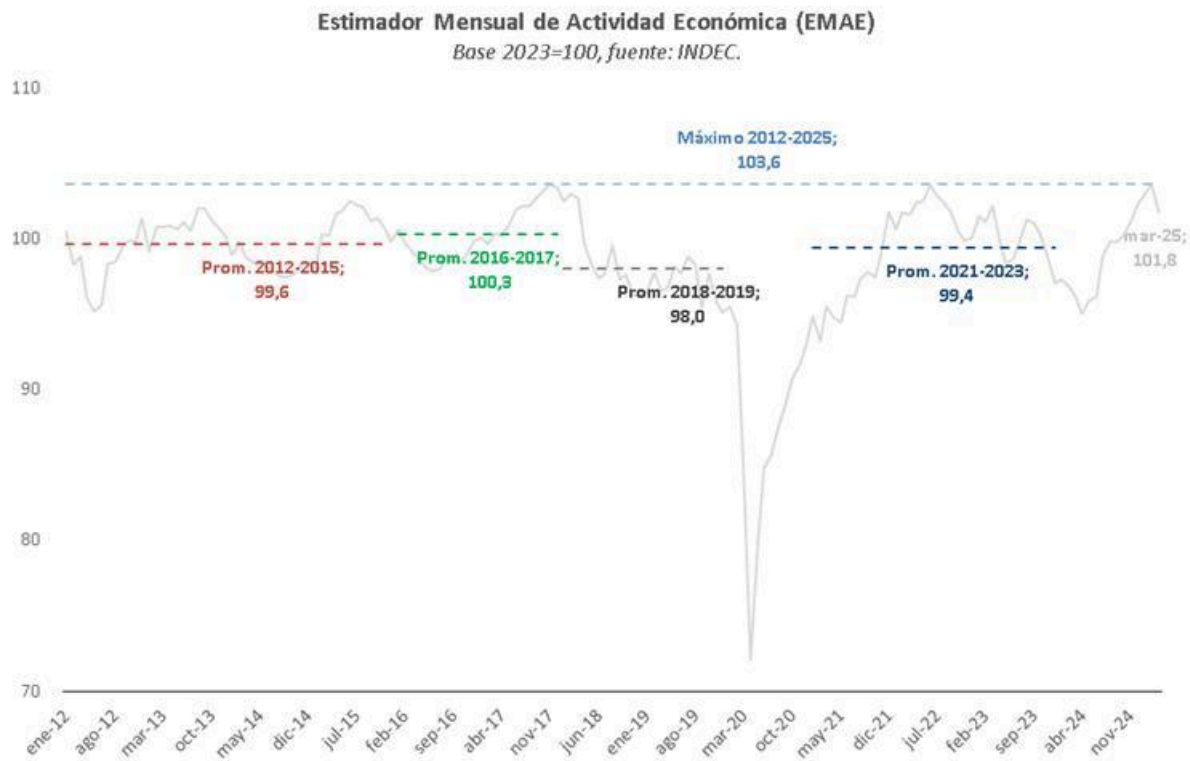
La relación de Trump con el mercado no arrancó de la mejor manera en su segunda presidencia: primero por lo aranceles, luego por el resultado fiscal, las tensiones parecieran arreciar por distintos lugares. Sin embargo, y a diferencia de las situaciones anteriores, la incertidumbre no se traslada a la región, donde por el contrario los activos siguen ganando terreno. Sí podría suponer una complicación para las nuevas colocaciones argentinas, dado que su costo de financiamiento es la suma de la tasa de interés de los Estados Unidos + el riesgo país.

Al momento, el Estado Nacional sigue al margen de los mercados globales, con tasas de interés en dólares de dos dígitos, que complican nuevas colocaciones. Sin embargo, luego de la relajación de los controles, el sector privado -principalmente petrolero- emitió más de USD 2.000 millones off shore. ¿Con el superávit fiscal se come, se cura y se educa? Por ahora no.

Actividad: recuperación agregada, reconfiguración sectorial

La actividad económica atraviesa un estancamiento secular: la producción promedió casi lo mismo entre 2021 y 2023 que entre 2012 y 2015 (cayó 0,2% entre ambos períodos). Luego del retroceso de 1,7% en el promedio del año pasado, el arranque de 2025 viene siendo algo errático: crecimiento acumulado de 1,3% en enero y febrero, pero retroceso de 1,8% en marzo, dejando una contracción de 0,5% respecto de diciembre del año pasado como saldo.

En la última década, la producción de bienes y servicios alcanzó el mismo pico en tres momentos, y más causal que casualmente, empezó a declinar inmediatamente: fines de 2017, mediados de 2022 y principios de 2025. ¿La tercera será la vencida?



En el máximo de la gestión Cambiemos, después de una primera mitad en crecimiento (+2,7% entre el último trimestre de 2017 e igual período de 2015), un desequilibrio récord de cuenta corriente (-5%) en el arranque de 2018 producto de un exceso de importaciones más un financiamiento externo que se cerró, llevaron a una segunda mitad marcada por devaluaciones y recesiones prácticamente constantes.

En la primera mitad del gobierno del Frente de Todos, los desequilibrios no estuvieron tanto en la cuenta corriente -que en 2021 y 2022 acumuló un superávit de USD 2.600 millones-, sino más bien en la cuenta capital. Pagos netos de deuda pública y privada a acreedores externos y una brecha creciente entre el dólar oficial y paralelo que desalineó los incentivos individuales con los generales forzaron la caída de la actividad registrada en el último tercio de la gestión de Alberto Fernández (-4,5% entre junio de 2022 y noviembre de 2023).

En la actualidad, las dudas aparecieron de nuevo. Después de que el EMAE tocara el pico de noviembre 2017 y junio 2022 en febrero 2025, el fuerte retroceso de marzo empezó a recortar la producción. En este sentido, los indicadores adelantados no permiten aventurar una recuperación significativa. ¿Maldición, fue un número hermoso?

El año pasado, la cuenta corriente registró un superávit de USD 6.300 millones, pero con una trayectoria descendente más allá de factores estacionales. El rebote de la actividad

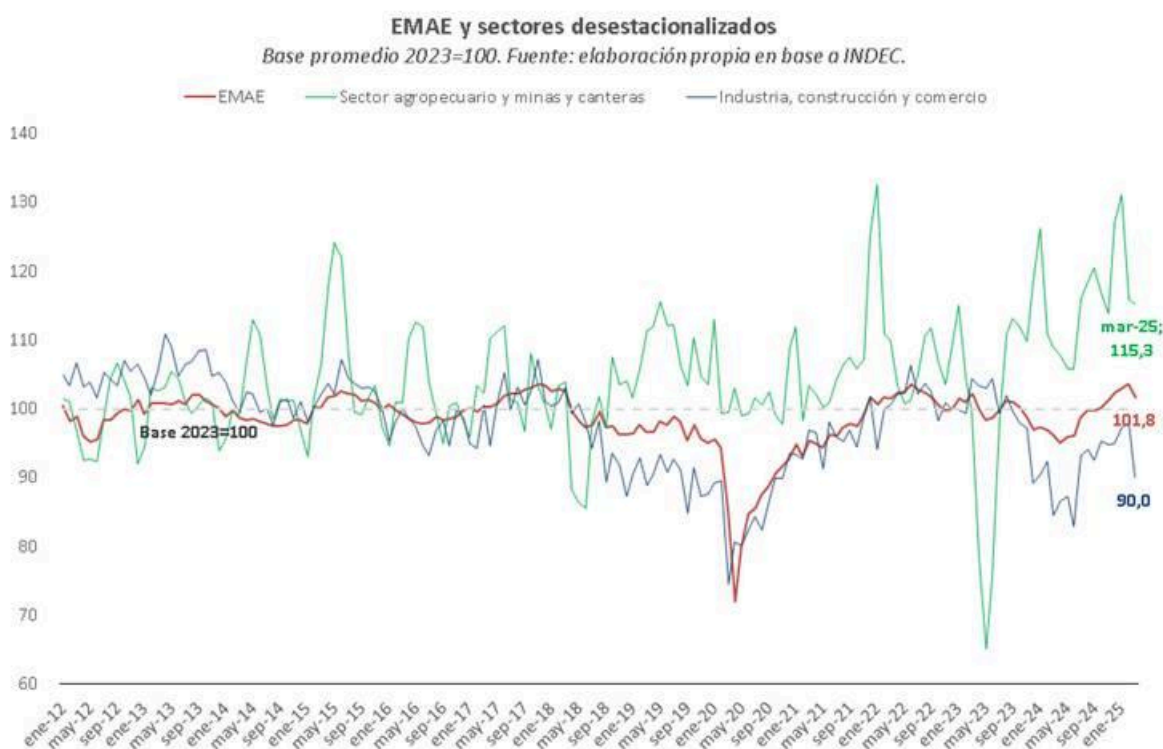
entre abril y diciembre de 2024 (+8%) motivó que las importaciones crecieran más rápido que las exportaciones (+7% y +29%, respectivamente, entre abril y diciembre, medición de INDEC sin estacionalidad), deteriorando el saldo externo.

Como resultado, los dólares de las exportaciones de bienes y servicios dejaron de alcanzar para pagar la deuda externa, y las tensiones cambiarias no tardaron en aparecer. Entre el 14 de marzo y el 11 de abril, cuando se anunció el acuerdo con el Fondo y se reorientó el esquema cambiario, el Banco Central vendió USD 2.500 millones en el mercado, que al momento no recompró. La incertidumbre fue relevante para la actividad, que tuvo en marzo pasado su mayor caída en veinticuatro meses, es decir, desde que la sequía había golpeado al nivel de actividad (-2,3% en marzo de 2023).

Además de los vaivenes a nivel agregado, se verifican cambios importantes a nivel sectorial.

Por caso, la industria retrocedió 11% entre marzo 2025 y la media de 2023, la construcción 16% y el comercio mayorista y minorista 7% -desestacionalización propia-. En contraste, minas y canteras, en donde se encuentra la producción petrolera, escaló casi 8% y el sector agropecuario saltó 20% en el mismo período. Vale recordar que ese año había estado afectado por la sequía, que dejó una baja base de comparación: respecto de 2022, el avance del agro es de 1%. La economía de los sectores que se bifurcan.

De esta forma, mientras que la suma ponderada del sector agropecuario y de minas y canteras se ubica 15% por encima de 2023 (y +6% respecto de un 2022 más "normal"), la de la industria, la construcción y el comercio está 10% por debajo.



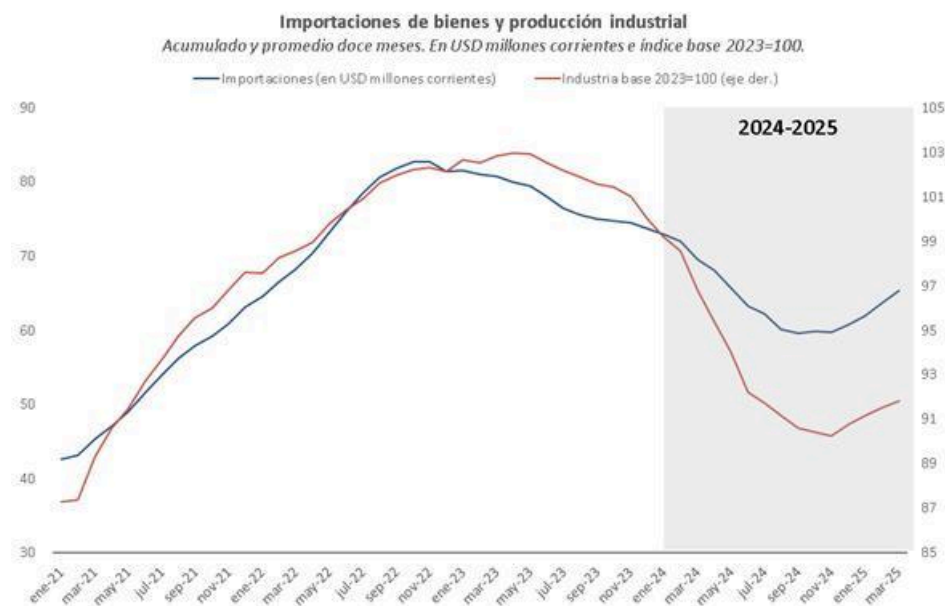
Las formas hacen al todo. La capacidad de generación de empleo no es la misma entre ramas: mientras que la industria, la construcción y el comercio representan el 45% del empleo formal, el sector agropecuario y minas y canteras suman el 7%. En contraste, en términos del PIB, los primeros tres sectores explican el 35% del total (10 p.p. menos que en empleo), las últimas dos llegan a 13%, y casi duplican su incidencia en los puestos de trabajo registrados.

A priori, vale decir que esto no es ni bueno ni malo: los cinco sectores son importantes para el entramado productivo argentino y nuestras posibilidades de agregado de valor, y lo ideal sería que todos crezcan. Sin embargo, esto es mucho más fácil de decir que de hacer, y entre 2012 y 2025 no habría pasado casi nunca. Priorizar a una u otra rama de actividad, entonces, tendrá un impacto disímil sobre los ingresos y la calidad de las relaciones laborales.

	Primer trimestre 2025		EMAE Ene/Mar 2025 contra			Participación empleo menos PIB
	Miles de trabajadores	Participación empleo	2021-2023	2024	Participación PIB	
Sector agropecuario	318	5%	12%	6%	8%	-3 p.p.
Minas y canteras (petróleo)	94	1%	22%	4%	5%	-4 p.p.
Industria	1.167	19%	-7%	3%	19%	-0 p.p.
Construcción	379	6%	-13%	3%	3%	3 p.p.
Comercio	1.251	20%	3%	8%	13%	7 p.p.
Resto	3.047	49%	1%	4%	52%	-4 p.p.
Total	6.255	100%	3%	5%	100%	
Agro y minas y canteras (petróleo)	412	7%	15%	5%	13%	-7 p.p.
Industria, construcción y comercio	2.797	45%	-4%	5%	35%	10 p.p.
Resto	3.047	49%	1%	4%	52%	-4 p.p.

Fuente: elaboración propia en base a INDEC y Ministerio de Trabajo

En términos de comercio exterior, la dinámica debería ser la opuesta. Mientras que el sector agropecuario y el petrolero tienen un perfil exportador y ofrecen más dólares de los que demandan, la industria y el comercio son deficitarios. Por su parte, la construcción es un sector no transable, ya que no se puede exportar o importar una casa o un edificio, a la vez que el cemento y el hormigón son muy pesados de trasladar y no suelen intercambiarse internacionalmente. Así, el nuevo perfil que estaría adquiriendo la economía argentina sería menos exigente en materia de divisas.



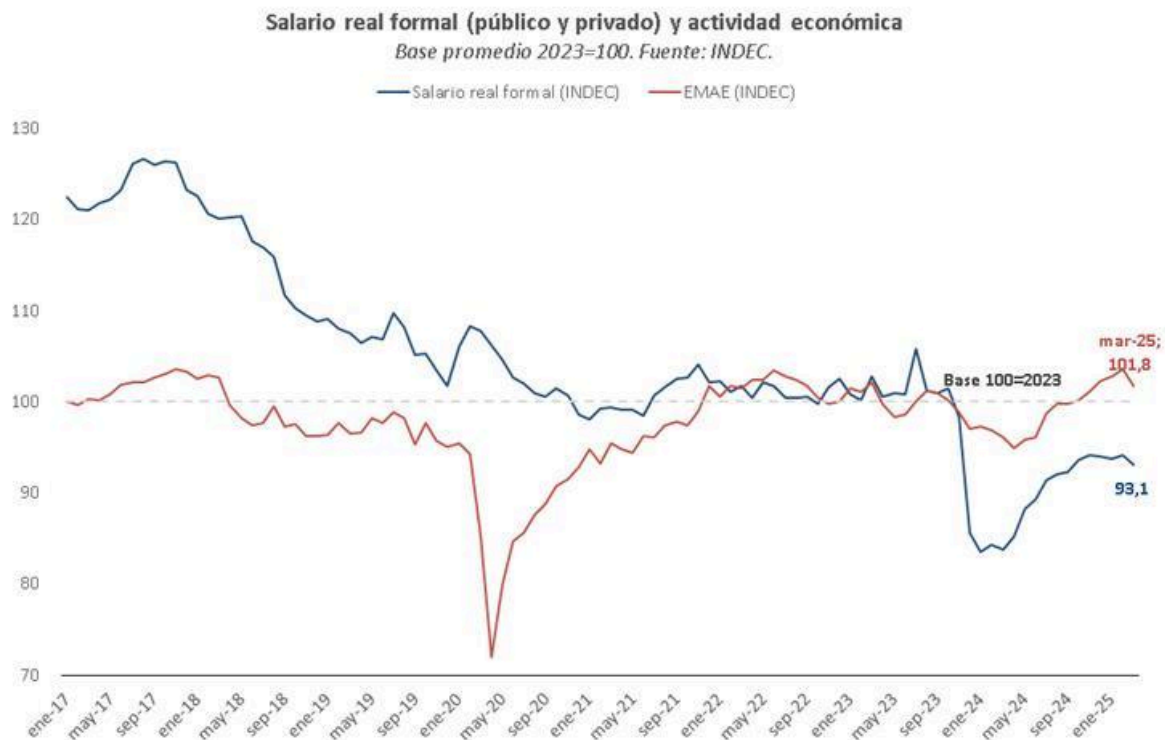
Sin embargo, y como se desprende del gráfico de arriba, la recuperación de las importaciones viene siendo mucho más acelerada que la de la producción industrial.

Entre agosto de 2024 y marzo 2025, es decir, entre que dejó de caer la actividad del sector y el último dato, las importaciones saltaron 8,5% (acumulado doce meses, para evitar estacionalidad) y la producción creció menos de 1%.

Históricamente, este cociente osciló entre 3 y 3,5: por cada punto que crecía la industria, la demanda de importaciones crecía hasta 3,5. En la actualidad, la elasticidad más que se duplicó: por cada punto que recuperó la industria, las importaciones saltaron 7,8 puntos. La apreciación cambiaria y la flexibilización de aranceles y otras barreras comerciales, especialmente en el segmento de bienes finales, explican esta secuencia.

Hacia adelante, el perfil de la evolución enciende dos señales de alerta. Por un lado, porque el rebote de la demanda interna se traducirá más lento que lo habitual en una recuperación del empleo privado formal: la producción manufacturera irá más lento que la demanda agregada, producto de la sustitución de consumo local por importado que implica el crecimiento más acelerado de las importaciones respecto de la actividad industrial. Por el otro, porque se vuelve un perfil más exigente en divisas, resultado del mayor ratio de crecimiento importaciones sobre crecimiento industrial arriba mencionado.

Para cerrar, vale destacar que este cambio de composición sectorial también afecta a los ingresos. Si bien la actividad ya superó en 1,8% el promedio de 2023, los salarios formales públicos y privados están casi 7% por debajo (-18% y -2%, respectivamente). Así, el rebote de tirado por agro y petróleo también tiene un efecto sobre el poder adquisitivo, además de la cantidad de empleo, y la heterogeneidad de la reactivación se profundiza.



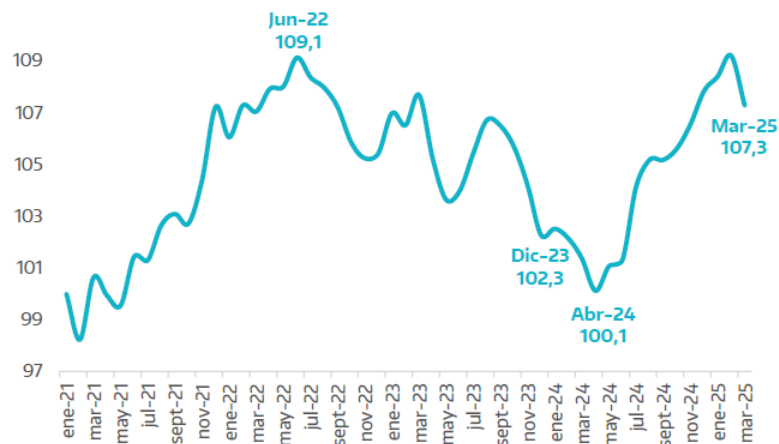
Una recuperación concentrada en sectores puntuales con un impacto acotado sobre el empleo y los ingresos de la población. No es lo que los libros del efecto derrame recomiendan.

1.4. Informe De Sectores Productivos

Actividad económica

Situación Nacional

La economía nacional medida por el EMAE mostró una caída mensual del -1,8% sin estacionalidad en marzo, lo que significó el primer retroceso en siete meses. En la comparación interanual, creció un 5,8% y acumuló en el primer trimestre una expansión del 6,1%.

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

En marzo, 10 de las 15 actividades que componen el EMAE registraron aumentos interanuales, entre ellas la intermediación financiera, la construcción, el comercio, la pesca, el agro y la minería.

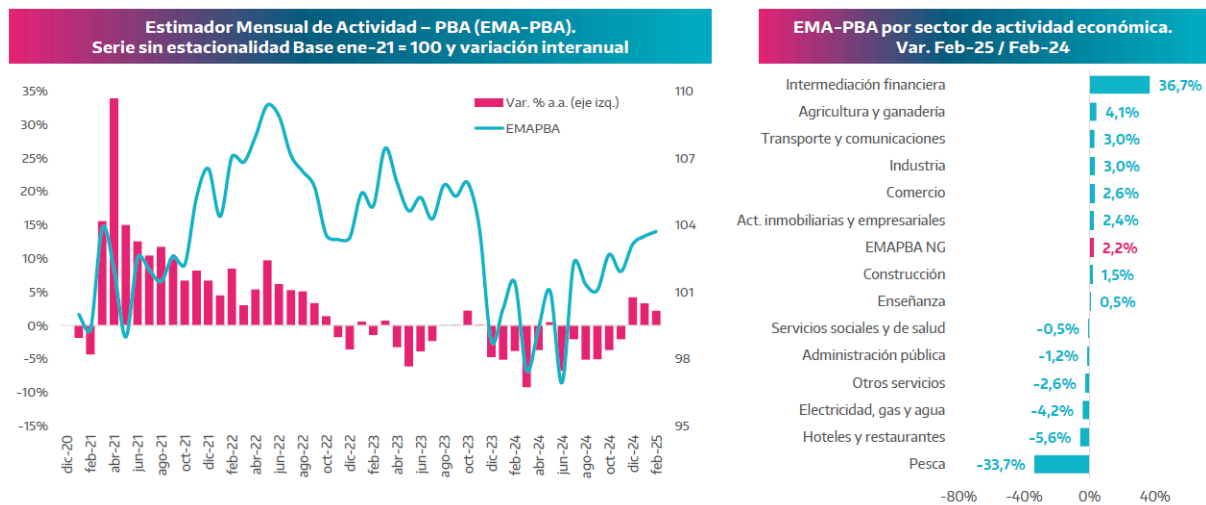
EMAE por actividad económica. Febrero 2025

Actividad	Var. %	
	i.a.	acum
EMAE	5,6%	6,1%
Agricultura y ganadería	6,0%	4,2%
Minería	5,7%	6,6%
Pesca	7,0%	11,4%
Hoteles y restaurantes	-3,6%	-2,3%
Enseñanza	0,6%	0,5%
Transporte y comunicaciones	1,5%	2,5%
Electricidad, gas y agua	-4,3%	0,9%
Servicios sociales y de salud	-0,3%	-0,6%
Act. inmobiliarias y empresariales	4,0%	4,1%
Administración pública	-1,1%	-1,2%
Otros servicios	-0,8%	-1,9%
Intermediación financiera	29,3%	28,4%
Comercio	9,3%	10,1%
Industria	4,2%	5,1%
Construcción	9,9%	4,9%

Situación Provincial (Provincia de Buenos Aires)

En febrero de 2025, la economía de la provincia de Buenos Aires se expandió un 2,2% interanual, impulsada por la intermediación financiera, el agropecuario, el transporte, la industria y el comercio. En el acumulado del primer bimestre, la actividad económica

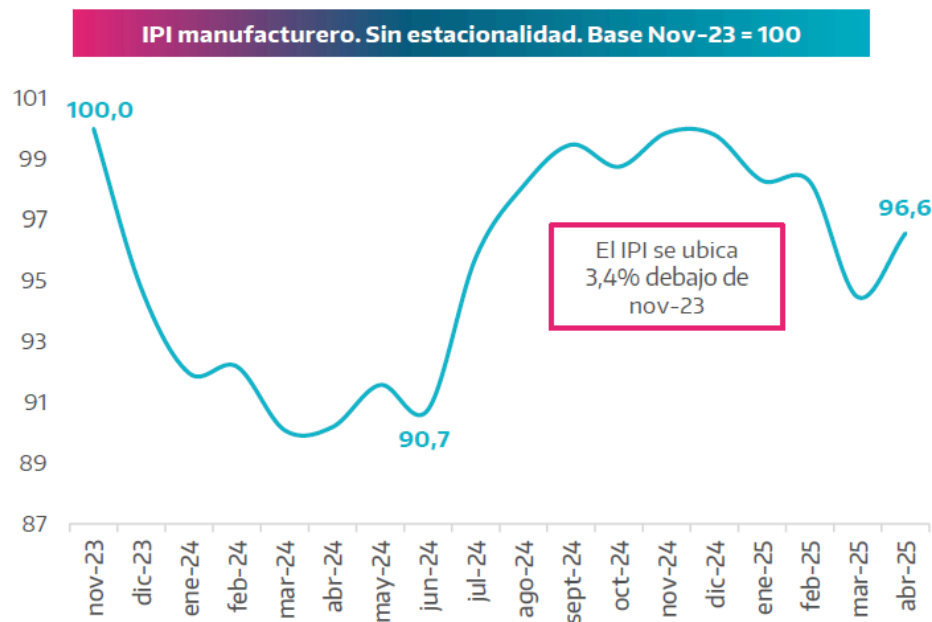
provincial mostró una mejora del 2,7%. En la comparación mensual sin estacionalidad, se registró un aumento del 0,2%.

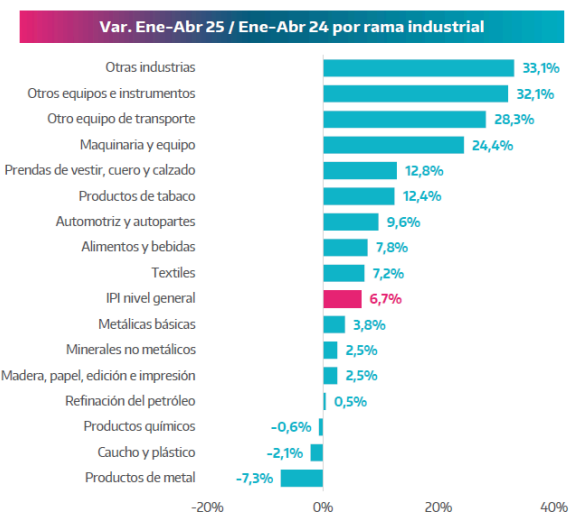
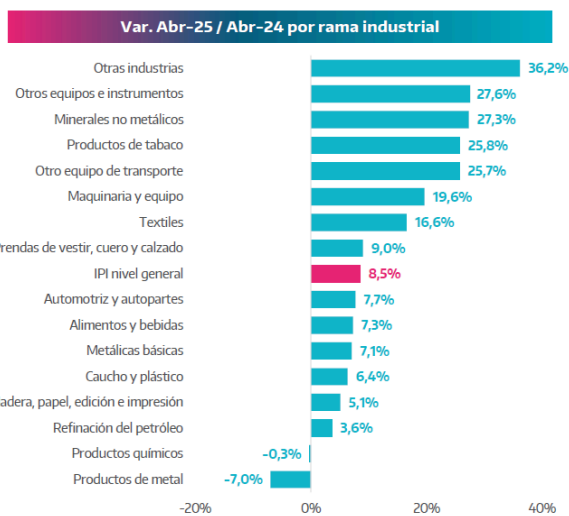


Industria

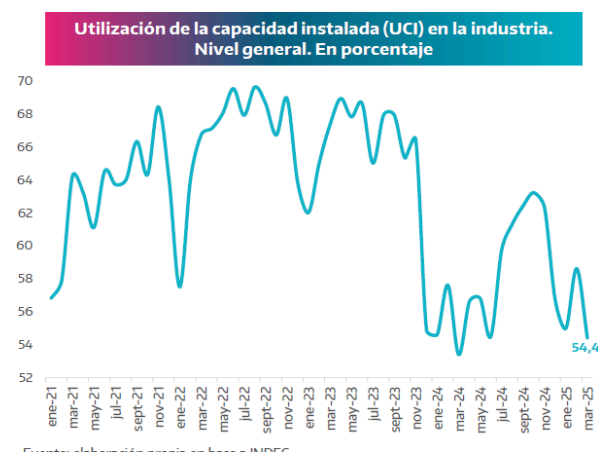
Situación nacional

La actividad industrial nacional medida por el IPI del INDEC se expandió un 2,2% mensual en abril de 2025 (sin estacionalidad), alcanzando niveles similares a los de julio del año anterior, cuando se había insinuado una recuperación. En la comparación interanual, el IPI creció 8,5% y acumuló un crecimiento del 6,7% en el primer cuatrimestre. Esta mejora se explica en parte por la baja base de comparación, ya que el sector se encuentra 9,9% por debajo del nivel que tenía en los primeros cuatro meses de 2023.





El uso de la capacidad instalada en la industria promedió un 54,4% en marzo de 2025, superando en un punto porcentual el valor registrado en el mismo mes del año anterior. No obstante, se mantiene por debajo del 60%: la media del primer trimestre fue del 56%. En comparación con marzo de 2023, la utilización fue casi 13 puntos menor, y 8,8 puntos inferior en el promedio trimestral.

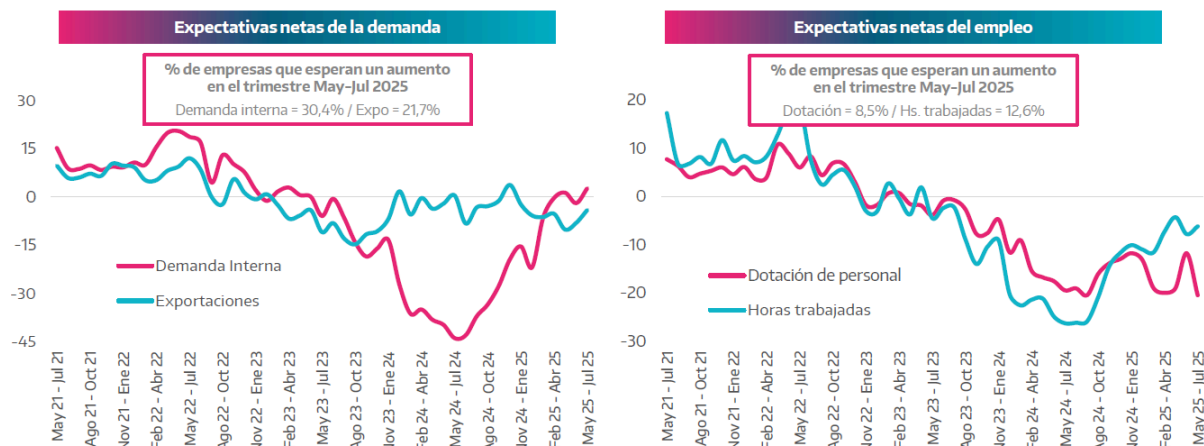


Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Utilización de la capacidad instalada (UCI) en la industria. Nivel general y bloques sectoriales. Marzo 2025

Sector	UCI (%)	Var. %	
		a/a	acum
Nivel general	54,4	1,0	0,8
Textiles	41,0	2,5	0,2
Tabaco	41,2	-9,3	-7,1
Caucho y plástico	42,0	-2,1	-1,9
Metalmecánica	42,8	4,8	5,4
Edición e impresión	48,9	0,6	0,1
Automotriz	48,9	-1,9	4,8
Minerales no metálicos	51,7	4,5	-4,6
Productos químicos	53,8	-11,1	-2,2
Alimentos y bebidas	57,6	3,1	3,6
Metálicas básicas	64,3	14,3	-0,6
Papel y cartón	68,2	4,7	-1,5
Refinación del petróleo	76,0	-4,0	-2,7

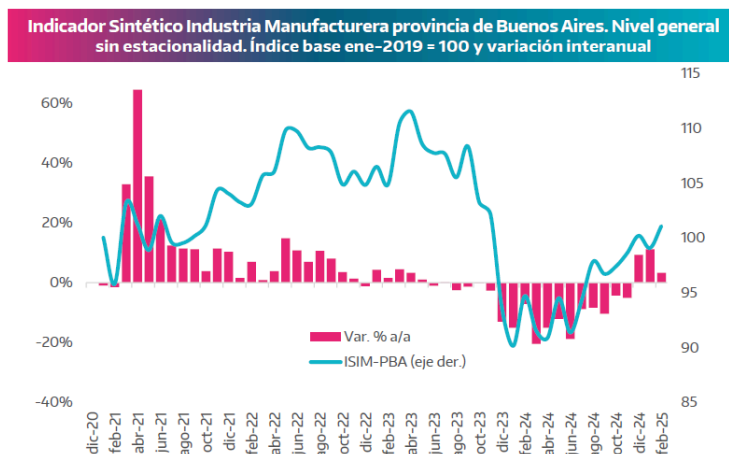
Las expectativas de las empresas para el trimestre mayo-julio 2025 mostraron una mejora: el 30,4% espera un aumento de la demanda interna, el 21,7% un aumento de las exportaciones, el 8,5% un aumento en la dotación de personal y el 12,6% un incremento en las horas trabajadas.



Situación provincial (Provincia de Buenos Aires)

En febrero de 2025, la industria manufacturera de la provincia de Buenos Aires registró un crecimiento interanual del 3,3%, acumulando una suba del 7,1% en el primer bimestre del año. En la comparación mensual sin estacionalidad, la actividad industrial creció un 2,0%, aunque todavía se mantiene 1,0% por debajo del nivel registrado en noviembre de 2023.

El crecimiento estuvo impulsado por los sectores textiles, vehículos automotores, maquinaria y equipos, y caucho y plástico, que habían registrado fuertes caídas durante 2024. También se observó una recuperación en alimentos y derivados del petróleo. En cambio, la actividad metalúrgica mostró una mejora moderada, y la producción siderúrgica (hierro y acero) continuó en descenso.

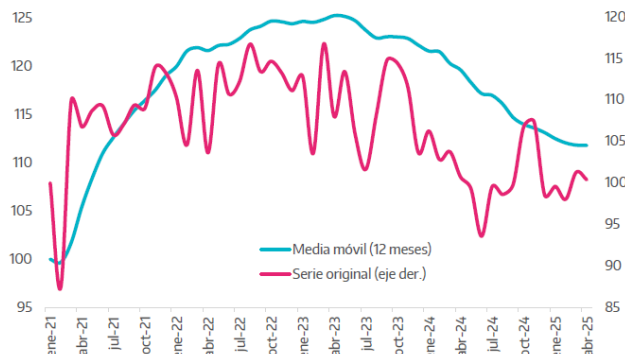


Indicador Sintético Industria Manufacturera de la Provincia de Buenos Aires (ISIM). Febrero 2025		
Sector	Var. %	
	a/a	acum.
ISIM-PBA	3,3%	7,1%
Alimentos y bebidas	-0,9%	-2,2%
Tabaco	-2,1%	-14,9%
Textiles	25,6%	22,7%
Papel y cartón	-2,1%	-1,0%
Refinación de petróleo	-5,8%	0,9%
Productos químicos	1,8%	22,1%
Caucho y plástico	6,1%	11,7%
Minerales no metálicos	-7,7%	-12,2%
Metales comunes	-22,0%	-4,5%
Máquinas y equipos	15,7%	15,7%
Vehículos automotores	21,2%	20,3%

En abril, se registró un aumento en la refinación de petróleo, el cemento y los aceites (soja y girasol), mientras que continuaron en baja rubros como neumáticos y siderurgia. La demanda de energía eléctrica en las grandes industrias mostró una leve caída del -0,3% interanual en abril, acumulando una baja del -3,4% en el primer cuatrimestre del año.

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

Sector	Var. %	
	a/a	acum.
Agroindustria		
Aceite de soja	10,8%	45,2%
Aceite de girasol	25,3%	12,5%
Molienda de trigo	1,8%	1,0%
Faena bovina	5,3%	-0,6%
Faena porcina	-4,1%	0,2%
Faena de aves	1,9%	1,1%
Hidrocarburos		
Refinación de petróleo	7,3%	6,4%
Lubricantes	-18,5%	-8,6%
Asfaltos	36,9%	103,1%
Fueloil	-1,2%	-3,9%
Gasoil	3,9%	0,2%
Nafta	16,0%	9,5%
Neumáticos	-26,5%	-28,9%
Cemento	47,2%	16,0%
Siderurgia		
Hierro primario	-11,1%	-7,7%
Acero Crudo	-5,3%	-6,7%
Laminados terminados en caliente (*)	16,5%	10,9%
Metalurgia	3,9%	1,8%
Automotriz	11,0%	15,2%

**Demanda de Energía Eléctrica de Grandes Usuarios Industriales de la
Provincia de Buenos Aires.**
Serie original y media móvil (12 meses). Índice base ene-21 = 100**Demanda de Energía Eléctrica de Grandes Usuarios
Industriales de la Provincia de Buenos Aires. Abril 2025**

Sector	Var. %	
	a/a	acum.
Total Industria	-0,3%	-3,4%
Alimentos y bebidas	4,8%	2,9%
Automotriz	-2,3%	0,3%
Caucho y plástico	4,7%	1,6%
Cuero y calzado	13,8%	4,3%
Materiales para la construcción	8,1%	7,0%
Papel y cartón	-1,3%	-4,8%
Productos de metal	-6,8%	-8,1%
Productos químicos	-4,2%	-2,5%
Refinados de petróleo	1,2%	-3,7%
Siderurgia	-2,7%	-15,2%
Tabaco	-9,6%	-15,4%
Textil	-30,2%	-15,2%

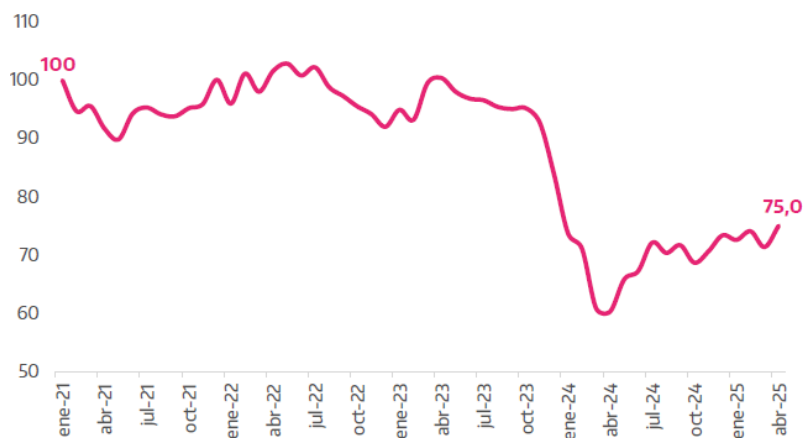
Construcción

Situación nacional

Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) del INDEC, la actividad registró un incremento mensual del 5,1% sin estacionalidad en abril de 2025. Este repunte llevó el nivel general del sector a valores similares a los observados en enero de 2024, aunque se mantiene por debajo de los niveles alcanzados en 2023.

En términos interanuales, la construcción creció un 25,9% y acumuló una mejora del 10,4% en el primer cuatrimestre del año, influida en parte por la baja base de comparación del año anterior.

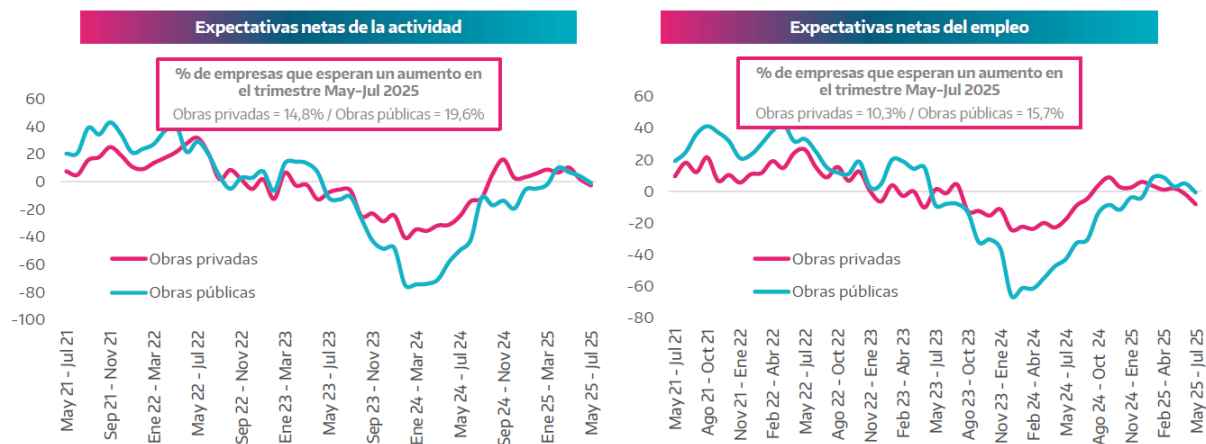
Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC).
Serie sin estacionalidad. Base Ene-21 = 100



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

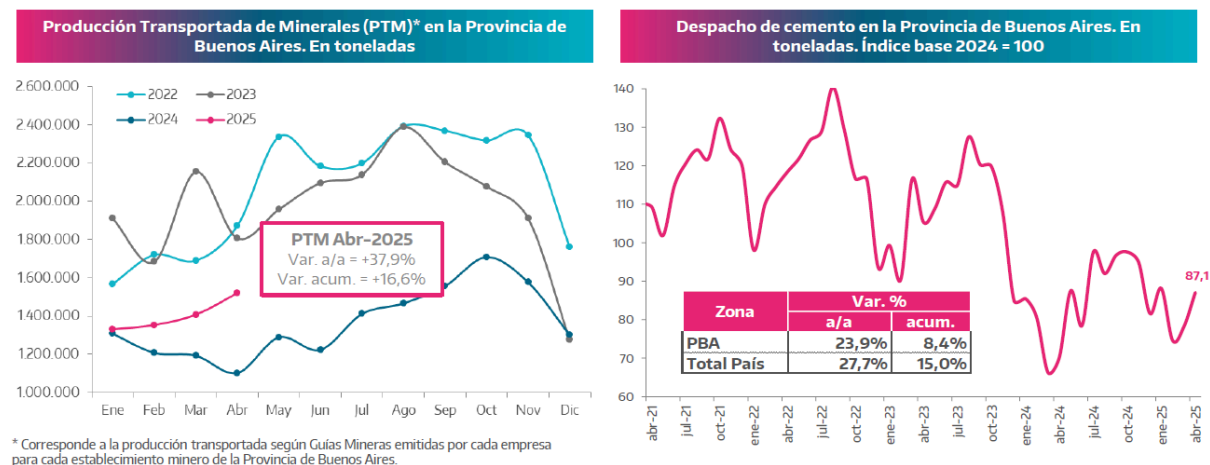


Las expectativas netas de las empresas constructoras para el trimestre mayo-julio de 2025 mostraron señales mixtas: en obras privadas, una proporción espera incrementos tanto en actividad como en empleo, aunque la mayoría no prevé cambios o proyecta caídas. En obras públicas, las expectativas son algo mejores, aunque aún moderadas.



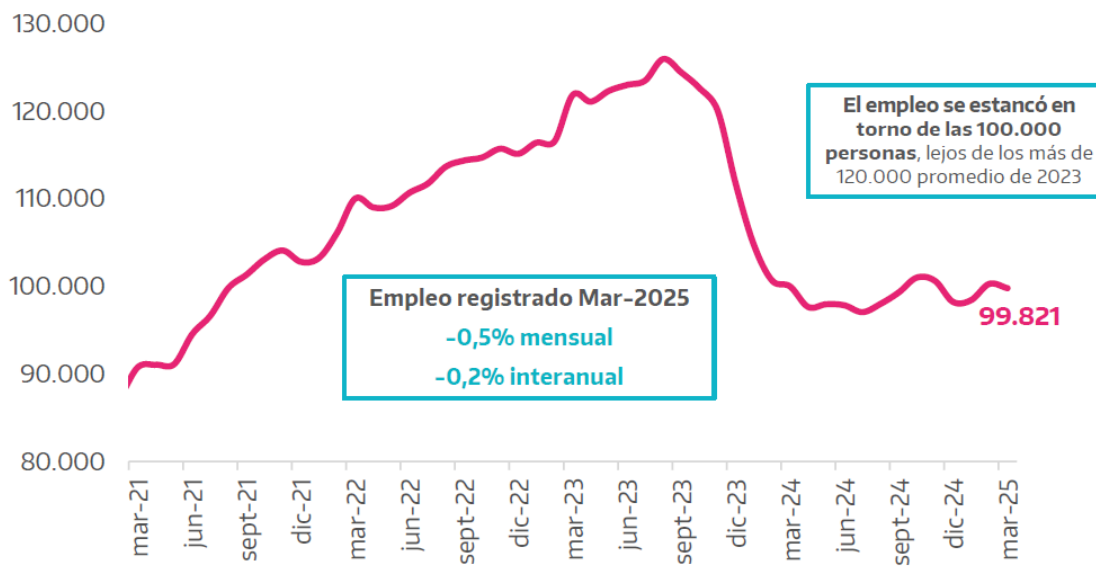
Situación provincial (Provincia de Buenos Aires)

En la provincia de Buenos Aires, la producción de minerales transportada y el despacho de cemento mostraron una evolución positiva durante abril de 2025. Estos indicadores reflejan un mayor nivel de actividad constructiva respecto al mismo mes del año anterior.



Sin embargo, no se registraron mejoras en el empleo registrado en el sector. En marzo de 2025, la variación mensual fue negativa y también se observó una leve caída interanual. El número de trabajadores del sector permanece estancado en torno a los 100.000, lejos del promedio superior a los 120.000 que se había observado durante el año 2023.

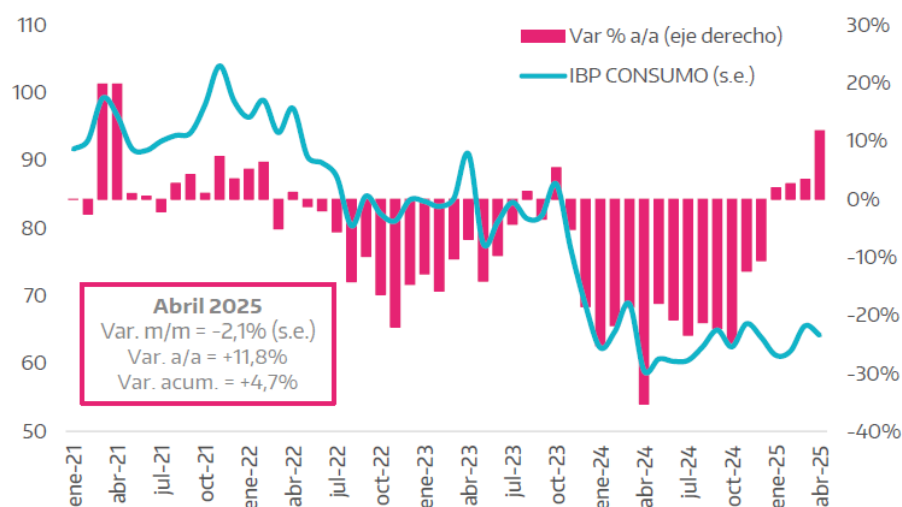
Empleo registrado en la construcción en la Provincia de Buenos Aires



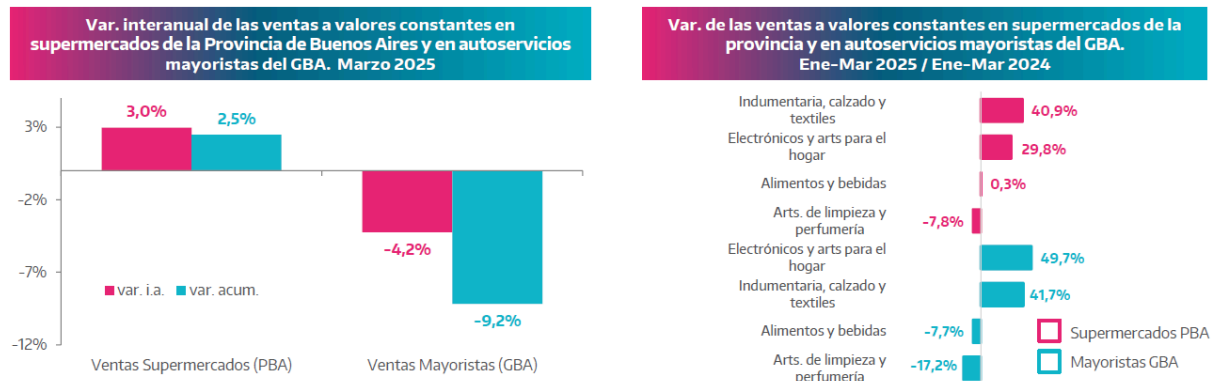
Consumo

Situación provincial (Provincia de Buenos Aires)

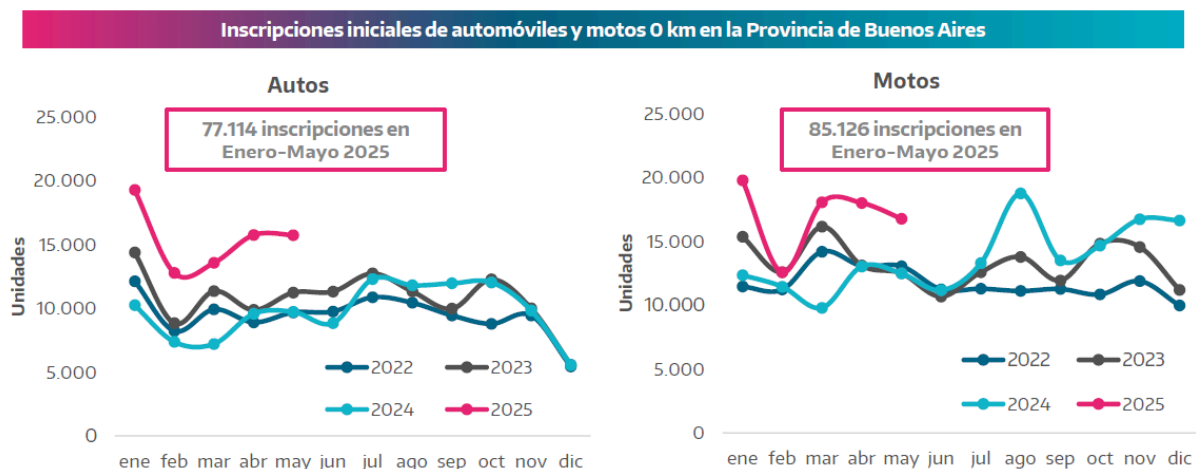
El índice de consumo con tarjetas en la Provincia de Buenos Aires registró en abril un crecimiento interanual del 11,8%, lo que representa la tercera mejora consecutiva. En el acumulado de los primeros cuatro meses del año, la expansión fue del 4,7%. Sin embargo, en términos mensuales desestacionalizados, el consumo con tarjetas mostró una caída del 2,1% y se mantiene en niveles bajos en términos históricos.

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

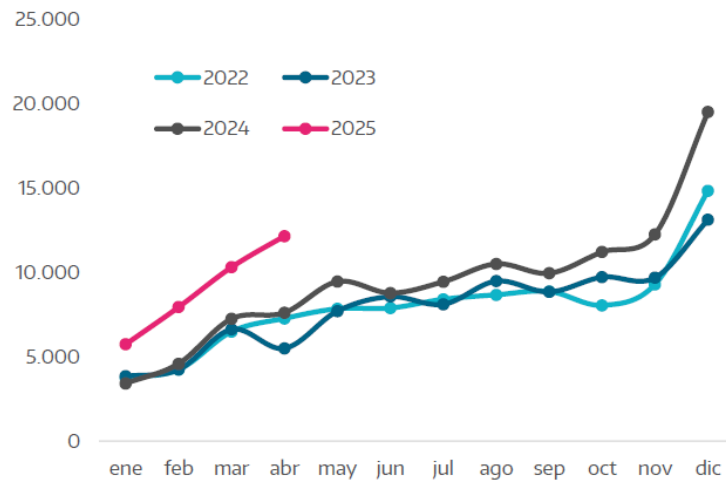
En marzo, las ventas en supermercados de la provincia, medidas a valores constantes, crecieron un 3,0% interanual, impulsadas por aumentos en los rubros de electrónicos, indumentaria y alimentos y bebidas. En el acumulado del primer trimestre, estas ventas mostraron una suba del 2,5%. Por el contrario, las ventas en autoservicios mayoristas del GBA cayeron un 4,2% interanual, con retracciones en alimentos, bebidas y artículos de limpieza. En el primer trimestre del año, el retroceso fue del 9,2%.



En cuanto al consumo de bienes durables, en mayo de 2025 se registró un fuerte crecimiento en las inscripciones iniciales de vehículos 0 km: los autos aumentaron un 61,8% interanual y acumularon un alza del 74,9% en lo que va del año. En el caso de las motos, también se observó un crecimiento significativo, aunque algo menor.



El mercado inmobiliario bonaerense también mostró señales de recuperación: en abril, las escrituras de compraventa de inmuebles crecieron un 59,6% interanual, alcanzando las 8.681 operaciones, el nivel más alto para un mes de abril desde 2018. Además, el porcentaje de escrituras realizadas con crédito hipotecario subió al 6,2%.

Operaciones de compraventa de inmuebles en la Provincia de Buenos Aires

El consumo de electricidad registró un descenso del 0,3% interanual en la provincia de Buenos Aires, explicado especialmente por el menor consumo residencial y comercial. En el acumulado anual descendió apenas 0,1 % respecto del primer cuatrimestre de 2024, con mermas en todos los segmentos de usuarios, excepto en el consumo residencial.

Demanda Energía Eléctrica. Var. % interanual Abril 2025

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

Demanda Energía Eléctrica. Var. % acumulada Primer cuatrimestre 2025/2024

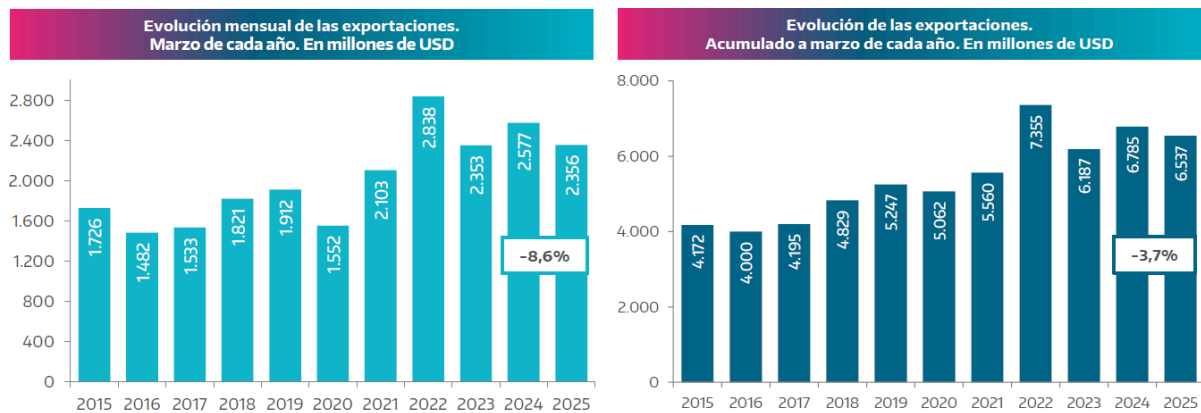
	Comercial	Industrial/ Comercial Grande	Residencial	Total
AMBA	-0,2%	-0,5%	+0,8%	+0,2%
Resto PBA	-1,9%	-1,9%	+1,1%	-0,9%
AMBA+Resto PBA	-0,7%	-1,0%	+0,8%	-0,1%

Exportaciones













Situación provincial (Provincia de Buenos Aires)

En marzo de 2025, las exportaciones de la provincia alcanzaron los 2.356 millones de dólares, lo que representa una caída del 8,6% interanual. En el primer trimestre, las ventas

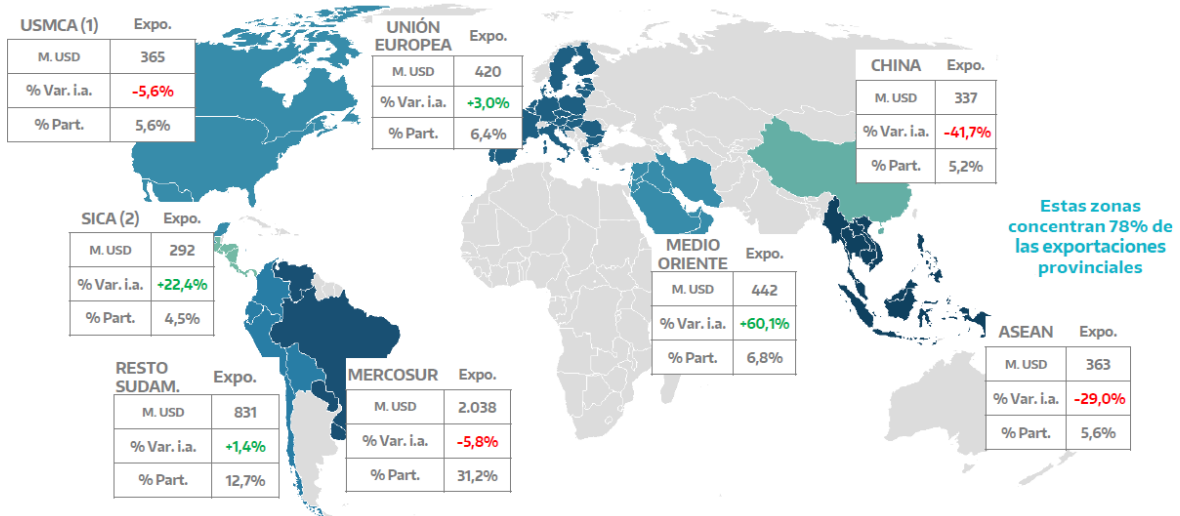
externas sumaron 6.537 millones de dólares, un 3,7% por debajo del mismo período de 2024.



Al desagregar por grandes rubros, se observa que solo crecieron las manufacturas de origen industrial. Entre los productos con mayores aumentos se destacan los químicos, los medicamentos y los productos plásticos. En contraste, se registraron caídas en productos primarios, manufacturas de origen agropecuario, y combustibles y energía.

Exportaciones de la Provincia de Buenos Aires según grandes rubros. Acumulado a marzo de 2025				
				
	Productos primarios (PP)	Manufacturas de origen agropecuario (MOA)	Manufacturas de origen industrial (MOI)	Combustible y energía (CyE)
Millones de USD	1.548	1.810	2.386	793
Variación Interanual	-9,1%	-3,7%	2,7%	-9,8%
Participación en el total	 23,7%	 27,7%	 36,5%	 12,1%
Participación en el rubro a nivel nacional	 33,6%	 28,7%	 48,4%	 31,3%

En cuanto a los destinos, se incrementaron las exportaciones hacia Centroamérica y Medio Oriente, mientras que se redujeron significativamente los envíos a China. La Unión Europea tuvo una leve variación positiva, y Brasil, uno de los principales socios comerciales, presentó una baja del 2,9% en comparación interanual.

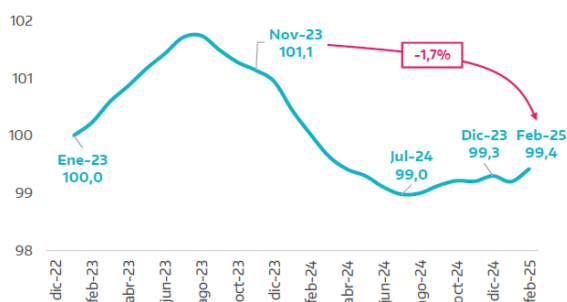
Principales zonas comerciales en las exportaciones de la Provincia de Buenos Aires. Acumulado a marzo de 2025

Empleo

Situación nacional

En febrero de 2025 el empleo asalariado registrado del sector privado aumentó 0,2 % respecto de enero en la serie desestacionalizada, lo que interrumpió dos meses consecutivos de caídas. Aun así, se ubicó 1,7 % por debajo del nivel de noviembre de 2023, lo que equivale a 108 mil puestos menos. En la comparación interanual se registró una contracción de 0,7 %, es decir 41 628 empleos menos que un año atrás. La pérdida se concentró en la industria, la construcción y varios servicios, aunque el comercio mostró una leve recuperación mensual.

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. Febrero 2025

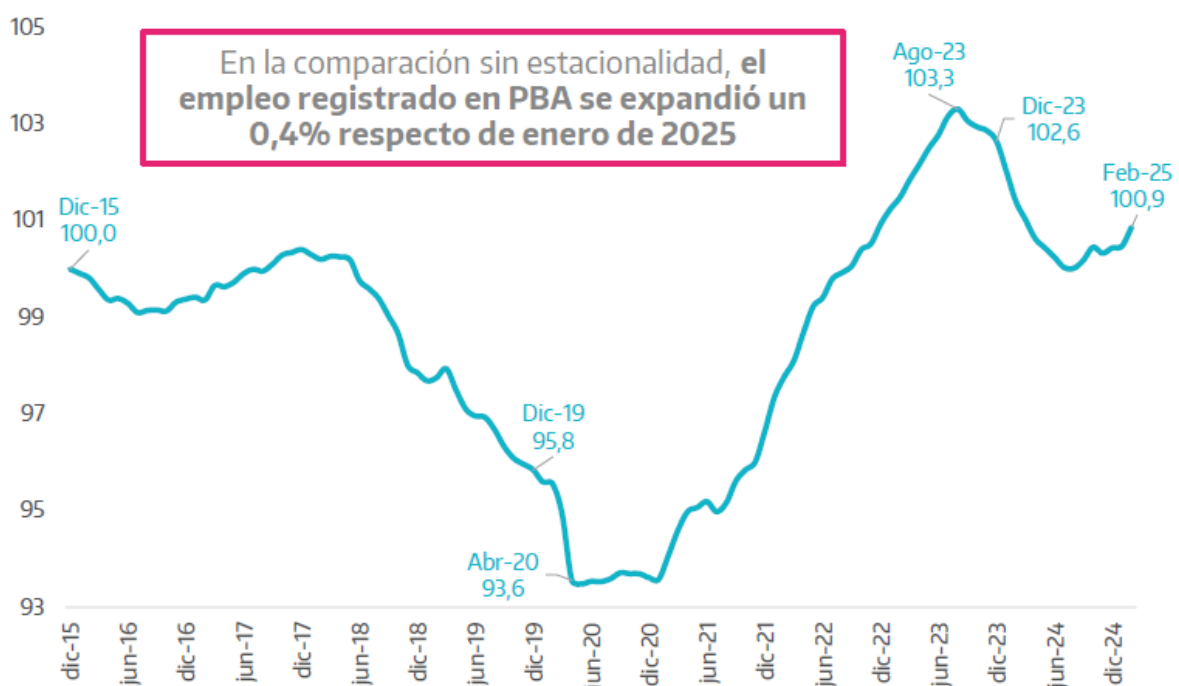
Actividad	Feb-25 / Ene-25	Variación	
		Absoluta	%
Industria	0,0%	-19.778	-1,7%
Construcción	0,7%	-15.090	-3,9%
Transporte y comunicación	0,1%	-9.514	-1,8%
Servicios comunitarios, sociales y personales	0,5%	-7.834	-2,1%
Hoteles y restaurantes	0,5%	-5.798	-2,0%
Minería	-0,9%	-2.657	-2,8%
Servicios sociales y de salud	0,0%	-2.598	-0,8%
Intermediación financiera	-0,2%	-1.551	-1,0%
Electricidad, gas y agua	0,1%	-1.124	-1,5%
Agropecuaria	-0,2%	-366	-0,1%
Actividades inmobiliarias y empresariales	0,5%	373	0,0%
Enseñanza	0,1%	512	0,1%
Pesca	0,8%	953	6,4%
Comercio	0,3%	22.835	1,8%
Sin especificar	-31,8%	9	6,7%
Total	0,2%	-41.628	-0,7%

Situación provincial (Provincia de Buenos Aires)

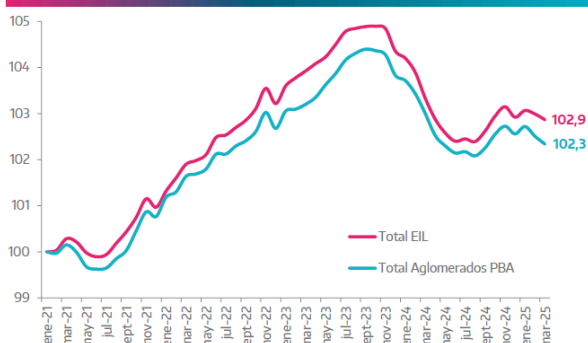
En la Provincia de Buenos Aires el número de asalariados registrados del sector privado creció 0,4 % frente a enero, pero permaneció 0,6 % por debajo de febrero de 2024, lo que

implica la desaparición neta de 12.855 puestos de trabajo. La provincia explicó así alrededor de un tercio de la merma observada a nivel nacional. Entre los aglomerados urbanos relevados —Gran Buenos Aires, Bahía Blanca, Mar del Plata y Gran La Plata— el empleo retrocedió 0,2 % mensual y 0,6 % interanual, con mayor contracción en industria y construcción. Pese a esta dinámica, la Encuesta de Indicadores Laborales reflejó expectativas positivas: las empresas bonaerenses, en promedio, esperan una creación neta de puestos en el segundo trimestre de 2025, con el Gran La Plata y el Gran Buenos Aires mostrando los mayores saldos a favor.

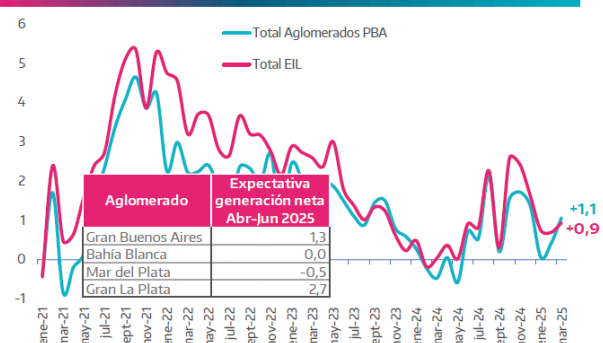
Asalariados registrados del sector privado de la Provincia de Buenos Aires. Serie desestacionalizada. Índice Base Dic-15=100



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



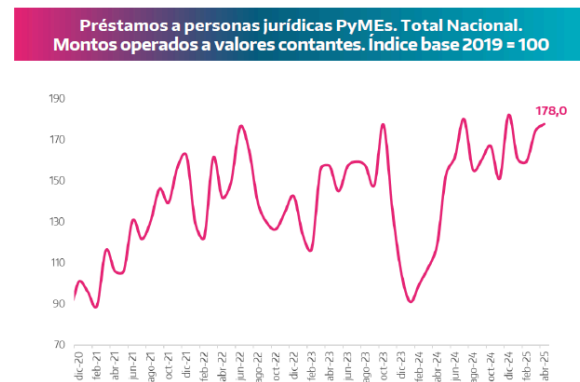
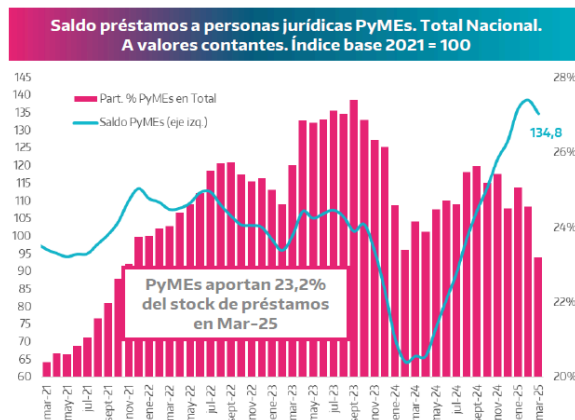
Expectativas netas de generación de empleo (*). Promedio aglomerados de la Provincia de Buenos Aires y Total EIL



Sector financiero

Préstamos bancarios a PyMEs

En marzo de 2025, el saldo de préstamos a personas jurídicas creció un 112,6 % interanual en términos reales. Para el segmento específico de PyMEs, el aumento fue del 104,3 %, aunque con una caída del 2,8 % respecto al mes anterior. En abril de 2025, los montos de créditos operados por PyMEs mostraron un crecimiento interanual del 50 % a valores constantes, y en el acumulado del primer cuatrimestre, la suba fue del 61,3 %. Las PyMEs representaron el 23,2 % del stock total de préstamos en marzo de 2025.



Financiamiento a través del mercado de capitales

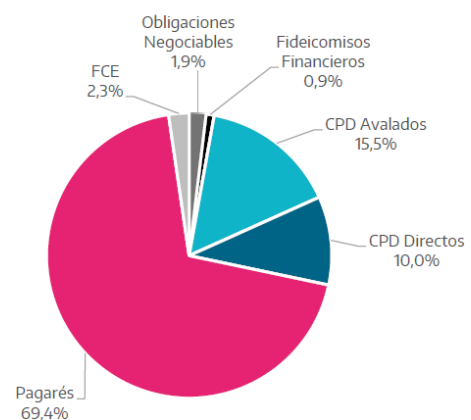
El financiamiento obtenido por las PyMEs a través del mercado de capitales creció un 5,7 % interanual en abril de 2025 en términos reales. En el acumulado del primer cuatrimestre, el aumento fue del 8,1 %, y este tipo de financiamiento representó el 34,2 % del total del mercado de capitales a nivel nacional. Las herramientas más utilizadas por las PyMEs fueron los pagarés bursátiles y los cheques de pago diferido.

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

Herramienta	Var. %	
	a/a	acum
Total	5,7%	8,1%
Cheques de pago diferido (CPD)	7,6%	11,4%
Avalados	16,5%	22,4%
Directos	-2,7%	-2,2%
Obligaciones Negociables	-60,4%	-0,2%
Fideicomisos Financieros	396,7%	23,8%
Pagarés	3,9%	5,8%
Facturas de crédito electrónicas (FCE)	54,5%	62,1%

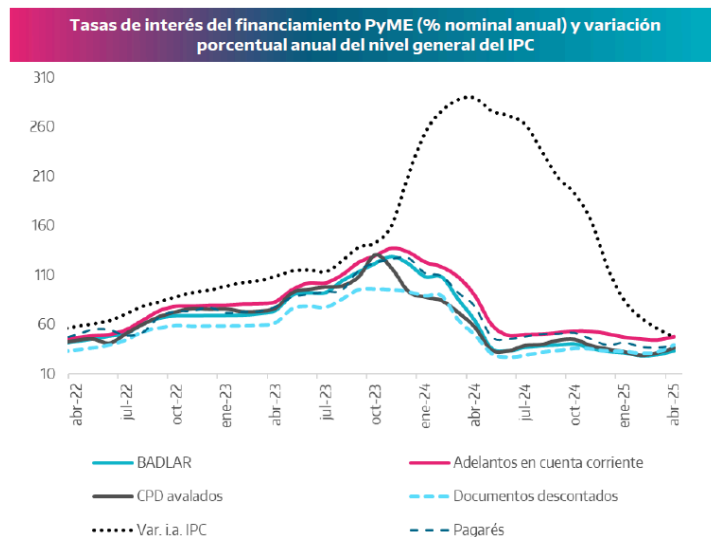
Fuente: elaboración propia en base a Comisión Nacional de Valores e INDEC

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



Costo de financiamiento

Durante abril de 2025, se registró una suba mensual en las tasas de interés aplicadas al financiamiento PyME. El documento indica el incremento en las tasas nominales anuales y su vinculación con la evolución del índice general de precios al consumidor (IPC), aunque no detalla cifras puntuales.



Variable	Tasa Abr-25 (%)	Dif. en puntos porcentuales vs	
		mar-25	abr-24
BADLAR	33,5	4,0	-30,8
Adelantos en cuenta corriente	48,2	3,3	-41,7
Documentos descontados	39,7	7,1	-10,3
Pagarés	39,8	2,6	-38,9
Cheques de pago diferido (CPD) avalados	36,5	4,8	-21,2

1.5. Política fiscal

En mayo de 2025, el Sector Público Nacional registró un superávit primario de \$1,7 billones y un superávit financiero de \$662 mil millones, aunque ambos resultados fueron inferiores a los observados en meses previos. Este desempeño se da en un contexto de fuerte caída real de los ingresos totales (-13,9% interanual) y una contracción también significativa del gasto total (-6,9% i.a.).

En el desagregado mensual, los ingresos tributarios cayeron 14,5% interanual real, marcando una desaceleración preocupante de los recursos genuinos, en parte explicada por la recesión económica y la pérdida de dinamismo en la recaudación por IVA y Ganancias. Esta contracción se compensó parcialmente con una fuerte suba de los ingresos bajo la categoría de "resto de ingresos corrientes" (+422% i.a.), que puede responder a factores extraordinarios o registrales.

Del lado del gasto, el ajuste continúa siendo la principal herramienta del equilibrio fiscal. Los subsidios económicos se redujeron 54% interanual real en mayo, y los intereses de deuda lo hicieron un 37%, apuntalando el resultado financiero. Sin embargo, las prestaciones sociales crecieron 9,6% real en el mes, reflejando cierta recomposición de haberes previsionales o programas asistenciales.

Resultado fiscal del SPNF | en millones de \$ y variaciones reales

Concepto	Miles de M\$		Var i.a. real del mes	Var i.a. real acumulado
	may-25	Acumulado		
Ingresos Primarios	11.374.117	52.030.323	-13,9%	-2,4%
Tributarios	10.407.839	48.301.059	-14,5%	-0,3%
Iva Neto de Reintegros	2.017.722	10.793.271	-0,4%	2,2%
Ganancias	1.721.970	5.024.343	-44,2%	-14,5%
Aportes y Contribuciones	3.716.604	18.823.135	14,6%	27,6%
Derechos de Exportación	660.609	2.978.812	-37,9%	-16,8%
Derechos de Importación	391.196	1.966.306	22,7%	13,6%
Resto de ingresos Tributarios	1.899.739	8.715.193	-22,1%	-27,1%
Rentas de la Propiedad	394.225	1.318.169	-42,6%	-56,1%
Ingresos No Tributarios	242.228	1.356.794	-8,8%	3,0%
Transferencias Corrientes	33.945	157.074	61,4%	-2,1%
Resto de Ingresos Corrientes	295.880	897.228	422,1%	131,4%
Gastos Corrientes	10.521.157	48.538.102	-6,2%	-0,3%
Gastos de Consumo y Funcionamiento	1.686.509	8.166.620	1,6%	2,8%
Salarios	1.275.278	6.238.654	-5,4%	-4,2%
Bienes y Servicios	411.231	1.927.965	31,3%	35,1%
Intereses de la deuda	1.034.795	4.356.134	-37,2%	-33,2%
Prestaciones Sociales	6.291.623	30.228.441	9,6%	13,5%
Jubilaciones y pensiones contributivas	3.896.832	18.297.471	16,1%	27,3%
Asignaciones familiares y AUH	651.757	3.639.699	40,4%	24,7%
Pensiones no contributivas	328.110	1.546.425	5,9%	14,6%
Resto	1.414.924	6.744.847	-12,0%	-15,5%
Transferencias Corrientes	1.263.048	5.053.530	-38,1%	-27,0%
Subsidios Económicos	734.077	2.439.380	-53,8%	-51,0%
Transf A Provincias	200.880	1.017.667	108,5%	132,3%
Transf A Universidades	328.091	1.596.483	-7,6%	6,1%
Otros gastos Corrientes	245.183	733.376	85,3%	5,3%
Resultado Económico	852.960	3.492.221	-57,1%	
Ingresos de Capital	14	207	-95,7%	-96,7%
Gastos de Capital	190.851	948.575	-33,9%	0,6%
Gastos Primarios	9.677.213	45.130.543	-1,9%	4,6%
Gastos Totales	10.712.007	49.486.677	-6,9%	-0,3%
Ingresos Totales	11.374.130	52.030.530	-13,9%	-2,4%
Resultado Primario	1.696.917	6.899.987		
Resultado Financiero	662.123	2.543.853		

En los primeros cinco meses de 2025, se acumula un superávit primario de \$6,9 billones y un resultado financiero positivo de \$2,5 billones, lo que representa un cambio estructural respecto del mismo período de 2024, cuando se acumulaban déficits tanto primarios como financieros. Este cambio se explica por: aumento real de gastos primarios de solo 4,6%, concentrado en prestaciones sociales (+13,5%) y transferencias a provincias (+132%), con recortes significativos en subsidios económicos (-51%) e intereses (-33%).

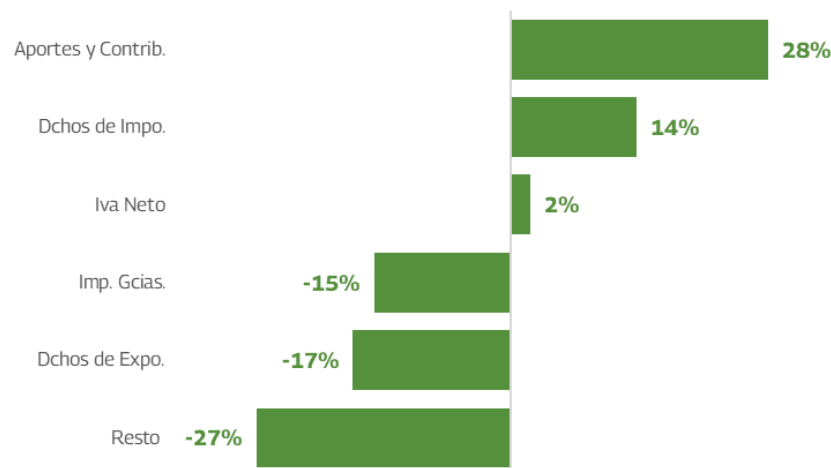
Una leve caída real de los ingresos totales acumulados (-2,4%), donde los tributarios se estancaron (-0,3%), y las rentas de la propiedad se desplomaron 56%. Solo el componente “resto de ingresos corrientes” mostró una mejora destacable (+131%).

En suma, el ordenamiento fiscal de 2025 descansa sobre una combinación de:

- Contención real del gasto primario, con recortes selectivos,
- Caída del gasto en intereses,
- Y cierta mejora cualitativa en la asignación de transferencias (más a provincias, menos a subsidios económicos).

En términos agregados, la recaudación tributaria acumulada durante los primeros cinco meses del año muestra una leve caída real interanual del -0,3%, lo que implica un estancamiento frente al mismo período de 2024. Este comportamiento oculta fuertes diferencias entre tributos, con algunos mostrando expansión real y otros un marcado retroceso.

Recaudación tributaria | variación interanual acumulada



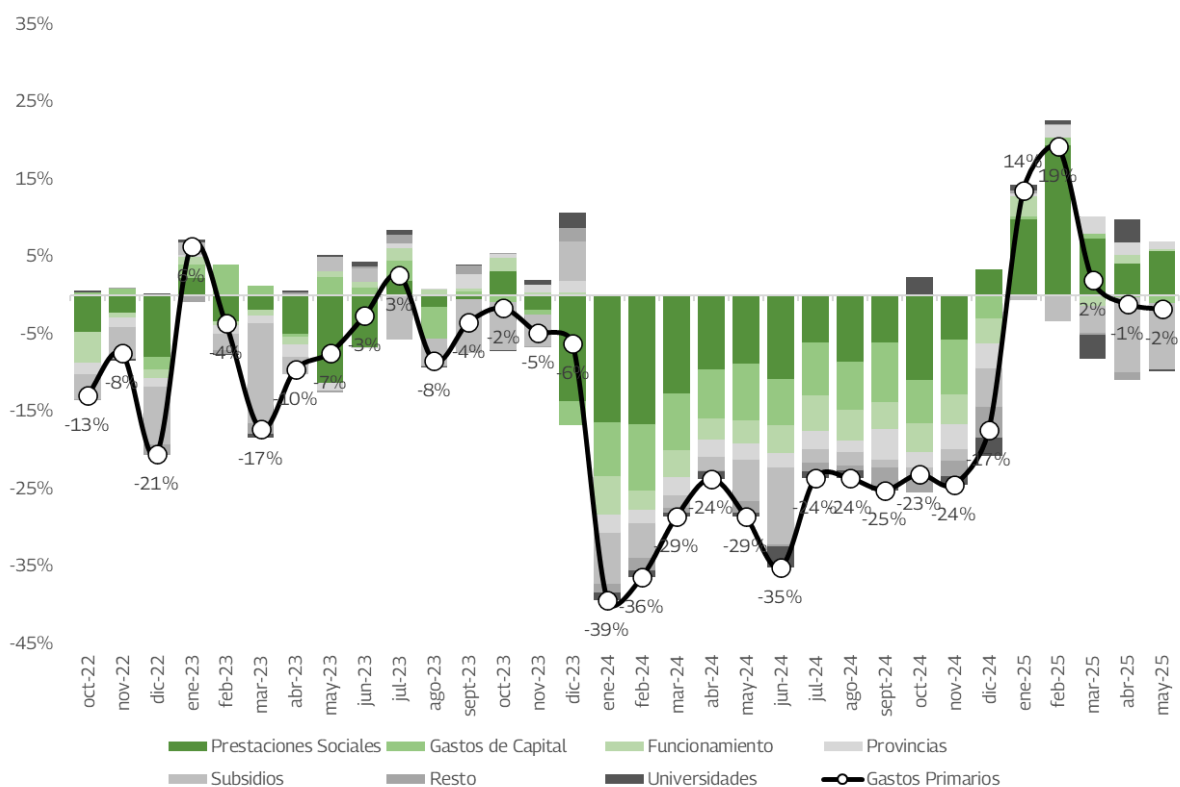
Entre los impuestos que mostraron un mejor desempeño se destacan los Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social, que registraron un crecimiento real acumulado del 28%. Este incremento se explica en parte por la recuperación parcial de los salarios registrados y el sostenimiento del empleo formal en algunos sectores, así como por la baja base de comparación del año anterior y posibles reformas que hayan modificado los umbrales imponibles. También exhibieron un desempeño positivo los Derechos de Importación, que crecieron un 14% en términos reales, impulsados por el aumento del tipo de cambio oficial y la reconfiguración del esquema comercial, en el que las importaciones mantienen un rol relevante en segmentos de consumo e insumos intermedios. En tercer lugar, el IVA Neto mostró una mejora del 2% real, aunque este dato debe leerse con cautela: el componente aduanero del impuesto explica buena parte del crecimiento, mientras que el componente interno se encuentra afectado por la contracción del consumo privado y la pérdida de poder adquisitivo de los hogares.

En contraste, varios tributos clave evidencian caídas significativas. El Impuesto a las Ganancias se redujo un 15% en términos reales, debido a la alta base comparativa del período mayo 2024. A su vez, los Derechos de Exportación cayeron un 17% y el conjunto de tributos agrupados bajo la categoría “resto” –entre ellos el impuesto a los débitos y créditos bancarios, internos, combustibles y otros de menor peso– experimentó una caída del 27% en términos reales, la más pronunciada entre todos los componentes

En mayo de 2025, el gasto primario del sector público nacional registró una caída interanual real del 1,9%, profundizando levemente la contracción observada en abril (-1%). Esta moderación de la tendencia contractiva, que contrasta con los ajustes más drásticos aplicados durante 2024, responde a un cambio en la composición del gasto más que a un relajamiento del esfuerzo fiscal.

Los subsidios económicos, junto al gasto de capital, continúan siendo los componentes que más traccionan a la baja el gasto primario y aportaron 10 p.p. que se vieron morigerados por la aceleración de las prestaciones sociales (aportaron 6 p.p.) y las transferencias a provincias (+1 p.p.).

Variación real del gasto primario | contribución de cada componente



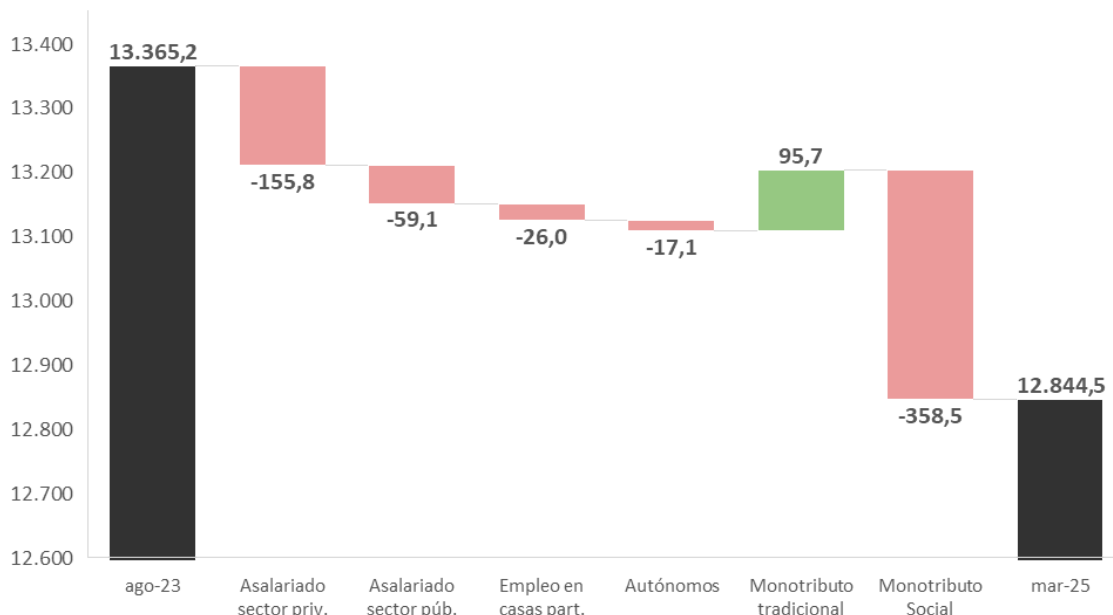
1.6 Situación del empleo registrado y dinámica de ingresos

Desde agosto de 2023, en un contexto marcado por la recesión económica, el mercado laboral argentino inició un ciclo contractivo que se sostuvo a lo largo de los últimos trimestres. En los 19 meses siguientes, se perdieron 240.900 empleos asalariados registrados: 155.800 (-2,3%) en el sector privado, 59.100 (-1,7%) en el sector público y 26.000 (-5,6%) en el servicio doméstico. Se trata de un ajuste significativo que recorrió transversalmente los distintos segmentos del empleo formal.

A excepción de, y como suele observarse en este tipo de escenarios, la contracción del empleo asalariado fue acompañada por un aumento de figuras contractuales más flexibles. El régimen de monotributo tradicional incorporó 95.700 nuevos registrados en el período, amortiguando parcialmente la caída del empleo total. Esta dinámica responde a una regularidad histórica del mercado laboral argentino: en contextos de inestabilidad o ajuste, las empresas tienden a adoptar esquemas menos onerosos y más adaptables, como el monotributo, para sostener niveles de actividad con menores compromisos laborales pero que elevan la exposición de los empleados.

En contraste, el universo de trabajadores autónomos evidenció una caída de 17.100 registros (-4,2%), lo que podría asociarse a una reducción en la actividad de cuentapropistas tradicionales, afectada por la pérdida de ingresos reales y la menor demanda generalizada.

Balance del empleo registrado | mar-25 vs. ago-23 en miles de personas



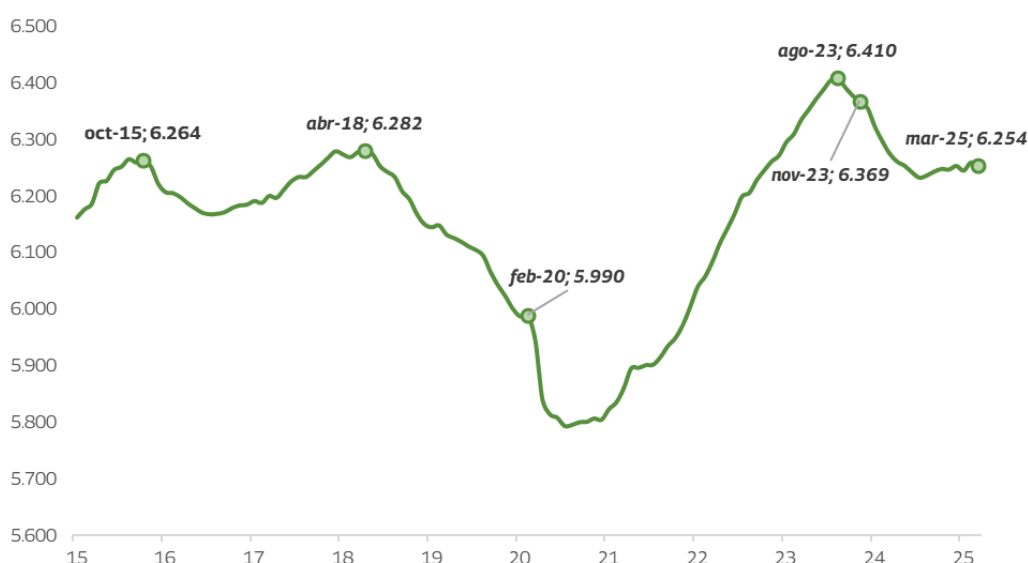
Un caso singular es el del monotributo social. Esta modalidad, orientada a trabajadores de menores ingresos y sectores vulnerables, registró un recorte discreto de más de 397.000 registros en el mes de diciembre de 2024. La baja se explica, fundamentalmente, por un reempadronamiento obligatorio impulsado por el Gobierno Nacional, que derivó en la exclusión de cientos de miles de beneficiarios. A esto se sumaron modificaciones en el régimen que implicaron un aumento del costo de permanencia, reduciendo los incentivos para continuar formalizado. Esto significó un impacto severo sobre un colectivo laboral particularmente frágil.

El empleo asalariado del sector privado constituye la modalidad más genuina de inserción laboral formal y explica actualmente el 48,7 % del empleo registrado. Con 6,25 millones de personas ocupadas, se mantiene como el núcleo del sistema laboral argentino.

A partir de ago-24, después 12 meses desde el inicio, la pérdida de puestos de trabajo en el sector privado llegó a su fin. No obstante, desde entonces y hasta la fecha (último dato: mar-25), no se evidencia un repunte consolidado del empleo formal. En los ocho meses, el aumento fue de 16.000 puestos de trabajo, apenas un 9,3% de lo perdido, y ya en tres cuartos del tiempo que duró el periodo de deterioro. Todo esto en una economía que ya recuperó sus niveles de actividad previos a la recesión.

El contraste histórico es elocuente. Si retrocedemos una década, en 2015 se registraban 6,26 millones de asalariados privados, una cifra prácticamente idéntica a la actual. El hecho de que la economía ya haya recuperado sus niveles de actividad previos a la recesión, mientras el empleo formal continúa estancado, es una señal clara de que el nuevo modelo económico convive con una estructura productiva menos intensiva en empleo registrado, y con una menor capacidad de generar puestos de trabajo formales y sostenibles en el tiempo.

Ciclo del empleo registrado en el sector privado | serie desestacionalizada en miles de personas



A nivel sectorial la dinámica es muy heterogénea, tanto en la profundidad de la caída como en la dinámica de recuperación. Entre los balances positivos se destaca el sector comercio, por ser el único (de los grandes) que cerró el ciclo con balance positivo, aumentando su planta de manera paulatina pero sostenida durante todo el 2024 y consolidando un crecimiento de 24.600 puestos asalariados formales.

En el otro extremo se encuentra la industria (-36.600 puestos) y la construcción (-87.100), sectores que concentran un 79,4% de la pérdida total de empleo de la economía. Desde ago-24 su dinámica de recuperación se mantiene muy irregular y ambos sufrieron un duro golpe en marzo de 2025. En particular la industria con el freno de su actividad en el 3er mes del año retrocedió sus niveles de empleo aún por debajo del piso de agosto de 2024.

El “Sector Agropecuario” y la “Minería y Oil & Gas”, los dos sectores que mostraron un crecimiento de su actividad durante el 2024 (+31,3% y +7,4% respectivamente), muestran una dinámica particular en cuanto a su generación de empleo. En marzo de 2025, ambos presentan una dotación de personal similar o incluso inferior a la de agosto de 2023, lo que puede explicarse, en parte, por la baja intensidad de mano de obra que caracteriza a estas actividades. Se trata de sectores con alta mecanización, fuerte componente de inversión de capital y escasa necesidad de expandir el empleo aun cuando crece la producción, lo que limita su capacidad para traccionar mejoras en los indicadores laborales formales.

Dinámica sectorial del empleo registrado

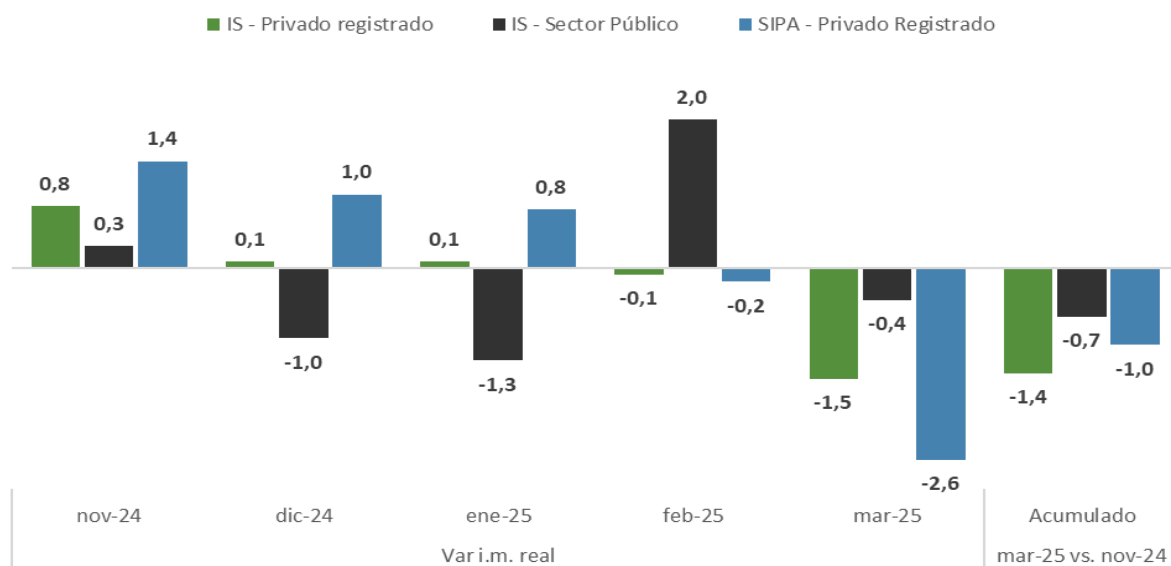
Sector	Peso		mar-25 vs. ago-23		Dinámica Reciente var i.m. desestacionalizada								Balance ago-24/mar-25	
	en %	miles de puestos	en %	miles de puestos	ago	sept	oct	nov	dic	ene	feb	mar	miles de puestos	Balance
Total	100,0	6.253,8	-2,4	-155,8	+0,1	+0,1	+0,1	-0,0	+0,1	-0,1	+0,2	-0,1	+16,0	
Comercio	20,0	1.253,8	+2,0	+24,6	+0,3	+0,3	+0,3	+0,3	+0,3	+0,0	+0,3	+0,1	+20,8	
Industria	18,6	1.162,2	-3,1	-36,6	+0,2	+0,1	+0,1	-0,1	-0,2	-0,0	+0,0	-0,4	-5,0	
Act. Inmob y empresas	14,3	892,1	-1,5	-14,0	+0,1	+0,3	+0,1	-0,1	+0,4	-0,2	+0,5	+0,0	+8,3	
Transporte	8,3	516,3	-2,8	-14,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	+0,1	+0,0	-2,9	
Construcción	6,0	378,2	-18,7	-87,1	+0,1	+0,2	-0,5	+0,0	+1,0	+0,7	+0,8	-0,8	+5,3	
Agro	5,0	315,5	-0,0	-0,1	+0,2	+0,0	+0,2	-0,1	-0,3	-0,7	-0,3	-0,7	-5,8	
Hot. y restaurantes	4,5	280,1	-3,1	-8,8	-0,2	-0,1	+0,0	-0,2	-0,1	-1,0	+0,7	+0,6	-0,3	
Intermediación Financiera	2,4	151,4	-0,6	-0,9	+0,0	-0,1	-0,1	-0,0	-0,0	-0,1	-0,0	+0,2	-0,2	
Min. y Oil&Gas	1,5	91,8	-2,0	-1,9	-0,2	-0,0	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-1,1	-1,2	-3,7	
Resto de los sectores	19,4	1.212,4	-1,3	-16,2	-0,2	-0,0	+0,0	-0,1	+0,1	-0,2	+0,2	-0,1	-0,6	

El salario real entró en una fase de amesetamiento a partir del mes de noviembre de 2024, perdiendo fuerza de recuperación y comenzando el 2025 corriendo por detrás de la inflación. Con los principales indicadores salariales ya publicados para el mes de marzo, se detalla la siguiente dinámica:

1. En marzo el salario formal registrado en el sector privado cae por segundo mes consecutivo: IS Indec (-1,5% real) y Salario registrado SIPA (-2,6% real).

2. El salario del sector público registró una recuperación parcial en febrero (+2% real), pero vuelve a retroceder en el mes de marzo (-0,4%).
3. La dinámica de los últimos cinco meses cierra con un balance netamente negativo:
 - a. IS – INDEC privado registrado: -1,4%
 - b. IS – INDEC sector público: -0,7%
 - c. SIPA privado registrado: -1,0%

Dinámica del salario registrado | Indicadores salariales en var % i.m. real

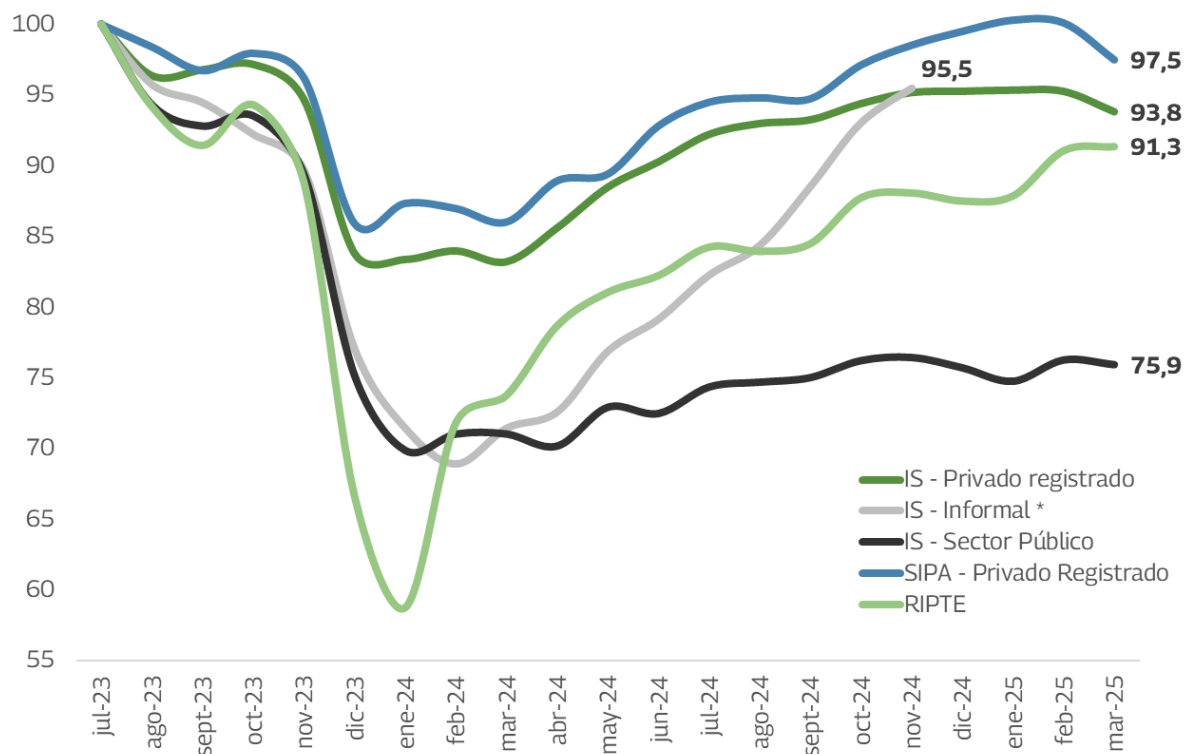


Estos resultados se explican, en parte, por los acuerdos salariales alcanzados en las paritarias del primer trimestre. La negativa del Poder Ejecutivo a homologar aumentos por encima de la inflación esperada condicionó las negociaciones. De acuerdo con datos de la Secretaría de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, solo 4 de los 27 gremios relevados lograron acuerdos que superaron la inflación efectiva del período.

El índice de salarios de INDEC también releva la dinámica salarial del sector privado no registrado (trabajo informal), el cual se nutre de datos relevados por la encuesta permanente de hogares cuyo procesamiento mantiene un rezago del dato efectivo en torno a 4 meses respecto a su publicación. El dato publicado de mayo se alinea con el crecimiento de los salarios registrados en el mes de noviembre, con el cual se viene confirma el sendero de recuperación que atraviesa el sector. Si bien su caída fue mucho más profunda que la del sector formal (-28,3% vs. -16,8% en el piso del 2024), hacia fines del año pasado el sector informal logró empatar la recuperación del sector formal y ya se ubica en los mismos niveles que en septiembre de 2023. En perspectiva histórica la película es algo diferente, si se compara con los niveles de 2017 (máximo histórico del

poder adquisitivo en moneda local) los salarios informales se ubican en torno a un 35% debajo de los mismos, mientras que los salarios formales un -20%.

Dinámica salarial real | Indicadores salariales en términos reales; jul-23 = 100



1.7 Macroeconomía Estructuralista Para El Desarrollo:

Luiz Carlos Bresser-Pereira y Paulo Gala definen el “Nuevo Desarrollismo” como una estrategia nacional de desarrollo alternativa al consenso de Washington y a la economía neoclásica. Esto implica una actualización de los contenidos de la teoría estructuralista de América Latina del siglo pasado basada en la experiencia de los países asiáticos que pudieron combinar un rol estratégico del Estado, responsabilidad fiscal, tipo de cambio competitivo, crecimiento con ahorro interno y política social activa.

Este modelo pretende resolver la tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio, la propensión a que los salarios crezcan menos que la productividad, la crítica del crecimiento con el ahorro externo y un nuevo modelo de enfermedad holandesa.

La economía de los países de América Latina entre 1930-1970 se industrializaron y crecieron en Brasil, México y Argentina a través de coaliciones nacionalistas, desarrollistas e industrialistas que lograron consolidar una burguesía industrial junto a la burocracia

pública y los trabajadores urbanos en la periferia del capitalismo combinando en pensamiento keynesiano y la teoría económica del desarrollo.

El estructuralismo latinoamericano surgió en Chile, en el ámbito de la CEPAL con el aporte de economistas entre los que se encuentran Raúl Prebisch, Celso Furtado, Aníbal Pinto y Osvaldo Sunkel destacándose las siguientes proposiciones: i) rol del estado en la promoción del desarrollo, ii) tendencia secular al deterioro de los términos del intercambio, iii) el carácter estructural del desarrollo que justifica la política de industrialización es producto de la transferencia de mano de obra a sectores con un valor agregado per cápita más alto (no con cualquier combinación como lo hace la teoría neoclásica), iv) el subdesarrollo no constituye una etapa anterior al desarrollo sino que surge como resultado de la subordinación de la periferia al centro y que exige una estrategia de desarrollo nacional, v) la oferta ilimitada de mano de obra que contiene los salarios, causa insuficiencia de demanda o genera oportunidades lucrativas para los empresarios, vi) protección arancelaria a las industrias nacientes con un modelo de industrialización sustitutivo de importaciones, vii) la estabilidad de precios al mismo nivel de los países industrializados era improbable por las imperfecciones del mercado, viii) la creencia que la insuficiencia de ahorro interno y que la elasticidad ingreso de importaciones era mayor que las exportaciones de bienes primarios justificaba la búsqueda de ahorro externo.

Bresser-Pereira y Gala sostienen la necesidad de revisar tres postulados y agregar otros. El argumento de la industria naciente debe ser reemplazado por una política industrial estratégica que apoye a las empresas para ser competitivas mediante un respaldo gubernamental transitorio. El argumento de la inflación estructural por asimetrías en la oferta con respecto a la demanda de bienes agrícolas ha sido superada por la lógica capitalista. También el argumento de la necesidad de ahorro externo basado en déficits de cuenta corriente derivado de restricción externa financiado por préstamos o inversiones extranjeras directas no es sustentable pues es producto de la sobrevaluación cíclica del tipo de cambio.

La macroeconomía estructuralista para el desarrollo (MED) parte del supuesto keynesiano que los principales obstáculos para el crecimiento y el pleno empleo se relacionan con la demanda pues si bien la oferta educativa, el progreso técnico y una buena infraestructura son importantes, la clave está en el uso de los recursos disponibles.

La MED establece que existen dos tendencias estructurales que limitan las oportunidades de inversión: i) que los salarios crezcan menos que la productividad, ii) la sobrevaluación cíclica del tipo de cambio. La primera limita el crecimiento del mercado interno (la inversión determina el ahorro y no a la inversa, los ricos ahorran más que los pobres y consumen artículos importados, por tanto el ingreso debe ser concentrado -enfoque neoclásico- y la segunda es clave en el proceso de desarrollo.

Las cinco tesis que agrega la MED son las siguientes; i) el tipo de cambio es la variable clave del desarrollo económico pues éste depende de la tasa de inversión en tecnología, innovación y orientación para el mercado externo aumentando de este modo el ahorro interno. El tipo de cambio debe corresponder al “equilibrio industrial” que equilibra

intertemporalmente la cuenta corriente evitando la sobrevaluación crónica, ii) en los países en desarrollo existe una tendencia a la sobrevaluación cíclica del tipo de cambio determinados por las crisis de la balanza de pagos. Cuando el tipo de cambio está por debajo del “equilibrio corriente” (equilibrio intertemporal de la cuenta corriente) se deprecia drásticamente para luego apreciarse por “enfermedad holandesa” y flujo de capitales atraídos por beneficios y tasas de interés atractivos junto a políticas erróneas que incluyen crecimiento con ahorro externo, ancla cambiaria, profundización financiera -aumento de tasa de interés-, metas de inflación, populismo cambiario con endeudamiento hasta finalizar con pérdida de confianza de los acreedores, iii) la enfermedad holandesa como falla del mercado por sobrevaluación crónica y permanente del tipo de cambio es causada por las rentas ricardianas que un país obtiene al explotar recursos abundantes y baratos cuya producción comercial es compatible con un tipo de cambio de equilibrio corriente claramente más apreciado que el tipo de cambio industrial que favorece la competitividad de los demás sectores económicos transables que utiliza tecnología de punta mundial. Puede ser “falla de mercado” (impide el cambio estructural pues reduce la competencia de productores de bienes transables eficientes y sofisticados) o rent seeking (maldición de recursos naturales). Los síntomas de la enfermedad holandesa son la sobrevaluación cambiaria, poco crecimiento del sector manufacturero, rápido crecimiento del sector servicios, salarios medios elevados respecto al desarrollo del país y desempleo (falla de mercado relativa a la demanda). La gravedad de la enfermedad holandesa es la diferencia entre el tipo de cambio de equilibrio industrial y el de equilibrio corriente que puede corregirse con retenciones o con administración cambiaria, iv) el ahorro externo supone sustitución del ahorro interno, aumento del consumo y la deuda externa en reemplazo de la inversión generando apreciación cambiaria, aumento de salarios y reducción de rentabilidad que desestimula inversiones, v) la responsabilidad fiscal es clave pues el déficit público debilita al Estado, causa inflación y debe evitarse excepto en momentos de recesión. Keynes no era un apóstol de los déficits fiscales sino que los presupuestos del estado debían tener superávit (Skidelsky 2009) y distinguía el presupuesto corriente del capital bregando por el equilibrio del primero.

Los MED se oponen a los déficits en cuenta corriente y a los déficits fiscales pues desorganizan y debilitan el sistema económico. Para que haya desarrollo con estabilidad es necesario que exista solvencia estatal pues de lo contrario se vuelven dependientes de acreedores externos y causan inflación.

Existen tres enfoques del tipo de cambio: i) la teoría convencional con variación ordenada en torno al tipo de cambio de equilibrio corriente, ii) la teoría keynesiana en donde el tipo de cambio tiene volatilidad pero alrededor del tipo de cambio de equilibrio corriente y iii) la teoría MED que sostiene la tendencia a la sobrevaluación cíclica del tipo de cambio distinguiendo una línea para el tipo de cambio de equilibrio corriente y un tipo de cambio de equilibrio industrial. Para las dos primeras teorías el mercado controla el tipo de cambio, mientras que para la MED ese papel corresponde a la balanza de pagos con ciclos largos iniciado y terminado por crisis cambiarias.

Por último, es posible analizar las diferencias entre la ortodoxia convencional y el nuevo desarrollismo, pero quizá lo más importante es considerar las diferencias entre el viejo y el nuevo desarrollismo.

Para el “viejo desarrollismo” existía una ambigüedad respecto a los déficits fiscales y de cuenta corriente y respecto a cierta condescendencia con la inflación mientras que para el “nuevo desarrollismo” ambos déficits son incompatibles con el modelo y la inflación es inadmisibles.

La política industrial es secundaria pero estratégica para el ND, siendo central para el VD. Para el VD el papel del Estado es central en la obtención de ahorro forzado y la realización de inversiones mientras que para el ND corresponde al Estado crear oportunidades de inversión y reducir la desigualdad económica.

Finalmente el ND considera que la industrialización debe orientarse al mercado externo combinado con consumo masivo mientras que la ISI caracterizaba al VD.