



# Informe de coyuntura N° 48

Diciembre 2025

Informe elaborado por: Pablo Manzanelli y Leandro Amoretti

- Como planteaba Antonio Gramsci el error en que se cae en los análisis de coyuntura “consiste en no saber encontrar la justa relación entre lo que es orgánico y lo que es ocasional: se llega así a exponer como inmediatamente operantes causas que por el contrario son operantes mediatamente, o a afirmar que las causas inmediatas son las únicas causas eficientes...”<sup>1</sup>. Vale la pena recuperar esta reflexión para no soslayar los elementos orgánicos o estructurales en la caracterización de la coyuntura, toda vez que independientemente de los vaivenes de la coyuntura lo que se tiende a imponer en la economía argentina –con mayor o menor intensidad según las etapas– es el factor estructural: la irresuelta crisis de deuda que le pone límites estrechos a la recuperación de la actividad y a la propia sostenibilidad del régimen económico que instauró el gobierno de Milei.
- Al respecto, cabe mencionar que se trata de una crisis de deuda que no incubó Milei sino Macri a partir de duplicar la deuda externa pública en apenas cuatro años. Sin embargo, el actual gobierno tiende a agravarla en el marco de su intento frustrado de impulsar un ciclo de valorización financiera que se vio reflejado, entre otras cuestiones que fueron abordadas en un trabajo anterior<sup>2</sup>, en una incapacidad para acceder al crédito internacional hasta que llegaron los prestamistas de “última instancia”: primero el FMI y luego el Tesoro de Estados Unidos, en cuyo marco la deuda externa pública aumentó en casi 21.000 millones de dólares en un solo trimestre.
- Así, el stock de deuda externa pública alcanza el récord de 197.500 millones de dólares con dos agravantes decisivos: casi la mitad está en manos de organismos internacionales de crédito y es una deuda de muy corto plazo. A tal punto esto último es así que en el próximo año y medio vencen 47.826 millones de dólares en concepto de capital e interés de la deuda externa pública. Casi un cuarto de la misma. Si se suman los compromisos de la deuda externa privada, los vencimientos totales de la deuda externa superan los 57.000 millones de dólares en los próximos 18 meses.
- La gravedad de la situación se aprecia al considerar que: 1) el superávit comercial fue de apenas 6.800 millones de dólares en los primeros 10 meses del año, 2) el déficit de servicios fue de 9.600 millones de dólares en ese período, 3) la fuga de capitales al exterior acumuló 32.500 millones desde que se flexibilizó el control cambiario (es decir, en apenas 6 meses y medio), y 4) las reservas netas, descontados los desembolsos del FMI y bajo su metodología, se ubican en -15.300 millones de dólares al 30 de noviembre de 2025 y con tendencia declinante.

<sup>1</sup> Gramsci, A. (1999): “Cuadernos de la cárcel”, Tomo 2, Biblioteca Era/Universidad Autónoma de Puebla, México.

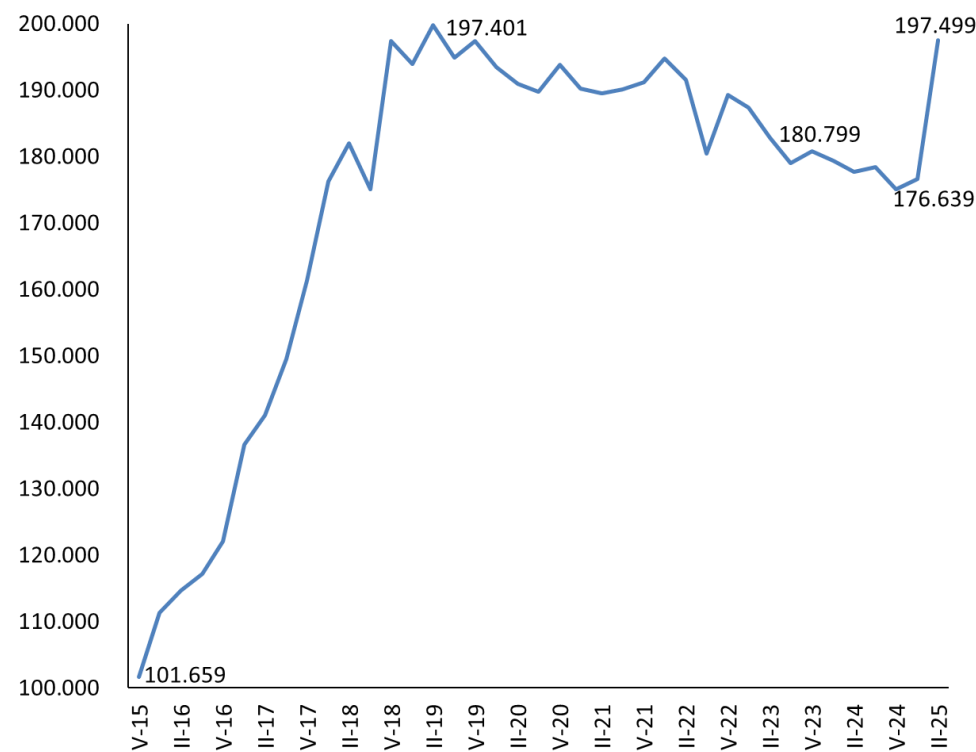
<sup>2</sup> Manzanelli, P. (2025): “¿Por qué fracasa la valorización financiera de Milei?”, Colección Notas Breves, Área de Economía y Tecnología de la FLACSO y CIFRA.

- Este es el escenario en que se inscribe las presiones del FMI para que el gobierno argentino acumule reservas y la caída, al menos por el momento, del crédito de 20.000 millones de dólares de la banca internacional comandando por el JP Morgan y anunciado por el secretario del Tesoro de Estados Unidos (Scott Bessent) en pleno rescate electoral. Todo parece indicar que existe una interna en el seno del capital financiero internacional ya que el JP Morgan exigía desplazar al FMI en su condición de acreedor privilegiado y que haya garantías del Tesoro norteamericano por eventuales incumplimientos por parte de la Argentina. Esto evidencia que la crisis de deuda no se deriva de problemas de liquidez sino de insolvencia.
- A pesar de los importantes salvatajes que mitigaron el impacto de las turbulencias cambiarias en el ritmo inflacionario y en la economía real, la economía ingresó en una fase de estancamiento económico a partir de febrero de 2025. Aun contemplando las revisiones del INDEC el nivel de actividad aumentó solo 0,2% entre febrero y septiembre de 2025, cerraron más de 6.000 empresas totalizando 19.000 en la gestión de Milei, y a pesar de eso las cantidades importadas treparon peligrosamente 36,2% interanual en los primeros 10 meses del año.
- La fuerte expansión de las importaciones con epicentro en las de bienes de consumo (+62,7%) se enmarcan, a su vez, en el freno a la recuperación del consumo a partir del segundo trimestre del año, que es coincidente con dos fenómenos simultáneos: 1) el estancamiento de los salarios reales que se ubicaron en septiembre de 2025 casi 10% por debajo del nivel de noviembre de 2023, y 2) la destrucción de puestos de trabajo registrados en el sector privado (177.600 desde la asunción de Milei) que es independiente de la expansión, o no, de la economía dada las características del modelo económico que tiende a privilegiar sectores con escasa demanda de empleo. Prueba de esto que los sectores más dinámicos –el agro, minas y canteras e intermediación financiera– no crearon empleos a pesar de crecer 31,7% entre los primeros 9 meses de 2023 y el mismo período de 2025.
- Los límites de la recuperación también se advierten al considerar que la tasa de inversión fue de apenas el 15,7% del PIB durante el segundo trimestre del año, considerablemente más baja que la de 2023 (18,5%). Esto no solo se enmarca en la caída del consumo sino en una franca caída del nivel de rentabilidad: por un lado, el excedente bruto de explotación cayó del 43,4% al 38,4% del valor agregado entre el primer semestre de 2024 y el mismo período de 2025; por el otro, se registran pérdidas contables en un conjunto seleccionado de grandes empresas durante el tercer trimestre de 2025 (-1,0%), cuando en el mismo período de 2024 habían registrado un nivel positivo y elevado de utilidades sobre ventas (13,8%).

# 1. La crisis de deuda y la escasez de reservas

- La actual crisis de deuda la incubó el gobierno de Macri a partir de elevar sustancialmente la deuda externa pública. Ésta prácticamente se duplicó en cuatro años hasta alcanzar a 197.401 millones de dólares en el cuarto trimestre de 2019 (incremento neto de 95.742 millones).
- En el marco del gobierno del Frente de Todos se implementó una restructuración de esa deuda pero que por su carácter “cortoplacista” (no hubo quita de capital ni una extensión sustentable del perfil de vencimientos) no permitió resolver en forma sostenible el problema de la deuda. De allí la incapacidad para refinanciar las amortizaciones del capital: la reducción fue de 16.602 millones de dólares.
- Durante el primer año del gobierno de Milei, y sin intentar ninguna solución a esta problemática, no pudo acceder al crédito internacional provocando un “desendeudamiento forzoso” tal como lo calificamos en informes anteriores. Pero en su segundo año, con el salvataje del FMI y los organismos internacionales de crédito se registró un importante ascenso de la deuda externa pública (+20.860 millones en el segundo trimestre) hasta alcanzar su récord de 197.499 millones de dólares. Esto totaliza un salto de 16.700 millones desde fines de 2023 hasta el segundo trimestre de 2025.

Stock de deuda externa del sector público (millones de dólares), 4to trim. 2015-2do trim. 2025

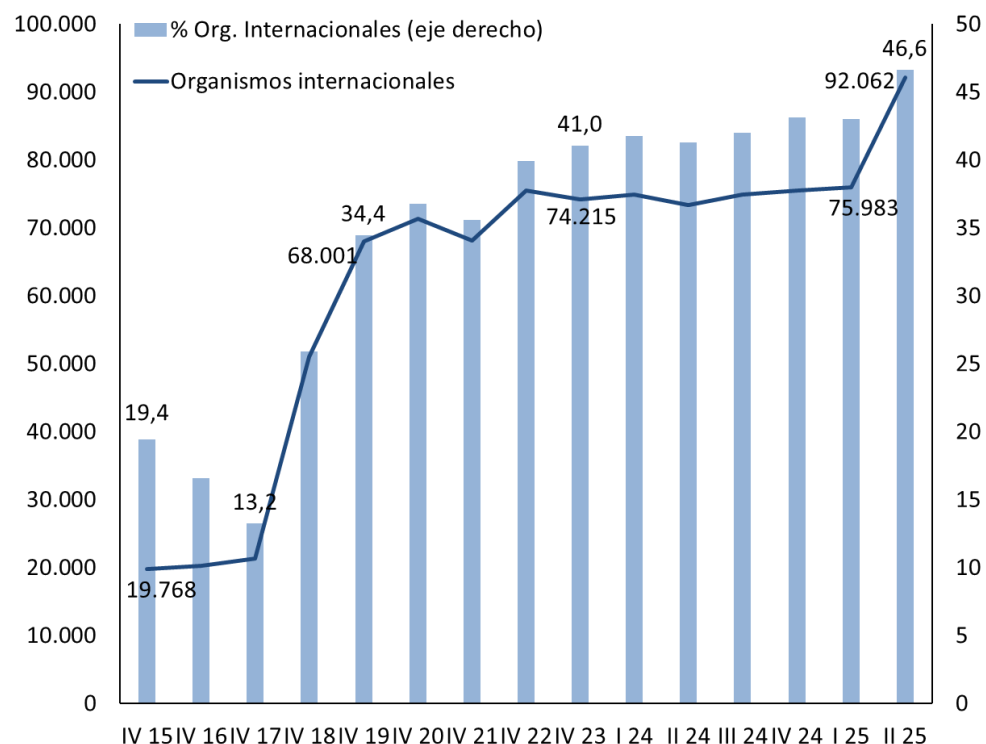


Fuente: elaboración propia en base a la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (INDEC)

## El peso de los organismos

- La deuda externa pública tiene, al menos, dos importantes restricciones que complejizan su tratamiento. Por un lado, se advierte un elevado peso de los organismos internacionales de crédito en su composición, y por el otro es una deuda con fuertes vencimientos de corto plazo en circunstancias de escasez de reservas.
- Respecto a la primera cuestión cabe señalar que, por las características de los salvatajes del FMI en tiempos de Macri y Milei, la deuda con organismos internacionales contabilizó 92.062 millones de dólares en el segundo trimestre de 2025, lo que representa el 46,6% del total de la deuda externa pública.
- Si se contrasta con la situación previa al inicio de la crisis de deuda estos acreedores aumentaron en 72.294 millones de dólares su exposición en la Argentina, ya que a fines de 2025 el stock de deuda con los organismos era de 19.768 millones de dólares y representaba el 19,4% de la total. Entre los organismos de mayor importancia se encuentra el FMI (60% del total de los organismos), el BID (20%) y el BIRF (13%).
- La exposición actual también contrasta con la de la gran crisis de fin de siglo. Previo al megacanje de 2001, la deuda con los organismos alcanzaba a 21.757 millones de dólares, lo que equivalía al 25,6% del total de la deuda en el año 2000.

Deuda externa con organismos internacionales (millones de dólares y porcentajes sobre la total), 4to trim. 2015-2do trim. 2025

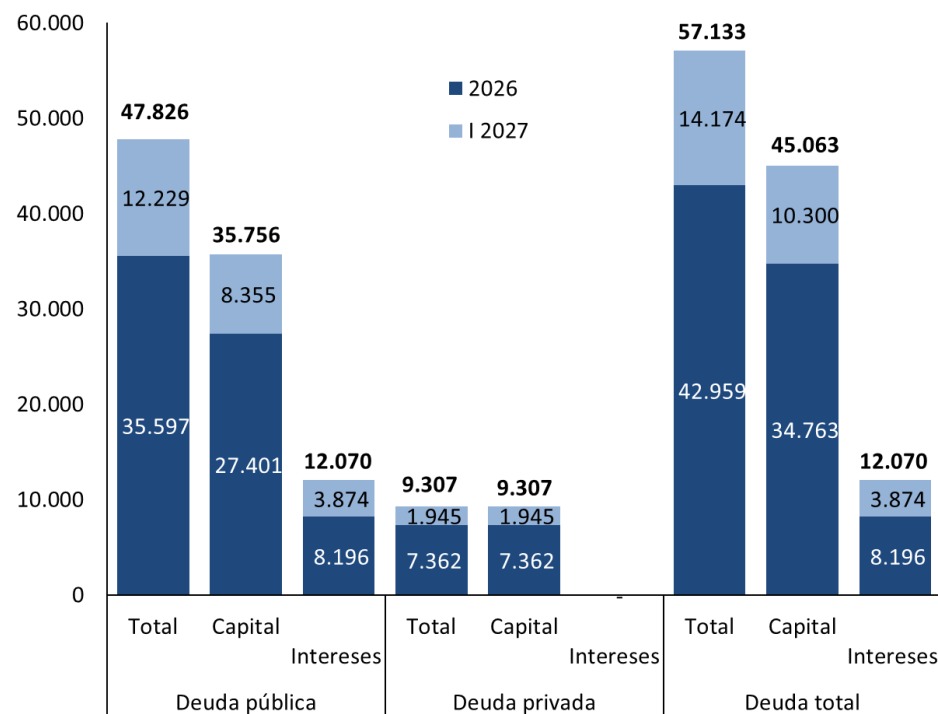


Fuente: elaboración propia en base al INDEC y el Ministerio de Economía

## Vencimientos de corto plazo

- La segunda restricción consiste en que los vencimientos de la deuda externa pública son de corto plazo. A tal punto es así que en el próximo año y medio vencen 47.826 millones de dólares en concepto de capital e interés de la deuda externa pública. Ese monto representa un cuarto del stock de deuda (24,2%), de los cuales 35.756 millones (el 18,1%) corresponde a la amortización del principal y 12.070 millones a los intereses.
- Según la Dirección de Cuentas Internacionales del INDEC, los vencimientos de la deuda externa pública –que incluye tanto al gobierno nacional como subnacionales y al BCRA– totalizan 35.597 millones de dólares en 2026, correspondiendo 27.401 millones a vencimientos de capital y 8.196 millones a intereses.
- A esto se debe sumar los vencimientos de la deuda externa privada que se ubican en 7.362 millones de dólares en concepto de capital en 2026 y totalizan 9.307 millones si se adiciona el primer semestre de 2027. De ese total de vencimientos la mayor parte corresponde a deuda financiera (6.844 millones de dólares) y el restante a deuda comercial.
- En efecto, la situación es crítica si se cobra dimensión del problema: los vencimientos totales de la deuda externa superan los 57.000 millones de dólares en apenas un año y medio.

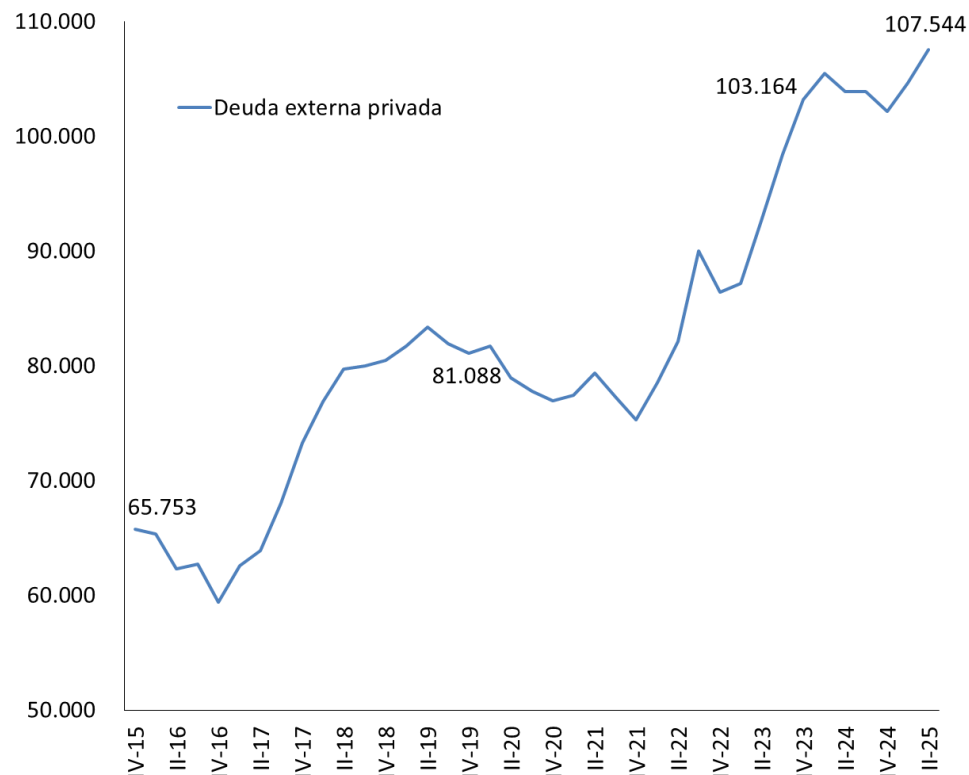
Vencimientos de capital e interés de la deuda externa (millones de dólares), 2026 - 1er sem. 2027



Fuente: elaboración propia en base al INDEC (Balanza de Pagos)

- La aclaración sobre los vencimientos de la deuda externa privada remite a la necesidad de abordar su dinámica actual.
- En lo que concierne a la trayectoria vale decir que la deuda externa privada tuvo un ascenso de 15.335 millones de dólares durante la gestión de Macri, alcanzando un stock de 81.088 millones de dólares a fines de 2019.
- Por su parte, en el gobierno del Frente de Todos se asiste a una nueva expansión (+22.076 millones) pero en cuya composición sobresale una reducción de la deuda financiera -en el marco de las concesiones cambiarias que hizo ese gobierno al gran capital privado para que reduzca sus compromisos externos- y un aumento de la deuda comercial, en especial durante la segunda parte del gobierno. Esas tendencias provocaron un alza que llevó el stock de deuda externa privada a 103.154 millones de dólares.
- En el marco del gobierno de Milei se registró un incremento de 4.380 millones de dólares de la deuda externa privada total. Ese ascenso reviste características distintas en términos de la deuda financiera y comercial, aunque con tendencias opuestas a la del gobierno anterior. Esto es: un fuerte aumento de la deuda financiera en el marco del “festival de obligaciones negociables” y una reducción de la deuda comercial.

Stock de deuda externa del sector privado (millones de dólares), 4to trim. 2015-2do trim. 2025



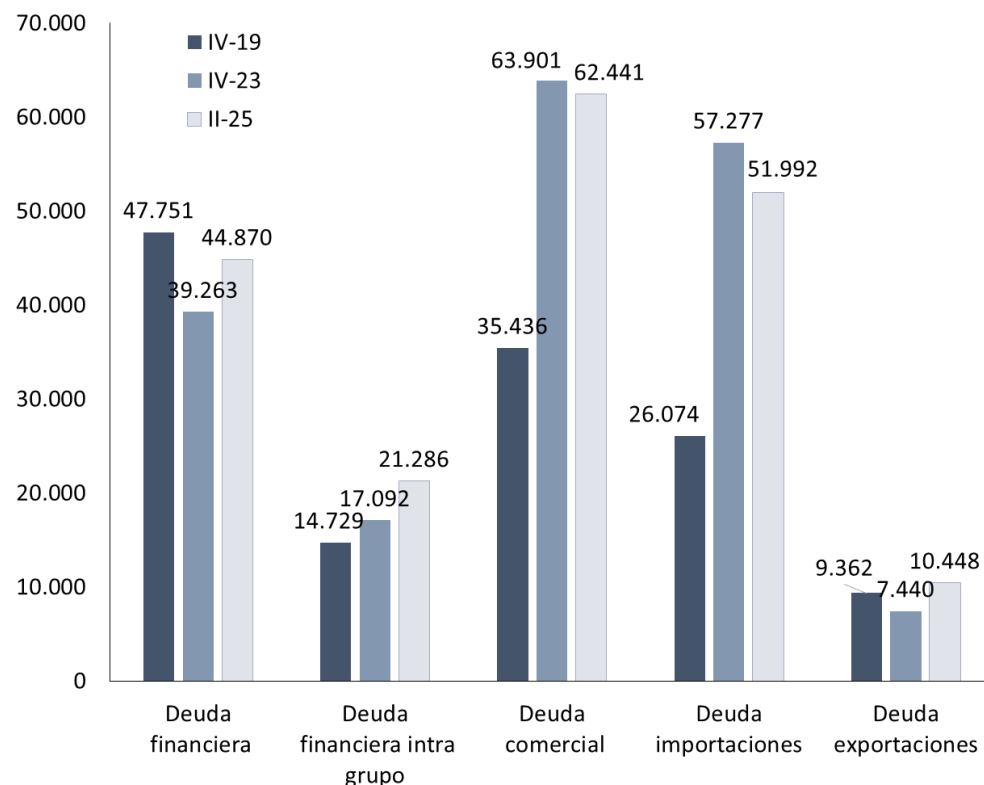
Fuente: elaboración propia en base al INDEC (Balanza de Pagos)



## Tipo de deuda privada

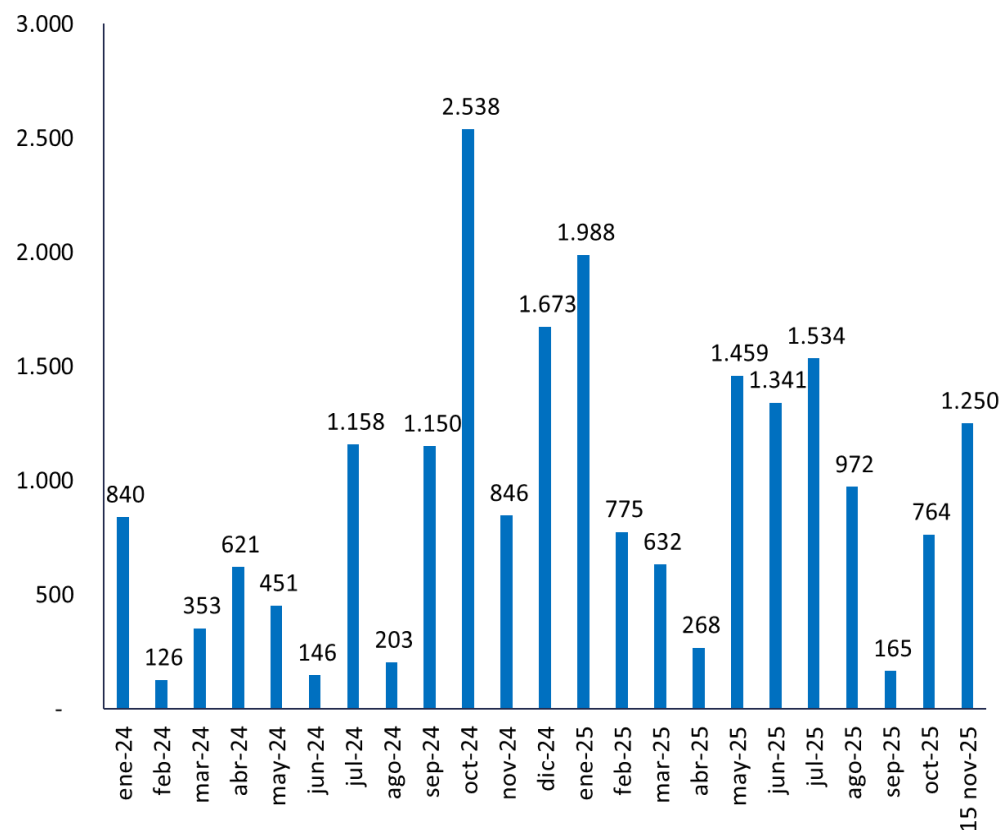
- Entre fines de 2023 y el segundo trimestre de 2025 se constata un descenso de la deuda externa comercial del sector privado (-1.460 millones entre 2023 y 2025) en el marco de la resolución que planteó el gobierno a la deuda de importaciones heredada de la gestión anterior con la emisión de los BOPREAL. Ciertamente, la deuda de importaciones de bienes y servicios cayó considerablemente en esta etapa (-5.285 millones de dólares), pero fue parcialmente compensada por un fuerte aumento de la deuda de exportaciones que se incrementó en 3.009 millones.
- Por su parte, la deuda más dinámica del sector privado en tiempos de Milei fue la deuda financiera, que incluye préstamos financieros y títulos de deuda. Entre el cuarto trimestre de 2023 y el segundo de 2025 se verificó un importante aumento de la deuda financiera del sector privado (+5.607 millones de dólares) en el marco de la emisión de obligaciones negociables de las grandes firmas.
- En ese ascenso de la deuda financiera jugó un papel destacado la deuda intra grupo –es decir, la deuda entre empresas relacionadas– ya que ésta aumentó en 4.194 millones de dólares entre fines de 2023 y mediados de 2025. La importancia de la deuda intra grupo se refleja también en su relevancia en los vencimientos de deuda privada del próximo año y medio (4.352 millones de dólares sobre el total de 9.307 millones).

Stock de deuda externa del sector privado según tipo de deuda (millones de dólares), 4to trim. 2015-2do trim. 2025



Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

Emisión de obligaciones negociables de las empresas privadas (millones de dólares),  
Enero 2024-Noviembre 2025



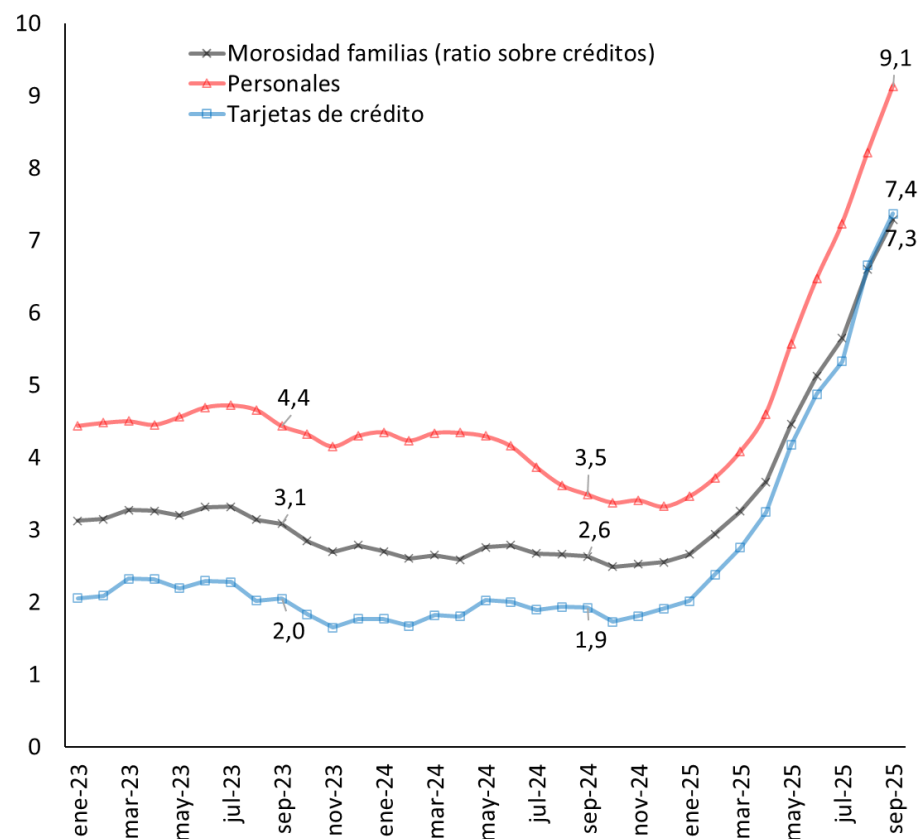
Fuente: elaboración propia en base a la CNV.

- El aumento de la deuda financiera, con epicentro en la emisión de Obligaciones Negociables en dólares, repite las tendencias del bienio 2016-17, pero con una intensidad muy superior. Si se compara los bienios 2016-17 y 2024-25 (datos al 15 de noviembre de 2025) se constata un incremento del 94,1% en las colocaciones, con una tasa de interés del 7% y un plazo de duración muy corto (36 meses en la actualidad respecto a los 59 meses del período 2016-17).
- Las emisiones de ON a la primera quincena de noviembre de 2025 acumulan 11.148 millones de dólares, valor que supera las emisiones de 2024 (10.106), 2016 (5.027) y 2017 (5.922 millones). Asimismo, en 2025 8 firmas, sobre un total de 61, explican el 66,4% de las emisiones (7.407 millones). Dentro de este grupo se destacan las empresas petroleras: YPF (2.563), Tecpetrol (1.264) y Vista Energy (666).
- La expansión de las emisiones coinciden con las burbujas financieras que se desplegaron en el gobierno de Milei. Especialmente la que tuvo lugar durante el blanqueo de capitales a mediados del año pasado y principios de éste, y la que se puso en marcha post salvataje del FMI. También, se advierte una aceleración de las colocaciones en la primera quincena de noviembre (1.250 millones) después del salvataje del Tesoro de Estados Unidos y el resultado electoral.

# Morosidad de las familias

- Finalmente, en cuanto el endeudamiento de las familias se constata un salto significativo de la morosidad desde marzo de 2025. En septiembre de este año la cartera irregular de las familias alcanzó el 7,3% sobre el total de su crédito. Para el caso de los créditos personales el valor ascendió al 9,1% y para las tarjeta de crédito al 7,4%.
- Los valores mencionados implican un crecimiento de 5,6 puntos porcentuales para el conjunto de créditos, de 5,5 puntos para las tarjetas, y de 4,7 puntos para los préstamos personales. La morosidad de las tarjetas se multiplicó casi por 4 al pasar de 1,9% a 7,4%.
- La morosidad registrada en septiembre de 2025 para las 3 series seleccionadas muestra el valor más alto desde enero de 2010.
- Este fenómeno se montó a su vez sobre un importante crecimiento de los créditos personales y del financiamiento mediante tarjetas. El crédito, en términos reales, entre septiembre de 2024 y 2025 se elevó un 94,8% en el primer caso, y un 39,9%, en el segundo. La tendencia tuvo su impulso en el segundo semestre de 2024 y en el primero de 2025, períodos con tasa de interés reales positivas y elevadas.
- Luego, en el caso de los proveedores no financieros de créditos (billeteras, mutuales, cooperativas, etc.), la morosidad alcanzó el récord del 16,2% en julio de 2025, lo que implicó su duplicación en un semestre.

Ratio de irregularidad sobre crédito de las familias en el total de entidades financieras, en créditos personales y en tarjetas de créditos (porcentaje), Enero 2023-Septiembre 2025

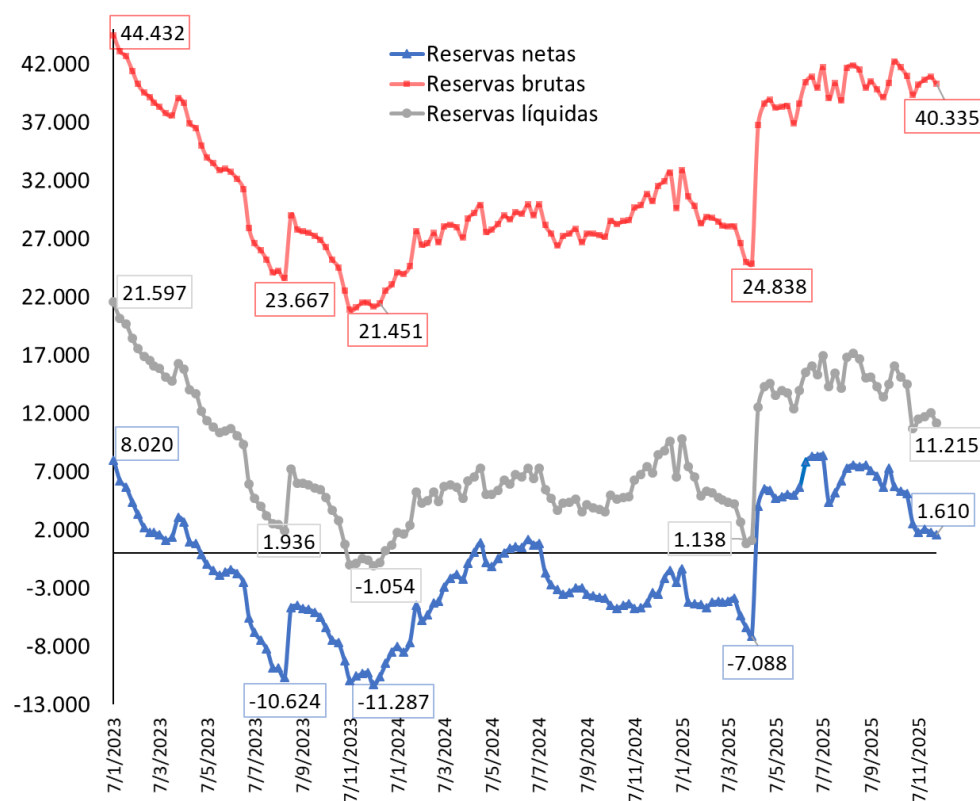


Fuente: elaboración propia en base a la BCRA.

## Escasez de reservas

- Esta situación crítica de la deuda y sus vencimientos adquiere una relevancia superior si se considera el bajo nivel de reservas, su composición y tendencia.
- A fines de noviembre las reservas brutas se ubicaban por debajo de los 40.335 millones de dólares. De ese monto, si se sustraen el oro y los swaps se obtiene la tenencia líquida de reservas (11.215 millones) y si se restan los encajes, swaps, obligaciones con organismos internacionales y la garantía de depósitos se obtienen las reservas netas que se ubican en 1.610 millones.
- Desde el punto de vista de la tendencia cabe señalar que tras la corrida cambiaria que tuvo lugar en los primeros 4 meses del año, la posición de reservas al 7 abril del 2025 era de 24.838 millones en el caso de las brutas, de 1.138 en el de las líquidas y -7.088 en el de las netas. Es decir, un nivel de reservas que no difería significativamente del previo a la asunción del gobierno de Milei a pesar de la devaluación inicial (118%), el superávit comercial récord de 2024 (casi 19.000 millones de dólares) y el ingreso de divisas extraordinario por el blanqueo de capitales (23.000 millones de dólares).
- A mediados de abril se produce el salvataje del FMI y en octubre del Tesoro norteamericano. Pero como ocurrió con cada uno de los shocks de divisas previos, después del ingreso se asiste a una nueva tendencia descendente en materia de reservas.

Reservas internacionales del BCRA según sean brutas, líquidas\* y netas\*\* (millones de dólares), 7-ene-23 al 30-nov-25



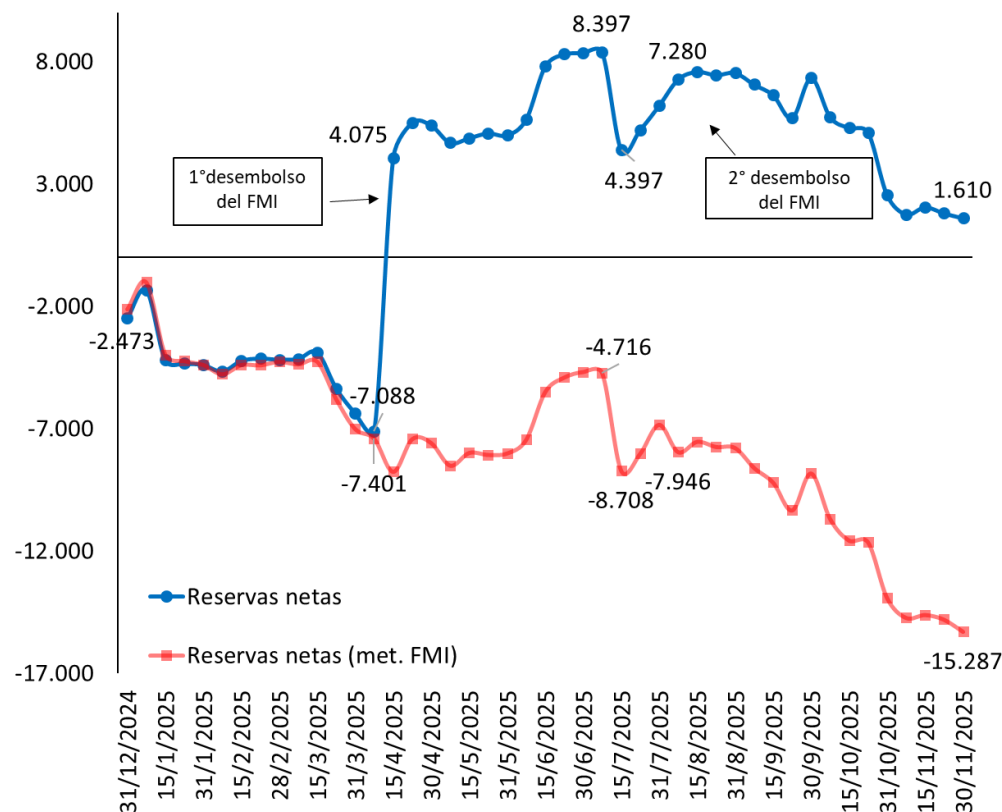
\*Reservas líquidas: reservas internacionales (brutas) menos el oro y los swaps.

\*\*Reservas netas: reservas brutas menos encajes, swaps, obligaciones con organismos internacionales, y garantía de depósitos (SEDESA).

Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

- El memorándum de entendimiento técnico (TMU) establecido por el FMI define una metodología distinta para la estimación de las reservas netas. A diferencia de la anterior, en ésta también se descuentan los desembolsos realizados por el organismo, entre otros ajustes de precios en la valorización del oro y el tramo activo del swap con China.
- Se trata de una cuestión para nada menor dado que los desembolsos del Fondo fueron de 12.400 millones de dólares a mediados de abril y de 2.200 millones en la primera semana de agosto. Asimismo, es sobre esta base que se calculan los desvíos en las metas fijadas en el acuerdo.
- En efecto, bajo esta metodología las reservas netas al 30 de noviembre de 2025 se ubicaron en -15.287 millones de dólares, lo que implica una reducción de 7.886 millones de dólares respecto a la primera semana de abril, momento previo al otorgamiento de la cuota inicial del préstamo.
- No solo el nivel de las reservas netas impiden la cancelación de los cuantiosos vencimientos del capital y los intereses de la deuda externa, sino que de excluir los desembolsos del FMI se advierte el empeoramiento sistemático de la posición de reservas netas para enfrentar los compromisos externos.

Reservas netas internacionales del BCRA según la metodología del FMI\* (millones de dólares), 31-dic-24 al 30-nov-25



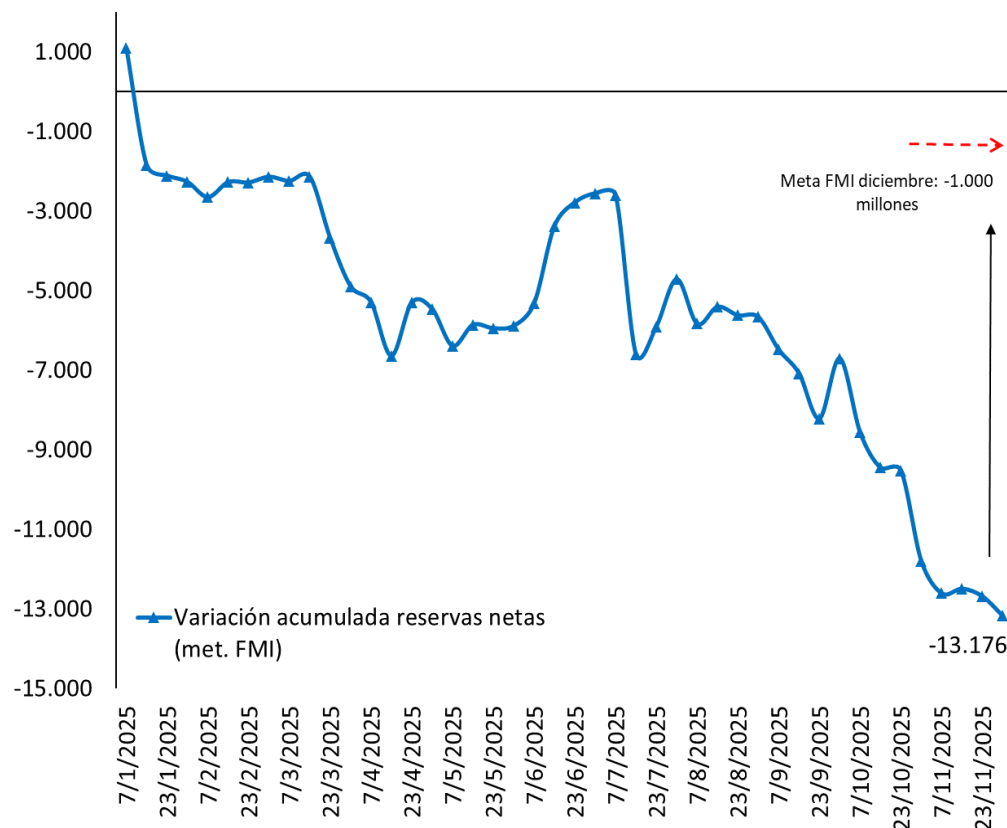
\*Reservas netas (metodología FMI): se descuentan de las reservas netas los desembolsos del FMI (DEG a precios del 31/1/2025), se resta la valorización del oro y del tramo activo del swap con China (respecto al 31/1/2025) (TMU p.98-99).

Fuente: elaboración propia en base a BCRA y FMI.

## Metas de reservas netas

- Como es obvio, la tendencia analizada de pérdida de reservas netas según la metodología del FMI implica un nuevo incumplimiento con las metas fijadas en el acuerdo con el Fondo.
- En el acuerdo de abril, el FMI estableció una meta de acumulación de reservas netas respecto al 31 de diciembre de 2024 que implicaba alcanzar: -500 millones de dólares el 13 de junio, -600 millones en septiembre y +4.000 millones en diciembre. Luego, estos parámetros fueron ajustados al alza: +200 millones en junio y +5.500 para el último mes del año. Sin embargo, ante su incumplimiento manifiesto en su revisión de agosto el FMI relajó la metas: -1.000 millones en diciembre (pero con un ajuste de financiamiento externo por -3.200 millones), -1.500 millones y 3.200 en marzo y junio de 2026, respectivamente.
- A pesar de esos cambios que introdujo el FMI es evidente que el BCRA no va a alcanzar la nueva meta fijada. Tal como se considera en la metodología del FMI, las reservas acumuladas respecto al 31 de diciembre de 2024 se ubican en -13.176 millones de dólares, lejos de los -1.000 propuestos en la última revisión. Es decir, que para cumplir la meta debería acumular aproximadamente 12.200 millones en lo que resta de diciembre.

Acumulación de las reservas netas internacionales según la metodología del FMI\* (millones de dólares),  
7-ene-25 al 30-nov-25



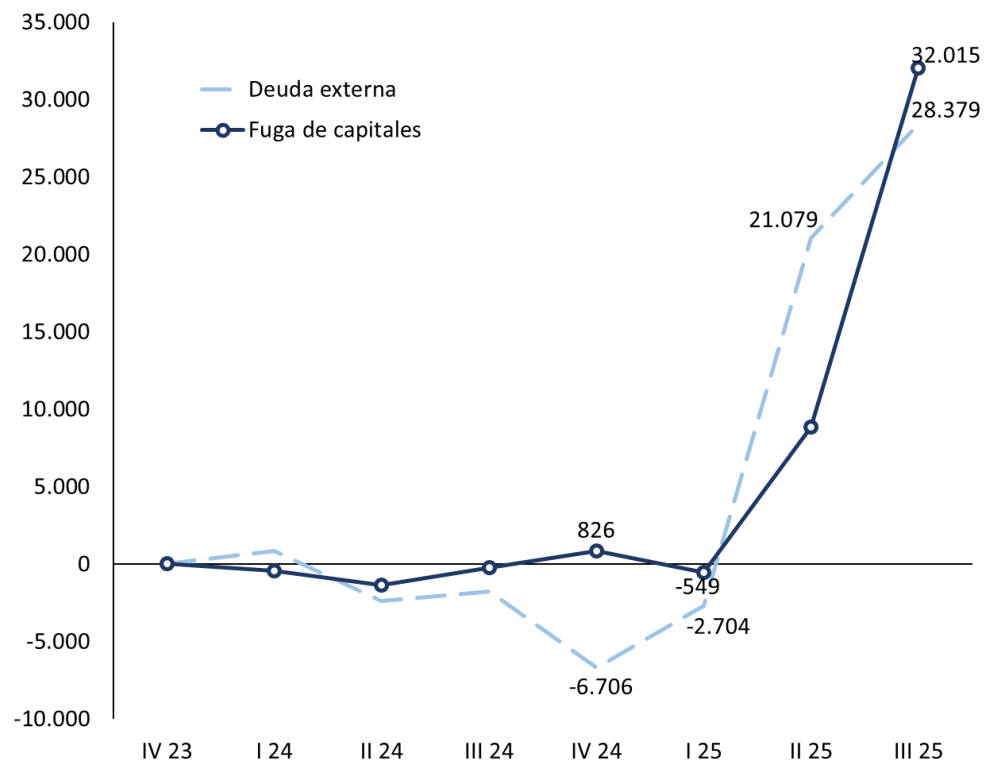
\*La variación de reservas fue estimada en relación al stock calculado al 31/12/2024 (TMU p.102)

Fuente: elaboración propia en base a BCRA y FMI.



- La flexibilización de los controles cambiarios para personas físicas que se estableció en el marco del acuerdo con el FMI generó una sumamente elevada salida de capitales, dando lugar al inicio de un ciclo de endeudamiento externo y fuga de capitales que es típico de los procesos de valorización financiera.
- Si se acumula la deuda externa total supera los 28.000 millones de dólares durante el gobierno de Milei, en tanto que la fuga de capitales, calculada como la formación de activos externos menos la variación de depósitos en moneda extranjera, supera los 32.000 millones de dólares. Ambas variables ascienden tras el salvataje del FMI, los organismos internacionales y el Tesoro de EEUU. Es decir en el segundo y tercer trimestre de 2025.
- Cabe aclarar, que en el marco de la crisis de deuda que azota la economía argentina, se trata de un proceso de endeudamiento y fuga de capitales que es prematuro y trunco dada la imposibilidad de acceder a los mercados internacionales de crédito por fuera de los organismos internacionales. Asimismo, como se mencionó, la salida de capitales captada por esta estimación se circunscribe a las personas físicas ya que las empresas lo hacen a través de los dólares financieros. Otras metodologías de estimación de la fuga de capitales, como el método residual de la Balanza de Pagos, identifican una fuga de 19.000 millones hasta junio de 2025.

Stock acumulado de la deuda externa total y la fuga de capitales al exterior (millones de dólares),  
4to trim. 2023-3er trim. 2025

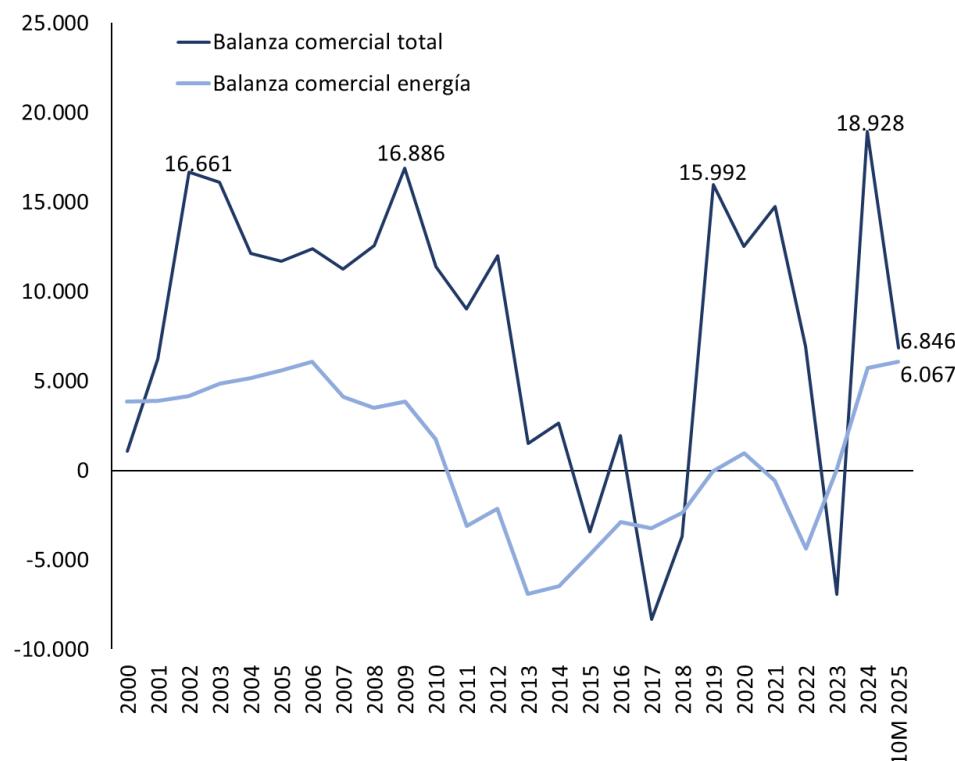


Nota: la deuda externa del tercer trimestre 2025 fue actualizada en base a la información del Balance Cambiario. La fuga de capitales corresponde a los primeros 10 meses del año y se calcula como la formación de activos externos (FAE) menos la variación de los depósitos en moneda extranjera.

Fuente: elaboración propia en base al INDEC (Balanza de pagos) y el BCRA.

- La elevada salida de capitales y la dificultad de acceso al crédito internacional configuran un escenario complejo para sostener el superávit de la cuenta capital en un contexto donde se evapora el superávit de cuenta corriente por efecto de la apreciación cambiaria. Así, el excedente comercial tiene que financiar el pago de intereses y el capital de la deuda cuando no aparece un salvataje, y un creciente déficit de servicios que en los primeros 10 meses fue de -9.644 millones de dólares.
- Sin embargo, la apreciación cambiaria y la apertura comercial reducen el superávit de la balanza comercial. En los primeros 10 meses del año el resultado fue de 6.846 millones de dólares\*, cuando en 2024 había arañado los 19.000 (y en el acumulado de los primeros 10 meses 16.000). La expansión de las exportaciones no alcanzan a cubrir el aumento de las compras al exterior que ascendieron 28,9% interanual en los primeros 10 meses de 2025 (en cantidades ascendieron 36,2%).
- El superávit corresponde al desempeño del sector energético cuyo resultado fue de 6.067 millones de dólares, tanto por un aumento de las ventas al exterior (+12,8% interanual en los primeros 10 meses de 2025) como por una caída de las importaciones (-19,7%).

Balanza comercial total y del sector energético  
(millones de dólares), 2000-Primeros 10 meses 2025



Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

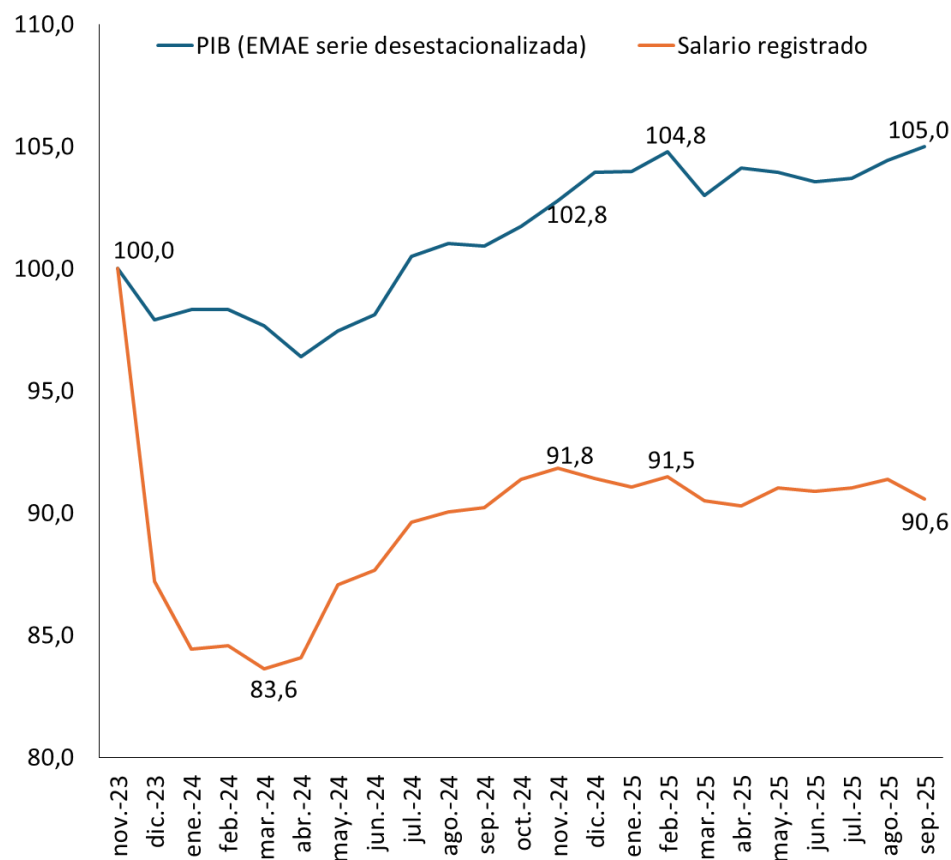
\*Cabe aclarar que existe una diferencia entre el saldo comercial que estima el INDEC (base devengado) y la que surge del Balance Cambiario del BCRA (base caja), ya que este último exhibe mayores exportaciones por 5.314 millones (especialmente por el efecto de la eliminación temporaria de las retenciones) y menores importaciones (-6.137 millones), es decir que ingresaron pero no se pagaron.



## 2. Las características del estancamiento económico

- En el marco de la valorización financiera, la apertura y el ajuste en el consumo, la economía encontró límites al sostenimiento de la recuperación que había experimentado entre abril de 2024 y febrero de 2025, cuando el nivel de actividad fue 4,8% más alto que el de noviembre de 2023.
- A partir de febrero de 2025 la economía ingresó, así, en una fase de estancamiento económico en el marco de diversas corridas cambiarias cuyos efectos en la economía real fueron postergados por el salvataje del FMI y del Tesoro norteamericano. Aun contemplando las revisiones al alza que hizo el INDEC en meses anteriores de este indicador, el nivel de actividad aumentó apenas 0,2% entre febrero y septiembre de 2025 en la serie desestacionalizada.
- Entre otros elementos que se indagarán posteriormente, este desempeño es contemporáneo a un estancamiento en la recuperación de los salarios reales, quedando casi 10% por debajo del nivel de noviembre de 2023. Este cálculo surge de deflactar los salarios totales de los trabajadores registrados con el IPC “reponderado” a partir de la canasta de consumo de la Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares de 2017-18. Cabe señalar que el salario real de los trabajadores registrados en el sector privado tuvo una caída del 4,8% entre noviembre de 2023 y septiembre de 2025, en tanto que los del sector público cayeron 17,6%.

Estimador Mensual de la Actividad Económica y salario real del total de trabajadores registrados\* (índice nov.23=100),  
Noviembre 2023-Septiembre 2025

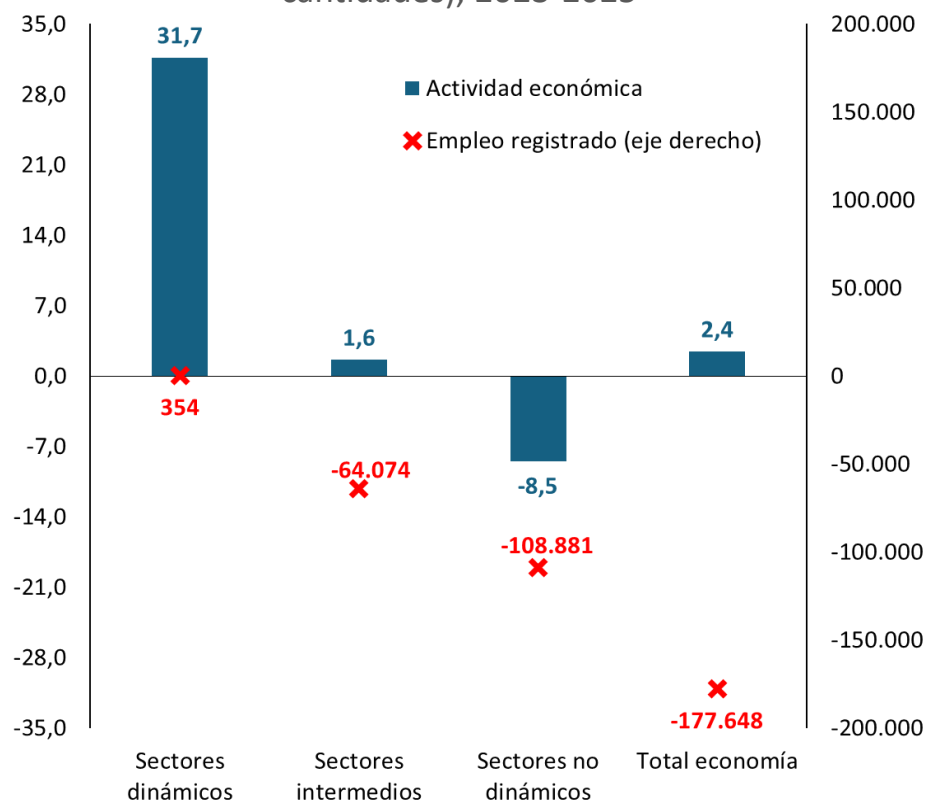


\*El salario real corresponde al índice salarial de los trabajadores registrados en el sector privado y público deflactado con el IPC reponderado a partir de la ENGHo 2017/8.

Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

- El modelo económico tiende a privilegiar sectores con escasa demanda de empleo y a perjudicar a otros que son intensivos en mano de obra. El cuadro resultante es el de un bajo nivel de crecimiento económico con una tendencia al estancamiento, en el marco de una destrucción de 177.648 empleos formales del sector privado en lo que va del gobierno de Milei.
- Los sectores más dinámicos –el sector agropecuario, minas y canteras e intermediación financiera– se expandieron 31,7% entre los primeros 9 meses de 2023 y mismo período de 2025, sin embargo prácticamente no crearon puestos de trabajo (apenas 354 puestos entre noviembre de 2023 y agosto de 2025).
- Por el contrario, los sectores no dinámicos (la industria, la construcción y el comercio) experimentaron una caída del 8,5% en su nivel de actividad, destruyendo 108.881 empleos registrados.
- Finalmente, los sectores de desempeño intermedio en materia de actividad económica –pesca, electricidad, gas y agua, hoteles y restaurantes, transporte y comunicaciones, y el resto de los servicios– tuvieron un bajo nivel de crecimiento (1,6%) y también redujeron la cantidad de empleos registrados en 64.074 entre noviembre de 2023 y agosto de 2025.

Variación interanual de la actividad económica y del empleo registrado según dinamismo económico\* (porcentajes y cantidades), 2023-2025\*\*



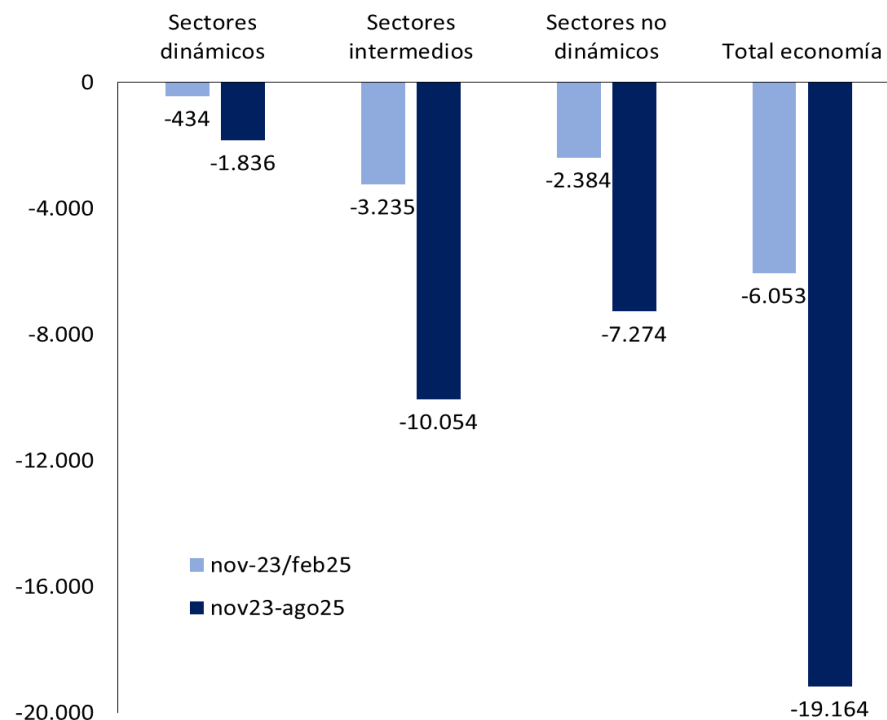
\***Sectores dinámicos:** Agricultura, ganadería, casa y silvicultura, Explotación de minas y canteras, e Intermediación financiera. **Sectores no dinámicos:** Industria, Construcción y Comercio. **Sectores intermedios:** Pesca, Electricidad, gas y agua, Hoteles y restaurantes, Transporte y Comunicaciones, y el resto de Servicios.

\*\*En el caso del EMAE es la variación del promedio de los primeros 9 meses, y en el del empleo es la diferencia absoluta de agosto de 2025 respecto a noviembre de 2023.

Fuente: elaboración propia en base a al INDEC y MTEySS.

- De acuerdo a los registros de empleadores de unidades productivas con trabajadores asegurados en riesgos del trabajo, la mortandad de empresas alcanzó a 19.164 firmas entre noviembre de 2023 y agosto de 2025. En el marco de la fase de estancamiento económico (a partir de febrero de este año) se registró el cierre de 6.053 empresas.
- Desde el punto de vista sectorial según el dinamismo económico se constata que este comportamiento es homogéneo en el entramado empresarial aunque más acentuado en los sectores menos dinámicos del modelo. En los sectores no dinámicos cerraron 7.274 empresas, mientras que en los intermedios lo hicieron 10.054. Por su parte, en los sectores dinámicos, que se expandieron 31,7% entre 2023 y 2025, la mortandad fue de 1.836 empresas.
- En lo que concierne al tamaño de la empresa se evidencia un mayor cierre en las microempresas (hasta 10 ocupados) donde cerraron 18.494 firmas entre noviembre de 2023 y agosto de 2025. En las pequeñas y medianas empresas (entre 11 y 500 empleados) se registran 600 compañías menos, en tanto que cerraron 70 grandes empresas (más de 500 ocupados). Cabe resaltar que el del cierre de 70 grandes empresas tuvo un impacto en el empleo (-188.525 trabajadores cubiertos con ART) superior que el de 18.494 microempresas (-36.057 trabajadores cubiertos entre noviembre de 2023 y agosto de 2025).

Caída en la cantidad de empleadores de unidades productivas según dinamismo económico (absolutos),  
Noviembre 2023-Agosto 2025



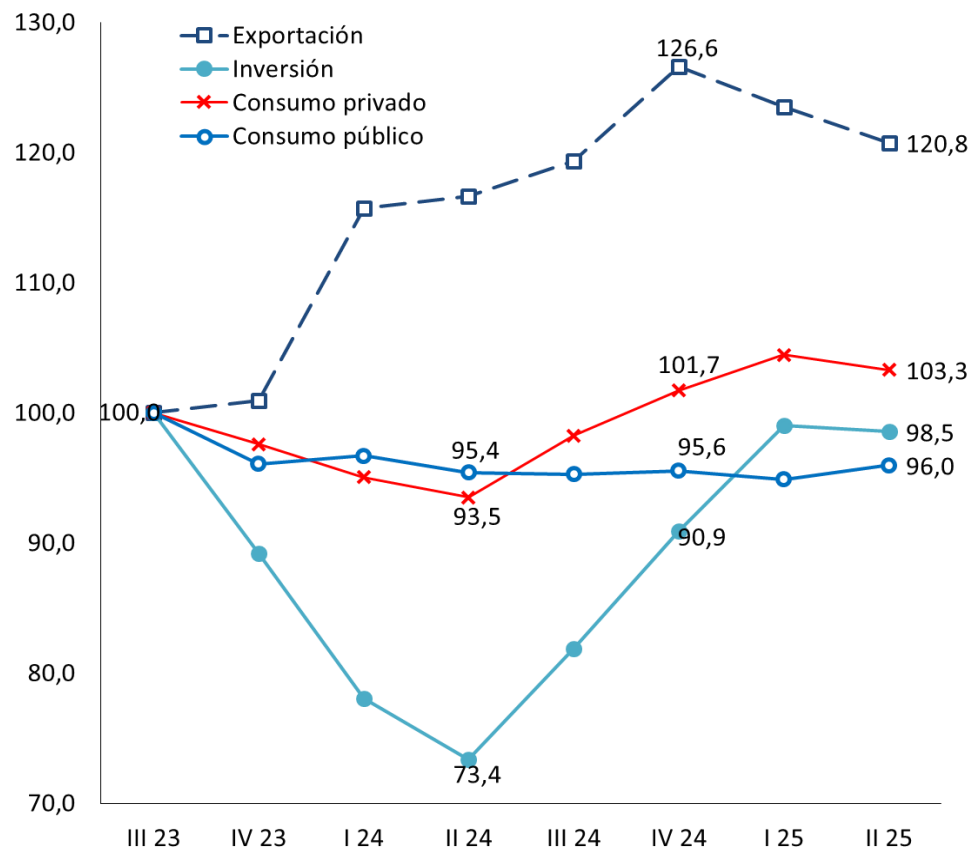
\***Sectores dinámicos:** Agricultura, ganadería, casa y silvicultura, Explotación de minas y canteras, e Intermediación financiera. **Sectores no dinámicos:** Industria, Construcción y Comercio. **Sectores intermedios:** Pesca, Electricidad, gas y agua, Hoteles y restaurantes, Transporte y Comunicaciones, y el resto de Servicios.

\*\*En el caso del EMAE es la variación del promedio de los primeros 9 meses, y en el del empleo es la diferencia absoluta de agosto de 2025 respecto a mismo mes de 2023.

Fuente: elaboración propia en base a la Superintendencia de Riesgos del Trabajo.

- Conforme al perfil sectorial que tiende a configurar el modelo económico, el único componente dinámico de la demanda agregada fue el de las exportaciones, aunque cabe señalar dos aspectos que matizan su relevancia. El primero es que el punto de partida fue el de la sequía de 2023, por lo que si bien se advierte una expansión de 20,8% en el segundo trimestre de 2025 respecto al tercero de 2023, la mejora se reduce a la mitad si se contrasta con el promedio de 2022. El segundo es que la recuperación se produjo en 2024 y a partir del cuarto trimestre de ese año se constata un retroceso que alcanza a 4,6% hasta el segundo trimestre de 2025.
- Por su parte, la estabilización del salario real y la pérdida del empleo frenaron la recuperación del consumo privado en el segundo trimestre, lo que por su importancia fue decisivo en la fase de estancamiento. Esta situación se agrava en un contexto de achicamiento del gasto (y, por ende, del consumo) público.
- La inversión también suspendió en el segundo trimestre de 2025 la recuperación que había experimentado desde el segundo de 2024. Cabe señalar que aun no logra igualar el nivel del tercer trimestre de 2023, y si se considera la tasa de inversión sobre el PIB en el segundo trimestre de 2025 fue de apenas 15,7%, cuando en el tercer trimestre de 2023 había alcanzado el 19,5% del PIB y en todo 2023 el 18,5%.

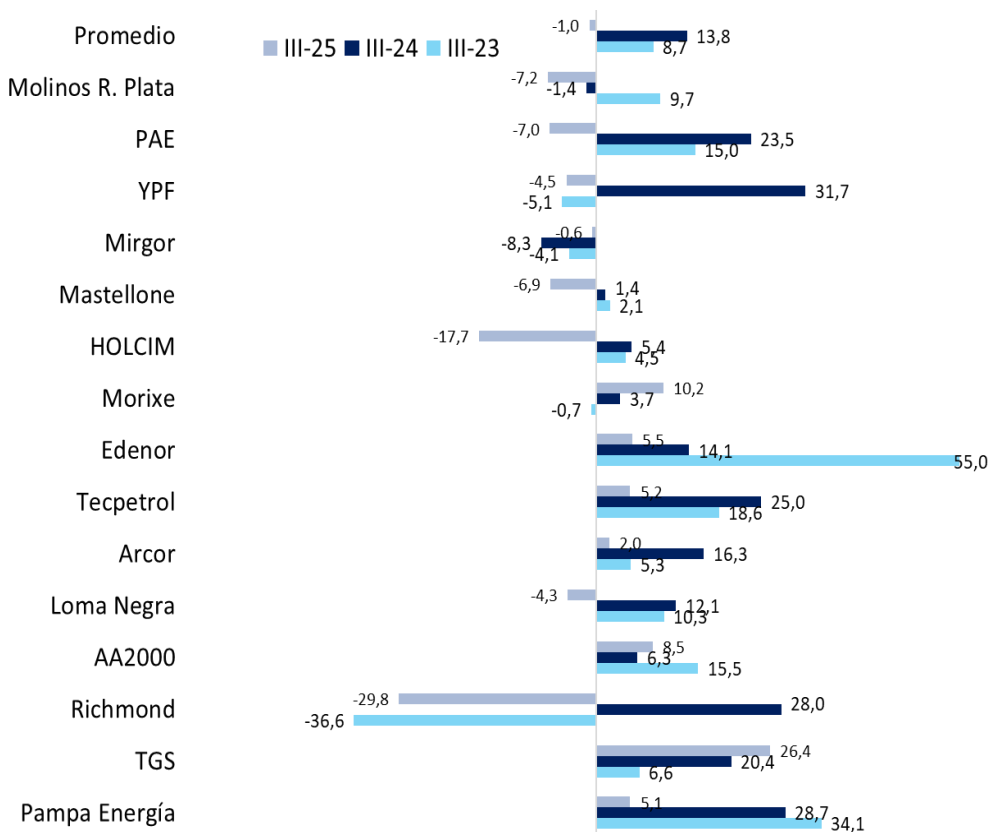
Evolución de los componentes de la demanda agregada, serie desestacionalizada (índice 3er trim. 23=100), 3er trim. 2023-2do trim. 2025



Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

- El pobre desempeño de la inversión se enmarca en un contexto de reducción de la rentabilidad empresarial, incluso de la de los sectores dinámicos del modelo. A nivel agregado el excedente bruto de explotación en relación al valor agregado cayó del 43,4% al 38,4% entre el primer semestre de 2024 y el mismo período de 2025 (en 2023 fue del 42,7%).
- Por su parte, en un conjunto seleccionado de 15 grandes empresas que cotizan en la Bolsa de Valores, se constata que el promedio de sus utilidades netas cayeron de 13,8% de sus ventas en el tercer trimestre de 2024 a registrar pérdidas contables en el mismo trimestre de 2025 (-1,0%). Se trata de un nivel de rentabilidad inferior al del tercer trimestre de 2023 (8,7%).
- En el tercer trimestre de 2025, 8 de las 15 empresas registraron pérdidas: Richmond (-29,8%), Holcim (-17,7%), Molinos R. Plata (-7,2%), Pan American Energy (-7,0%), Mastellone (-6,9%), YPF (-4,5%), Loma Negra (-4,3%) y Mirgor (-0,6%). De las restantes, en 4 casos el desempeño fue inferior al de 2024 (Pampa Energía, Arcor, Tecpetrol y Edenor) y tan solo 3 firmas elevaron su rentabilidad (Aeropuertos Argentina 2000, Morixe y Transportadora Gas del Sur).
- Esta tendencia a la reducción de la rentabilidad respecto a 2024 también se advierte entre el primer y el tercer trimestre de 2025: el promedio cayó del 9,7% a la mencionada pérdida del 1,0%.

Utilidad neta sobre ventas en grandes empresas seleccionadas que cotizan en la Bolsa de Valores (porcentaje), 3er trim. 2023-2025

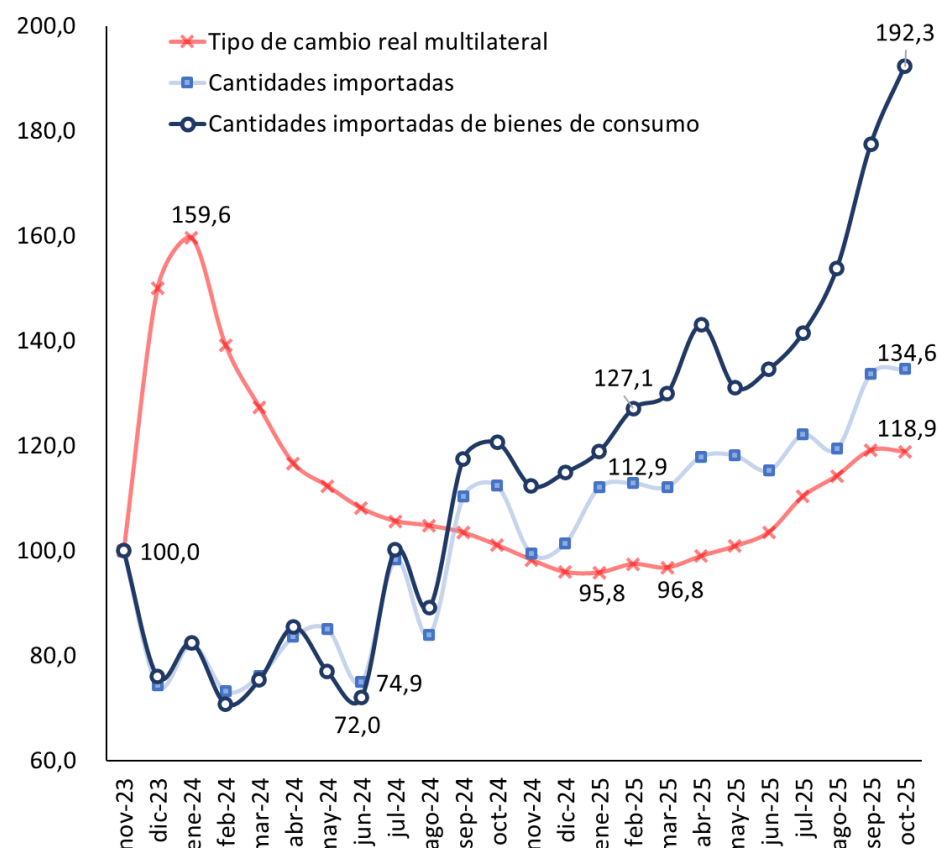


Fuente: elaboración propia en base a la CNV.

## Apertura y apreciación

- A pesar del estancamiento económico es notable la expansión de las cantidades importadas después de la recesión del primer semestre de 2024, lo cual es enmarca en un escenario de apertura comercial y apreciación cambiaria.
- Las cantidades importadas ascendieron 34,6% entre noviembre de 2023 y octubre de 2025, marcando en los últimos dos meses los niveles más altos de la era Milei. En los primeros 10 meses del año ascendieron 36,2% interanual. Esto ocurre a pesar de las corridas cambiarias que tendieron a incrementar el tipo de cambio real multilateral desde abril (+22,9%) cuando su nivel había perforado el que recibió el gobierno antes de la devaluación de arranque (-3,2%).
- La fuerte expansión de las importaciones obedece, especialmente, a una abrupta elevación de las cantidades importadas de bienes de consumo finales. El registro de octubre de 2025 indica un crecimiento de 77,4% respecto a noviembre de 2023, y en el acumulado del año aumentó 62,7% interanual.
- Cabe señalar que la fuerte expansión de las cantidades importadas en 2025, con epicentro en las de bienes de consumo final, estarían indicando una sustitución de producción local por importaciones ya que se despliegan en un contexto de franco estancamiento de la producción doméstica y de contracción de la producción industrial.

Evolución del tipo de cambio real multilateral y de las cantidades importadas totales y de bienes de consumo (índice nov.23=100), Noviembre 2023- Octubre 2025



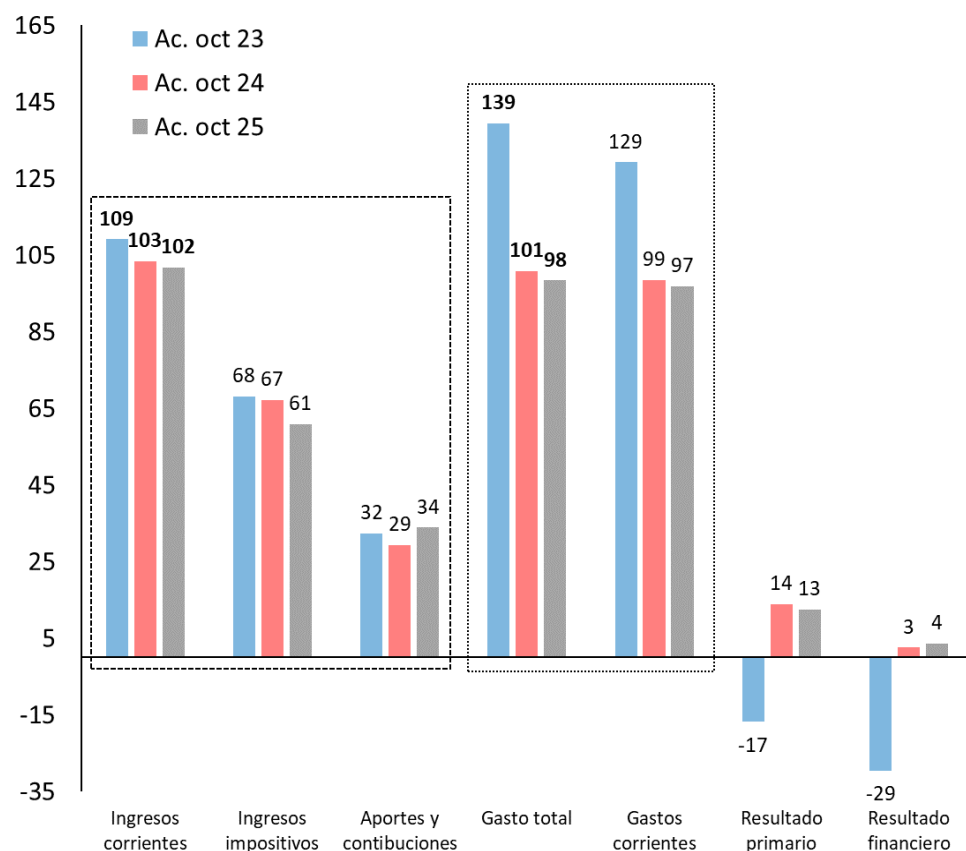
Fuente: elaboración propia en base a INDEC y BCRA.



# Caída en la recaudación

- En el marco del estancamiento económico los ingresos corrientes tiende a caer por efecto, principalmente, de una caída en la recaudación impositiva. Esto obedece, además del estancamiento, a la transferencias de recursos a sectores de altos ingresos como es el caso de la baja en bienes personales y en las retenciones a las exportaciones. Así, en el acumulado de los primeros 10 meses de 2025 los ingresos reales cayeron 1,6% interanual y la recaudación de impuestos 9,4%, lo que se vio parcialmente compensando por un aumento en los aportes y contribuciones (+15,8%).
- Esta situación en materia de ingresos tiende a exigir un mayor esfuerzo sobre el gasto público dada las metas de superávit fiscal que tiene el gobierno. En los primeros 10 meses de 2025 los gastos totales se contrajeron un 2,4% en términos reales, consolidando un recorte de 29,4% respecto al mismo período de 2023. En 2025 el ajuste se concentró en los gastos de capital (-30,8%), en los subsidios (-43,2%), los programas sociales (-19,0%) y el gasto en personal (-8,9%).
- El superávit primario y financiero contabilizó, en el acumulado de enero a octubre de 2025, 13 y 4 billones de pesos, respectivamente. Cabe mencionar que el superávit financiero se alcanza por la capitalización de los intereses de la deuda, ya que si se contabilizaran los intereses adeudados se transformaría en un déficit superior al 2% el PIB.

## Ingresos, gastos y resultados de la Administración Pública Nacional en precios constantes (billones de pesos de 2025\*), Acumulado a octubre 2023-2025



\*Pesos de enero-octubre 2025.

Nota: los ingresos son considerados al momento de su percepción y los gastos según criterio devengado

Fuente: elaboración propia en base al INDEC y la OPC. 24



- Como se mencionó, entre los factores que indujeron a una reducción en la recaudación estuvo la suspensión temporaria de las retenciones a las exportaciones del sector agropecuario que se estableció mediante el Decreto 682/2025. Ello, con el objeto de acelerar la liquidación de exportaciones y divisas de los productos de granos y derivados ante la corrida cambiaria.
- La transferencia de recursos por resignación de ingresos fiscales alcanzó los 1.531 millones de dólares, lo que es equivalente a 2,26 billones de pesos del mes de septiembre de 2025.
- Por las características de la implementación de la medida, los principales beneficiarios fueron las grandes firmas exportadoras. En función de las declaraciones juradas de venta al exterior publicadas por la Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca fue posible estimar que solo 10 empresas acapararon el 95,1% del beneficio fiscal, equivalente a 1.456 millones de dólares.
- Entre ellas sobresale el papel de Cargill, Louis Dreyfus (LDC), Cofco, Aceitera General Deheza, Bunge y Molinos Agro. En suma, usufructuaron 1.226 millones de dólares de la exención fiscal, el 80,1% del total.
- En línea con esta medida el gobierno anunció recientemente un rebaja permanente de las retenciones de 2 puntos porcentuales a las exportaciones de soja y subproductos, trigo y cebada, y de 1 punto a las de maíz, sorgo y girasol.

Pérdida de recaudación estimada como consecuencia de la suspensión de retenciones (millones de dólares y pesos\*), Septiembre 2025

	Millones USD	Millones \$
CARGILL	317	467.622
LDC ARGENTINA	215	317.044
COFCO INTERNATIONAL	193	285.171
ACEITERA GENERAL DEHEZA	192	283.640
BUNGE ARGENTINA	161	237.691
MOLINOS AGRO	148	218.799
VITERRA ARGENTINA	96	141.360
ADM AGRO	55	81.937
CHS DE ARGENTINA	43	63.312
AMAGGI ARGENTINA	36	53.869
<b>Subtotal</b>	<b>1.456</b>	<b>2.150.446</b>
<b>Total</b>	<b>1.531</b>	<b>2.260.839</b>

\*Nota: para la conversión a pesos se utilizó el tipo de cambio de la banda superior de fines de septiembre (\$1.476,79).

Fuente: elaboración propia en base a la Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca.

