



# Informe de coyuntura N° 49

Mayo 2025

Informe elaborado por: Pablo Manzanelli y Leandro Amoretti

- Después del salvataje de Estados Unidos en octubre del año pasado, el “efecto Trump” recreó las condiciones de estabilidad cambiaria para impulsar una nueva burbuja financiera, pero no alcanzó para avanzar en la recuperación de la actividad económica ni para aminorar la aceleración inflacionaria.
- El nuevo proceso de *carry trade* fue posible por la suba de la tasa de interés en moneda local y la sostenibilidad del tipo de cambio que se asoció a dos factores principales: 1) la bonanza comercial inédita en lo que va del siglo XXI: superávit comercial de 5.500 millones de dólares en el primer trimestre del año como consecuencia de la elevación de las exportaciones de productos primarios en el marco de la cosecha récord de granos, el superávit comercial energético de 2.400 millones de dólares y una reducción de las importaciones por la contracción de la producción, y 2) la colocación de deuda en moneda extranjera, en especial de las grandes empresas (que colocaron 9.300 millones de dólares en obligaciones negociables entre octubre y marzo) y algunos gobiernos provinciales ya que el gobierno nacional mantiene vedada su inserción en el mercado internacional de crédito salvo el que proviene de los organismos internacionales o los Repo con bancos internacionales.
- Así, entre octubre de 2025 y febrero de 2026 los activos financieros en moneda local generaron rendimientos que en promedio fueron de casi el 4% mensual medidos en dólares tanto en el caso de las letras del Tesoro como en el de los depósitos a plazo fijo. Sin embargo, existen algunos elementos que conspiran con su sostenibilidad. En el corto plazo, la contracción de la actividad económica durante los primeros meses del año y el aumento de la morosidad sobre el crédito de las familias llevó al gobierno a bajar la tasa de interés en marzo y abril, reduciendo el rendimiento en moneda extranjera de los activos mencionados al 1% mensual. A eso se suma una tendencia, prematura aún, a la reducción de la emisión de obligaciones negociables de las grandes firmas.
- En el mediano plazo, si bien el Banco Central compró divisas por 7.100 millones de dólares en los primeros 4 meses del año, no pudo reflejar esas compras en una sostenible acumulación de reservas netas para enfrentar los compromisos de la deuda. Según la metodología del FMI las reservas netas aumentaron 1.400 millones desde diciembre y se mantienen en un nivel negativo en torno a los 13.000 millones de dólares. De allí la dificultad para refinanciar los vencimientos de la deuda en moneda extranjera del gobierno nacional que totalizan 11.700 millones de dólares en lo que resta del año. En 2027 esos vencimientos llegan a 23.800 millones y si se suman los del BCRA y los del sector privado ascienden a más de 32.000 millones de dólares. Todo ello en un escenario signado por una elevada fuga de capitales (en torno a los 2.200 millones mensuales durante el primer trimestre).

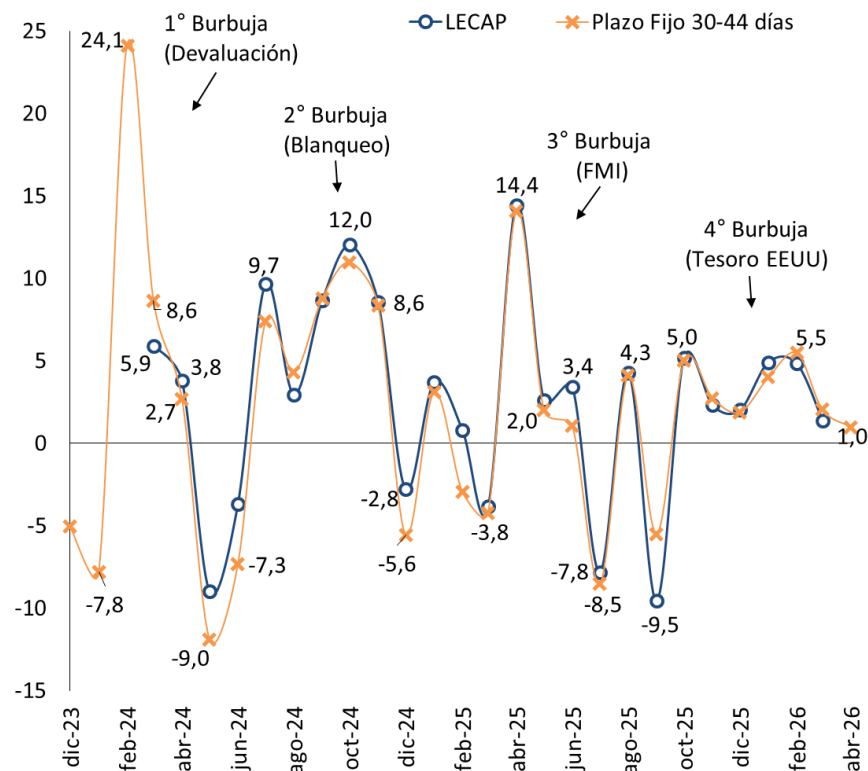
- Es tan evidente la importancia del apoyo de Trump para sostener el gobierno de Milei, como el hecho de que el mismo fue por el momento inferior a lo que se requería para garantizar la sostenibilidad financiera. Tras el fracaso del canje de deuda pública que había propuesto el Secretario del Tesoro de Estados Unidos en octubre (20.000 millones de dólares que iban a aportar diversos bancos de Wall Street bajo la condición de reemplazar al FMI como acreedor privilegiado), la estrategia actual consiste en conseguir un aporte inferior de Wall Street con la garantía de los organismos internacionales. Estos últimos buscan salvarse a sí mismos ya que son acreedores de la mitad de los vencimientos que tiene el gobierno nacional por delante.
- A esa vulnerabilidad externa que persiste en tiempos de bonanza comercial, se agregan dos elementos que pueden afectar la estabilidad del programa económico. El primero es un factor de desestabilización incalculable pero no por eso debe soslayarse. Alude al intento del gobierno de desplazar el liderazgo de Techint en los grupos económicos resquebrajando la “comunidad de negocios” que se había conformado en los inicios del mandato. El segundo elemento se vincula con la contracción de la actividad económica y los salarios reales que difícilmente pueda revertirse sin afectar el nivel de precios y la sostenibilidad externa. Ese es el núcleo de la encerrona actual.
- Al respecto, la actividad económica está paralizada desde febrero de 2025 con una tendencia a la contracción que se reflejó en la caída interanual de 2,1% en febrero de 2026. Si se excluye al sector agropecuario, minas y canteras y la intermediación financiera la contracción trepa al 3,6% interanual. En enero cerraron 1.985 empresas, el registro más alto desde mayo de 2024, y durante el gobierno de Milei la mortandad neta alcanzó a más de 24.200 firmas. Se trata de una cantidad superior al del gobierno de De la Rúa que había registrado el cierre neto de 17.000 empresas.
- A pesar de la contracción monetaria y la estabilidad cambiaria, la disputa por los precios relativos aceleró el ritmo inflacionario como consecuencia de las devaluaciones del año pasado y el incremento en el precio del petróleo por la guerra en Irán. Los impactos de estos *shocks* no son inmediatos sino mediatos. Así, en una primera instancia se aceleraron los precios mayoristas y, dentro de éstos, los precios de la ramas con alto grado de oligopolio cuyos aumentos promedio fueron del 4,4% mensual durante el tercer trimestre de 2025. En forma posterior tendieron a aumentar más los precios minoristas, con una particular aceleración de los vinculados a los servicios que escalaron al 3,8% mensual en el primer trimestre de 2026. En esta pugna el precio que se retrasó, especialmente, es el de los salarios (públicos y privados) que se contrajeron 5% entre agosto y febrero y acumulan una reducción del 13% en términos reales desde el inicio del gobierno de Milei.

# 1. La encrucijada del sector externo en tiempos de bonanza comercial

# Las burbujas de corto plazo

- Tras el salvataje financiero de Estados Unidos, en octubre del año pasado se inició una etapa de estabilidad cambiaria que posibilitó la conformación de una nueva burbuja financiera. Se trata del cuarto intento de recrear un ciclo de valorización financiera que deviene trunco en la era Milei dado el rápido estrangulamiento de las mismas.
- Como se mencionó en informes anteriores, el *carry trade* se basa, fundamentalmente, en colocaciones en moneda local cuya tasa de interés debe superar la tasa de devaluación de los dólares financieros de modo tal de generar altos rendimientos en dólares.
- A simple título ilustrativo, la tasa de interés en dólares de las LECAP o de los depósitos a Plazo fijo se ubicó en un terreno positivo después de octubre de 2025. Sin embargo, sus rendimientos son menores que los de burbujas anteriores, en especial de la que tuvo lugar en el marco del blanqueo de capitales que fue la que originó un ciclo especulativo de mayor envergadura.
- Cabe señalar que la reducción de las tasas de interés en marzo y abril de este año provocaron que, pese a la estabilidad cambiaria, se constatare una reducción en las tasas de interés en dólares, ubicándose en torno al 1% mensual cuando había tocado picos de más del 5% en los dos primeros meses del año.

Tasa de interés mensual en dólares de las LECAP y los Plazo Fijo (porcentajes), Diciembre 2023- Abril 2026



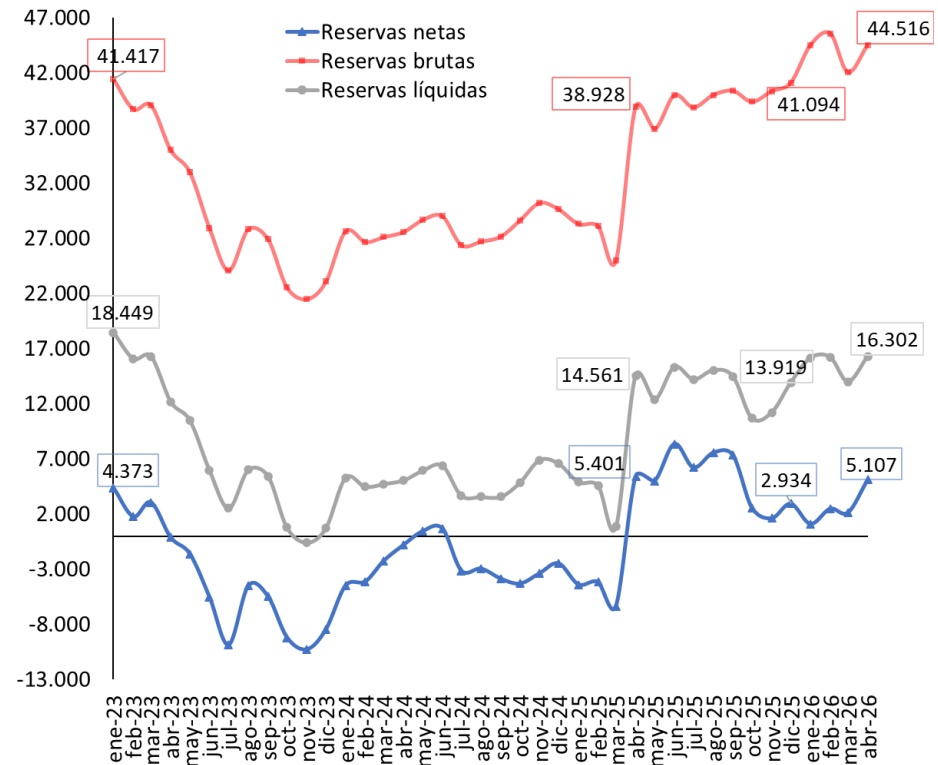
Nota: los rendimientos mensuales en dólares se calcularon a partir de la tasa efectiva mensual promedio de las LECAP y Plazo fijo 30-44 días y su relación a la variación del dólar considerando el dólar CCL para las LECAP y el dólar MEP para el Plazo Fijo.

Fuente: elaboración propia en base al BCRA y Secretaría de Finanzas.

# Débil recomposición de las reservas

- A pesar del nuevo ciclo especulativo, el salvataje del Departamento del Tesoro de Estados Unidos y el triunfo electoral del gobierno no fueron suficientes para habilitar el regreso a los mercados internacionales de crédito, lo que conllevó una modificación en el objetivo de la política de reservas planteando la necesidad de acumular entre 10.000 y 17.000 millones de dólares en 2026.
- Se trata de un aspecto soslayado durante los dos primeros años del gobierno de Milei donde no se recompusieron las reservas pese a contar con diversos ingresos extraordinarios de divisas.
- En los primeros 4 meses de 2026 el BCRA compró 7.155 millones de dólares, colocó un Repo por 3.045 millones, y se benefició por el incremento de la cotización del oro (587 millones) y de la apreciación nominal del yuan (122 millones). Un ingreso próximo a los 11.000 millones en un contexto de elevado superávit comercial.
- Sin embargo, la demanda neta de dólares para el pago de vencimientos de la deuda pública le requirieron 4.245 millones de dólares.
- Así, al 30 de abril las reservas brutas totalizaron 44.516 millones, lo que equivale a un aumento de 3.422 millones en los primeros 4 meses del año. Por su parte, las reservas líquidas alcanzaron a 16.302 y las netas a 5.107 millones de dólares, acumulando 2.383 y 2.173 millones respectivamente.

Reservas internacionales del BCRA brutas, líquidas y netas\* (millones de dólares), Enero 2023-Abril 2026

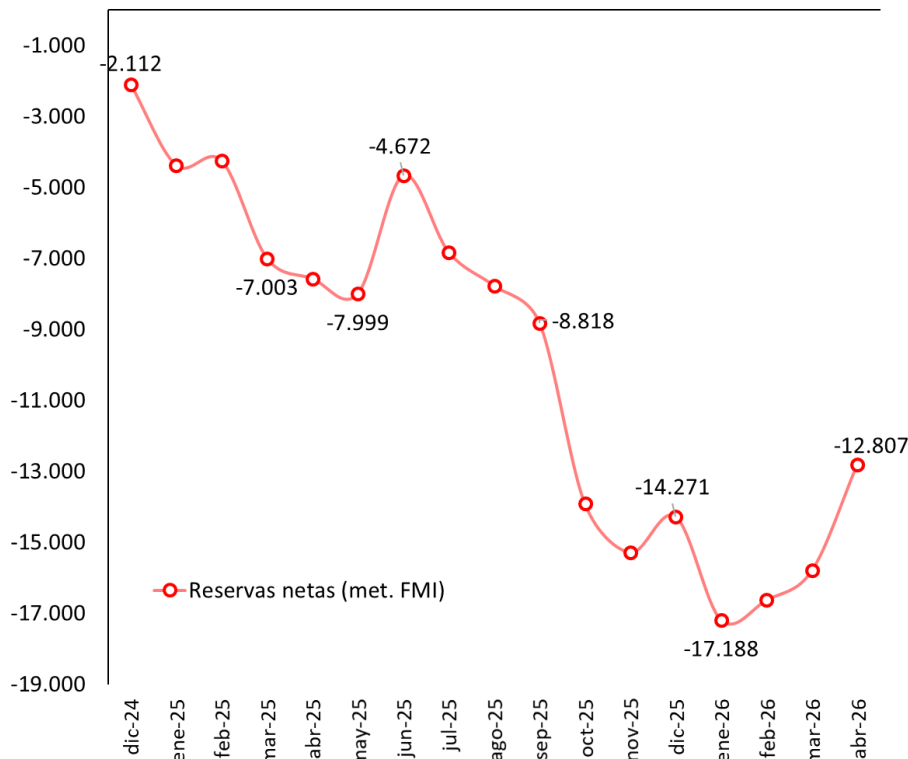


\*Corresponden al último día hábil de cada mes. Reservas líquidas: reservas internacionales (brutas) menos el oro y los swaps. Reservas netas: reservas brutas menos encajes, swaps, obligaciones con organismos internacionales, y garantía de depósitos (SEDESA).

Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

- Conceptualmente, las reservas líquidas constituyen el “poder de fuego” que tiene el BCRA para enfrentar corridas cambiarias y las netas la disponibilidad de divisas en propiedad del Banco Central para afrontar, fundamentalmente, los vencimientos de la deuda externa que constituyen una de las mayores restricciones externas que tiene la economía argentina en la actualidad.
- La metodología que establece el FMI para medirlas realiza una corrección adicional a la apuntada anteriormente. Además, de sustraerle a las brutas los encajes, swaps, obligaciones con organismos internacionales y la garantía de depósitos (SEDESA), se descuentan los desembolsos del FMI, el Repo, la valorización del oro y el tramo activo del swap con China.
- Medidas bajo esta metodología, las reservas netas exhibieron un incremento menor en el año: 1.465 millones entre fines de diciembre y fines de abril de 2026, para situarse en -12.807 millones a fines de este último mes.
- Cabe señalar que el gobierno de Milei, que tuvo un ingreso extraordinario de divisas en su gestión (por efectos de la devaluación, Vaca Muerta, cosecha récord de granos, blanqueo de capitales, salvataje del FMI y del Tesoro de Estados Unidos), recibió un nivel negativo de 7.090 millones de dólares de reservas netas bajo esta medición.

Reservas netas internacionales del BCRA según la metodología del FMI\* (millones de dólares),  
Diciembre 2024-Abril 2026



\*Reservas netas (metodología FMI): se descuentan de las reservas netas los desembolsos del FMI (DEG a precios del 31/1/2025), el Repo de enero de 2026, y se resta la valorización del oro y del tramo activo del swap con China (respecto el 31/1/2025) (TMU p.98-99).

Fuente: elaboración propia en base a BCRA y FMI.

## Balance cambiario

- La contracara de la estabilidad cambiaria es la apreciación del tipo de cambio real después de las devaluaciones del año pasado. En los primeros cuatro meses de 2026 se apreció 13,6% y se encuentra apenas 6% por encima del nivel previo al salvataje del FMI y del 10 de diciembre de 2023.
- En ese marco, la cuenta corriente registró un nivel deficitario de 1.122 millones de dólares en el primer trimestre de 2026. Se trata de un nivel inferior al del mismo período del año pasado (-4.197 millones) por efecto del superávit comercial que fue de 5.710 millones de dólares. A su vez, se redujo el déficit de servicios. Sin embargo, se advierte un incremento en el pago de los intereses de la deuda que treparon de 1.981 a 3.666 millones de dólares entre los primeros trimestres de 2025 y 2026, y el giro de utilidades al exterior que arañó los 1.000 millones.
- El superávit de la cuenta financiera se alcanzó por la vía del endeudamiento que fue de casi 7.000 millones de dólares. Además de la cuenta corriente, la deuda tuvo que financiar la demanda de atesoramiento de personas humanas tras la apertura del cepo cambiario ya que las empresas tienen aun restricciones: 6.643 millones de dólares en el primer trimestre. Por su parte, a pesar del ingreso de la inversión extranjera directa (IED) en 2026 (567 millones), en lo que va del gobierno de Milei la misma fue negativa en 625 millones de dólares. Es decir, se registró repatriación de capital extranjero.

### Principales componentes del Balance Cambiario del BCRA (millones de dólares), 2024-1er trim. 2026

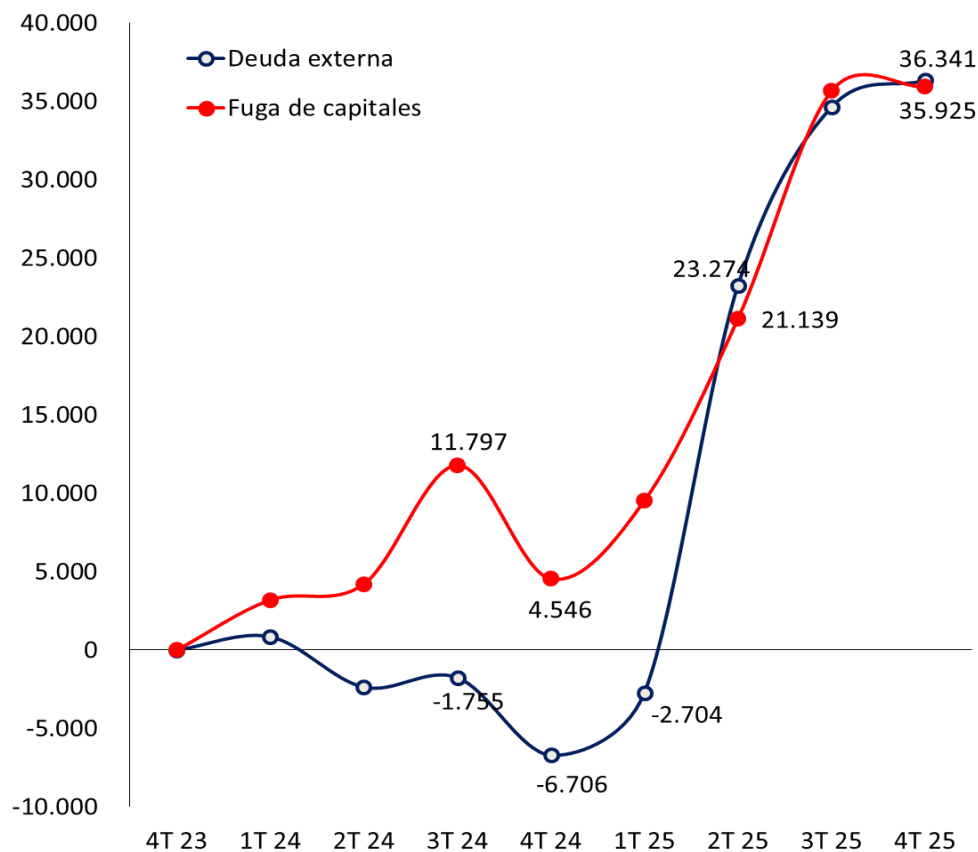
	2024	2025	1T 24	1T 25	1T 26
<b>Cuenta corriente</b>	<b>1.695</b>	<b>-1.453</b>	<b>5.723</b>	<b>-4.197</b>	<b>-1.122</b>
Saldo Bienes	18.677	19.262	9.362	838	5.710
Exportaciones	66.897	87.811	14.713	17.579	20.150
Importaciones	48.220	68.549	5.351	16.741	14.440
Balanza servicios	-4.875	-10.978	-306	-3.024	-2.208
Intereses	-11.850	-9.441	-3.313	-1.981	-3.666
Utilidades y dividendos	-245	-383	-39	-38	-983
<b>Cuenta financiera</b>	<b>4.330</b>	<b>8.493</b>	<b>-1.682</b>	<b>-1.457</b>	<b>1.090</b>
IED	89	-1.281	164	-1.130	567
Inversión portafolio	-77	1.269	7	-23	-31
Deuda*	4.426	35.879	-656	4.293	6.946
Formación de activos externos	2.314	-32.340	211	531	-6.643

\*La deuda corresponde a "Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito" y a la deuda con el FMI y otros organismos internacionales y bilaterales.  
Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

## Endeudar y fugar

- 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.
- La deuda externa total creció 36.341 millones de dólares en términos netos durante el gobierno de Milei. De ese monto, 26.515 corresponden al sector público y 9.826 millones al sector privado. La fuga de capitales, calculada a partir del método residual de la Balanza de Pagos que es una aproximación metodológica distinta y más abarcativa que la formación de activos externos del BCRA, fue prácticamente idéntica a la deuda: 35.925 millones de dólares. Ambas variables ascienden tras el salvataje del FMI, los organismos internacionales y el Tesoro de EEUU. Es decir desde el segundo 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. De allí los intentos actuales de acudir a un crédito con bancos internacionales con la garantía de los organismos internacionales de crédito.

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

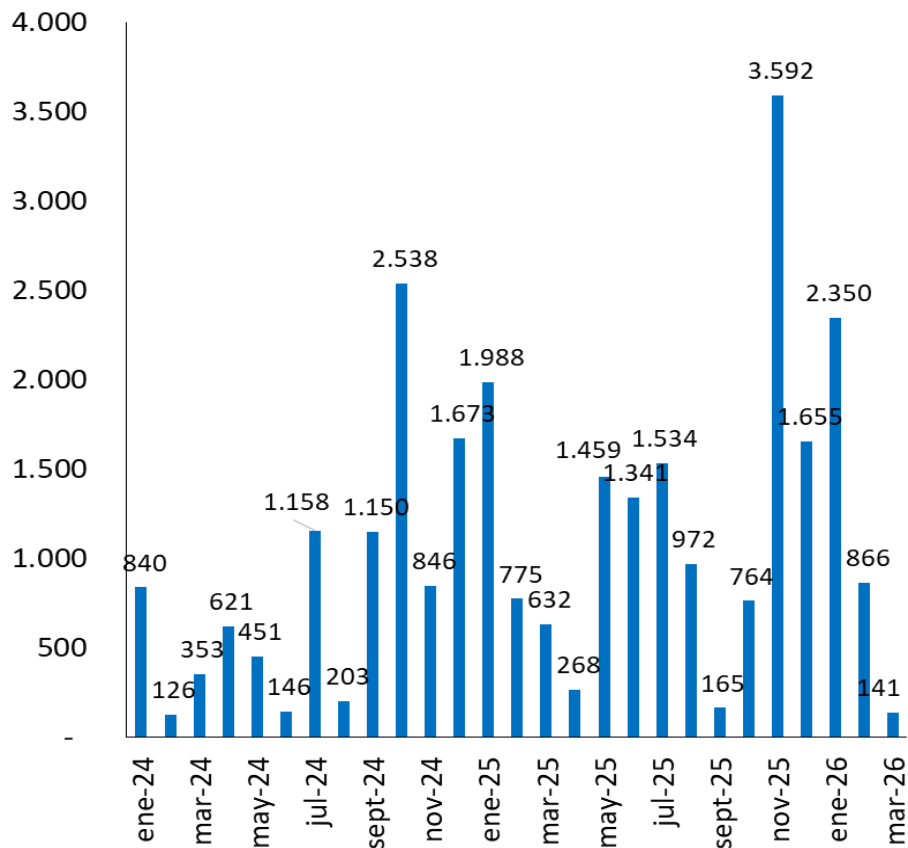


Nota: la fuga de capitales corresponde al método residual de la Balanza de Pagos que es la resultante de adicionar el saldo de cuenta corriente, la IED y la deuda externa y sustraerle la variación de reservas internacionales.

Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

- El endeudamiento externo del sector privado fue de casi 10.000 millones de dólares en términos netos entre diciembre de 2023 y el mismo mes de 2025. La emisión de obligaciones negociables fue uno de los principales instrumentos utilizados.
- Si se consideran las colocaciones brutas –es decir, sin considerar la amortización de capital–, la emisión fue de 28.607 millones de dólares entre enero de 2024 y marzo de 2026. Mientras que en 2023 se colocaron 2.500 millones, en 2024 ascendieron a 10.106 y en 2025 a 15.145, el valor más alto desde el inicio de la serie de la CNV en 2015. En el primer trimestre de 2026 se acumula una emisión de 3.357 millones de dólares.
- Se registran dos momentos particularmente elevados en la emisión de obligaciones negociables: durante el blanqueo de capitales y tras el “efecto Trump”. Estos procesos tienen en común que se iniciaron en octubre (uno en 2024 y otro en 2025) y que se redujeron (o se empezaron a reducir) en marzo. En el primero las emisiones alcanzaron a 8.453 y en el segundo a 9.366 millones de dólares.
- Si bien es probable que una parte de la emisión de ON se haya integrado en los procesos de valorización financiera, cabe señalar que una buena parte de las mismas se explica por las empresas energéticas (64%), en particular YPF, Vista, Pampa, Pluspetrol, PAE y TGS.

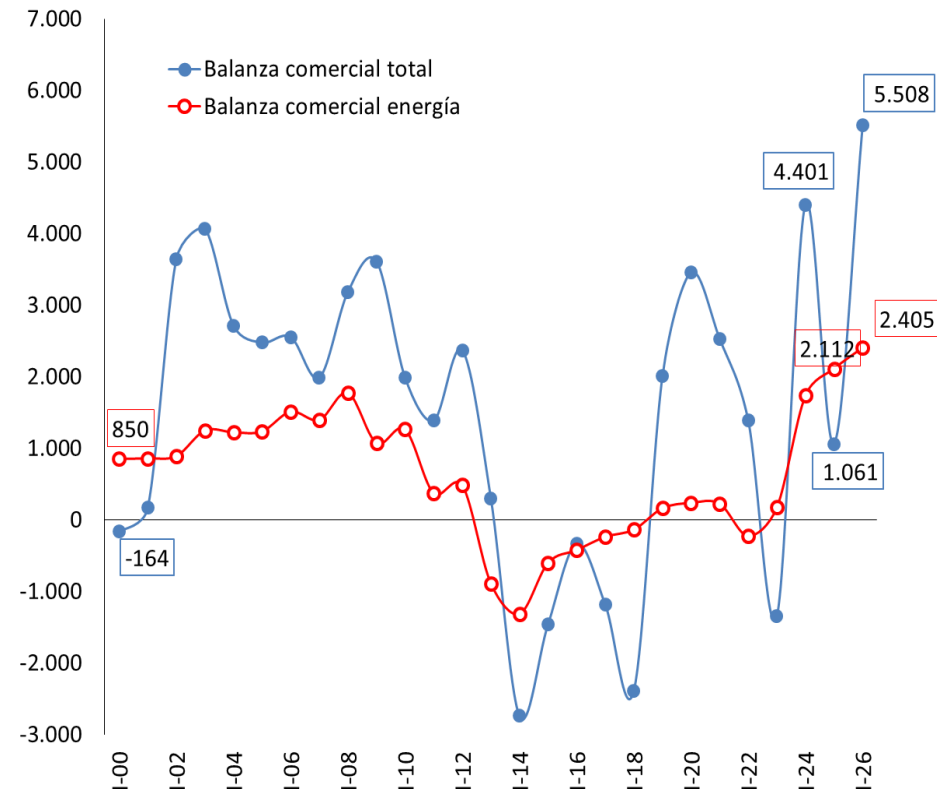
Colocaciones de obligaciones negociables en dólares (millones de dólares), Enero 2024-Marzo 2026



Fuente: elaboración propia en base a la CNV.

- La encrucijada del sector externo que no logra resolver la compra de divisas ni los salvatajes financieros se produce en tiempos de una bonanza comercial inédita: el superávit comercial, medido por el INDEC, fue de 5.508 millones de dólares en el primer trimestre del año, el mayor registro del siglo.
- Esta situación se sustenta, principalmente, en el crecimiento del superávit comercial energético que aportó poco menos de la mitad de ese superávit: 2.405 millones de dólares en el primer trimestre de 2026. Las exportaciones energéticas fueron de 2.837 millones de dólares que no dista del registro de 2025 (2.783 millones), pero las importaciones del sector se redujeron de 672 a 342 millones de dólares. Es probable que, en el marco de Vaca Muerta y la suba de precios asociada al cierre del estrecho de Ormuz, aumente ese elevado superávit energético.
- Otro factor de relevancia fue el ascenso de las exportaciones de productos primarios en el primer trimestre de 2026, al pasar de 4.640 millones en el mismo período de 2025 a 6.179 millones en el marco de la cosecha récord de granos
- Por último, las importaciones se redujeron en el primer trimestre por los rubros vinculados a la producción: bienes intermedios, de capital, piezas y partes y combustibles. En cambio, la demanda de bienes de consumo y vehículos mantuvo una fuerte expansión.

Balanza comercial total y del sector energético (millones de dólares), 1er trim 2000-1er trim. 2026



Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

- La mayor restricción externa que tiene la economía son los vencimientos de la deuda en moneda extranjera que, por su magnitud creciente y la imposibilidad de reunir reservas, impide el regreso a los mercados internacionales de crédito para financiarlos. Si se consideran solo los vencimientos del gobierno nacional, en el resto de 2026 –es decir entre mayo y diciembre– los vencimientos totales alcanzan a 11.737 millones de dólares, compuestos por 6.106 millones de capital de la deuda y 5.631 millones de intereses. En 2027 la cuenta asciende a 23.787 millones de dólares correspondiendo 15.205 millones a la amortización de la deuda y 8.582 millones a los intereses.
- El saldo total a pagar en lo que resta del gobierno de Milei supera los 35.500 millones de dólares, correspondiendo el 50,9% al FMI, el BIRF, el BID y otros organismos internacionales. Allí se comprende la razón por la que estos organismos ofrecerían la garantía para que los bancos internacionales le otorguen un crédito al gobierno argentino.
- Este panorama deja de lado los vencimientos de deuda del BCRA, los gobiernos provinciales y el sector privado. En 2027 el BCRA aporta vencimientos por 2.844 y el sector privado 5.585 millones de dólares por el capital de su deuda externa. Sumando los del gobierno nacional los vencimientos ascienden a 32.200 millones de dólares en 2027.

Vencimientos de capital e interés de la deuda del gobierno nacional en moneda extranjera (millones de dólares),  
Mayo-diciembre 2026 - 2027

	may-dic 26	2027	Total Milei
<b>Capital</b>	<b>6.106</b>	<b>15.205</b>	<b>21.311</b>
FMI	1.141	4.451	5.592
Otros organismos int.	1.412	2.315	3.727
Resto	3.553	8.439	11.992
<b>Intereses</b>	<b>5.631</b>	<b>8.582</b>	<b>14.213</b>
FMI	2.300	2.948	5.248
Otros organismos int.	1.446	2.071	3.517
Resto	1.885	3.563	5.448
<b>Total</b>	<b>11.737</b>	<b>23.787</b>	<b>35.524</b>
FMI	3.441	7.399	10.840
Otros organismos int.	2.858	4.386	7.244
Resto	5.438	12.002	17.439

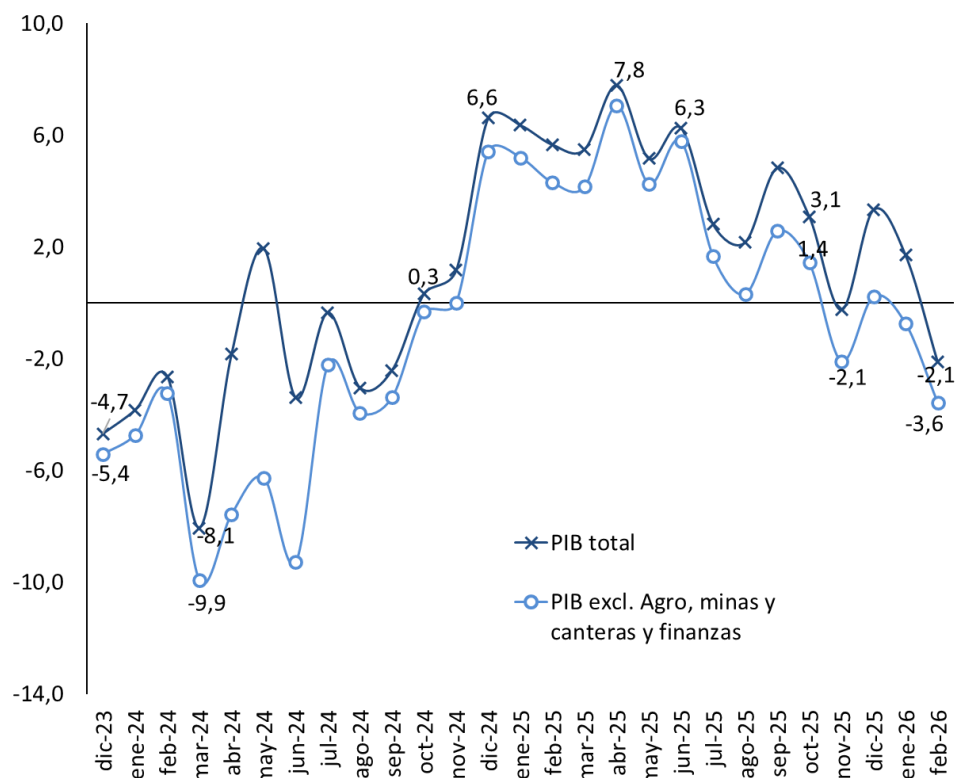
Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía.

## 2. La caída de la actividad y los ingresos reales

# Contracción productiva

- En los primeros meses de 2026 la actividad económica se contrajo como consecuencia del mal desempeño de febrero. En términos desestacionalizados, la caída alcanzó a 2,2% respecto a diciembre de 2025. Asimismo, la variación interanual exhibió una contracción de 2,1% en febrero.
- Si se excluyen los sectores especialmente favorecidos por el modelo económico actual –minas y canteras y la intermediación financiera, a lo que debe agregarse el sector agropecuario por la cosecha récord– la reducción del nivel de actividad del resto de la economía fue del 3,6% interanual en febrero y del 2,1% en el primer bimestre del año.
- Desde esta perspectiva, se advierte una tendencia descendente del nivel de actividad desde noviembre del año pasado, cuando la contracción interanual fue de 2,1% y, después de cierto estancamiento en la variación interanual (+0,2% en diciembre y -0,7% en enero), se profundizó con el retroceso de febrero (-3,6%).
- Se empieza a deshacer la recuperación económica que se había puesto de manifiesto desde mediados de 2024, después de la recesión que provocó la devaluación de arranque del gobierno actual, y que con sus más y sus menos había perdurado hasta febrero del año pasado. Desde allí los indicadores exhiben el estancamiento de la producción.

Variación interanual del PBI total y excluyendo al sector agropecuario, minas y canteras e intermediación financiera (porcentajes), Diciembre 2023-Febrero 2026

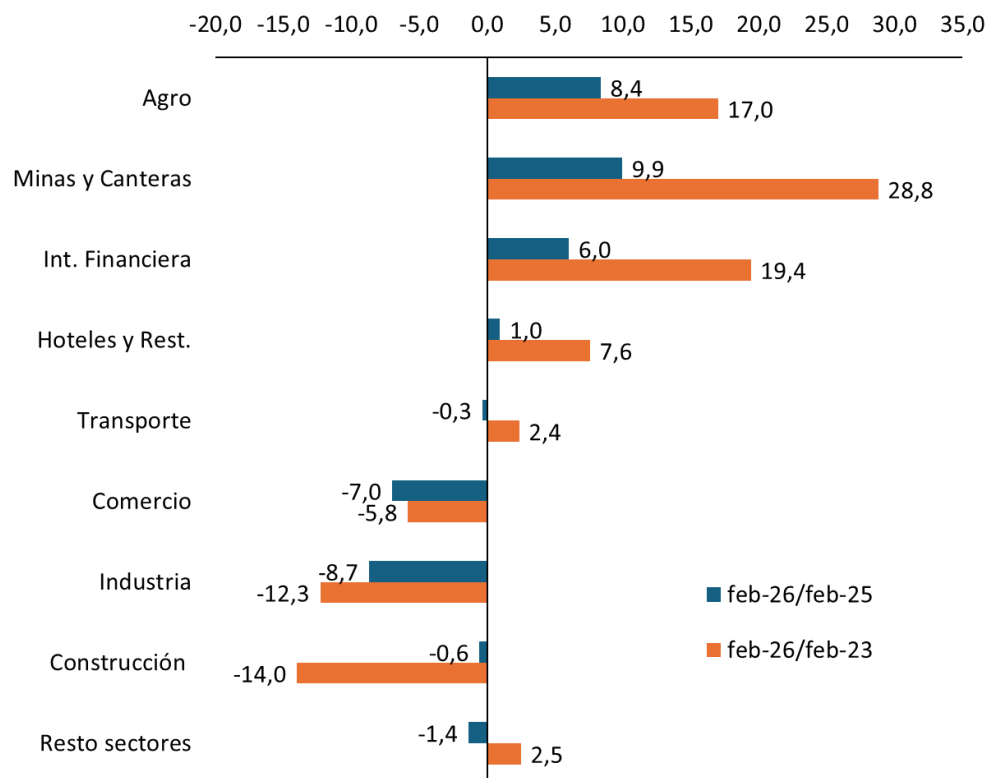


Fuente: elaboración propia en base a al INDEC (EMAE).

## Heterogeneidad sectorial

- La contracción de la actividad económica en febrero no hizo otra cosa que profundizar la heterogeneidad sectorial que marcó el desempeño económico durante el gobierno actual.
- Por un lado, la fuerte expansión de minas y canteras (+9,9% interanual en febrero), el sector agropecuario (+8,4%) e intermediación financiera (+6,0%). Al respecto, vale decir que estos sectores acumulan un importante ascenso si se contrasta su situación actual con la de 2023: 17,0%, 28,8% y 19,4%, respectivamente.
- Por el otro, los perdedores del modelo desde el punto de vista sectorial son la industria, la construcción y el comercio. Estas actividades muestran un descenso interanual de 8,7%, 7,0% y 0,6% en febrero, y acumulan contracciones de 12,3%, 5,8% y 14,0%, respectivamente, en relación al mismo mes de 2023. La industria y la construcción tuvieron un transitorio repunte en marzo que parece interrumpirse en abril.
- El resto de los sectores, que habían experimentado cierta recomposición después de la recesión inicial, registraron bajos niveles de crecimiento o de caída en sus niveles de actividad. Es el caso de Transporte y comunicaciones, o de Hoteles y restaurantes que en el marco de una importante expansión respecto a febrero de 2023 (+7,6%) mostró un ascenso interanual de apenas el 1,0%.

Variación interanual del PBI (EMAE) por sector de actividad (porcentajes), Febrero 2023-Febrero 2026

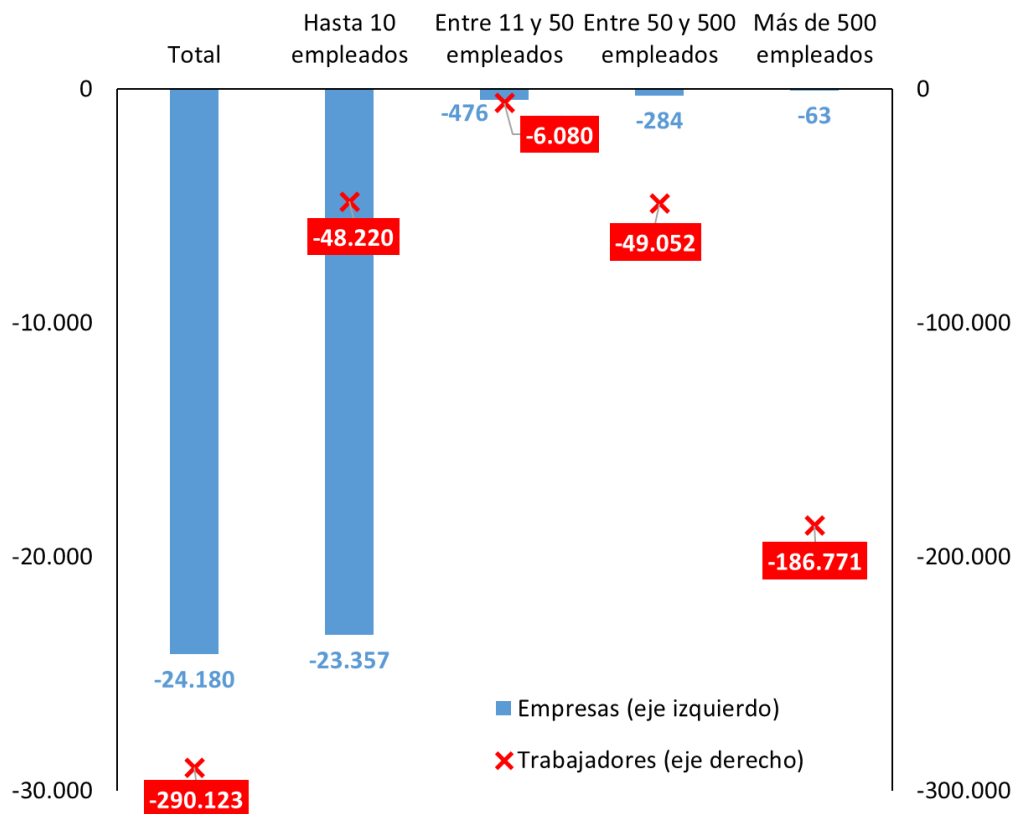


Fuente: elaboración propia en base a al INDEC.

# Cierre de empresas y despidos

- La tendencia descendente del nivel de actividad se reflejó en el cierre de empresas ya que desde mediados de 2024 no se contabilizaba la mortandad de empresas que se registró en enero de 2026 (1.985 firmas). Así, se acumula el cierre neto de 24.180 empresas en dos años y dos meses. Para cobrar una dimensión de su relevancia, en los dos años del gobierno de De la Rúa el cierre fue de 17.037 empresas.
- Si se considera el tamaño de la empresa, resulta interesante advertir que el cierre de 23.357 corresponde a micro empresas de menos de 10 empleados, es decir el 96,6% del total de las que cerraron. En el otro extremo las grandes empresas de más de 500 ocupados registraron el cierre neto 63 establecimientos, lo que equivale a 0,3% del total.
- Esta diferencia alude al universo de empresas que hay en cada uno de esos estratos: en noviembre de 2023 habían 425.683 empresas en las de menos de 10 ocupados y 1.805 en las de más de 500. Pero más allá de eso interesa remarcar el impacto diferencial de cada uno de ellos en materia de la ocupación: 48.220 y 186.771 empleados registrados menos en las micro y grandes empresas, respectivamente. Si se suman las empresas pequeñas y medianas la ocupación se redujo en 290.123 empleados.

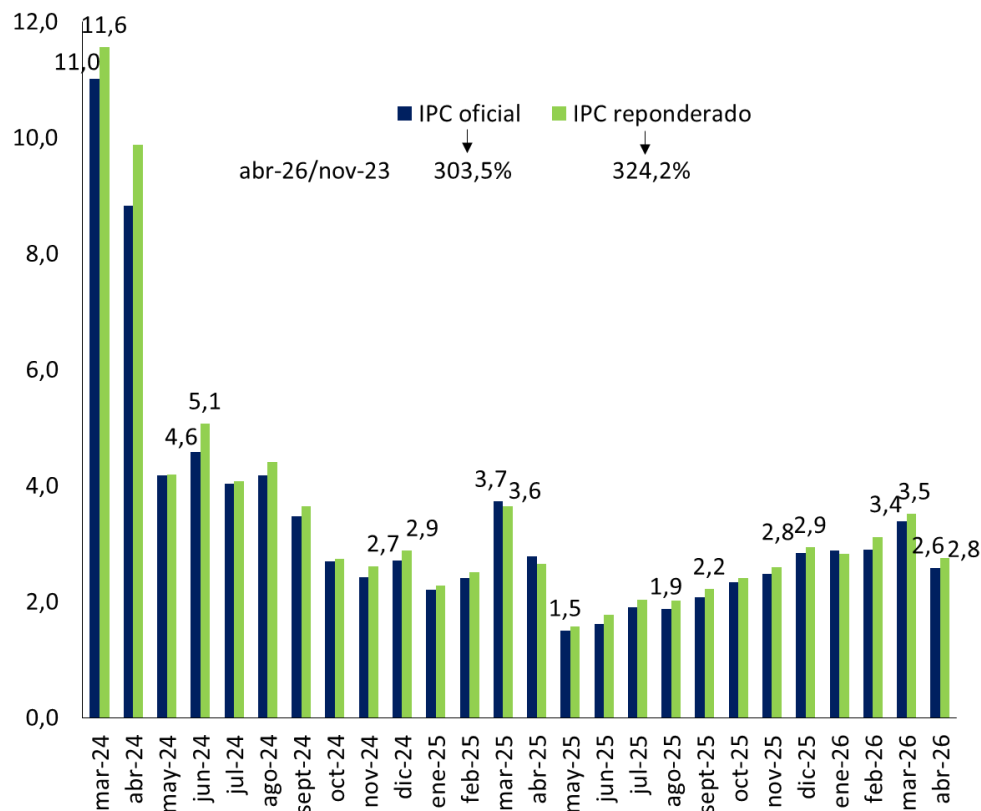
Diferencia en la cantidad absoluta de empresas y trabajadores según tamaño de la empresa por cantidad de ocupados, Noviembre 2023-Enero 2026



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

- El deterioro del nivel de actividad es contemporáneo a una aceleración del proceso inflacionario. Si bien el índice de precios al consumidor se había estacionado en torno al 1,5%-2% mensual a mediados de 2025, desde junio se advierte una tendencia ascendente en el crecimiento de los precios internos a punto tal de alcanzar el 3%-3,5% mensual entre diciembre de 2025 y marzo de 2026.
- El dato de abril muestra una desaceleración del nivel de precios, anotando el 2,6% mensual en el IPC oficial o el 2,8% si se considera el IPC “reponderado”.
- Como se planteó en informes anteriores, la falta de actualización de la canasta de bienes y servicios del IPC por parte del INDEC llevó a la necesidad de construir, a modo de ejercicio, un “IPC reponderado” que considera la estructura de consumo de 2017/18.
- Dado el superior crecimiento de los precios de los servicios y la mayor ponderación de éstos en la encuesta de gastos de 2017/18, este índice exhibe una variación que es en la mayoría de los meses superior que la del IPC oficial.
- A tal punto que si se considera el acumulado desde noviembre de 2023 a marzo de 2026, el IPC oficial subió 303,5% y el IPC reponderado 324,2%, es decir una brecha de 20,7 puntos porcentuales.

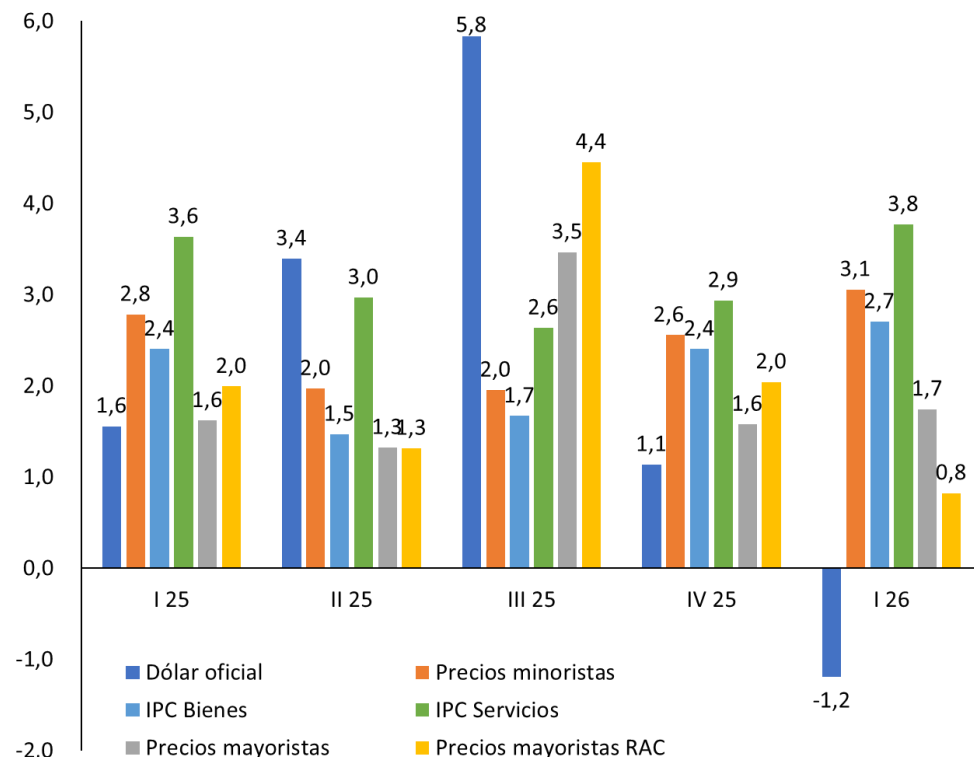
Variación mensual del índice de precios al consumidor oficial y “reponderado”\* (porcentajes), Marzo 2024-Abril 2026



\*Se modifica el IPC oficial a partir de las ponderaciones de la ENGHO 2017/18. Para más detalles metodológicos, puede consultarse CIFRA “Informe sobre salarios reales”, marzo 2025.  
Fuente: elaboración propia en base a al INDEC.

- Las devaluaciones del año pasado tendieron a acelerar el proceso inflacionario. El tipo de cambio oficial aumentó al 3,4% y 5,8% promedio mensual en el segundo y tercer trimestre de 2025. En forma posterior se tendió a estabilizar en el 1,1% mensual en el cuarto trimestre e, incluso, retrocedió al 1,2% mensual en el primer trimestre del año.
- Naturalmente, sus efectos no fueron inmediatos en un contexto caracterizado por la contracción monetaria y la apertura comercial. Sin embargo, el impulso cambiario dio lugar a un reajuste de precios relativos que tienden a sostener un nivel de inflación más alto a pesar de la reducción del tipo de cambio del primer trimestre del año.
- En una primera instancia se aceleraron los precios mayoristas, y dentro de éstos los precios con alto grado de oligopolio, lo que se vio reflejado en un aumento mensual del 3,5% en el primer caso y del 4,4% en el segundo durante el tercer trimestre de 2025. En forma posterior tuvo lugar un mayor ritmo de aumento en los precios minoristas, con una particular aceleración de los precios vinculados a los servicios que llegaron a escalar al 3,8% mensual en el primer trimestre del año.
- A la disputa de precios relativos que desencadenó la situación cambiaria a partir del año pasado se sumó a partir de marzo los efectos de la guerra en Irán.

Variación promedio mensual del tipo de cambio, el IPC, los precios mayoristas y los precios de las ramas altamente concentradas\* (porcentaje), 1er trimestre 2025-1er trimestre 2026



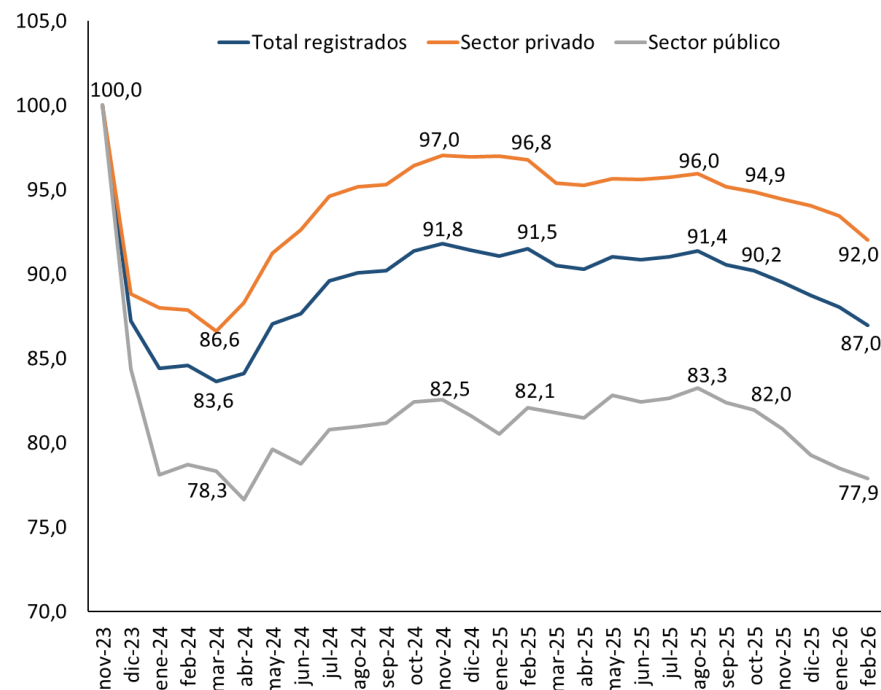
\*RAC = Ramas Altamente Concentradas, donde los 8 establecimientos más grandes explican más del 50% del valor de producción (ver metodología en Azpiazu, 2011).

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

# La caída del salario real

- Considerando el IPC reponderado, la trayectoria del salario real de los trabajadores registrados muestra dos etapas de caída durante el gobierno de Milei.
- La primera fue entre noviembre de 2023 y marzo de 2024 cuando los salarios reales descendieron como consecuencia de la devaluación y la aceleración del proceso inflacionario. En el promedio de trabajadores registrados la caída fue del 6,4% que es el resultado de un descenso de 3,4% en los trabajadores del sector privado y del 21,7% en los del sector público.
- A partir de allí se puso en marcha una recomposición de las remuneraciones reales que se interrumpió en noviembre de 2024, quedando el salario medio 8,2% por debajo del nivel de noviembre de 2023, aunque con una marcada diferencia entre los privados (-3,0%) y los públicos (-17,5%).
- Después de cierto estancamiento relativo a partir de agosto de 2025, en consonancia con la aceleración en el aumento de los precios, se registra la segunda etapa de reducción del salario real. Entre ese mes y febrero de 2026 la caída fue de casi el 5% en el promedio de los trabajadores registrados, quedando 13,0% por debajo del nivel de noviembre de 2023. Los trabajadores del sector privado registraron una caída del 4,1% y los del público de 6,4% entre agosto de 2025 y febrero de 2026, acumulando caídas de 8,0% y 22,1%, respectivamente, en comparación con noviembre de 2023.

Evolución del salario real de los trabajadores registrados totales, públicos y privados\* (índice nov-23=100), Noviembre 2023- Febrero 2026

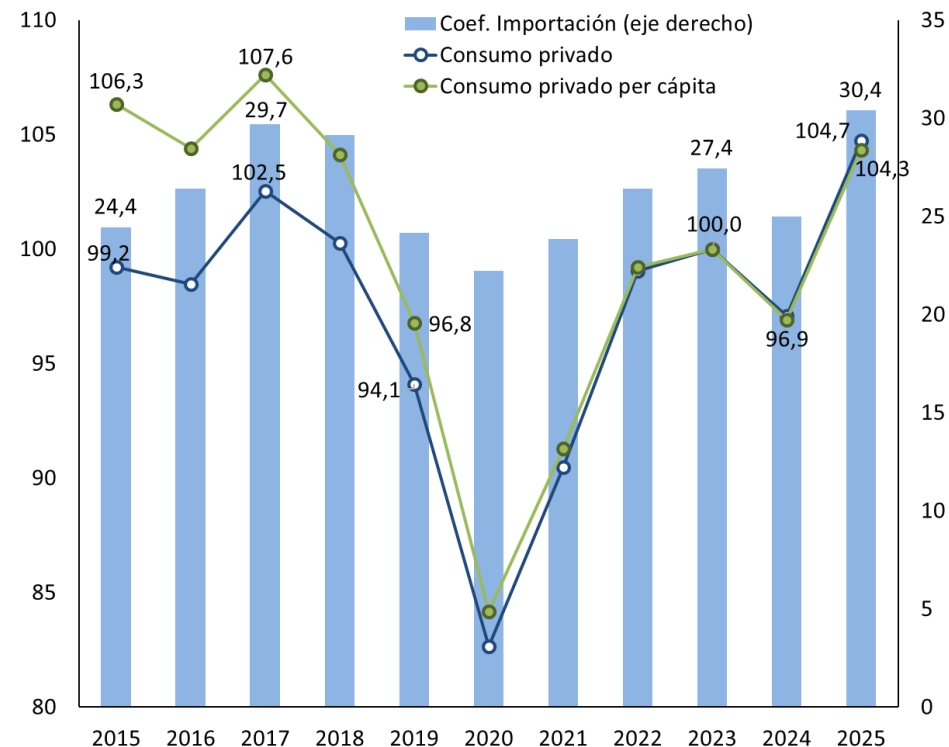


\*Deflactado por el IPC reponderado.  
Fuente: elaboración propia en base a al INDEC.

# El nivel del consumo privado

- A pesar de la caída en el poder adquisitivo del salario y la destrucción neta de puestos de trabajo, el INDEC registró un alto nivel de consumo privado en el promedio de 2025, constituyéndose en uno de los motores, por detrás de las exportaciones, del crecimiento de la demanda agregada.
- Las evidencias relevadas por el INDEC exhiben, ciertamente, un nivel de consumo privado en 2025 que fue 4,7% más elevado que en 2023 y 2,1% superior al pico de 2017. La variación interanual fue de 7,9% respecto al crítico 2024.
- Si se corrige el crecimiento del consumo privado por el crecimiento poblacional, es decir el consumo privado per cápita, su nivel es inferior al de 2015 y 2017, aunque sigue siendo elevado respecto a 2023. Probablemente una parte relevante de ese crecimiento haya estado cubierto con compras del exterior dado el aumento del coeficiente de importación que alcanzó el 30,4% en 2025.
- La consolidación de la caída de los salarios reales en 2026 pone en duda la sostenibilidad de ese nivel de consumo. De hecho, las evidencias de consultoras especializadas en consumo –como Scentia que releva las ventas de supermercados, autoservicios independientes, almacenes y kioscos y farmacias– indican un cambio de tendencia en 2026 respecto a la expansión de 2025: en el primer trimestre el consumo cayó 3,1% interanual.

Evolución del consumo privado total y per cápita y coeficiente de importación (índice 2023=100 y porcentajes), 2015-2025



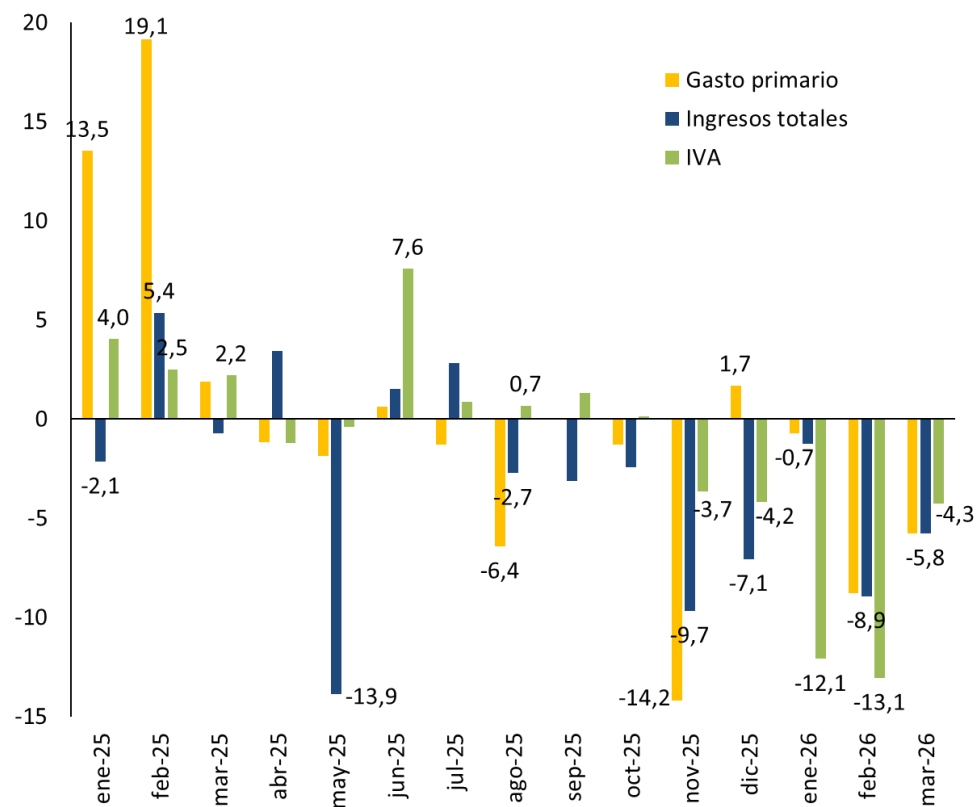
Nota: el coeficiente de importación surge de la relación entre las importaciones y el PBI en precios constantes.

Fuente: elaboración propia en base a al INDEC.

## Caída en la recaudación

- Otra manifestación del cambio de tendencia en la dinámica del consumo es la contracción de la recaudación del impuesto al valor agregado (IVA).
- Este indicador registra 5 meses de retroceso interanual entre noviembre de 2025 y marzo de 2026. En el promedio de esos meses exhibió una caída en términos reales de 7,7% respecto al mismo período del año anterior. De considerar el primer trimestre del año el descenso trepa al 10,1% interanual.
- La caída de la recaudación del IVA no solo refleja una caída del consumo sino de la actividad económica con repercusiones más generales en los ingresos públicos. En el primer trimestre del año, los ingresos del sector público nacional cayeron 5,1% en tanto que los tributarios 8,0% en términos reales.
- Así, a pesar del sostenimiento del ajuste en el gasto primario durante el primer trimestre (-5,0%), en especial de la obra pública (-25,9%), el superávit primario se redujo 5,4%.
- Es decir, que de no reactivarse la economía esta tendencia atenta sobre los resultados fiscales positivos obtenidos y jerarquizados por el gobierno. De priorizar estos últimos, un mayor ajuste fiscal implicaría una mayor caída en la actividad y en la recaudación.

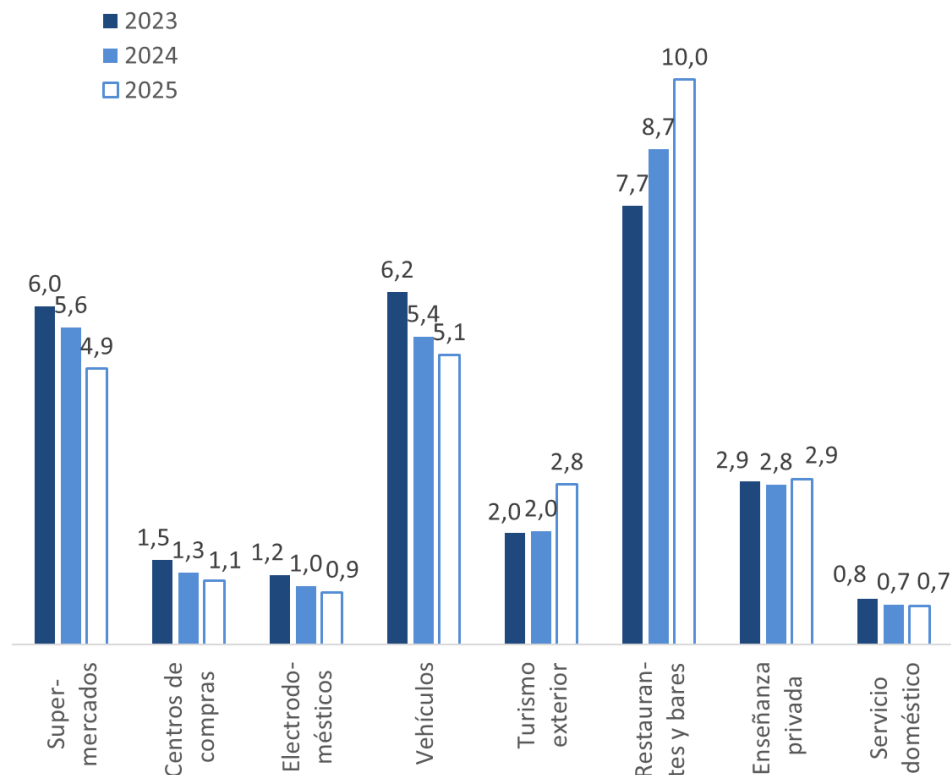
Variación interanual de los ingresos totales, el gasto primario y los ingresos por recaudación del IVA en precios constantes del sector público nacional (porcentajes), Enero 2025-Marzo 2026



Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía (IMIG).

- Resulta interesante indagar en la composición del consumo en 2025 respecto a años anteriores. Dado que el INDEC no desagrega ese indicador, se realiza una aproximación parcial a partir de estimar la incidencia de algunos componentes que representan alrededor del 30% del consumo privado.
- Allí se comprueba que entre 2023 y 2025 hubo una pérdida de incidencia en el consumo de las ventas de los supermercados, los centros de compra (shopping) y electrodomésticos. El peso relativo de esos consumos cayó del 8,7% al 6,9% entre 2023 y 2025.
- También cayó el consumo aparente de los vehículos del 6,2% al 5,1% en relación al consumo privado total. Esto ocurrió a pesar de que aumentaron los patentamientos entre esos años, por lo que al tratarse de una relación en precios corrientes puede haber influido la caída en los precios relativos en detrimento de los automóviles.
- Los consumos registrados que experimentaron un importante ascenso en términos relativos al consumo privado corresponden al turismo en el exterior (en particular los pagos de bienes y servicios y viajes en el exterior con tarjeta) que pasaron de representar el 2% al 2,8% y el consumo en restaurantes y bares que subió del 7,7% al 10%.

Incidencia de algunos componentes seleccionados\* en el consumo privado en precios corrientes (porcentajes), 2023-2025

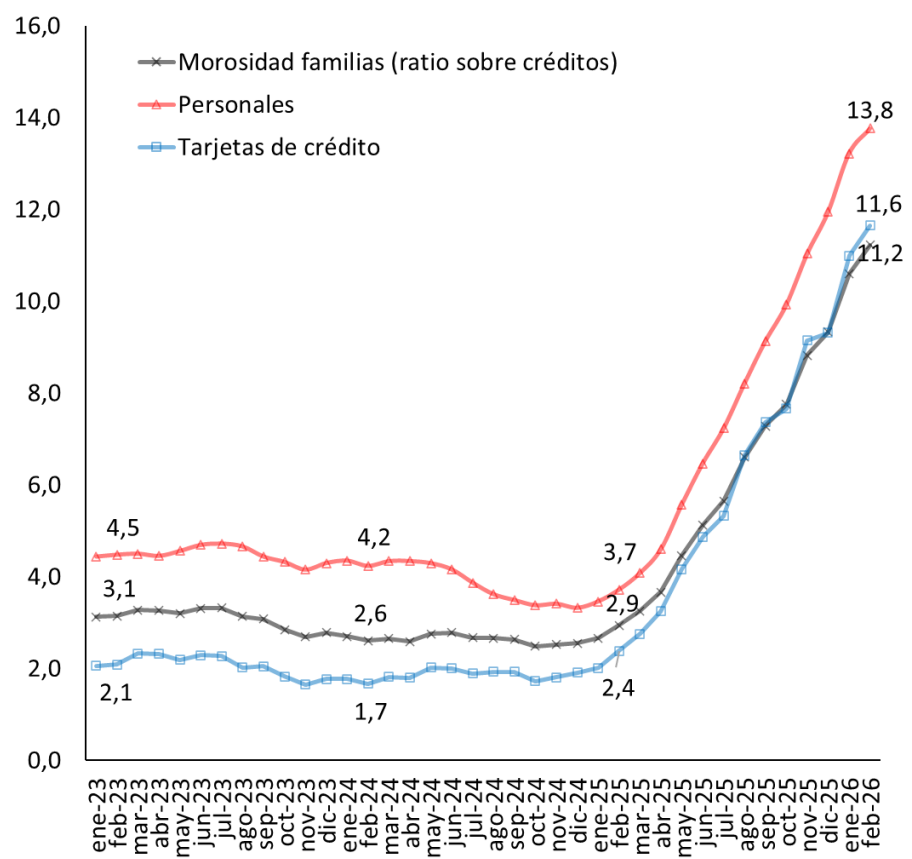


\*Supermercados, centros de compras y electrodomésticos corresponden a las respectivas encuestas del INDEC. El consumo en "Vehículos" fue estimado en base al consumo aparente (VBP - Expo + Impo). Turismo en exterior surge del consumo de bienes y servicios pagados con tarjetas y viajes, y Restaurantes, Enseñanza privada y Servicio doméstico corresponden al valor de producción (VBP) según Cuentas Nacionales.

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

- Finalmente, otro aspecto que también puede afectar al consumo es la creciente irregularidad en el financiamiento, lo cual no está para nada disociado de la caída en los ingresos reales. En febrero de 2026 la cartera irregular alcanzó el 11,2% en el total de créditos, impulsada por la morosidad en los créditos personales (13,8% del total) y en las tarjetas de crédito (11,2%).
- Más allá de los niveles vale la pena resaltar la aceleración en la curva de morosidad. En febrero de 2025 la morosidad en los créditos personales era del 3,7% y la de tarjeta de crédito del 2,4%. Es decir que en un año los ratios casi se cuadruplicaron en el primer caso y se quintuplicaron en el segundo.
- Este crecimiento de la morosidad se vincula a un proceso de crecimiento del endeudamiento en créditos personales, que tuvieron un salto inicial en el último trimestre de 2025, y en forma posterior a un aumento de la deuda con tarjetas de crédito en el primer trimestre de 2026. Así el saldo de los créditos personales en febrero de 2026 totalizó 20,7 billones de pesos, un 348,2% más que en febrero de 2024 en términos reales, y el de tarjetas 21,4 billones lo que equivale a un aumento del 92,2%.
- A simple título ilustrativo, en el marco de la crisis del gobierno de Macri la morosidad de las familias aumentó pero en un nivel muy inferior al actual, ya que pasó del 3,2% en 2018 a 4,6% en 2019.

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-Febrero 2026



Fuente: elaboración propia en base a la BCRA.

