Centro de Investigación y Formación de la República Argentina

Informe de coyuntura N° 47

Julio 2025

Informe elaborado por: Pablo Manzanelli y Leandro Amoretti

Síntesis

- El salvataje del FMI solo pudo frenar la corrida que se había desatado en marzo de este año, pero no pudo generar las condiciones para impulsar una nueva burbuja financiera que posponga la resolución de la insolvencia externa a la que está sometida la economía argentina. A tal punto esto es así que después de dos meses y medio de rendimientos positivos en dólares de los activos financieros locales –como es el caso de las LECAP que rindieron 8,4% para los entraron en abril y salieron a fines de junio–, en la primera quincena de julio se registraron rendimientos negativos ante la suba del tipo de cambio, como había preanunciado el JP Morgan cuando recomendó el desarme del "carry trade".
- Como se mencionó en informes anteriores, la valorización financiera de Milei es de corto plazo dado que carece del financiamiento externo para sostener el tipo de cambio, que es el sustento fundamental para garantizar que las tasas de interés en moneda local generen ganancias en moneda dura. El déficit de cuenta corriente en el marco de la apertura importadora y la apreciación cambiaria, no logra ser financiado vía deuda pública e inversiones directas. Los únicos financiamientos que contó el gobierno actual, una vez agotado los efectos del blanqueo de capitales, fue el endeudamiento público con el prestamista de última instancia (FMI) y el elevado endeudamiento de las grandes empresas, casi 13.000 millones en lo que va del gobierno, que ya provocó el *default* de varias de ellas (Generación Mediterránea, Central Térmica Roca, Celulosa, Petrolera Aconcagua, Grobocopatel, Agrofina, Red Surcos).
- En estas condiciones el salvataje del FMI es, como a fin del siglo pasado, un blindaje financiero que no blinda y empeora la insolvencia en los próximos meses y años ya que los desembolsos no coinciden con los vencimientos futuros con el FMI que se acrecientan significativamente del mismo modo que los de otros acreedores. En efecto, si se contabilizan los vencimientos de los gobiernos nacional y provinciales, del Banco Central y de las grandes empresas que emitieron obligaciones negociables, el total de vencimientos en moneda extranjera asciende a 10.164 millones de dólares entre agosto y diciembre de este año, 28.774 millones en 2026 y 36.216 millones en 2027. Por eso el FMI insiste en que el Banco Central acumule reservas que no logra conseguir a pesar de los múltiples intentos como la flexibilización de los controles impositivos (el intento frustrado de apelar a los dólares del "colchón), la eliminación de permanencia a capitales especulativos, la emisión del BONTE 2030, la intervención en el dólar futuro, etc. Por el contrario, la fuga de capitales de un mes y medio absorbió el 44% del primer desembolso del FMI. Evidentemente el equilibrio fiscal, que se comprometió en junio, era solo una parte del problema, y no la más relevante.

Síntesis

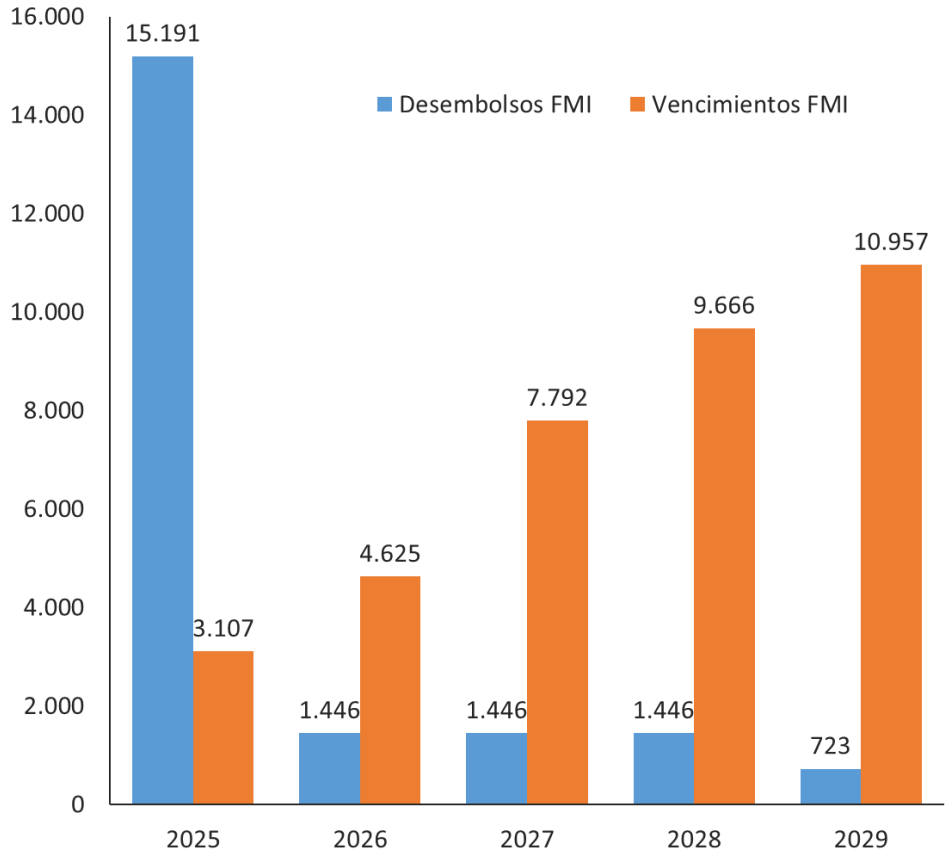
- El desequilibrio externo y la suba del tipo de cambio en el mes de julio –ascendió 7,2%– ponen en tela de juicio la sostenibilidad de la reducción en el ritmo de inflación que había alcanzado el 1,6% en junio en el marco de cierta estabilidad cambiaria y de los efectos de la apertura importadora y el ancla salarial. También se tiende a agotar la recuperación de la actividad económica que se había puesto de manifiesto en el segundo semestre de 2024. De hecho, entre diciembre de 2024 y abril de 2025 se registró un estancamiento en el nivel de actividad total.
- Dos elementos resultan interesantes para evaluar la escasa sostenibilidad que tuvo la recuperación de corto plazo que, además de las exportaciones, estuvo fuertemente impulsada por el consumo privado y la inversión. En primera instancia, la expansión del consumo privado y la inversión acarreó una elevada expansión de las compras al exterior que representaron cerca del 30% de la demanda interna, un nivel históricamente elevado. Esto no solo genera límites en las cuentas externas sino también al crecimiento económico. En segundo lugar, si bien la recuperación económica y del consumo privado se había sostenido, principalmente, en la recuperación del salario real en el segundo semestre de 2024, en lo que va de 2025 se advierte un cambio de tendencia: la reducción de 4% en el salario real de los trabajadores registrados en el sector privado según la información del SIPA (o un estancamiento según la medición del INDEC).
- Otra de las características sobresalientes de la recuperación económica a partir del tercer trimestre de 2024 fue su escaso impacto en la generación de empleo, e incluso la elevación de la tasa de desocupación hasta el 7,9% en el primer trimestre de 2025, 1 punto por encima de 2023. Un aspecto que incide en esta dinámica es la composición sectorial del crecimiento que tiende a apoyarse en sectores menos intensivos en trabajo. Así, los tres sectores que tuvieron una mayor expansión económica (minas y canteras, sector agropecuario e intermediación financiera) generaron apenas 72.000 puestos de trabajo con tasas de crecimiento que superaron el 10% entre el primer trimestre de 2023 y el mismo período de 2025. Por el contrario, la industria y la construcción, que cayeron 9,4% y 14,9%, tuvieron una pérdida de 244.000 puestos de trabajo.
- Por último, la mejora en la participación de los asalariados en el ingreso y la caída en los márgenes de explotación en el primer trimestre de 2025, no solo constituyen una “foto” que no se replicará en la “película” de los próximos meses en el marco de las turbulencias cambiarias, sino que no coinciden con la evolución de la rentabilidad sobre ventas de grandes empresas que contabilizaron un guarismo promedio (9,7%) para nada desdeñable en el primer trimestre de 2025, que es similar al del mismo período de 2023.

1. El Fondo y la burbuja que no se consolida

Un blindaje que no blinda

- El nuevo crédito con el FMI incrementa los problemas de la deuda ya que los desembolsos programados no coinciden con los vencimientos futuros con el FMI que se acrecientan significativamente en los próximos años.
- Además de los 12.151 millones de dólares que ingresaron a mediados de abril, este año deberían realizarse dos desembolsos adicionales. Uno en junio que aún no se hizo efectivo por 2.028 millones y otro en septiembre por 1.012 millones.
- Se trata de un salvataje financiero para cubrir parte del desequilibrio externo fundamentado por el déficit de la cuenta corriente (importaciones, turismo e intereses), los vencimientos de capital con otros acreedores y la creciente fuga de capitales tras la apertura de los controles cambiarios para personas.
- Más allá de que parezca el "largo plazo" por los acuciantes problemas de coyuntura que atraviesa la economía argentina, es evidente que en los próximos años esta situación se complejiza sustancialmente: si se realizan los desembolsos en 2026 habrá que acumular reservas para afrontar vencimientos con el FMI por 3.179 millones de dólares, y en 2027 por 6.346 millones. Una innegable crisis de deuda que se acrecienta si se consideran los vencimientos totales de la deuda en moneda extranjera.

Desembolsos y vencimientos de capital e interés del programa de Facilidades Extendidas 2025 (millones de dólares), 2025-2029

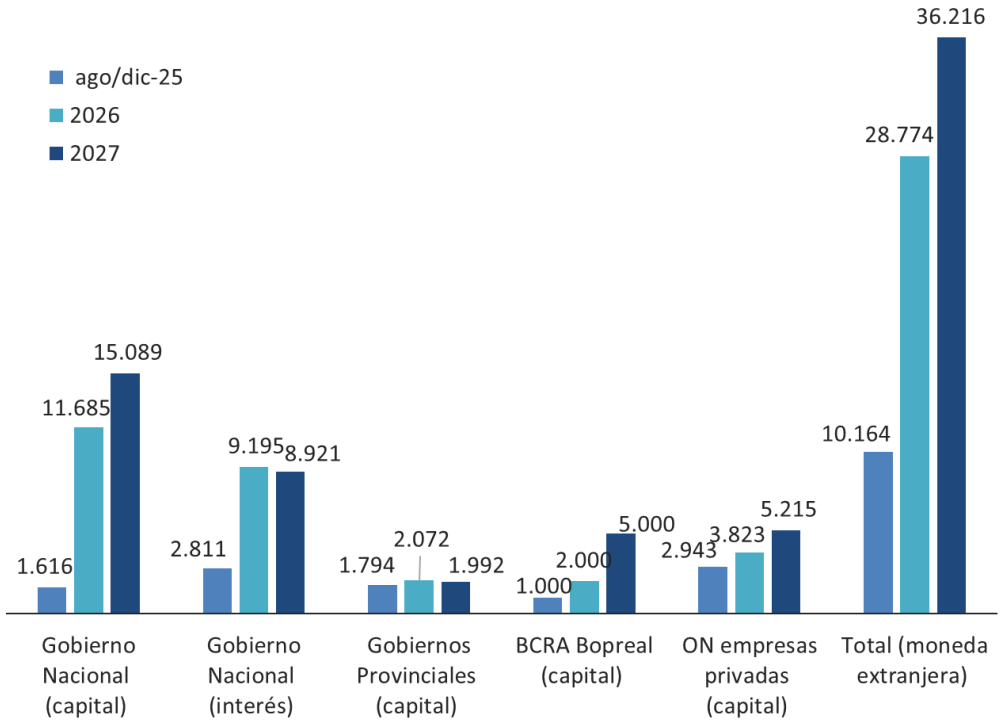


Fuente: elaboración propia en base al FMI.

Vencimientos totales

- El total de vencimientos en moneda extranjera asciende a 10.164 millones de dólares entre agosto y diciembre de este año, 28.774 millones en 2026 y 36.216 millones en 2027.
- Esta cuenta comprende los vencimientos de deuda en moneda extranjera del gobierno nacional (amortización e interés) y los vencimientos de capital en la misma moneda de los gobiernos provinciales, el Banco Central, y las obligaciones negociables emitidas por grandes empresas.
- Los vencimientos de capital e interés en moneda extranjera del gobierno nacional son de 4.427 millones de dólares hasta diciembre, y 20.880 millones en 2026.
- Por su parte, los vencimientos de capital en moneda extranjera del BOPREAL alcanzan a 1.000 y 2.000 millones en lo que resta de 2025 y 2026, y los de las provincias ascienden a 1.794 y 2.072 millones de dólares, respectivamente.
- Finalmente, solo por los vencimientos de capital de las Obligaciones Negociables que emiten las grandes empresas se deben pagar 2.943 millones de dólares en lo que resta de 2025 y 3.823 millones en 2026.

Vencimientos de deuda en moneda extranjera del sector público consolidado y del sector privado (Obligaciones Negociables) (millones de dólares), 2025-2027

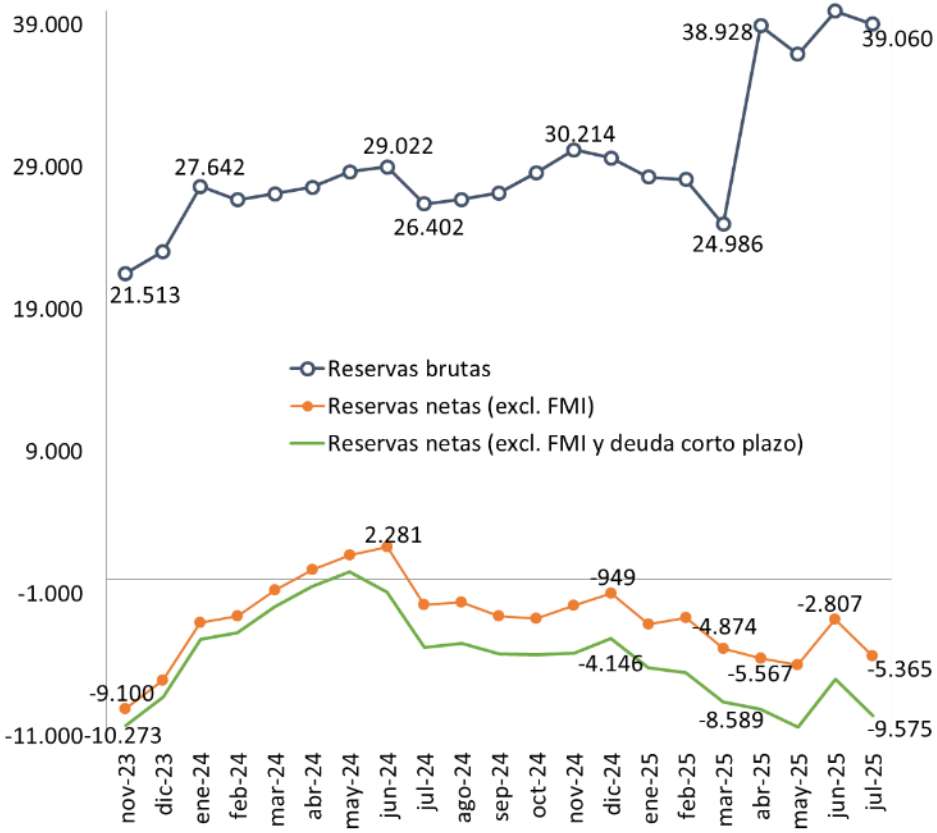


Fuente: elaboración propia en base a la Secretaría de Finanzas y Subsecretaría de Coordinación Fiscal Provincial, FMI, BCRA y CNV.

El primer incumplimiento

- Dado los elevados vencimientos de deuda, el nuevo programa con el FMI resulta exigente en la meta de acumulación de reservas. El Banco Central se había comprometido a acumular 4.400 millones de dólares en junio y otros 4.500 millones para diciembre. El incumplimiento de esta meta es el principal obstáculo para que el FMI apruebe el desembolso de 2.028 millones de dólares que estaba previsto originalmente en junio.
- Una vez ingresado el desembolso inicial, entre fines de abril y el 11 de julio las reservas brutas estuvieron prácticamente inalteradas y con una tendencia descendente en las últimas semanas.
- Si a las reservas brutas se les restan los encajes, las asignaciones de DEG, el swap con China, las obligaciones con organismos internacionales y el nuevo crédito con el FMI, las reservas netas se ubican en julio en -5.365 millones de dólares, y en -9.575 millones dólares si, conforme a la metodología del FMI, se le sustrae también la deuda en moneda extranjera (BOPREAL y Tesoro) que vence en menos de 1 año.
- Esta última medición indica que tras el fuerte ajuste devaluatorio inicial, el ingreso extraordinario del blanqueo y el nuevo crédito con el FMI, las reservas netas se ubican en niveles similares a los de noviembre de 2023, es decir en forma previa a la asunción del gobierno de Milei.

Reservas brutas y netas del BCRA (millones de dólares), Noviembre 2023- Julio 2025*



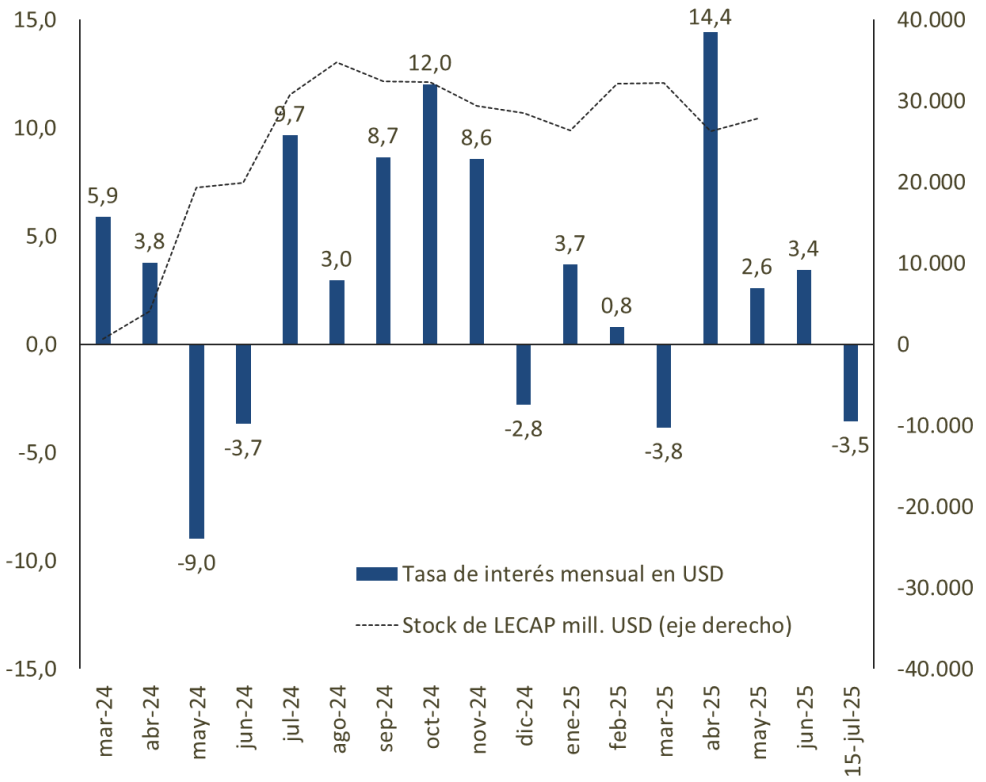
*Datos correspondientes a la última semana de cada mes, salvo el dato de julio que corresponde al último día hábil disponible (11/7). Las reservas netas sustraen a las brutas los encajes, las asignaciones de DEG, el swap con China, obligaciones con organismos internacionales, el nuevo crédito con el FMI y, en un caso, la deuda en moneda extranjera (Bopreal y Tesoro) que vence en menos de 1 año.

Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

La burbuja que no fue

- Tras el primer desembolso del FMI, uno de los objetivos principales del gobierno fue impulsar un nuevo ciclo especulativo que implique el ingreso de divisas necesario para reconstruir una nueva burbuja financiera después del desenlace de la anterior que se había apalancado en el ingreso extraordinario de divisas por el blanqueo de capitales.
- La burbuja financiera o "carry trade" consiste en sostener el tipo de cambio –como el contado con liquidación (CCL) para el caso de empresas– de modo tal que la tasa de interés en pesos genere altos rendimientos en dólares.
- Uno de los instrumentos principales que se utilizó para esta burbuja fue el de las LECAP que en la actualidad captan pesos por un monto equivalente en dólares a 28.000 millones. Con una tasa de interés mensual efectiva en torno a 3,7% en pesos y un tipo de cambio CCL que se redujo en abril y permaneció estable en mayo y junio, los rendimientos en dólares se ubicaron en 14,4% mensual en abril, 2,6% en mayo y 3,4% en junio.
- Es decir que los que invirtieron en abril y desarmaron posiciones a fines de junio, tal como lo recomendó el JP Morgan, pudieron obtener una ganancia en dólares del 8,4%. Esa ganancia en dólares se estranguló en julio por efecto del alza en el tipo de cambio dando pérdidas por 3,5% en dólares.

Tasa de interés mensual en dólares y stock de deuda de las LECAP (porcentajes y millones de dólares), Marzo 2024- Julio 2025

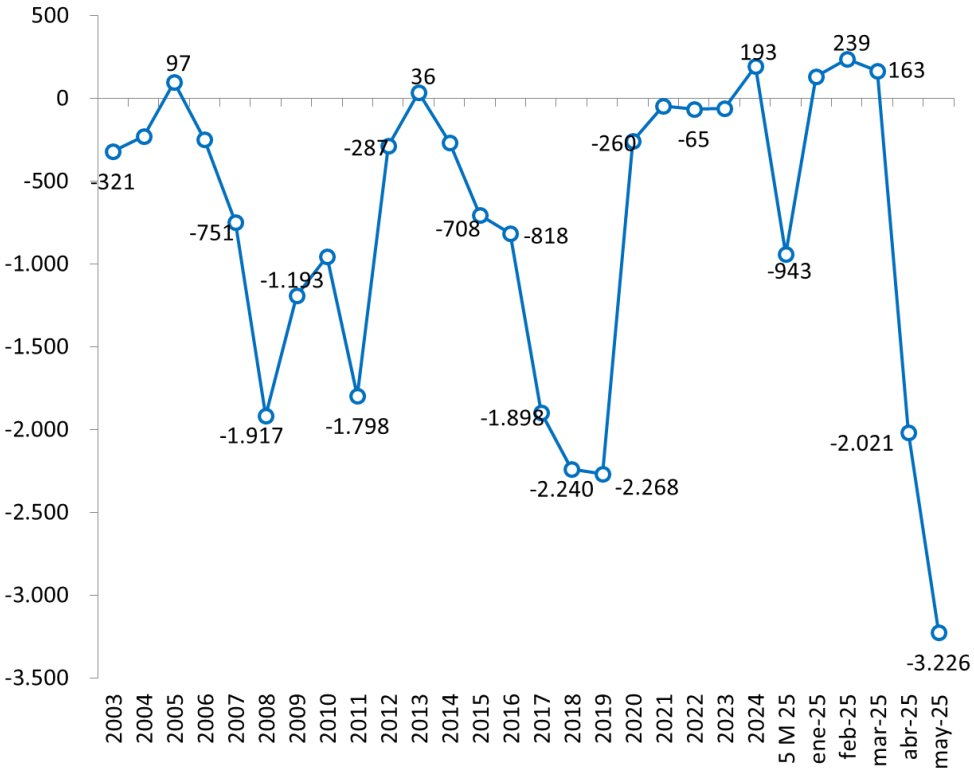


Nota: los rendimientos en dólares se calcularon a partir de la tasa efectiva mensual capitalizable de las Lecap y su relación a la variación del dólar CCL.
Fuente: elaboración propia en base al BCRA y Secretaría de Finanzas.

Fuga de capitales

- Con la finalidad de sostener la burbuja financiera el gobierno desplegó un conjunto de medidas: flexibilización de controles impositivos, eliminación de permanencia a capitales especulativos, emisión del BONTE 2030, intervención en el dólar futuro, etc. Sin embargo, no solo esas medidas no lograron el resultado esperado sino que la apertura del denominado "cepo" cambiario para personas derivó en la formación de activos externos del sector privado.
- La fuga de capitales por esta vía contabilizó en términos netos 3.226 millones de dólares en mayo de 2025. Se trata del primer mes completo después de la eliminación de los controles cambiarios a mediados de abril. En ese mes la salida neta había sido de 2.021 millones de dólares.
- Si se suma la salida neta de abril y mayo la Formación de activos externos ascendió a 5.247 millones de dólares, lo que representa el 44% de los 12.000 millones que ingresaron por el acuerdo que hizo el gobierno de Milei con el FMI.
- El nivel formación de activos externos de mayo supera los promedios mensuales de todos los años de la serie del Balance Cambiario que confecciona el BCRA, es decir, desde 2003 a la fecha. Incluso es superior al promedio mensual de 2018 y 2019 cuando implosionó la valorización financiera en el gobierno de Macri.

Promedio mensual del saldo neto de la Formación de activos externos del sector privado no financiero (millones de dólares), 2003- Mayo 2025

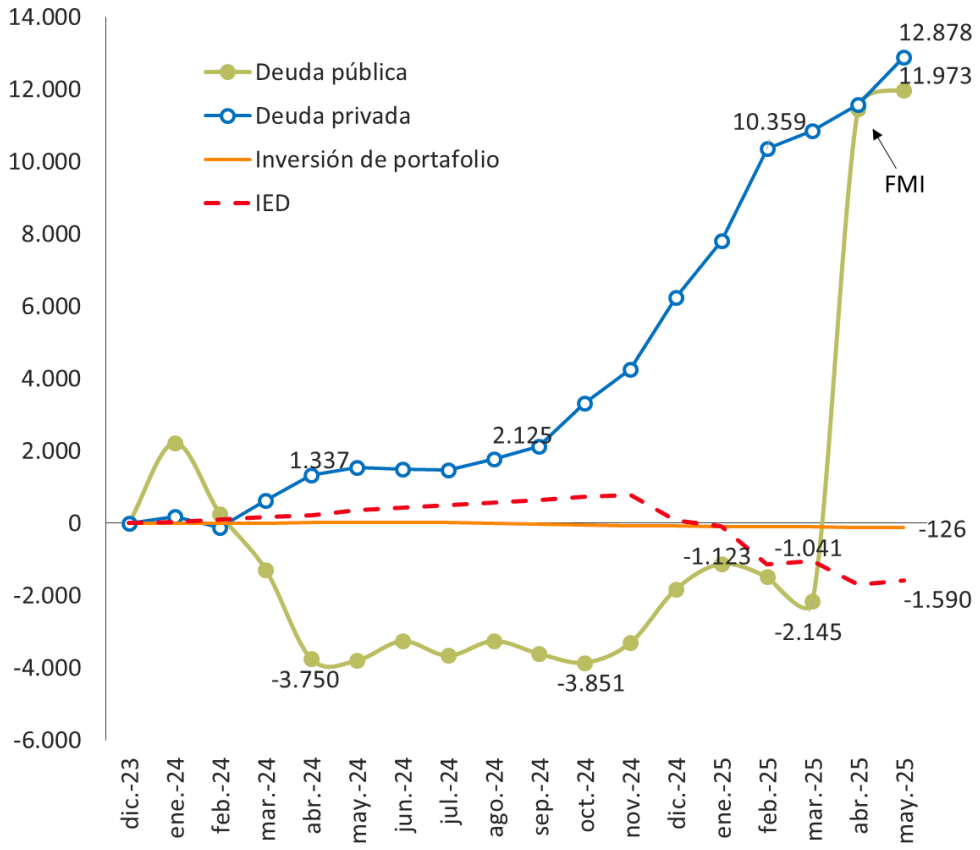


Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

Financiamiento externo

- El intento frustrado de impulsar la valorización financiera en tiempos de Milei se asocia con la incapacidad para acceder al endeudamiento público en moneda extranjera como sí ocurrió en el gobierno de Macri o en experiencias pasadas como la de la última dictadura militar y la del decenio de 1990.
- La deuda pública en moneda extranjera retrocedió en 2.145 millones de dólares entre diciembre de 2023 y marzo de 2025. Recién con el crédito del FMI es cuando se modifica esta tendencia al "desendeudamiento forzoso" tal como se planteó en informes anteriores.
- El escaso financiamiento externo también se vio reflejado en la disminución de las inversiones de portafolio (que son las especulativas que tuvieron un rol protagónico durante el gobierno de Macri) y, más aun, con la inversión extranjera directa que derivó en una repatriación neta por 1.590 millones de dólares.
- En cambio, la principal entrada de divisas, por fuera del saldo comercial, fue el dinámico endeudamiento del sector privado, donde un puñado de grandes firmas acumularon un ingreso neto por 12.878 millones de dólares. Este apalancamiento ya mostró signos de agotamiento para su financiamiento a partir de diversos casos de cesación de pagos que fueron mencionados previamente.

Flujos acumulados de deuda pública y privada y de inversión de portafolio y directa (millones de dólares), Diciembre 2003- Mayo 2025

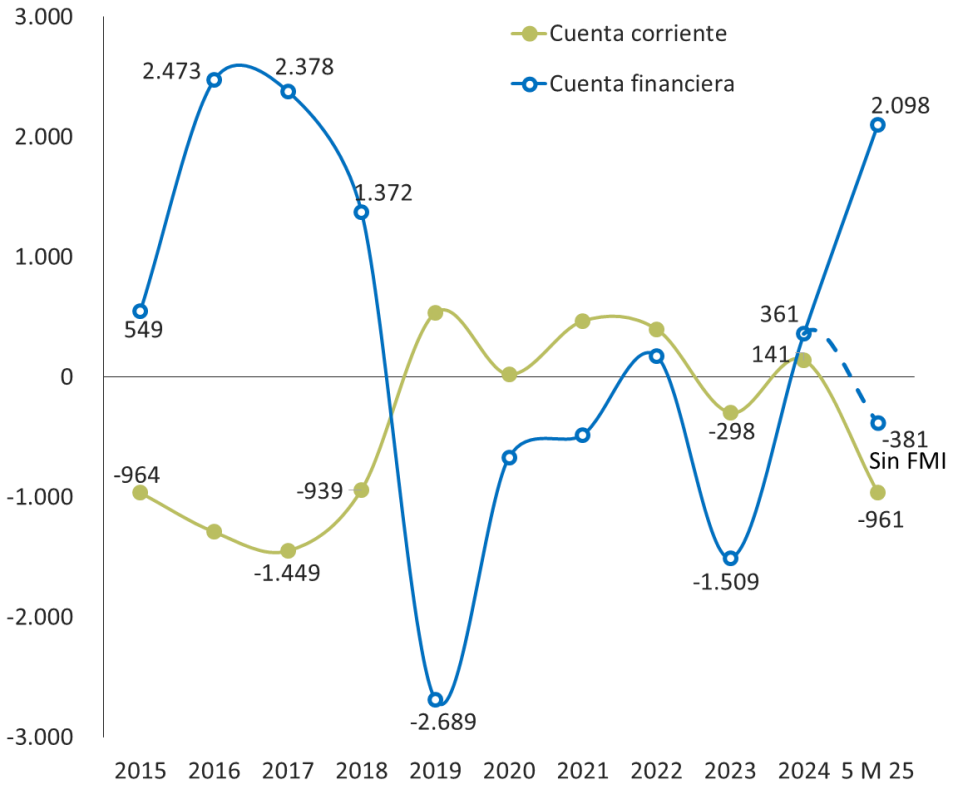


Fuente: elaboración propia en base al BCRA (Balance Cambiario).

Déficit externo

- El reducido financiamiento externo vía endeudamiento público e inversión directa o de portafolio se expresó en un bajo ingreso de divisas por la cuenta financiera del balance cambiario que no permite financiar el déficit de cuenta corriente, el cual se acrecienta en el marco de la apreciación cambiaria y los pagos de intereses por la deuda externa.
- Durante 2024 se constató un primer semestre superavitario de la cuenta corriente (promedio mensual de 1.490 millones de dólares) en el marco de la devaluación de arranque y la deuda comercial por importaciones impagas en los inicios del gobierno. El segundo semestre, en cambio, exhibió un déficit mensual de 1.207 millones, y en los primeros 5 meses de 2025 el desbalance alcanza a 961 millones de dólares en el marco del déficit de turismo y a pesar de la buena liquidación de la cosecha en abril y mayo. En este último período la cuenta financiera hubiera sido negativa si no hubiera ingresado el desembolso del FMI.
- Se trata de una situación distinta a la que se verificó durante la valorización financiera de Macri, cuando en el trienio 2016-2018 el fuerte desequilibrio de la cuenta corriente fue financiado con el superávit de la cuenta financiera, hasta que la crisis de la deuda implosionó con la corrida que se desató a partir de abril de 2018.

Promedio mensual del saldo de la Cuenta Corriente y de la Cuenta Financiera del Balance Cambiario (millones de dólares), 2015- Primeros 5 meses 2025

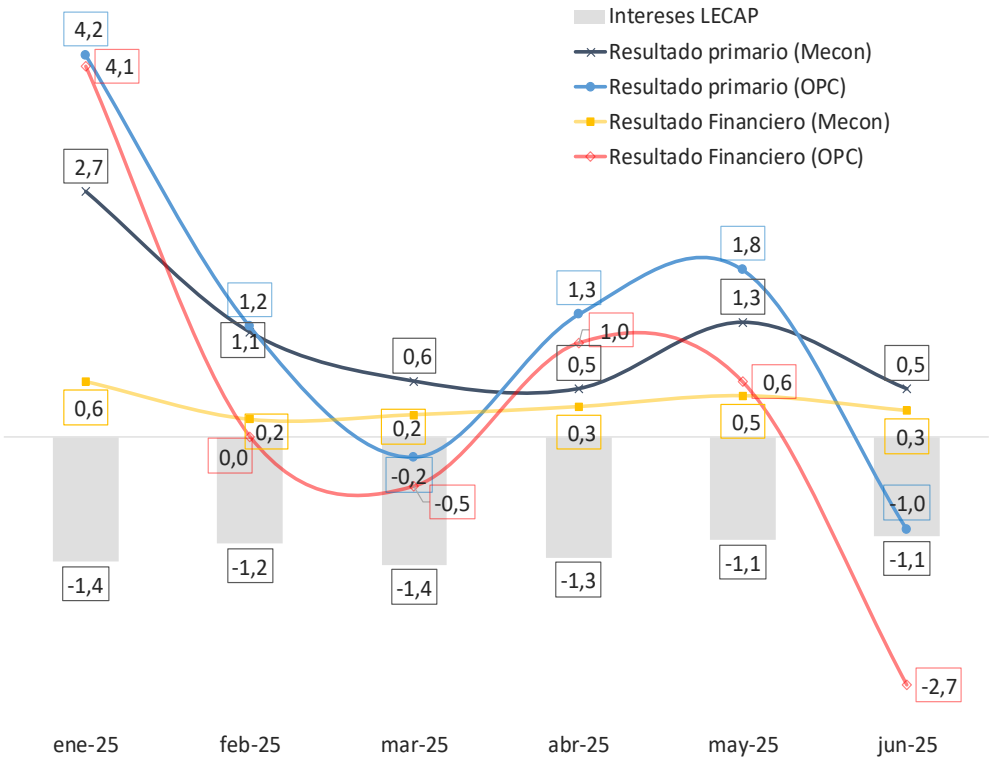


Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

Sostenibilidad fiscal

- Resulta interesante advertir que, pese al fuerte ajuste fiscal que desplegó el gobierno, el superávit de las cuentas públicas tiende a reducirse por la contracción de los ingresos tributarios. Esto se advierte con especial énfasis en junio de 2025 para la Administración Publica Nacional.
- La Oficina de Presupuesto del Congreso señala un déficit primario de 1 billón de pesos y un déficit financiero de 2,7 billones. Para ello considera los ingresos al momento de la percepción y los gastos devengados.
- Por su parte, el Ministerio de Economía, en base caja, registró un superávit primario y financiero de 0,5 y 0,3 billones respectivamente.
- La diferencia entre ambos resultados obedece a las metodología utilizadas, lo que permite considerar una deuda flotante y en consecuencia un condicionamiento hacia los próximos meses.
- Luego, por debajo de la línea, opera una dinámica de deuda de tipo "roll over", centralmente mediante las LECAP. Una aproximación a los intereses devengados mensualmente indica la fragilidad del resultado financiero, tanto en lo acumulado en el período, como en la comparación mes a mes.

Resultado primario y financiero de la Administración Pública Nacional según la Oficina de Presupuesto del Congreso y el Ministerio de Economía, intereses LECAP (billones de pesos de junio de 2025), Enero-Junio 2025



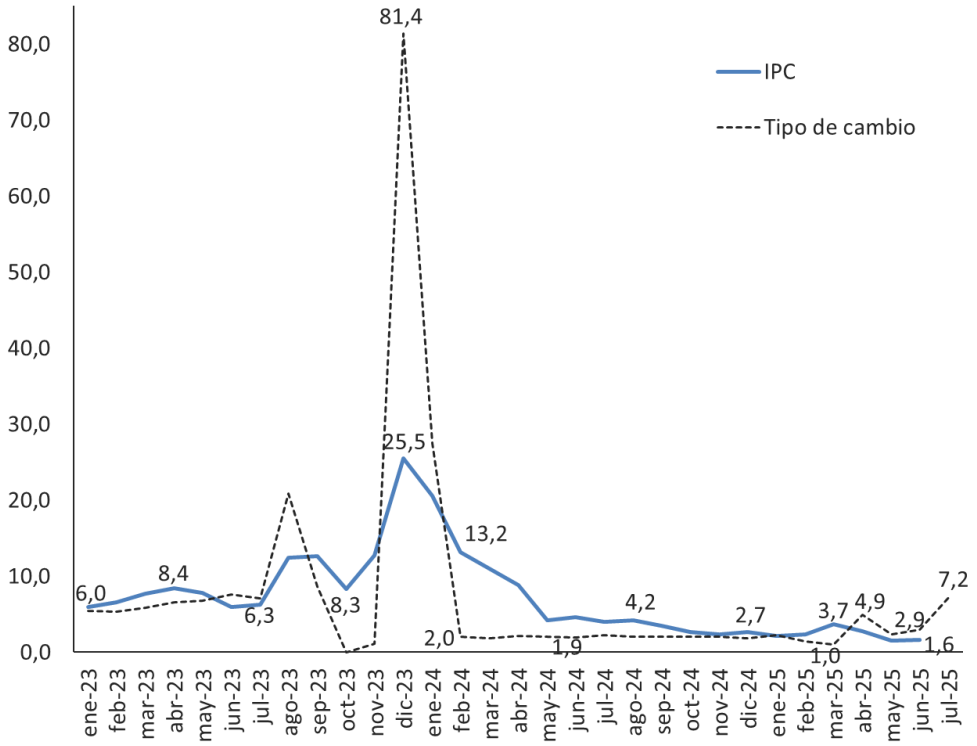
Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Economía, OPC e INDEC.

2. La insostenible recuperación de corto plazo

Devaluación e inflación

- El desequilibrio externo y la aceleración del tipo de cambio, que a mediados de julio ascendió a 7,2% mensual, ponen en tela de juicio la sostenibilidad de la reducción en el ritmo de inflación que había logrado el gobierno de Milei.
- Pese a la retórica oficial que reduce esta problemática a la cuestión fiscal, cabe señalar que la política antiinflacionaria que desplegó el gobierno no solo comprendió el ajuste fiscal sino, fundamentalmente, el ancla cambiaria y la apertura comercial, a lo que se agregó el ancla salarial en 2025.
- De esta manera, se logró reducir el nivel de la inflación minorista del 8,2% mensual entre enero y diciembre de 2023 hasta el 1,6% en junio de 2025. Esta reducción en el ritmo inflacionario no fue sistemática en el tiempo. En los meses de turbulencias cambiarias previas al acuerdo con el FMI, cuando el tipo de cambio trepó 4,9%, la variación mensual de los precios al consumidor aumentaron 3,7% y 2,8% en marzo y abril, superando los registros de enero y febrero (2,2% y 2,4% respectivamente).
- Debido a la apreciación cambiaria y la apertura, este proceso generó una modificación en los precios relativos en detrimento de los bienes transables y a favor de los servicios, cuyos precios aumentaron 40% por encima de los bienes.

Variación promedio mensual del IPC y del tipo de cambio nominal* (porcentajes), Enero 2023- Julio 2025

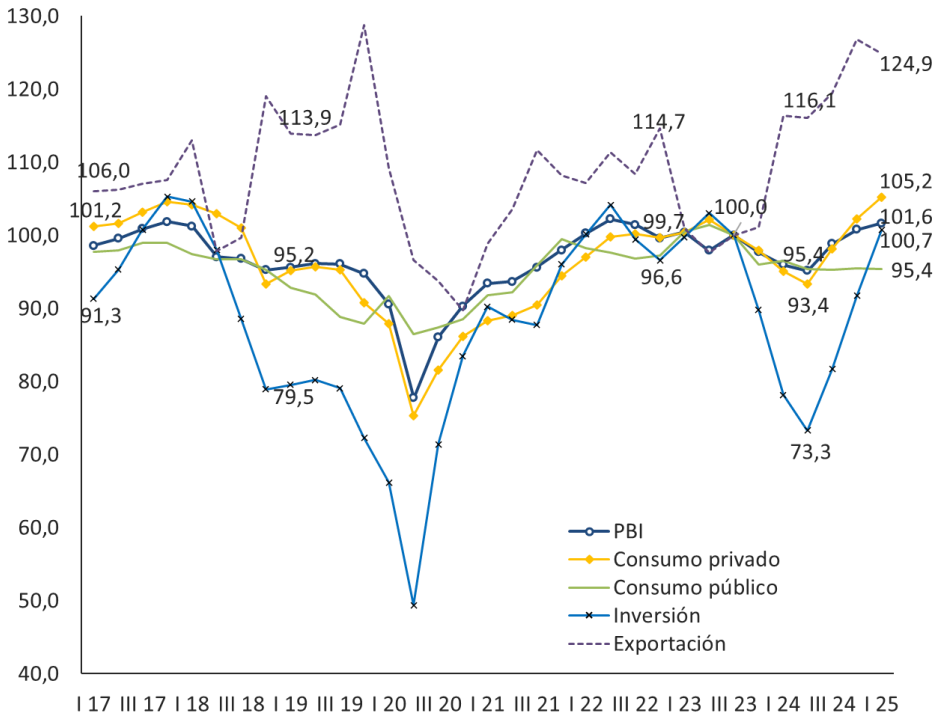


*El tipo de cambio de julio corresponde al día 14.
Fuente: elaboración propia en base al INDEC y el BCRA.

Actividad y consumo

- Tras la fase recesiva del primer semestre de 2024, a partir del segundo semestre la actividad económica tendió a recuperarse. En la serie desestacionalizada se constata que el nivel del PBI en el primer trimestre de 2025 se ubicó 1,6% por encima del tercer trimestre de 2023.
- Desde el punto de vista de la demanda agregada los elementos que empujaron esa recuperación fueron las exportaciones, el consumo privado y la inversión, en tanto que el consumo público se mantuvo estable en el marco del ajuste fiscal.
- Las exportaciones no solo recuperaron frente a la sequía de 2023 sino que, en el marco del buen desempeño de las exportaciones energéticas y agropecuarias, en el primer trimestre de 2025 fueron 16,6% superiores al mismo período de 2022.
- Independientemente de las sobre reacciones que tiene la inversión al ciclo económico, un dato que resulta interesante examinar es el del consumo privado que en el primer trimestre de 2025 fue 5,2% más elevado que en el tercer trimestre de 2023. Es decir que este componente de la demanda agregada jugó un rol importante en la reactivación económica.
- Debido a la importancia que tiene la importación en estos componentes vale la pena ahondar en la sostenibilidad externa e interna de este proceso de recuperación.

Evolución del PBI y de los componentes de la demanda agregada (índice 3er trim.23=100), 1er trimestre 2017-2025

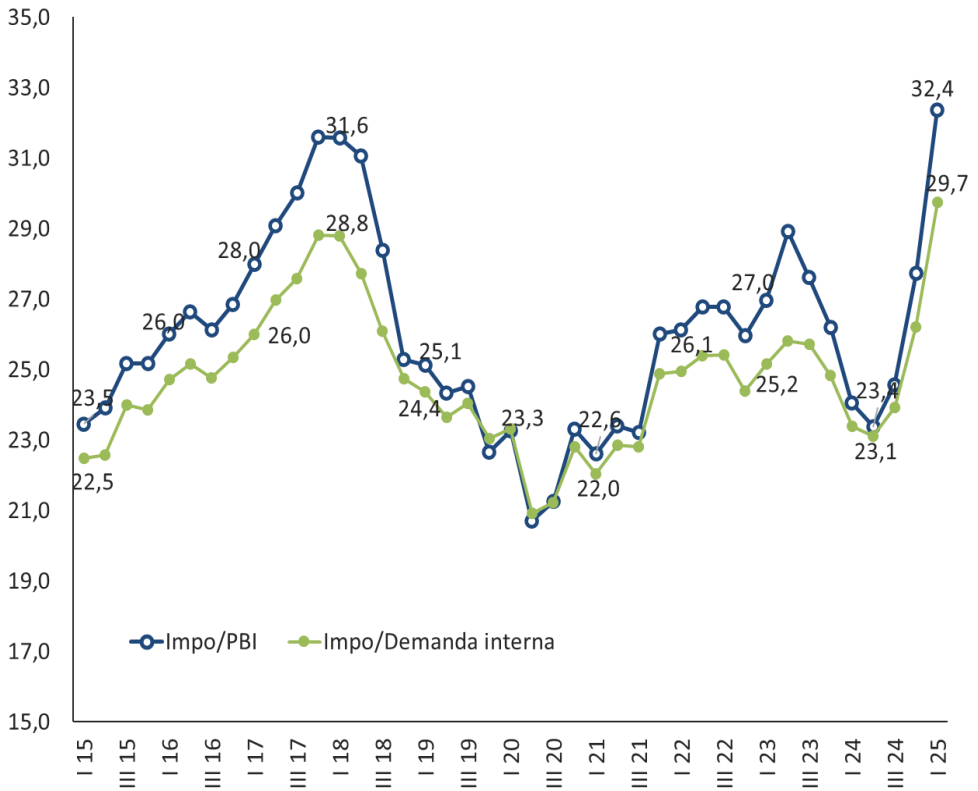


*Serie desestacionalizada.
Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

El peso de las importaciones

- Un primer elemento a revisar es la incidencia de las importaciones en el PBI y en la demanda interna (que incluye al consumo privado y público y la inversión).
- Al respecto, el peso de las importaciones fue del 32,4% del PBI y el 29,7% de la demanda interna en el primer trimestre de 2025. Esto contrasta con los guarismos del primer trimestre de 2023 (27,0% y 25,2%, respectivamente) y es similar a los de 2018 (31,6% y 28,8%), es decir en forma previa al estallido de la crisis.
- Según los cuadros de oferta y utilización del INDEC, entre los principales rubros del consumo que tienen una alta incidencia de importaciones, se encuentran los productos farmacéuticos, los vehículos, jabón y perfumes, servicios de transporte de pasajeros por vía aérea, aparatos de uso doméstico (y sus partes y piezas), papel y cartón, prendas de vestir y alimentos.
- En efecto, la expansión del consumo privado y la inversión acarreó una elevada expansión de las compras al exterior, lo que no solo genera límites en las cuentas externas sino también al crecimiento. Diversos indicadores (actividad, industria y construcción) muestran que en los primeros 5 meses del año se ingresó en una fase de estancamiento.

Incidencia de las importaciones en el PBI y en la demanda interna (porcentajes), 1er trimestre 2015-2025

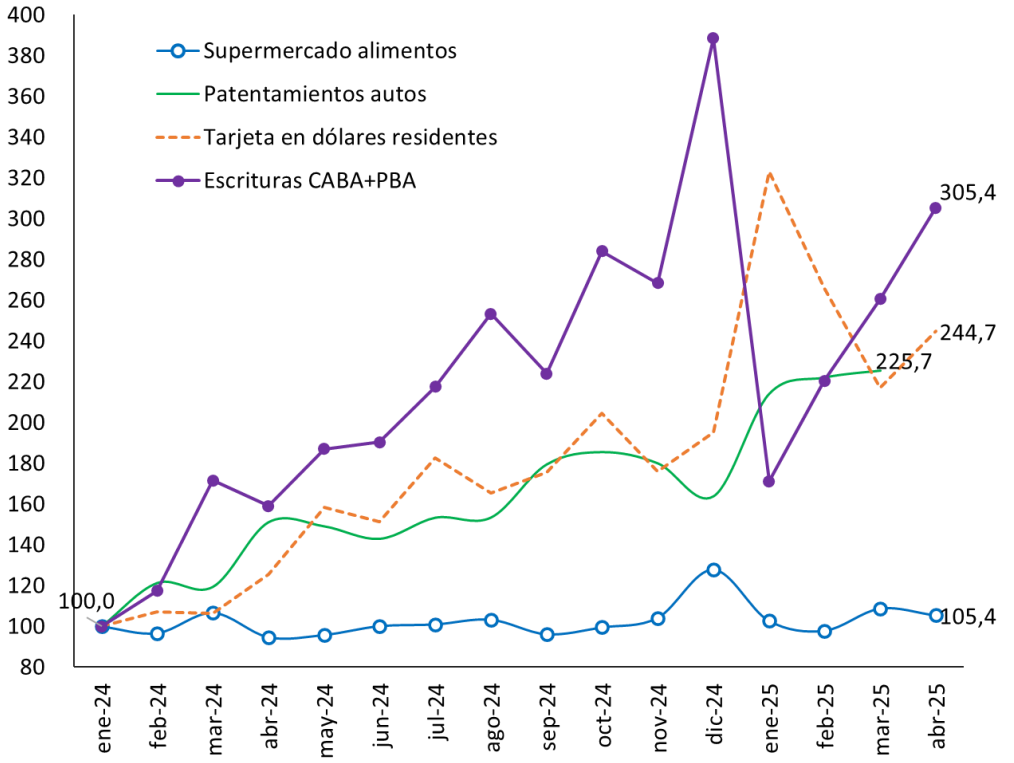


Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

Brechas de consumo

- El análisis de la recuperación del consumo privado exhibe, a modo de hipótesis, la fractura social en el nivel de ingresos.
- Al respecto, las compras de alimentos en supermercados, que constituyen un tipo de consumo generalizado, muestran una suba del 5,4% en relación a enero de 2024 cuando se había derrumbado en el marco de la devaluación de arranque.
- Por su parte, la compras con tarjeta en dólares registran una elevada expansión del 144,7%. En el acumulado de los primeros cuatro meses del año ese crecimiento fue del 139,6% en comparación con el mismo período de 2024 y del 96,2% con el de 2023.
- La dualidad en la dinámica del consumo también se constata en otros consumo de medios y altos ingresos como es el caso de la compra de vehículos y propiedades.
- La elevación en los patentamientos de autos fue de 125,7% respecto a enero de 2024, en tanto que el monto de escrituras por compra-venta de propiedades en CABA y provincia de Buenos Aires se triplicó en abril de 2025 respecto a enero de 2024 (y es 74,8% más elevada en precios constantes entre el acumulado de los primeros 4 años de 2024 y 2025).

Evolución del consumo de alimentos en supermercados, patentamiento de autos, gasto de tarjeta en dólares y monto de escrituras en precios constantes (índice ene-24=100), Enero 2024-Abril 2025

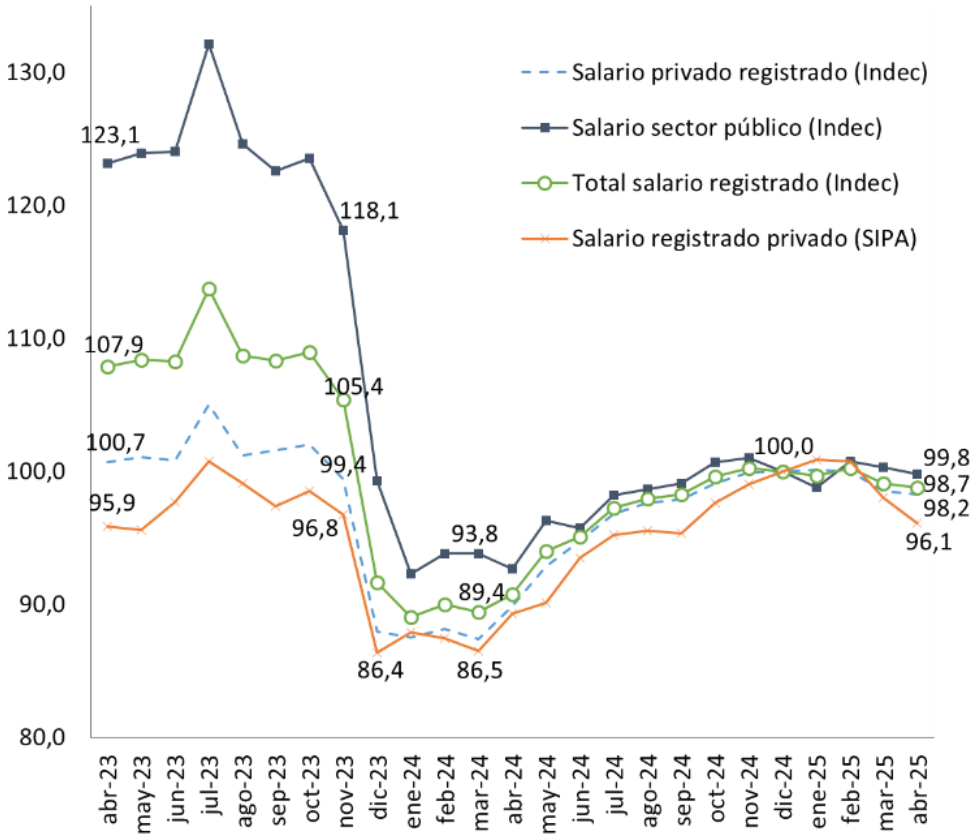


Fuente: elaboración propia en base al INDEC, BCRA y el Colegio de Escribanos de CABA y PBA.

Estancamiento salarial

- Si bien la recuperación económica y del consumo privado se había sostenido, principalmente, en la recuperación del salario real en el segundo semestre de 2024, en lo que va de 2025 se advierte un cambio de tendencia en la evolución salarial.
- Tan es así que el salario registrado en el sector privado medido por el Ministerio de Trabajo a través del SIPA tuvo una reducción en términos reales de casi 4% entre diciembre de 2024 y abril de 2025 en la serie desestacionalizada. Lo propio cabe, aunque en menor medida, en el salario registrado en el sector privado relevado por el INDEC. Allí se constata un estancamiento que lo ubica en abril en 0,8% por debajo de diciembre.
- El caso de los salarios reales en el sector público requiere un análisis particular dado que su nivel en abril de 2025 no solo se ubica por debajo de diciembre de 2024 (-0,2%) sino que en el marco del ajuste fiscal resulta 15,5% inferior al de noviembre de 2023.
- Se trata de una situación distinta a la del salario privado ya que en ambas mediciones el nivel real de las remuneraciones en abril de 2025 es similar al mismo mes de 2023.

Evolución del poder adquisitivo del salario promedio registrado de los sectores público y privado (índice dic-24=100), Abril 2023-2025

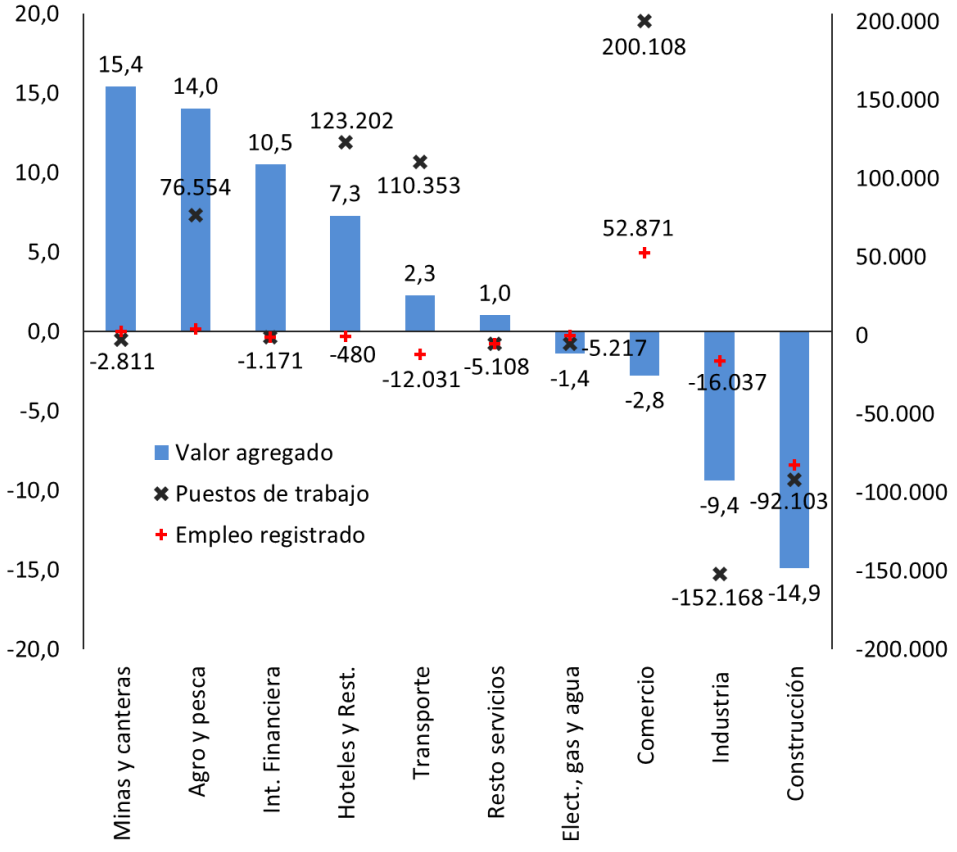


Fuente: elaboración propia en base al INDEC y MTEySS (SIPA).

Bajo impacto en el empleo

- Otra de las características sobresalientes de la recuperación económica a partir del tercer trimestre de 2024 es su escaso impacto en la generación de empleo. La tasa de empleo en el primer trimestre de 2025 fue similar a la del mismo período de 2024 e inferior al primer trimestre de 2023. Por su parte, la tasa de desocupación trepó al 7,9% en el primer trimestre de 2025, 0,2 puntos porcentuales superior a igual período de 2024 y 1 punto por encima de 2023 en un contexto en el que la tasa de actividad se mantuvo estable.
- Un aspecto que incide en esta dinámica es la composición sectorial del crecimiento que tiende a apoyarse en sectores menos intensivos en trabajo. Si se contrasta el valor agregado del primer trimestre de 2025 respecto a igual período de 2023, los tres sectores que tuvieron una mayor expansión (minas y canteras, sector agropecuario e intermediación financiera) generaron apenas 72.000 puestos de trabajo con tasa de crecimiento que superaron el 10%, y el impacto es nulo en lo que concierne al empleo registrado. Por el contrario, la industria y la construcción, que cayeron 9,4% y 14,9%, tuvieron una pérdida de 244.000 puestos de trabajo. Los sectores que más puestos crearon en este lapso fueron hoteles y restaurante, transporte y llamativamente el comercio.

Variación porcentual del valor agregado y diferencia absoluta de puestos de trabajo totales y de empleo registrado según sectores de actividad (porcentajes y personas), 1er trimestre 2023-2025

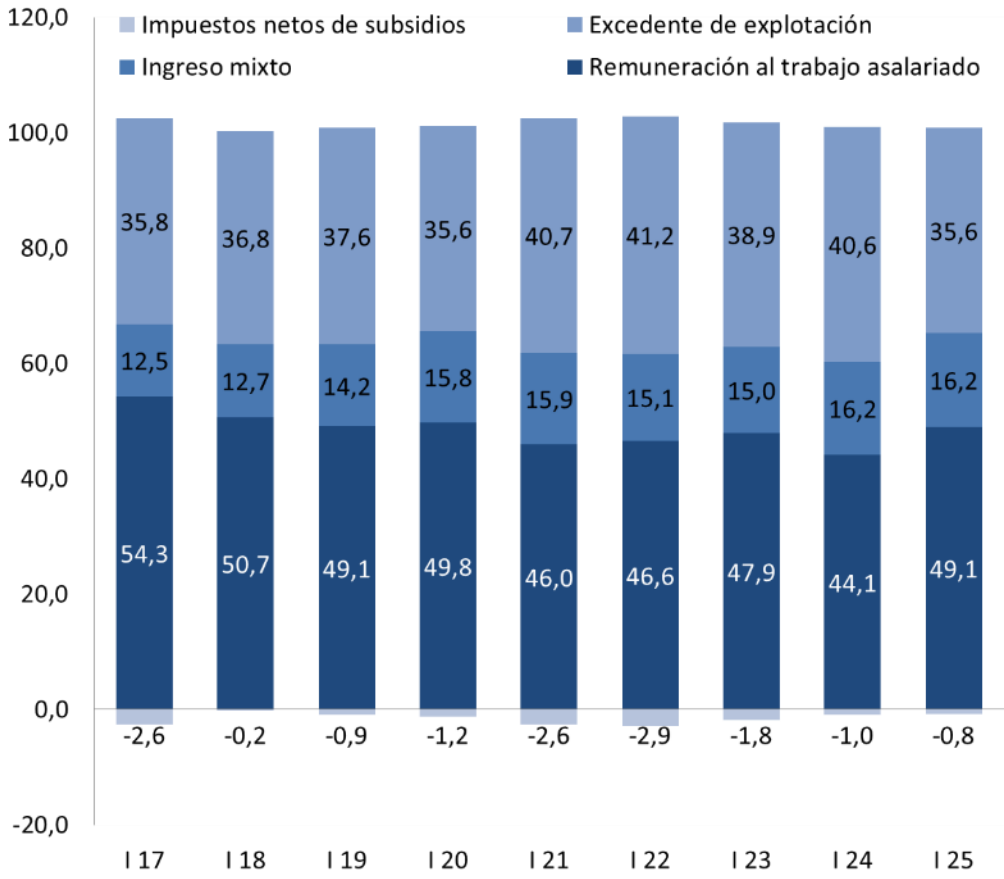


Fuente: elaboración propia en base al INDEC y MTEySS (SIPA).

Distribución funcional

- En el primer trimestre de 2025 se verificó un incremento en la participación de los asalariados en el ingreso. Este indicador trepó a 49,1% del valor agregado, lo que equivale a un aumento de 5 puntos porcentuales respecto al mismo período de 2024, cuando la devaluación de diciembre de 2023 había hundido los ingresos reales con la aceleración inflacionaria.
- Sin embargo, también resulta 1,2 puntos porcentuales superior al primer trimestre de 2023 y hay que remontarse a 2020 para observar un registro inferior.
- Por el contrario, se constató una reducción del excedente de explotación: disminución de 5 puntos respecto a 2024 y de 3,3 si se contrasta con 2023.
- Por su parte, aumentó el ingreso mixto en el marco de la expansión de los trabajadores por cuenta propia y los impuestos netos de subsidios por el ajuste.
- Independientemente de que se trate de información preliminar, es esperable que esta "foto" no se parezca a la "película" posterior en el marco de la aceleración inflacionaria por la suba del tipo de cambio.

Generación del ingreso: participación de los componentes en el valor agregado (porcentajes), 1er trimestre 2017-2025

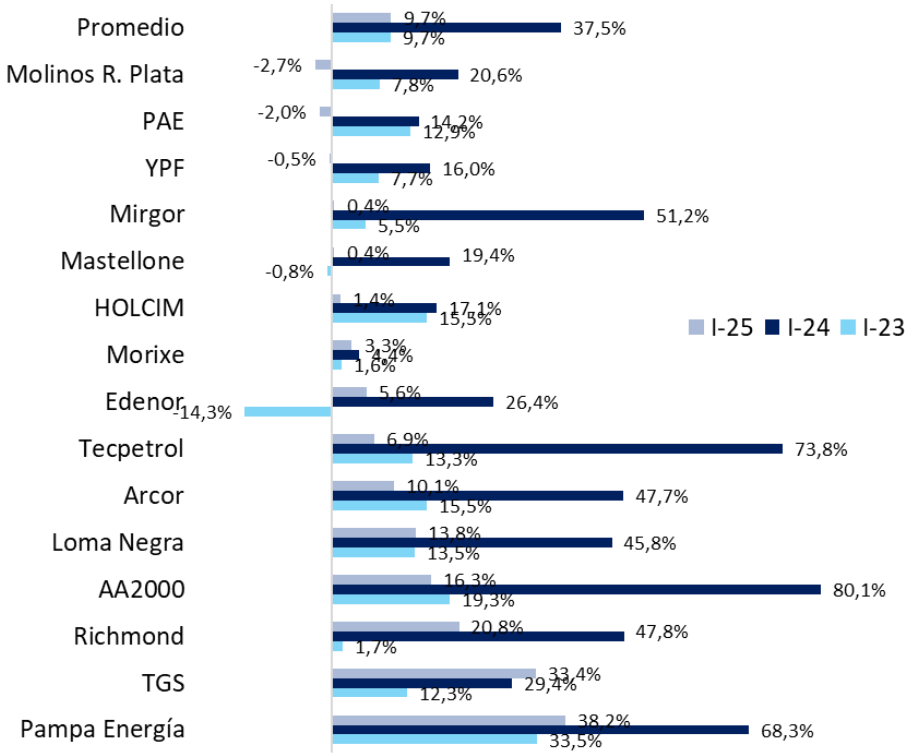


Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

Rentabilidad grandes empresas

- La caída en los márgenes de explotación que surgen de la cuenta de generación del ingreso cuando se analiza el agregado empresario, no coinciden con la evolución de la rentabilidad sobre ventas de grandes empresas según la declaración que hacen en sus estados contables. De acuerdo a la información de una selección de 15 empresas las utilidades netas representaron el 9,7% de las ventas en el primer trimestre de 2025, similar al del mismo período de 2023.
- En relación al primer trimestre de 2024 al retroceso resulta significativo, sin embargo este fue un período extraordinario producto de la devaluación y las medidas iniciales del nuevo gobierno que generaron “super ganancias” por el lado financiero.
- El caso de YPF resulta llamativo ya que registró una utilidad del 7,7% y del 16,0% en los primeros 3 meses de 2023 y 2024, y luego una pérdida neta del 0,5%. En un sentido similar se destacan los resultados negativos de Molinos Río de La Plata y Pan American Energy (PAE).
- Las empresas Pampa Energía, TGS y Richmond, si bien retrocedieron respecto al 2024, elevaron sus ganancias sobre ventas en comparación con el 2023 (4,6, 21,2 y 19,1 puntos porcentuales, respectivamente).

Utilidad neta sobre ventas en grandes empresas seleccionadas que cotizan en la Bolsa de Valores (porcentaje), 1er trimestre 2023-2025



Fuente: elaboración propia en base a la CNV.

CIFRA
CTA
Centro de Investigación y Formación de la República Argentina