

Informe de coyuntura macroeconómica N° 15

El PBI sigue creciendo de forma asimétrica

Elaboración: Joaquín Waldman

Asesoramiento: Ricardo Martínez, Pablo Mira, Damián Pierri y Juan Manuel Rodríguez Repeti

Colaboración: Hermes Fernández, Martina Folgado, Segundo Lescano, María Pía Nicocía y Miguel Romero

- 1. Panorama de coyuntura.** La actividad alcanza un récord, motorizada por el consumo
- 2. Análisis en profundidad.** El crecimiento sigue concentrado sectorial y geográficamente
- 3. Principales variables macroeconómicas**

La actividad alcanza un récord, motorizada por el consumo

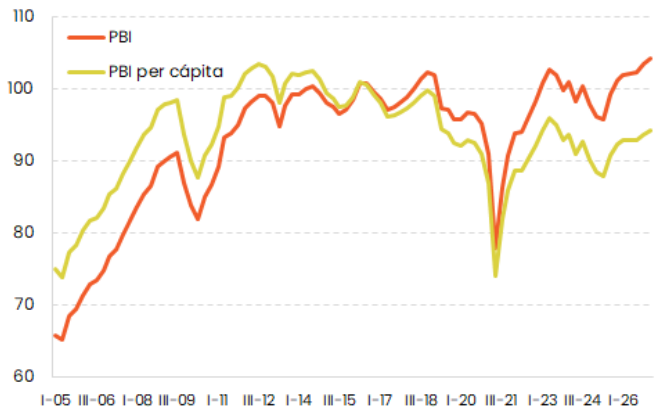
En el primer trimestre del año, el PBI creció 0,7% sin estacionalidad, hilando su séptima suba consecutiva. Respecto al peor momento de la crisis, que fue el segundo trimestre de 2024, la mejoría acumulada es de 8,9%. Así, el producto en precios constantes llegó a un récord, aunque continúa 8,9% debajo del máximo de 2011 al medirlo por habitante (ver Gráfico 1).

Las importaciones cayeron un 2,5% y, en términos absolutos, esa reducción fue mayor al aumento del PBI. Por eso, aunque la producción doméstica creció, la demanda global —que comprende el consumo, la inversión y las exportaciones— se contrajo un 0,6%. El más dinámico de sus componentes fue el consumo privado, que subió 0,8% trimestral, mejorando 15,6% desde su valle (ver Gráfico 2). Esta suba fue contrarrestada por el consumo público, la inversión y las exportaciones, que cayeron 2,4%, 1,7% y 3,1%, respectivamente. Mientras que las exportaciones interrumpieron una buena racha previa, la inversión y el consumo público profundizaron sus tendencias negativas.

La composición actual del PBI difiere de sus valores históricos, siendo el más notorio de estos cambios el incremento del peso del consumo privado. Este pasó de representar un 56% de la demanda agregada en el promedio de 2004-2024 a un 60% en la actualidad (ver Gráfico 3). Midiéndolo como proporción del PBI, pasó de 65% a 69%. La contracara del incremento en las compras de las familias no es una caída del consumo público, que se mantiene cerca de su

Gráfico 1: Crecimiento total y per cápita

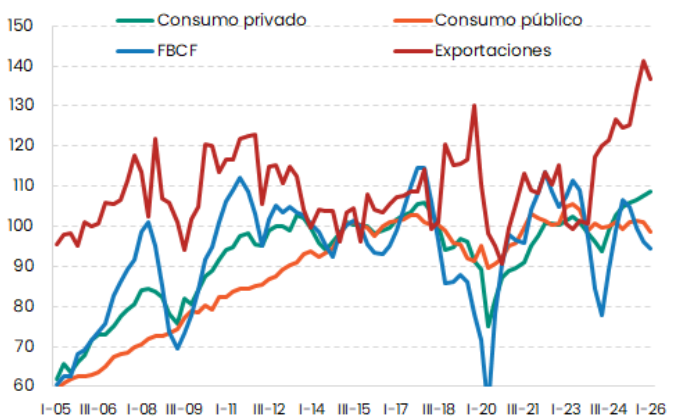
Índice 2015=100 - Sin estacionalidad



Fuente: INDEC

Gráfico 2: Componentes de la demanda agregada

Índice 2015=100 - Sin estacionalidad



Fuente: INDEC

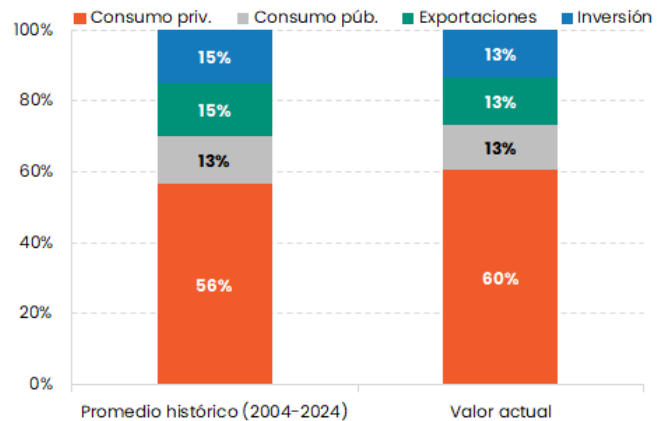
media, sino una reducción de la inversión, cuya participación en la demanda agregada cayó de 15% a 13%, y en el PBI de 17% a 15%. Aquí sí impacta la reducción de la obra pública. Por último, las exportaciones también son menores a sus valores promedio, pero esto se debe a cómo se valúan y no a una reducción en los volúmenes exportados (la apreciación reduce su participación en el PBI corriente).

El crecimiento interanual de la actividad fue de 2,3%. Nuevamente, la caída de las importaciones (-7,5% i.a.) hizo que la variación del PBI supere a la de la demanda global, que cayó 0,1% i.a. En esta medición, destaca la suba de las exportaciones (+9,8% i.a.) y se repite el buen rendimiento del consumo de las familias (+2,7% i.a.). La formación bruta de capital, por su parte, fue 11,6% menor a la del primer trimestre de 2025 y el consumo público cayó 0,9% i.a.

La evolución del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) completa el panorama de la producción, mostrando un desempeño errático en lo que va del 2026. Su crecimiento en el primer trimestre (+0,7% desestacionalizado) coincide con las cuentas nacionales, pero comprende una brusca caída en febrero (-2,7%) seguida de una importante recuperación en marzo (+3,1%). El dato de abril muestra una nueva caída (-1,5%), ubicándose debajo del cierre del año pasado. El nivel de la economía en diciembre de 2025 era mayor al promedio anual, dejando un arrastre estadístico de 2,3% (crecimiento contable esperado si la economía permaneciera invariante durante 2026; ver Gráfico 4). Sin embargo, si la actividad se mantuviera el resto del año en los niveles de abril, el crecimiento promedio sería de apenas 1,4%. De cualquier manera, el [Relevamiento de Expectativas de Mercado](#) del BCRA espera un crecimiento de 3,0% y el [FMI](#) proyecta 3,5%, indicando que los analistas esperan que se recupere el dinamismo en los próximos meses.

Gráfico 3. Componentes de la demanda agregada

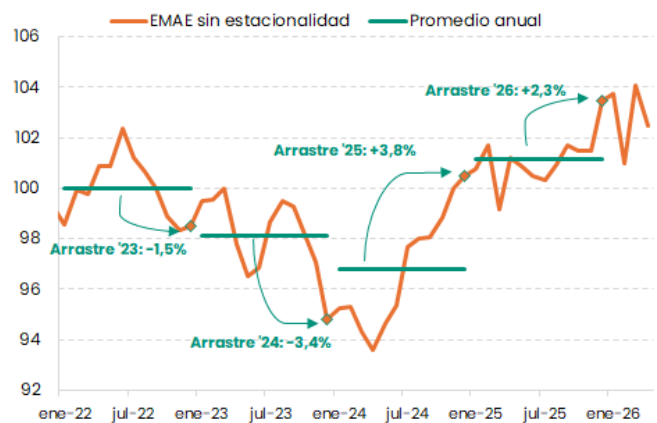
Participación promedio. A precios corrientes



Fuente: INDEC

Gráfico 4. Arrastre estadístico y actividad económica

EMAE Sin estacionalidad - 2022=100



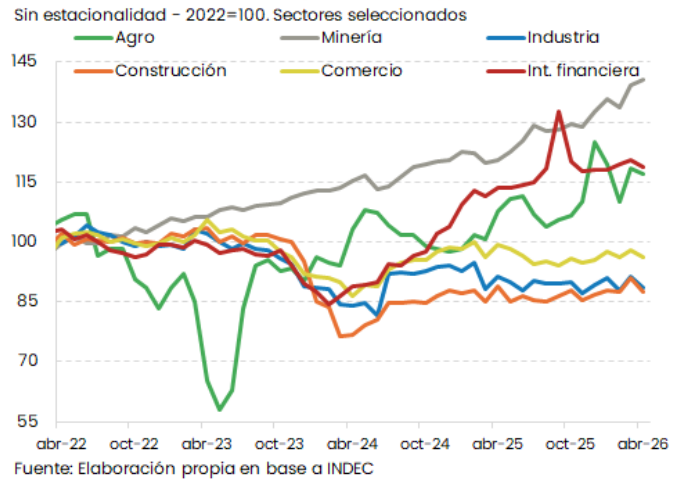
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

El crecimiento sigue concentrado sectorial y geográficamente

La recuperación de la actividad económica lleva casi dos años en curso. Desde entonces, es notorio que el proceso es heterogéneo, con algunos rubros creciendo a ritmos muy acelerados y otros sectores que no recuperan, como ya señalábamos en el [Informe macroeconómico N° 3](#) y el [Informe macroeconómico N° 11](#).

Este patrón se mantiene hasta la actualidad. Como ilustra el Gráfico 5, el sector minero no interrumpió su crecimiento durante el último ciclo de la actividad general, evadiendo la recesión que el resto de los sectores sufrió entre la segunda mitad de 2022 y la primera parte de 2024. Actualmente, produce 41% más que en el promedio de 2022. El sector de intermediación financiera es otro de los rubros más dinámicos de esta etapa. Aunque sí tuvo una caída, la revirtió en los últimos dos años y hoy tiene un nivel de actividad 19% por encima del promedio de 2022. El agro, cuya crisis fue más marcada que la del resto de sectores por la sequía de 2023, también se recuperó por completo y ya produce 17% más que en 2022. Estos tres sectores representaron en 2025 un 16% del Valor Agregado Bruto de la economía -VAB- y apenas 9% del empleo privado registrado.

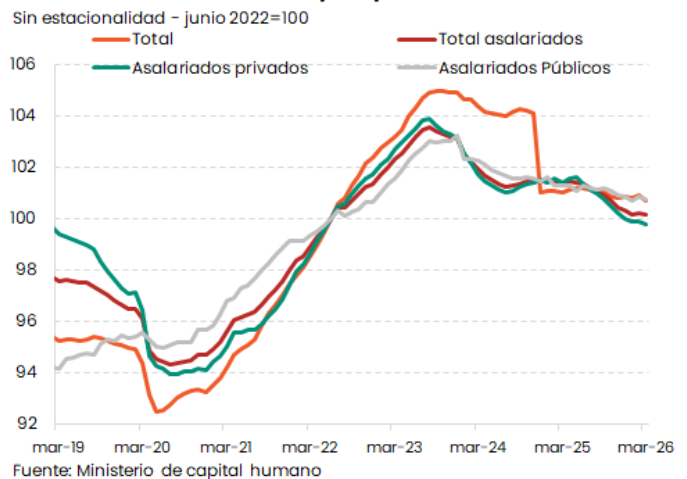
Gráfico 5. Evolución de la producción por rubro



Por el contrario, la industria, la construcción y el comercio, que conjuntamente son el 38% del VAB y el 44% del empleo registrado privado, son los rubros más afectados. En el último año, mientras el agro, la minería y la intermediación financiera crecieron entre 4% y 17% i.a., la industria, el comercio y la construcción volvieron a caer entre 2 y 3%. Así, los tres siguen entre 4% y 13% por debajo de sus niveles del 2022.

Esta asimetría tiene dos consecuencias principales. En primer lugar, las actividades más pujantes tienen poco peso en el empleo y ni siquiera están aumentando sus contrataciones (las últimas variaciones interanuales de asalariados en Explotación de minas y canteras e Intermediación financiera mostraron caídas de 6% y 4%, mientras que los empleados por el agro crecieron apenas 1%). Esto hace que el empleo total se encuentre en descenso, habiendo 328 mil asalariados totales menos en relación a agosto de 2023, cuando

Gráfico 6. Evolución del empleo por modalidad



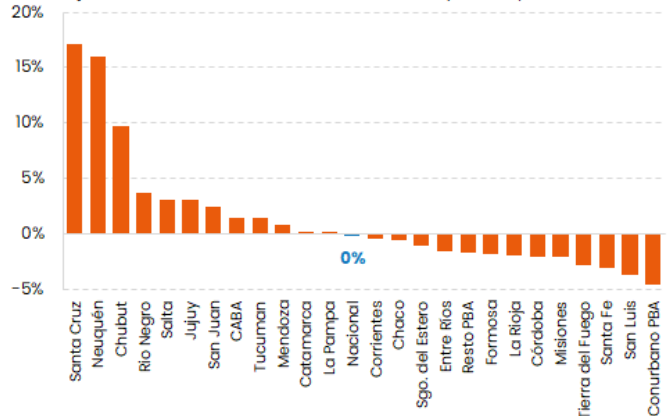
este número comenzó a reducirse (-3%). 77% de esta caída se corresponde con pérdidas de empleo en el sector privado, que se redujo 4%.¹

El segundo efecto de esta recuperación asimétrica es que las actividades más pujantes tienen una distribución regional particular. Sobre todo, la minería y el agro están fuertemente concentradas geográficamente, lejos de los centros urbanos de mayor población. Esto hace que en muchas regiones la actividad todavía no haya recuperado sus niveles previos a la crisis.

Para estimar esto, utilizamos los datos de distribución de empleo privado por provincia y rubro como ponderadores para asignar la evolución de los rubros del EMAE (a cuya evolución le quitamos la estacionalidad, como en el Gráfico 5). Este ejercicio es el mismo que se realizó en el [Informe macroeconómico N° 3](#), con datos hasta mayo de 2025. En aquel momento, sólo 8 de las 24 provincias tenían una actividad por encima de la de junio de 2022 (el máximo valor mensual nacional previo a la crisis). Casi un año después, y habiendo superado aquel pico previo en el EMAE general, son apenas 12 las provincias en que la actividad es mayor a la de junio de 2022, mientras que otras 12 todavía no se recuperaron, siendo el conurbano bonaerense el área más afectada (ver Gráfico 7).² En el primer conjunto de provincias reside el 29% de la población, mientras que el 71% restante vive en regiones que siguen sin recuperarse del todo. Estas estimaciones podrían ser incluso peores si incluyéramos el sector público, cuyo consumo e inversión retrocede y que emplea cada vez menos personas.

Gráfico 7. Estimación de variación de la actividad

Desde junio de 2022 - Sin estacionalidad - Se excluye adm. pública



Fuente: elaboración propia en base a INDEC y SIPA

La evolución sostenidamente dispar de los sectores sugiere una reconfiguración de nuestra economía con un mayor peso de las actividades extractivas y una menor participación industrial. Este patrón podría ser duradero, consolidándose como un cambio estructural. Por el momento, esta dinámica no es problemática para el frente externo. Por el contrario, el BCRA compró más de USD 11.000 millones de reservas en lo que va del año, incluso con el mencionado crecimiento de la actividad, y logró mantener USD 7.000 millones de divisas brutas adicionales tras el pago de vencimientos de deuda. Sin embargo, la pata floja de la nueva composición productiva sigue siendo la laboral. Mientras el crecimiento siga tan concentrado en pocos sectores, será difícil que se perciba un repunte de los ingresos laborales en todo el país.

¹ Para más detalles sobre la situación del empleo y los ingresos, consultar [informes del EDIL](#).

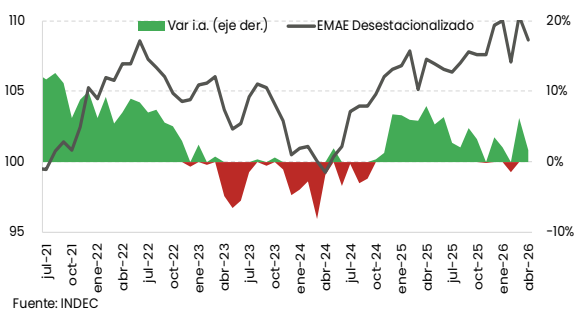
² Analizamos un total de 25 entidades subnacionales cuando en realidad existen 24 jurisdicciones. Esto se debe a que estamos separando los partidos del conurbano bonaerense del resto de la Provincia de Buenos Aires, tanto por su diversidad como también porque es la única con dicha disponibilidad de datos en las bases del [Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial](#). De cualquier manera, ambas divisiones de la PBA tienen niveles de actividad menores los de junio-2022.

Principales variables macroeconómicas

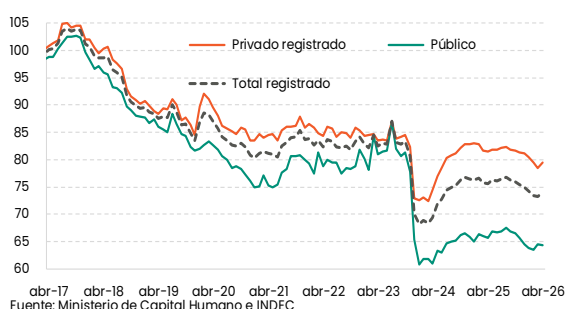
	Fuente	Último dato	Nivel	Var mensual	Var. Interanual				Acumulado 2026
					T	T-1	T-2	T-3	
Actividad económica*	INDEC	abr-26	-	-1,5%	2%	6%	-2%	2%	2%
Ventas en supermercados	INDEC	abr-26	-	0,8%	-4%	-5%	-3%	-1%	-3%
Producción industrial*	INDEC	may-26	-	0,4%	-6%	-3%	5%	-9%	-3%
Actividad de la construcción*	INDEC	may-26	-	6,3%	4%	-3%	13%	-2%	3%
Salario priv. nominal mediano (bruto)	SIPA	mar-26	\$ 1.540.251	-0,1%	28%	30%	30%	31%	29%
Salario priv. real mediano (bruto)*	SIPA	mar-26	-	-3,3%	-3%	-2%	-2%	-1%	-3%
Inflación nacional	INDEC	may-26	-	2,1%	33%	32%	33%	33%	15%
Inflación núcleo	INDEC	may-26	-	1,9%	32%	32%	34%	34%	14%
Tipo de cambio oficial	BCRA	7/7/2026	\$ 1.492	3,4%	19%	21%	25%	29%	2%
Tipo de cambio MEP	Ámbito	7/7/2026	\$ 1.529	4,2%	20%	23%	25%	3%	3%
Tipo de cambio real (17-12-15=100)	BCRA	7/7/2026	86,2	1,7%	-6%	-2%	5%	9%	-9%
Gasto primario real	MECON	may-26	-	**	-2,2%	1,6%	-5,8%	-8,8%	-3,3%
Recaudación real	AFIP	may-26	-	**	1,8%	-3,9%	-4,8%	-9,8%	-6,7%
Exportaciones de bienes	INDEC	may-26	US\$ 9537 M	**	34,4%	33,6%	30,1%	-2,9%	US\$ 40304 M
Importaciones de bienes	INDEC	may-26	US\$ 6033 M	**	-7,0%	-4,0%	1,7%	-11,9%	US\$ 28581 M
Saldo comercial	INDEC	may-26	+ US\$ 3504 M	**			**		+ US\$ 11723 M
Exportaciones de bienes y servicios	BCRA	may-26	US\$ 10546 M	**	17,8%	20,8%	38,7%	9,2%	US\$ 44145 M
Importaciones de bienes y servicios	BCRA	may-26	US\$ 7026 M	**	-13,0%	-7,0%	-0,8%	-11,7%	US\$ 34850 M
Saldo comercial	BCRA	may-26	+ US\$ 3520 M	**			**		+ US\$ 9294 M
Reservas Brutas	BCRA	2/7/2026	US\$ 47996 M	- US\$ 434 M (-1%)	15,2%	31,0%	14,4%	74,6%	+ US\$ 6829 M (+17%)
Deuda Pública / PBI **	MECON	1 T-26	73,4%	**		-2,8 p.p.			-
Riesgo país	Ámbito	7/7/2026	405 p.b.	-94 p.b.	-293 p.b.	-173 p.b.	-196 p.b.	-211 p.b.	-166 p.b.
TEA de LECAP corta (fin de mes próx.)	IAMC	8/7/2026	23,3%	+1,0 p.p.	-	-	-	-	-
Tasa de interés BADLAR (TNA)	BCRA	7/7/2026	21,0%	+11 p.p.	-	-	-	-	-
Base Monetaria prom.	BCRA	jun-26	\$ 43,3 B	5%	20%	20%	25%	36%	-
M2 prom.	BCRA	jun-26	\$ 87 B	5%	18%	15%	16%	25%	-
M2 transaccional privado prom.	BCRA	jun-26	\$ 62,3 B	7%	23%	22%	18%	22%	-
M3 prom.	BCRA	jun-26	\$ 174,6 B	3%	28%	30%	31%	31%	-

* La variación mensual se realiza sobre la variable desestacionalizada // ** No se reporta por tener estacionalidad o por corresponderse con datos trimestrales

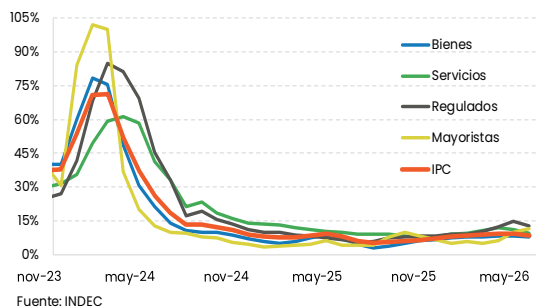
Actividad económica - Índice promedio 2021=100



Salarios reales - Índice dic-2016=100



Inflación - Variación acumulada 3 meses



Tipo de cambio real - A precios de junio de 2026

