



LA MACRO EN LA MIRA

**A dos años de la experiencia libertaria:
un modelo de apreciación cambiaria y
financiera y su impacto en la provincia
de Santa Fe.**

AÑO 2 - INFORME N°10
Diciembre, 2025

Resumen ejecutivo

Desde diciembre de 2023 Argentina implementó un programa macroeconómico basado en apreciación cambiaria y la valorización financiera cuyo objetivo central fue bajar la inflación. Si bien inicialmente logró reducirla, en los últimos meses volvió a acelerarse hacia el 2% mensual.

Este esquema no es nuevo en la historia argentina, se vivió en repetidas oportunidades en las últimas cinco décadas y en todos los casos se desarrollaron contradicciones similares con altos costos para la economía real. El modelo depende del ingreso de capitales para mantener un tipo de cambio apreciado y sostener rendimientos financieros en pesos. Eso genera estabilidad cambiaria a costa de:

- inflar una burbuja financiera sin respaldo en la productividad real.
- el deterioro de las cuentas externas del país, con importaciones de bienes, servicios (turismo emisor) y atesoramiento del dólar “barato”.
- una descomposición de la trama productiva local, por la pérdida de rentabilidad y la competencia de productos importados, en particular los de China.

Como estos regímenes requieren cada vez más divisas para sostenerse, suelen financiarse con deuda pública. En el caso del gobierno actual no contó, en sus primeros dos años, con este tipo de financiamiento por lo cual sostuvo el régimen cambiario con una sucesión de: recesión, blanqueo de capitales, estancamiento y el sostenimiento en base a créditos (salvatajes) de organismos internacionales y del Tesoro de los Estados Unidos. Lo suficiente para mantener la estabilidad cambiaria y superar las elecciones intermedias.

Sin embargo, si se pretende reactivar la economía sin abandonar el actual esquema, será imprescindible tomar grandes volúmenes de deuda pública, con efectos que profundizarían los desequilibrios antes mencionados y aumentarían el riesgo de una crisis sistémica (financiera, externa e interna).

El impacto de esta estrategia ya se observa en la actividad económica de las provincias, incluso en las exportadoras como Santa Fe que en estos dos años vivió el cierre de empresas (mayor que en el resto del país), caída del empleo, del consumo, de la construcción y de la recaudación. A pesar de que un eventual ingreso de capitales podría generar una recuperación transitoria, la persistencia de importaciones masivas sin fortalecimiento exportador anticipa un límite claro: cuando el flujo de capitales se corte, la economía podría enfrentar una contracción aún mayor.

La experiencia de la crisis de 1998-2002 funciona como advertencia histórica: agotamiento del financiamiento, colapso del régimen cambiario, default y confiscación de depósitos. Si bien la situación actual no ha escalado aún a esos niveles, sigue la misma lógica y constituye una versión inicial de lo que podría ocurrir si se profundiza este modelo de apreciación cambiaria y valorización financiera.

1. El desarrollo de un ciclo de apreciación cambiaria y financiera en el gobierno de Javier Milei

Habiendo cumplido dos años de la actual administración es posible hacer un balance breve de los rasgos que caracterizan a su estrategia económica, las lógicas que definen su funcionamiento y, en este caso, mostrar qué tipo de efectos tiene sobre la economía santafesina. A lo largo de estos dos años, los informes de La Macro en La Mira analizaron en tiempo real el desarrollo de la política económica, a la que se definió en mayo de 2024, como un nuevo ciclo de valorización financiera y apreciación cambiaria, aunque con sus particularidades.

Como se verá en este caso, Santa Fe no es una excepción a la regla nacional, su desarrollo siguió de cerca los patrones nacionales. Incluso, por su estructura social y económica, puede que, si este modelo se profundiza, sea una de las provincias más afectadas relativamente por este tipo de políticas que tienden a golpear en la actividad económica interna y en la rentabilidad empresarial de los sectores industriales y agrarios.

Los rasgos de identidad de la política económica del gobierno nacional

Uno de los principales rasgos de identidad de la política económica del gobierno nacional ha sido el haber provocado un ajuste fiscal de gran magnitud que redujo drásticamente las jubilaciones, las transferencias a las provincias y la obra pública en general. Argumentó, luego, que, producto de esto, se habría producido una reducción sistemática de la inflación mensual al menos en comparación con aquella heredada de la administración anterior. Superávit fiscal y reducción de la inflación, pasaron a ser el mensaje principal del equipo económico nacional, algo que, de hecho, se repitió con frecuencia en la historia económica argentina y que, como es esperable, suele ocultar más cosas de las que ilumina.

Esto se puede comprobar con relativa facilidad: piénsese que, por ejemplo, desde abril de 2025 comenzaron a verse fuertes inconsistencias cambiarias que llevaron a los particulares a acumular 24,5 mil millones de dólares en activos netos que consumieron: un rescate extraordinario del FMI y otros organismos internacionales, un rescate del Tesoro de los Estados Unidos, una liquidación extraordinaria motivada por una eliminación transitoria de las retenciones agrícolas. Evidentemente, algo excede este mensaje simplificado centrado en la relación entre déficit fiscal e inflación mensual, la cual, incluso, como muestra el gráfico 1, comenzó a recuperarse precisamente a partir de este mes crítico (mayo de 2025) y sigue en aumento con un 2.5% mensual de variación para la última medición (noviembre de 2025).

1. El desarrollo de un ciclo de apreciación cambiaria y financiera en el gobierno de Javier Milei

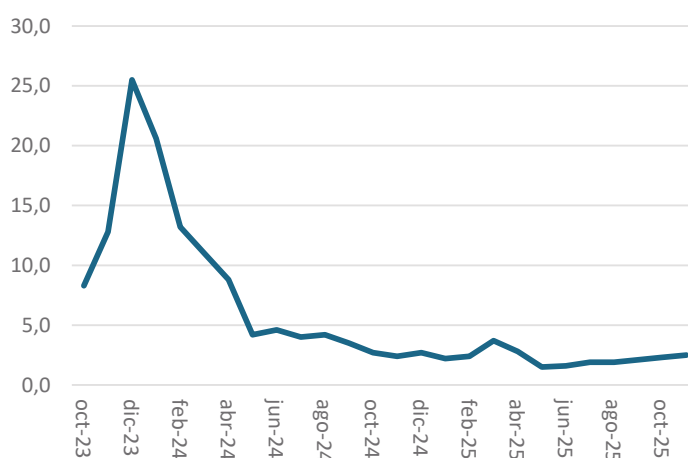


Gráfico 1: Tasa de variación mensual del Índice de Precios al Consumidor

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC

En este sentido, se sostendrá aquí que el modelo económico diseñado por la actual administración debe ser analizado en el marco de un conjunto más amplio de variables en donde adquieren centralidad dos dimensiones muy ligadas entre sí: la cambiaria y la financiera.

Antes que nada, tengamos en cuenta algunos conceptos. En la historia económica contemporánea (en los últimos 50 años), la Argentina vivió una sucesión de ciclos de apreciación cambiaria y financiera que distinguen del resto de los países vecinos, tanto por su intensidad como por su frecuencia. Estos ciclos de valorización financiera y apreciación cambiaria se pueden definir de un modo simple como una revalorización, medida en divisa internacional (dólar), de todos los bienes, servicios y riquezas de un espacio nacional, el cual se da de forma brusca y sin un fundamento en la capacidad de producción o productividad comparada de la economía nacional. En síntesis, todo se vuelve más caro en dólares.

Pero ¿por qué hablamos de “financiero”? Básicamente, por dos razones. En primer lugar, porque este proceso de valorización tiene un origen financiero, es decir, el peso se aprecia por el movimiento de capitales especulativos y no por un incremento de la productividad real de la economía. En segundo lugar, porque las finanzas tienen una particular capacidad para aprovechar estos ciclos a la hora de formar ganancias extraordinarias, dada su movilidad, es decir, su capacidad para entrar y salir de la economía nacional.

Explicemos cómo funcionan, en pocos pasos con un esquema estilizado:

Una promesa tentadora y un shock de confianza inicial. La política económica fija el tipo de cambio en un contexto de alta inflación y ofrece tasas de interés elevadas para los tenedores de título pesos.

1. El desarrollo de un ciclo de apreciación cambiaria y financiera en el gobierno de Javier Milei

Los títulos en pesos para las personas de a pie son los plazos fijos, pero en general, para los inversores la deuda pública en pesos es el mecanismo predilecto.

Estos gobiernos muestran al mundo que están dispuestos a lo que sea (tomar deuda externa, destruir las jubilaciones, provocar una gran recesión o, incluso, vender las joyas de la abuela) para sostener el tipo de cambio. Y los inversores creen la promesa. Si la promesa se cumple, es decir, si el tipo de cambio no cambia (o incluso baja) las elevadas tasas de interés de los títulos en pesos se convierten en elevadas tasas de interés en dólares, lo cual resulta atractivo para los inversores.

Una vez superado este primer paso, viene una fase de optimismo y estabilización. Mas inversores se suman al esquema, vendiendo sus dólares (incluso endeudándose para ello) y comprando títulos en pesos para aprovechar estas tasas elevadísimas que ofrece el esquema de apreciación. Por este medio entran divisas a la economía nacional y ello confirma la apreciación, incluso la profundiza. Se producen allí una serie de efectos notables:

- El tipo de cambio fijo comienza a reducir el ritmo de inflación y ello genera una extendida sensación de estabilidad a pesar del encarecimiento en dólares que sufre la economía.
- Los ahorros y, en general, los activos de los argentinos se revalorizan en dólares, lo que infunde cierto efecto riqueza y aumenta el optimismo.
- La deuda pública y la cantidad de dinero (pesos) se expande rápida y explosivamente evaluada en moneda dura y se desconecta de la capacidad de generación de divisas de la economía por la vía del comercio, es decir, la capacidad exportadora.

Se consolida así la valorización con la forma de una típica burbuja financiera. En los gráficos 2 y 3 vemos la dinámica de estos ciclos en algunos indicadores básicos que fuimos presentando a lo largo de estos dos años.



Gráfico 2: Índice del Ratio IPC / Tipo de cambio (CCL), mes base enero de 1978 y **Gráfico 3:** Deuda pagadera en pesos (Tesoro + BCRA) y M3 ambos medidos en millones de dólares CCL.

Fuente: INDEC y otras fuentes para IPC, BCRA (títulos emitidos y M3), rava.com (ccl), Oficina del Presupuesto del Congreso (deuda pagadera en pesos del Tesoro).

1. El desarrollo de un ciclo de apreciación cambiaria y financiera en el gobierno de Javier Milei

En el gráfico 2 se resume la relación entre los precios internos y el tipo de cambio, tomando como mes base la ratio entre IPC y Tipo de Cambio de enero de 1978. En este caso, cuando el indicador sube significa que los precios van más rápido que el dólar y a la inversa cuando baja. En el ciclo que inició a comienzos de 2024, este indicador pasó de estar cerca de 2 a estar en torno a 4.5, una revalorización cambiaria de más o menos el 125%. Por otra parte, la evolución de la cantidad de dinero ampliada (M3) y de la deuda pública del Estado nacional (Tesoro + BCRA), en ambos casos produjo incrementos significativos en torno al 90% y 70% desde diciembre de 2023 hasta septiembre de 2025 respectivamente, que exponen la dimensión más propiamente financiera del ciclo, reflejada en la multiplicación de los activos medidos en divisa internacional.

En consecuencia, la dinámica económica se ajustó a estas condiciones: primero se vivió una severa caída de la actividad, luego compensada por una débil recuperación que no llegó nunca a volver a los valores iniciales. Esto se puede ver con claridad en el gráfico 4 donde se resumen dos indicadores: índice de salario total real y el índice de producción industrial, en ambos casos tomando como base enero de 2023. Allí puede verse cómo luego de la caída a inicios de 2024, la recuperación fue prácticamente nula para la actividad industrial, y en el caso del salario recién en agosto de 2025 se acerca al valor inicial, es decir, acumulando pérdidas durante 20 meses de casi el 20% del salario total acumulado en el sector público y del 8,4% en el sector privado, tomando como referencia el promedio de 2023.

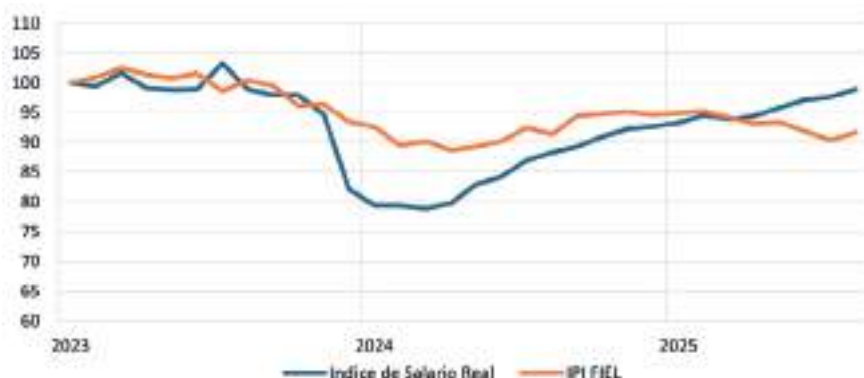


Gráfico 4: Índice de salario real e Índice de producción industrial -desestacionalizado-.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y FIEL

Los impulsos iniciales de los dos influjos mencionados se agotaron luego de los primeros meses de 2025. En dicho momento, el gobierno trató de alentar a los argentinos a desprenderse de más dólares (acumulados fuera y dentro del sistema financiero) para profundizar el esquema cambiario, sin embargo, ello no ocurrió. En consecuencia, se

1. El desarrollo de un ciclo de apreciación cambiaria y financiera en el gobierno de Javier Milei

hizo presente la escasez de divisas, lo que confirmó el estancamiento industrial y económico general y, particularmente a partir del mes de mayo, se iniciaron sucesivas crisis de confianza en el régimen cambiario que requirieron sendos rescates internacionales, incluso en un contexto de exportaciones récords. El riesgo cambiario escaló en el contexto electoral, y en lugar de que los argentinos vendan sus dólares fueron a comprarlos masivamente acumulando compras netas para atesoramiento por casi 30 mil millones de dólares entre abril y octubre de 2025, según el registro del mercado de cambios publicado por el BCRA.

Es importante tener en cuenta que para poder poner en marcha un ciclo de esta naturaleza se requiere normalmente algún tipo de ingreso de divisas que haga creíble la promesa de la apreciación cambiaria. En el caso del gobierno actual este ingreso de divisas se produjo en dos grandes momentos durante 2024: en primer lugar, con la recesión provocada por la devaluación del tipo oficial en diciembre de 2023, que liberó unos 18 mil millones de dólares provenientes de la reducción de las importaciones. Y, en segundo lugar, un ingreso de capitales provisto por un blanqueo que supuso una entrada de 20 mil millones de dólares aproximadamente.

Las contradicciones en el sector externo y las necesidades de divisas

La salida de divisas y la inestabilidad que producen estos regímenes cambiarios no puede atribuirse exclusivamente a los riesgos políticos. No existirían riesgos políticos serios si el régimen no acumulara contradicciones internas de relevancia, que generen dudas sobre su sostenibilidad. Es posible resumirlas del siguiente modo:

Por un lado, la apreciación cambiaria produce rápidamente un deterioro de las cuentas externas. Las importaciones se abaratan tanto que los argentinos se abalanzan para no perder oportunidad: viajes, autos, chucherías, pero también reemplazo de producción local por extranjera a bajos precios. Si el ciclo de apreciación se apalanca en el ingreso masivo de dólares por deuda o ventas de activos como ocurrió en la década de 1990, entonces la actividad económica puede aumentar pero las importaciones se disparan. Si el ingreso de dólares no llega a ser suficiente, entonces la actividad económica tiende a estancarse, pero aun así la cuenta externa se deteriora. Siempre hay argentinos con capacidad para importar aún en contextos de depresión económica.

En el gráfico 5 se puede ver cómo evolucionó el resultado de la cuenta corriente como porcentaje de las exportaciones totales de bienes en las últimas cinco décadas. En este indicador se ve con claridad cómo en los regímenes de apreciación cambiaria la cuenta corriente se

1. El desarrollo de un ciclo de apreciación cambiaria y financiera en el gobierno de Javier Milei

vuelve negativa y, si existen fuentes de financiamiento, los déficits llegan, en promedio, a representar más del 80% de las exportaciones totales de bienes. A nivel anual, los déficits en los regímenes de apreciación han alcanzado entre el 35% y el 40% de las exportaciones totales de bienes. El gráfico incorpora también un índice de salario real de largo plazo calculado por Fundar, y actualizado en base a INDEC. Como puede verse los déficits más importantes se producen en tiempos de salarios al alza. El régimen de Milei logró un superávit de cuenta corriente con una baja dramática del salario real, pero incluso con un recuperación parcial e incompleta, el déficit de cuenta corriente retornó y probablemente empeore en el futuro. Ello abre un interrogante pues un déficit creciente de la cuenta corriente requerirá financiamiento, es decir, entradas de capitales cuya modalidad sólo podría satisfacerse con fondos líquidos que normalmente se realizan por la vía de la deuda externa.



Gráfico 5: Déficit de cuenta corriente como porcentaje de las exportaciones de bienes - promedio móvil de tres trimestres- e Índice de salario real.

Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI (para Cuenta Corriente y exportaciones) y FUNDAR e INDEC (para salario real).

Para comprender la magnitud de los requerimientos de divisas que suponen estos regímenes de apreciación cambiaria, basta ver los ingresos netos de capitales en los regímenes anteriores en dólares ajustados por la inflación de los Estados Unidos.

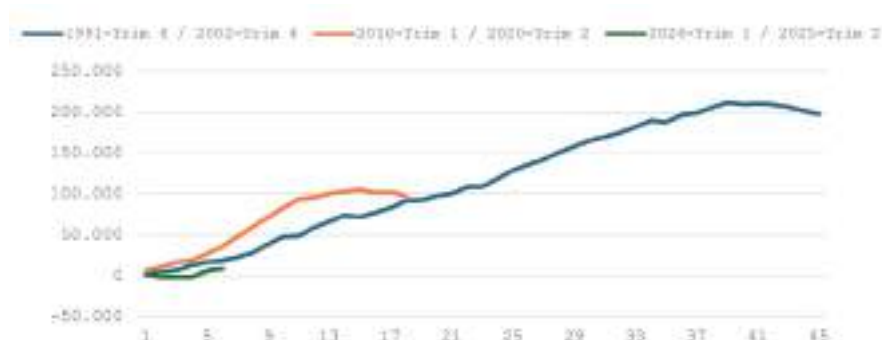


Gráfico 6: Resultados acumulados de la cuenta financiera del balance de pagos a dólares constantes del segundo trimestre de 2025. El crecimiento indica incremento de pasivos o endeudamiento. Fuente: FMI y Banco de la Reserva Federal de Saint Louis.

1. El desarrollo de un ciclo de apreciación cambiaria y financiera en el gobierno de Javier Milei

En el gráfico 6 puede verse la evolución de este indicador para tres períodos de endeudamiento acelerado: a partir del 4to trimestre de 1991 hasta el 4to trimestre de 2002, desde el primer trimestre de 2016 hasta el segundo de 2020 y, por último, el ciclo en pleno desarrollo entre el primer trimestre de 2024 hasta el segundo trimestre de 2025. La experiencia de la convertibilidad supuso la acumulación de pasivos externos netos (endeudamiento neto) por 200 mil millones de dólares durante 38 trimestres aproximadamente. En el caso del gobierno de Mauricio Macri, la experiencia fue mucho más corta, acumulando pasivos por 100 mil millones de dólares durante casi 15 trimestres. Hasta el momento, la experiencia libertaria lleva acumulados cerca de los 9 mil millones de dólares de pasivos externos, que según INDEC se explican principalmente por deuda pública. La pregunta que debe hacerse cualquier analista es si esto es -o no- la antesala de un proceso de endeudamiento de gran escala. Si bien la intención del gobierno es llevarlo a cabo a toda costa, dependerá, naturalmente, de las condiciones financieras mundiales para poder adquirir la magnitud necesaria.

Período		Pasivos externos (deuda neta) en millones de dólares	Trimestre	Deuda neta por mes (en millones de dólares)
1991.T4	2002.T4	200,000	38	1,754
2016.T1	2020.T2	100,000	15	2,222
2024.T1	2025.T2	9,000	6	500

Tabla 1: Resultados acumulados de la cuenta financiera del balance de pagos a dólares constantes del segundo trimestre de 2025.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Banco de la Reserva Federal de Saint Louis.

Las contradicciones en el sector real de la economía

Además de las inconsistencias financieras y externas que produce el régimen de apreciación se pueden observar inconsistencias en el plano de la economía real. En particular, incluso con cierta independencia de la actividad económica, la apreciación comienza a deteriorar la trama productiva interna. Las empresas (prácticamente en la totalidad de los sectores) ven que los costos se incrementan en dólares (incluyendo los costos financieros) y sus ventas bajan o se estancan. Los márgenes de beneficio caen y comienza a desarrollarse un cierre sistémico de empresas y pérdida de empleos, particularmente en los sectores de mayor formalidad y mejores ingresos. Además, estas estrategias adicionan un fuerte recorte en el gasto público a fin de limitar la demanda y evitar presiones cambiarias, en consecuencia, se producen pérdidas permanentes de empleo en el sector público, fundamentalmente en la obra pública la cual se redujo prácticamente a cero con la nueva administración.

En el gráfico 7 se resume la evolución de la cantidad de empleadores

1. El desarrollo de un ciclo de apreciación cambiaría y financiera en el gobierno de Javier Milei

y empleados (sin considerar casas particulares) relevados por la superintendencia de riesgo de trabajo para el período noviembre de 2023 hasta agosto de 2025. Como puede verse la caída en ambos indicadores ha sido persistente, sin que la recuperación parcial afecte la situación. En el caso de los empleados se produjo una contracción de 276.624 puestos de trabajo, una caída del 2,8%, y en el caso de los empleadores se contrajeron en 19.164 una caída del 3,7%. Como puede verse, se trata bajas muy significativas para sólo dos años de desarrollo del plan económico, y en caso de persistir estas condiciones es posible que estos valores se multipliquen, jaqueados por múltiples frentes: menores ventas, mayores costos y apertura comercial indiscriminada.

Esta situación afectó particularmente a los sectores más castigados por la política económica. Puede verse en la tabla 1 un resumen de los principales sectores que perdieron puestos de trabajo en este proceso. En este sentido, lideran la administración pública, los servicios de transporte, la construcción y la industria manufacturera, sectores que explican el 80% de los puestos de trabajo perdidos, y a los que se puede agregar servicios profesionales, científicos y técnicos así como también servicios de alojamiento y de comida, llegando al 90%.



Gráfico 7: Evolución de empleadores y empleados (eje derecho).

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Riesgos de Trabajo (SRT)¹.

SECTOR DE ACTIVIDAD	VARIACIÓN ABSOLUTA	VARIACIÓN RELATIVA
ADMINISTRACIÓN PÚBLICA	- 86.962	-3.4%
CONSTRUCCIÓN	- 76.292	-19.0%
SERVICIO DE TRANSPORTE	- 59.838	-12.6%
INDUSTRIA MANUFACTURERA	- 55.941	-4.8%
SERVICIOS PROFESIONALES, CIENTÍFICOS Y TÉCNICOS	- 20.033	-7.1%
SERVICIOS DE ALOJAMIENTO Y SERVICIOS DE COMIDA	- 13.009	-4.5%
ACTIVIDADES ADMINISTRATIVAS Y SERVICIOS DE APOYO	- 8.087	-1.7%
SERVICIOS ARTÍSTICOS, CULTURALES, ETC.	- 7.165	-7.6%
INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y SEGUROS	- 6.638	-3.0%
SERVICIOS DE ASOCIACIONES Y SERVICIOS PERSONALES	- 5.569	-2.3%
SUMINISTRO DE AGUA, CLOACAS Y GESTIÓN DE RESIDUOS	- 4.336	-5.3%
SERVICIOS INMOBILIARIOS	- 3.037	-4.5%
INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES	- 2.222	0.9%
SERVICIOS DE ORGANIZACIONES	- 816	-7.8%
EXPLOTACIÓN DE MINAS Y CANTERAS	- 574	-0.8%
SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS, ETC.	- 436	0.6%
SALUD HUMANA Y SERVICIOS SOCIALES	- 5,829	1.6%
COMERCIO	- 12,461	1.0%
AGRICULTURA, GANADERÍA, CAZA, SILVICULTURA Y PESCA	- 15,023	4.2%
ENSEÑANZA	- 40,146	5.1%
TOTAL	- 276,624	-2.9%

Tabla 1: Variación de empleados entre noviembre de 2023 y agosto de 2025, por sectores.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Riesgos de Trabajo (SRT)

1- La serie histórica de datos se puede descargar en:
https://www.srt.gob.ar/estadisticas/cf_serie_historica_up.php

1. El desarrollo de un ciclo de apreciación cambiaria y financiera en el gobierno de Javier Milei

Finalmente puede verse en la tabla 2 que la mayor parte de la pérdida de empleadores se concentra en las empresas de menos de 10 empleados mientras que el 52% de los empleos perdidos se encuentran en las empresas de más de 2500. Esto da cuenta de la fragilidad que supone este tipo de modelo, que conduce a la mortandad de pequeñas empresas y a la pérdida masiva de empleo por el cierre de grandes unidades productivas.

	EMPLEADOS		EMPRESAS	
	Variación absoluta	Variación relativa	Variación absoluta	Variación relativa
1 A 10	-36,057	-3.2%	-18,494	-4.5%
11 A 50	-3,418	-0.2%	-333	-0.5%
50 A 100	-14,465	-1.9%	-134	-1.2%
100 A 500	-34,159	-2.0%	-133	-1.5%
500 A 2500	-43,378	-3.0%	-54	-3.7%
MÁS DE 2500	-145,147	-4.6%	-16	-5.8%
TOTAL	-276,624	-2.9%	-19,164	-3.9%

Tabla 2: Participación de los rangos de tamaño de los empleadores en la variación total de empleo y empleadores entre noviembre de 2023 y agosto de 2025.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Riesgos de Trabajo (SRT)

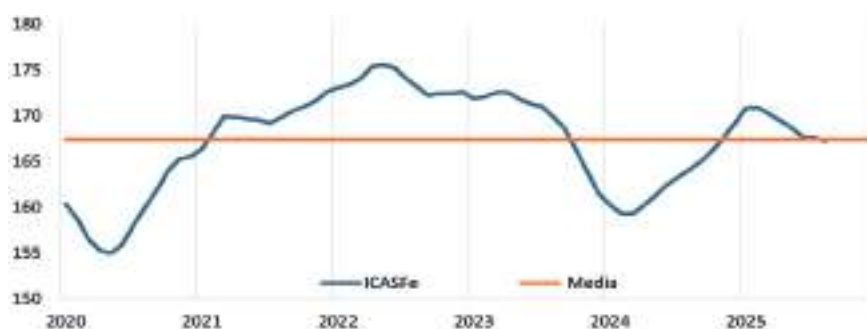
Como puede verse, el programa económico del gobierno libertario no dista de los patrones conocido de los ciclos de apreciación cambiaria y financiera que se desarrollaron en el pasado, en este caso en una fase primaria, sustentada en recursos internos, en la cual todavía no ha producido su aceleración basada en el ingreso de capitales (normalmente deuda externa). Sin embargo, ello no impidió poder vislumbrar todos los rasgos que distinguen a estos ciclos y que ya se expresaron con claridad en estos dos años de la actual administración. La apreciación cambiaria y financiera, el deterioro de las cuentas externas y las tensiones en la economía real se expresaron de manera incipiente pero con total claridad. Son un ejemplo de las tendencias que pueden profundizarse si el gobierno profundiza su estrategia a partir del ingreso de capitales.

En cualquier caso, debe tenerse en cuenta que estas inconsistencias son acumulativas, pues los requerimientos de divisas se incrementan con resultados negativos de la cuenta corriente, la situación social tiende a deteriorarse en su base, aun cuando reine cierto optimismo en los momentos de mayor holgura por el ingreso de capitales. Por otra parte, también la revalorización financiera se acelera y llega a valores desproporcionados que pueden poner en riesgo al propio sistema financiero, cuando se multiplican promesas cambiarias de imposible cumplimiento. Cuando la confianza se rompe ningún rescate alcanza para sostener este tipo de regímenes cambiarios y en la medida en que se los profundiza las consecuencias negativas a futuro se agravan. El caso más evidente lo ejemplifica la década de 1990 cuando el ingreso de capitales a gran escala y la super apreciación condujeron a una crisis sistémica (financiera, cambiaria, bancaria, externa y de la economía real), que puso en peligro la continuidad de las instituciones económicas de la Argentina, particularmente, la de su moneda.

2. El impacto del modelo económico nacional en la actividad santafesina

Habiendo hecho un balance sintético de los dos años de la actual administración, es posible evaluar los resultados en Santa Fe, particularmente en lo que refiere a la actividad económica. En este contexto, se puede esperar que las tendencias desarrolladas a nivel nacional encuentren cierto correlato a nivel provincial dependiendo de la composición sectorial de cada región. Así, mientras que en aquellas regiones en donde predomina la actividad pública es esperable una caída de la actividad económica (provincias del norte grande), en aquellas donde predomina la producción hidrocarburífera es probable que existan resultados positivos contrarios al total nacional. La provincia de Santa Fe, como veremos, se encuentra en una situación intermedia. Es importante considerar que en la comparación con 2023 el sector agroexportador actuó como un amortiguador de la caída generalizada de la primera mitad de 2024, dado que en la campaña 2024/25 se alcanzaron 33 millones de toneladas de granos cosechados, duplicando el ciclo anterior afectado por la sequía. Sin embargo, la tendencia nacional se replicó sin mayores diferencias en los sectores que demandan mano de obra: la industria, el comercio y la construcción —sectores mano de obra intensivos— sufrieron el impacto directo de la caída del consumo interno y la apertura importadora.

Los indicadores de actividad económica (ICASFe) e industrial (FISFE) reflejan esta realidad: tras la caída de 2024, la actividad no logró consolidar una tendencia de crecimiento y, hacia finales de 2025, vuelve a mostrar signos de contracción. Emblemáticas firmas de la región (como Acindar, Electrolux o Corven) han recurrido a esquemas de suspensión o reducción de personal, anticipando un escenario complejo.



Gráficos 8: Indicador sintético de actividad para la Provincia de Santa Fe (ICASFe).



Gráfico 9: el índice de producción industrial de Santa Fe.

Fuente: elaboración propia en base a datos de la ICASFe – Bolsa de Comercio de Santa Fe– y IPI Santa Fe –FISFE–

2. El impacto del modelo económico nacional en la actividad santafesina

En los gráficos 8 y 9 se puede ver la evolución del indicador de actividad sintético para la provincia de Santa Fe (ICASFe – Bolsa de Comercio de Santa Fe) y el índice de producción industrial elaborado por FISFE. En ambos casos puede verse cómo ya en 2023 la crisis golpeó con intensidad a la provincia, con un recrudecimiento en 2024. Luego, la recuperación fue débil y el resultado final dejó a estos indicadores en la posición inicial crítica de noviembre de 2023, con una tendencia que parece precipitarse a la baja.

Estos indicadores de actividad pueden verse afectados por mediciones indirectas influenciadas por el cambio en los precios relativos y la propia valorización. En cambio, si consideramos las variables absolutas y reales, medidas en cantidad de empleados y empleadores, puede verse con más claridad el efecto del nuevo modelo económico. En los gráficos 10 y 11 se registran estos indicadores y allí puede verse cómo el nuevo marco macroeconómico supuso pérdidas netas de empleo y empleadores. Entre noviembre de 2023 y agosto de 2025, en la provincia de Santa Fe se perdieron 12.816 empleos y 2.102 empleadores, según los datos registrados por jurisdicción fiscal en la Superintendencia de Riesgos de Trabajo. En términos relativos se trata de una caída del 2,1% en los empleos (a nivel nacional fue del 2,8%) y del 4,3% en los empleadores (a nivel nacional fue del 3,7%).

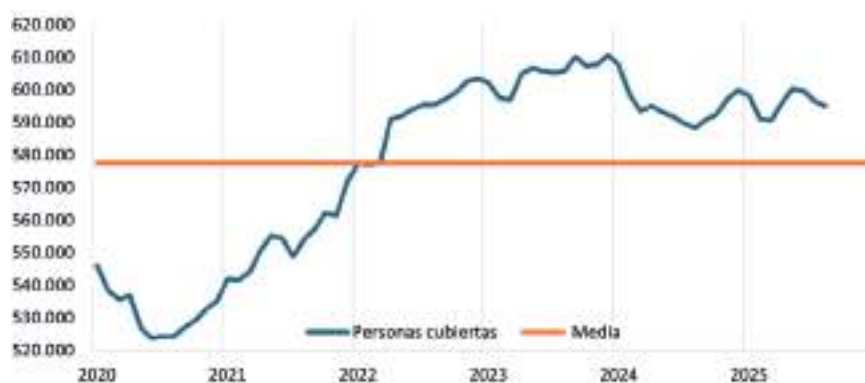


Gráfico 10: Evolución de personas cubiertas (empleados) registrados en Santa Fe (enero 2020 – agosto 2025).

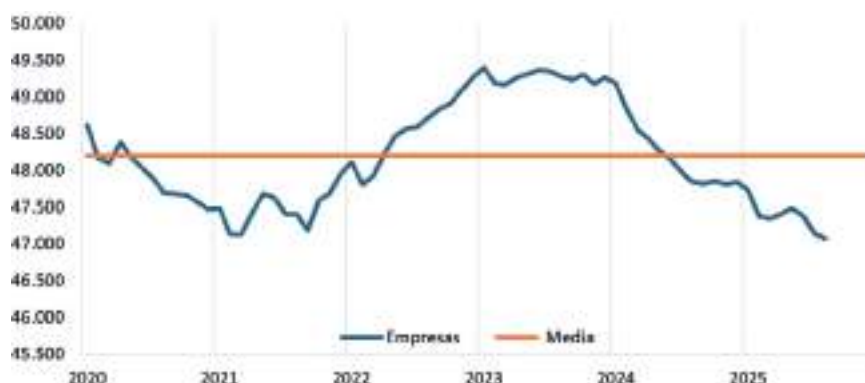


Gráfico 11: Evolución de empleadores (empresas) registrados en Santa Fe (enero 2020 – agosto 2025).

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Riesgos del Trabajo (SRT)

2. El impacto del modelo económico nacional en la actividad santafesina

Uno de los aspectos claves de este retroceso se explica por la caída de la demanda que, a su vez, se encuentra asociada a un deterioro de la capacidad de compra de los hogares. En el gráfico 12 se observa la evolución del salario real del sector privado registrado medido por el Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial (OEDE – Ministerio de Trabajo) y del total de los empleados que tienen cobertura de riesgos de trabajo (Superintendencia de Riesgo de Trabajo, se agregan aquí casos sin dependencia formal pero que están asegurados, como los monotributistas, por ejemplo) para la provincia de Santa Fe. Como puede verse, los salarios formales medidos por OEDE permanecieron por debajo de la media en 15 de los 19 meses de la actual administración, lo que supone una pérdida acumulada de 4,22% del poder de compra en dicho período. Esto naturalmente se hace sentir en las ventas de supermercado para la provincia de Santa Fe, que se registran en el gráfico 13. Allí puede verse una caída sistemática de las ventas reales que ni siquiera pudo ser revertida con la mejora salarial vista entre diciembre de 2024 y mayo de 2025.

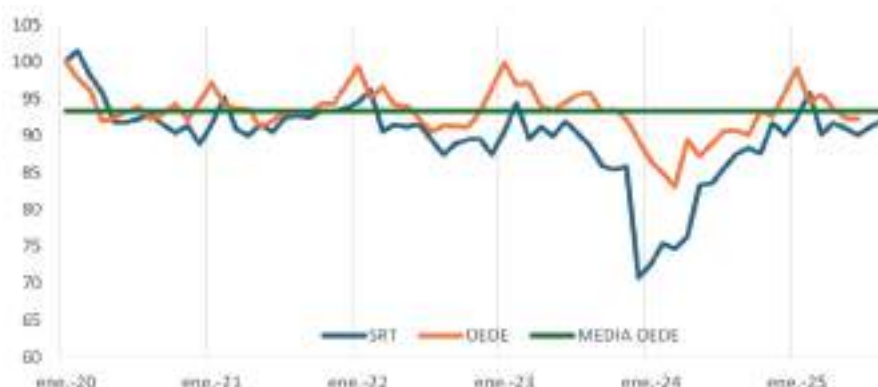


Gráfico 12: Índice de salario real del sector privado registrado (OEDE) y total (SRT) para Santa Fe (precios de junio de 2025)*. * En los meses de junio y diciembre se asume el promedio del inmediato anterior y posterior para evitar la distorsión del aguinaldo



Gráfico 13: Ventas totales en supermercados para Santa Fe, en millones de pesos constantes de septiembre de 2025.

Fuente: OEDE, para salario nominal privado registrado; Superintendencia de Riesgos de Trabajo, para salario total; INDEC, para ventas de supermercados e IPEC para IPC Santa Fe.

2. El impacto del modelo económico nacional en la actividad santafesina

La caída de la actividad no sólo se debe a una caída de la demanda de bienes de consumo final. Uno de los sectores clave de la actividad interna es la construcción y, como se vio a nivel nacional, sufrió una caída inédita en el marco del nuevo programa económico. Esto se produjo tanto por el lado del Estado, en los masivos recortes a la obra pública, pero también por el lado privado en la medida en que los costos de la construcción y la caída de la demanda limitaron la actividad. En suma, el sector de la construcción sufre particularmente las consecuencias de un modelo de apreciación cambiaria y valorización financiera, que desestimula la inversión real y el consumo. Basta ver la evolución del consumo de cemento (incorporado en el gráfico 14) y los permisos de edificación para obras nuevas o ampliaciones privadas solicitados a los municipios de la provincia (gráfico 15).

Si se compara agosto de 2023 con agosto de 2025, el consumo de cemento cayó en un 28,8%, y en el caso de los permisos solicitados se produjo una caída del 27,6%, tomando como comparación los permisos promedios solicitados durante el nuevo gobierno contra el promedio de 2023. Estos valores son consistentes con lo que ocurre a nivel nacional y ponen en evidencia una situación de estrés en la economía real que no parece tener contrapeso en la medida en que las condiciones externas sigan siendo estrechas para la economía real y holgadas para la economía financiera.

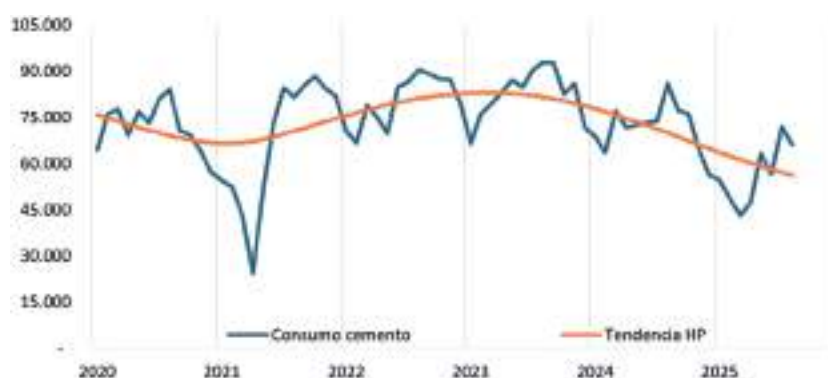


Gráfico 14: Consumo mensual de cemento en toneladas.



Gráfico 15: Superficie cubierta autorizada en m2; Provincia de Santa Fe.

Fuente: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland e IPEC

2. El impacto del modelo económico nacional en la actividad santafesina

Finalmente, puede considerarse la evolución de la recaudación total de la provincia que no sólo es de relevancia para las cuentas públicas sino que además es un indicador de la actividad económica como base de la capacidad contributiva. En el gráfico 16 se resume la evolución de la recaudación provincial de impuestos nacionales y provinciales agregados, corregidos por el índice de precios de la provincia. Como puede verse, aquí también se replica la misma estructura que se ha podido observar en distintos indicadores que resumen el impacto de estos dos años del gobierno de Milei.



Gráfico 16: Recaudación total de la Provincia de Santa Fe. En millones de pesos a precios de agosto de 2025.

Fuente: Secretaría de Política Económica del Ministerio de Economía

Con el inicio de la nueva administración se produjo una caída significativa de la recaudación provincial que, a lo largo de los dos años, no pudo recuperar los valores iniciales. Si se considera el promedio mensual de la recaudación real entre diciembre de 2023 y agosto de 2025 y se la compara con la recaudación promedio mensual entre enero de 2023 y noviembre de 2023, se puede observar una caída del 10%, lo que constituye una medida de la contracción de la economía provincial en el marco del programa económico vigente.

3. A modo de síntesis

Como pudo verse en los distintos indicadores presentados, el modelo macroeconómico inaugurado en diciembre de 2023 puso en marcha un plan basado en la apreciación cambiaria y en la valorización financiera con el objetivo visible de reducir la tasa inflación mensual. En efecto, el gobierno logró resultados importantes pero no sostenidos pues en las últimas mediciones la variación de precios se ubicó en torno al 2% con una leve tendencia hacia la aceleración.

No obstante, probablemente el principal problema no se vea a simple vista sino en el funcionamiento estructural de este tipo de estrategias. En efecto, se trata de un tipo de programa de estabilización que la Argentina ha vivido en repetidas oportunidades en las últimas cinco décadas y que, en todos los casos, han desarrollado similares contradicciones con altos costos para la economía real y que acabaron colapsando. El modelo se basa fundamentalmente en el ingreso de capitales para mantener el tipo de cambio apreciado garantizando ganancias financieras a los tenedores de títulos denominados en pesos. Esto provoca estabilidad cambiaria pero a costa de:

1. Inflar una burbuja de activos financieros revalorizados sin una fundamentación en la productividad de la economía
2. Comprometer crecientemente las cuentas externas del país, con importaciones de bienes, servicios (turismo emisor) y atesoramiento del dólar "barato".
3. Una descomposición de la trama productiva local que se ve afectada por la pérdida de rentabilidad y la competencia por parte de productos importados, en particular provenientes del gigantesco mercado asiático.

Este tipo de regímenes requieren crecientes cantidades de divisas para sostenerse en el tiempo, las cuales suelen provenir de la deuda pública. La actual administración no ha contado con la liquidez necesaria para desarrollar un ciclo expansivo: la recesión inicial, el blanqueo de capitales, el estancamiento posterior y el sostenimiento en base a créditos (salvatajes) limitados por parte de organismos internacionales y el Tesoro de los Estados Unidos, le permitieron al gobierno mantener el régimen cambiario y la inflación de activos e incluso obtener un resultado electoral favorable en las elecciones intermedias de octubre del corriente. Sin embargo, si el gobierno pretende reactivar la economía y conservar el régimen financiero cambiario no tendrá más opción que recibir grandes cantidades de divisas líquidas en la forma de deuda pública, en magnitudes comparables a las vistas en ciclos anteriores. Ello, no obstante, no será inocuo. De ocurrir, no hará más que profundizar las tres contradicciones señaladas previamente, y puede implicar el desarrollo de una crisis sistémica (financiera, externa e interna) en un futuro no muy lejano.

3. A modo de síntesis

Finalmente, pudo verse cómo esta estrategia económica que drena recursos desde la actividad hacia la valorización financiera y la importación masiva, recae sobre la actividad interna aún en provincias exportadoras como Santa Fe. La provincia de Santa Fe siguió la tendencia general del país, con mortandad de empresas (incluso con mayor intensidad que el promedio nacional), pérdidas de puestos de trabajo, caída de los ingresos y del consumo, de la actividad de la construcción y de la recaudación de impuestos en términos reales. Naturalmente, si se observase en el futuro un ingreso de capitales tal que permita financiar el crecimiento de la economía, es posible que muchos de estos indicadores se reviertan, al menos temporalmente y dependiendo del efecto que pueda tener la apertura y la apreciación sobre el reemplazo de producción local por importada.

Pero aun así, la dificultad que supone el financiamiento durante un largo período de importaciones masivas que no tienen como correlato el desarrollo de capacidades exportadoras, probablemente hará que, tarde o temprano, dichos ingresos de capitales se detengan. Para entonces, el volumen de la deuda pública externa y la inflación de activos internos medidos en dólares, sólo podrá sostenerse con una caída de la actividad de grandes proporciones probablemente muy superior a la que se pudo ver en estos dos años y analizada en este informe. El ejemplo más cercano de algo semejante fue la profunda depresión económica que se vivió entre 1998 y 2002 cuando se agotó el financiamiento internacional del régimen de convertibilidad. Vale advertir en que ese caso, en el contexto de la peor crisis económica de la historia económica reciente, e incluso habiendo llegado al punto de la impresión de múltiples cuasi monedas que buscaban suplir la hiperescasez de pesos, el resultado finalmente fue la ruptura del régimen cambiario, el default de la deuda soberana en dólares e incluso una confiscación de los depósitos dolarizados de los agentes privados.

A modo de observación final, debe tenerse en cuenta que el régimen actual todavía no ha acumulado contradicciones comparables a las vistas en aquellos ciclos desarrollados en base al ingreso masivo de capitales, pero el sentido de estas es prácticamente equivalente. En rigor, pueden ser consideradas una muestra en pequeño de lo que podría ocurrir en grande si se logra avanzar en la toma de deuda a fin de sostener otra experiencia de un régimen macroeconómico de apreciación cambiaria y valorización financiera en Argentina.



DEMOS

DICIEMBRE 2025

LA MACRO EN LA MIRA

Los límites socioeconómicos del modelo de apreciación financiera

Staff editorial:

Dr. Ignacio Trucco, Lic. Florencia Camusso, Mag. Luisina Logiodice,
Dra. Valentina Locher, Lic. Eduardo Alfaro