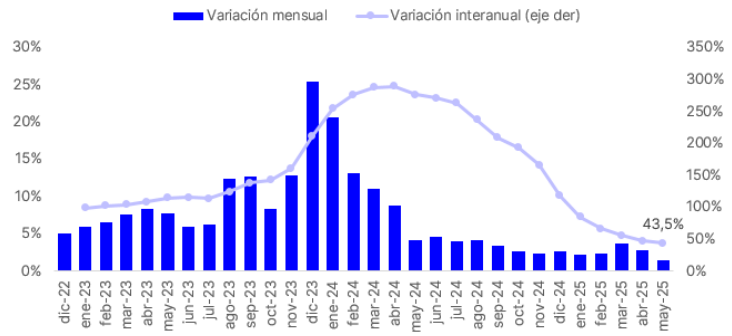
vectorial

# INFORME SEMANAL

Semana #24/2025 | 13 de junio de 2025 | Tiempo de lectura: 20m

## 1/ MENOS QUE 2

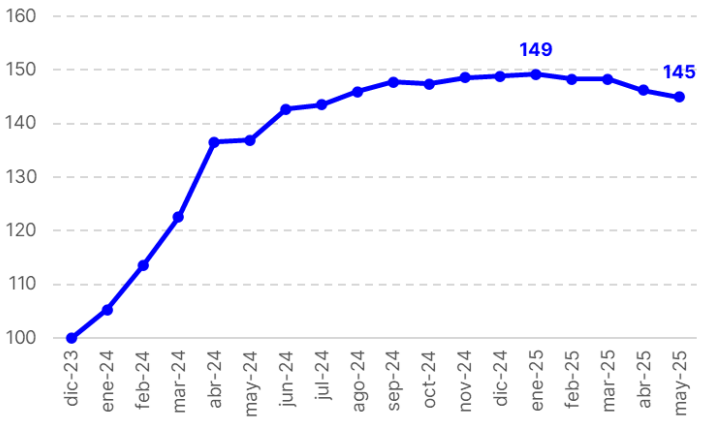
**Índice de precios al consumidor (IPC). Variación mensual e interanual.**




Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

**El IPC del mes de mayo marcó una suba de +1,5%** en el mes, afianzando la tendencia a la desinflación que continuó en abril luego del dato problemático de marzo de +3,7%. **La inflación anual en el mes alcanza el +43,5%**, mientras que si anualizamos la inflación de los últimos tres meses el dato desciende al 37%. El desafío del Gobierno es **mantener esta tendencia hacia adelante, en el marco de un segundo semestre con menos dólares y más pesos**.

**Cociente entre precios regulados e inflación núcleo. Base diciembre 2023=100.**




Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

## EN DOS MINUTOS

**1/ Menos que dos**

La inflación de mayo sorprendió a propios y ajenos perforando el piso del 2% y registrando 1,5%, el valor más bajo de los últimos 5 años. Hubo "ayudín" de estacionales que cayeron -3% y, sobre todo, se "pisó" el aumento de tarifas de servicios públicos. De esta manera, se trata del cuarto mes consecutivo en donde el resto de los bienes y servicios de la economía aumentan a una velocidad mayor que las tarifas "desacomodando" los precios relativos.

**2/ Sin dólares no hay paraíso**

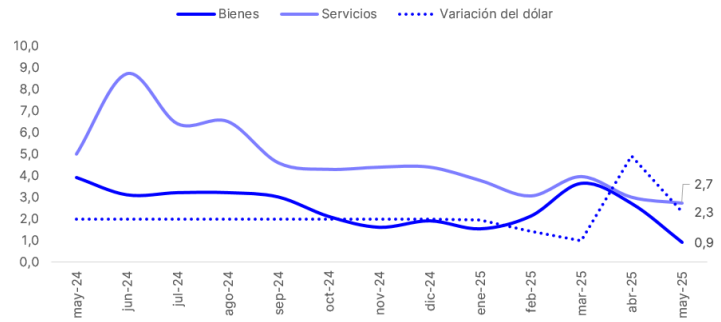
Mientras la cuenta financiera se erige como la única puerta de ingreso de dólares al país, el gobierno desplegó una serie de medidas que modifican la política monetaria y cambiaria. Se decretó el fin de las LEFI y, por ende, de la tasa de política monetaria que pasa a ser una tasa definida en el mercado con el riesgo que implica que la tasa de referencia quede completamente desregulada. Por otra parte, se dió de baja el control de capitales a menos de dos meses de su implementación, amplificando el riesgo de una reversión de los dólares obtenidos.

**3/ El largo y sinuoso camino de la recuperación**

La Industria y la Construcción mostraron en el mes de abril subas anuales de +8,5% y +25,9%, respectivamente, que vuelven a explicarse por bajas bases de comparación en el fatídico primer cuatrimestre del 2024. Sin embargo, ambos sectores están lejos de mostrar los niveles exhibidos en 2023 y el empleo en esas ramas amplifica esos retrocesos, principalmente en Construcción que desde inicio de la gestión se han destruido más del 10% de los puestos de trabajo registrado en el sector.

Cómo en abril, **la inflación núcleo de mayo (+2,2%) estuvo bastante por encima del nivel general y fue compensada por estacionales (-2,7%) y regulados (+1,3%).** Esta configuración muestra que **la corrección de precios relativos no solo se estancó, sino que viene perdiendo ímpetu desde enero de este año.** En otras palabras, l**os precios relativos, de a poco, se siguen desacomodando**. Cabe destacar que la corrección de los precios relativos, que puede graficarse como el cociente entre los precios regulados y la inflación núcleo, se produjo principalmente durante el primer semestre del 2024 en donde el la suba de tarifas superó por más de 40% al aumento de los demás precios de la economía (desde ya, sin incluir los estacionales). A partir de allí, en vistas de apuntalar el proceso de desinflación, el gobierno mantuvo relativamente estable y sin sobresaltos el aumento tarifario, sin despegarse mucho del IPC núcleo. A partir de enero de 2025, esa relación comienza a caer, mostrando que lo**s precios de la economía crecen, en promedio, por encima de los precios regulados**.

**Bienes, servicios y dólar. Variaciones mensuales.**




Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

**Los precios de los bienes se movieron por debajo de la variación del dólar**, aún con margen por el ajuste realizado en el mes de marzo anticipando la devaluación que significó el pase del *crawling peg* al esquema de bandas. Por su parte, l**os servicios volvieron a posicionarse por encima de la variación del dólar, mostrando que la inercia inflacionaria persistirá** en dicha categoría. Hacia adelante, cabe la pregunta si un segundo semestre con menor cantidad de dólares será compatible con un bajo grado de pass-through como se observó en abril y mayo.

Al adentrarse rubro por rubro del IPC, se aprecia que continúa la divergencia de "restaurantes y hoteles" y demás bienes y servicios (¿hipótesis de consumo dual?). Así, **alimentos (que en mayo aumentó tan solo un 0,5% , el valor más bajo de la serie que comienza en 2016) y prendas de vestir prácticamente ya convergieron a los niveles relativos de diciembre 2019**. Por su parte, **el estancamiento de los regulados se expresa en los dos rubros que se mantienen más atrasados: tarifas de agua, luz y gas, y comunicación.**

En síntesis, **el IPC de mayo representó sin dudas un buen dato para el Gobierno**. Vale destacar que **la caída de casi 3 puntos en los precios estacionales contribuyó a perforar el 2% en el nivel general, siendo que la núcleo registró una variación por encima**.

Hacia adelante, la posibilidad de sostener la desinflación radicará en **seguir conteniendo el ajuste de las tarifas de servicios públicos** (lo que implica desandar el camino de acomodación de precios relativos) y en **un pass-through limitado, lo cual solo es viable con niveles de consumo deprimido de ciertos bienes.** En ese sentido, no es casual que al Gobierno le resulte central imponer la pauta salarial del 1% en las negociaciones paritarias.

## 2/ SIN DÓLARES NO HAY PARAÍSO

El Gobierno se lanzó a la carga en un **intento apresurado por acercarse lo más posible a la meta de reservas pautada con el FMI**. En el mismo paso de baile, el organismo pospuso la revisión que tendría lugar este viernes 13 de junio y habría arrojado, en términos de Reservas, una métrica muy distante al objetivo acordado hace tan solo dos meses.

La batería de medidas anunciada por sorpresa el martes incluyó: la concreción de un REPO por 2.000 millones de dólares (que había sido anticipado semanas antes por el Ministerio de Economía), la generalización de la suscripción en dólares de las emisiones de deuda (con un límite en el año de 7.000 millones de dólares), la emisión de un BOPREAL que permita eliminar pesos para quitarle presión al mercado cambiario, la rescisión de los puts emitidos en 2023 y, por último, la eliminación de las LEFI que apuntan a lograr mayor facilidad al Tesoro para obtener niveles de roll-over de la deuda significativos.

La primera de estas medidas, **el REPO, se concretó el miércoles a una tasa del 8,25% anual y vencimiento en abril del 2027.** Si comparamos con el anterior REPO realizado en enero la tasa es menor (en ese caso fue 8,8%) y el monto es superior (antes se habían conseguido la mitad) pero no debe perderse de vista que en aquella oportunidad se mantenían los controles cambiarios, la política de *crawling-peg* y aún no se había retornado a los mercados internacionales de crédito. Es decir, tomando todos estos elementos, **la reducción de la tasa "huele a poco", mostrando una vez más la persistencia del recelo sobre el futuro del plan económico.** Esto es consistente con un Riesgo País que está prácticamente en los mismos niveles que a comienzos de año.




Fuente: Vectorial, a partir de datos de JP Morgan.

**Los 2.000 millones de dólares ingresados se suman a desembolsos brutos por 12.100 millones del FMI, 8.000 millones de otros Organismos Internacionales, 1.000 millones del BONTE (si bien es deuda en pesos suscripta en dólares), 1.000 millones del mencionado REPO de enero y 10.000 millones por BOPREAL (si bien esto fueron suscriptos en pesos). Se sumarán, como se mencionó, 7.000 millones de dólares en suscripciones a instrumentos de deuda durante el resto del 2025. La primera operación respecto a esto, es la reapertura del BONTE 2030, por un monto máximo de 500 millones**. A diferencia de la primera emisión, se permitirá la suscripción de actores locales. Actualmente el instrumento rinde

un 27% efectivo anual, resultando una tasa más que generosa en un hipotético escenario de desinflación.

**El problema es el mismo de siempre: si el único mecanismo para conseguir dólares es el endeudamiento**, esos mismos tenedores demandarán cada vez más dólares en el futuro, incubando **crecientes presiones sobre las reservas internacionales del BCRA**, que sólo podría sortearse con un endeudamiento que crece exponencialmente.

Quizá esta es la causa del recelo de los inversores extranjeros y lo que hace preguntarse **por qué se gastó tanta pólvora en el saneamiento del balance del BCRA** (20.000 millones de dólares frescos del FMI) si **de manera inmediata se comienza a deteriorar a partir de las futuras (y cercanas) obligaciones.**

En el marco de la cruzada endeudadora, **el BCRA eliminó el plazo mínimo de 6 meses para capitales extranjeros, que había establecido apenas un mes antes** con el levantamiento del cepo. De esta forma, lo que parecía haber sido un aprendizaje el ciclo anterior de Caputo con Macri, queda en la nada. La justificación de esta contramarcha, de acuerdo al equipo económico, radica en que desde la pandemia la dinámica del mercado global cambió, reduciendo flujo hacia mercados emergentes, por lo cual **las medidas macroprudenciales (como una permanencia mínima para flujos de no residentes) que "ahuyentan inversiones", resultan inconvenientes**.

Aquí vale hacer una reflexión. En primer lugar, si el equipo económico concluye que desde la pandemia los flujos de capitales no infringen un daño a la sostenibilidad macroeconómica, **¿por qué hace tan solo un mes se dictaminó este tipo de medidas macroprudenciales?** En segundo lugar, **uno de los principales impulsores de las políticas macroprudenciales en el mundo es el FMI,** con lo cual, habrá que esperar su opinión en el marco del programa vigente que el país mantiene con el organismo.

Por su parte, **la rescisión de los *puts* se realizó sin sorpresas, por un monto total de $5,9 billones de pesos**. Buena parte de los mismos había sido ya eliminada en julio del año pasado, por un monto, en ese momento, de $13,2 billones. Para rescindirlos, e**l BCRA abonó una prima a las entidades financieras, lo cual implica flexibilizar la norma de "no emisión", si bien el monto es pequeño** en relación al total: $23 mil millones de pesos.

Respecto a **la eliminación de las LEFI, implica que la liquidez ya no generará rendimientos a un día para los bancos**, por lo cual tendrán que redirigir esos pesos hacia tres opciones: LECAP cortas (es decir otro título público como las LEFI pero de más largo plazo), crédito al consumo y/o la inversión o mantener los pesos como encajes. De una forma o de otra, **el desarme de las LEFI (aproximadamente unos $10 billones de pesos, representando el 27% de la Base Monetaria) implica una masa monetaria que se libera y eso debería presionar hacia abajo las tasas de interés**. La forma en que el BCRA administrará la liquidez será operando el mercado de

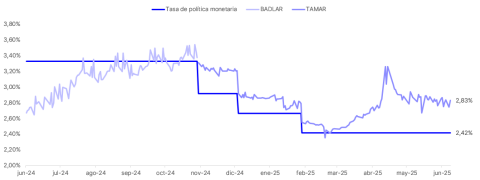
LECAP cortas, mediante una canasta de letras que le otorgará el Tesoro a cambio de las LEFI. **El objetivo del Tesoro probablemente es continuar empujando el crédito para poner combustible a la reactivación de la actividad económica, en el marco de un consumo que no despega, y evitar problemas en el refinanciamiento de la deuda del Tesoro, al haber más pesos disponibles**.

Con todo esto, **la tasa de interés pasa a ser completamente determinada por el mercado**, es decir, con la eliminación de las LEFI deja de existir la "Tasa de Política Monetaria", **pasando a un esquema de agregados monetarios más "puro"** (el BCRA no controla la tasa, sino directamente la cantidad de dinero).

Aquí conviene marcar dos aspectos importantes. El primero de ellos, **el uso de agregados monetarios como instrumento de regulación monetaria, a nivel global, quedó en desuso hace décadas** y fue reemplazado por, justamente, el manejo de la tasa de interés. En segundo lugar, y relacionado, **dejar la tasa de interés de referencia del mercado completamente liberada entraña un riesgo considerable y limita el control de daños que pueden llevar adelante los bancos centrales**.

En síntesis, **las medidas llevadas adelante muestran al Gobierno resignado a que el tipo de cambio no caerá a la banda inferior**, y emprendiendo un costoso (por no decir torpe) cambio de rumbo para intentar cumplir la meta de reservas del FMI la cual, aun con estos cuantiosos parches, parece difícil de alcanzar.

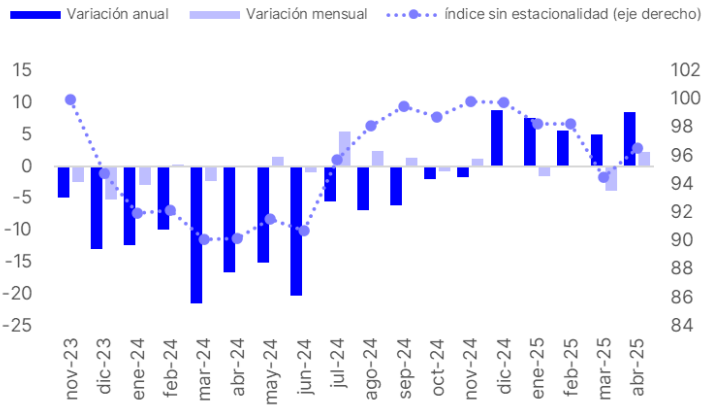
**Tasas de interés (Tasa efectiva mensual)**




Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

## 3/ EL LARGO Y SINUOSO CAMINO DE LA RECUPERACIÓN

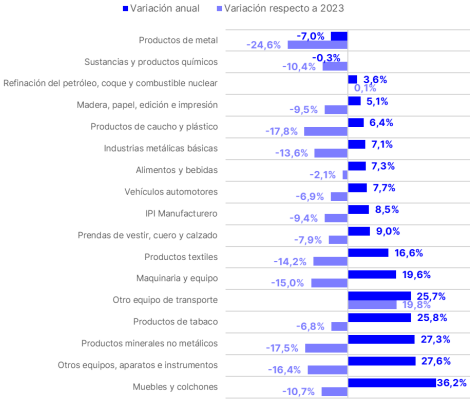
**Índice de Producción Industrial Manufacturera (IPIM). Índice sin estacionalidad base noviembre 2023 = 100. Variación anual y mensual.**




Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

**La industria atraviesa una dinámica oscilante**. Desde octubre del año pasado **se alternan meses de crecimiento con meses de caídas**. Desde que comenzó el año, en enero y marzo se registraron caídas mensuales del -1,5% y -3,9%, respectivamente. En esa tra-

**Índice de Producción Industrial Manufacturera (IPIM). Abril 2025. Variación anual y respecto al mismo mes de 2023.**




Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

yectoria volátil, abril marcó una suba respecto a marzo del +2,2% y creció un +8,5% respecto a abril del 2024. Volatilidad mediante, sin embargo, l**os primeros cuatro meses del corriente año exhiben una caída del -2,6% si comparamos con el último cuatrimestre del 2024.**

Como siempre **la dinámica sectorial es heterogénea**. Respecto a abril de 2024, solo 2 rubros de la producción industrial muestran caídas: productos de metal (-7%) y sustancias y productos químicos (-0,3%). Sin embargo, si se compara con el mes de abril de 2023 (una base de comparación más adecuada), sólo dos sectores experimentan mejoras (otros equipos de transporte, +19,8% y refinación de petróleo, +0,1%), mientras que el resto registran bajas y en algunos casos, significativas. Incluso 9 de los 16 sectores relevados marcan caídas de dos dígitos. Los dos sectores de mayor retroceso fueron productos de metal (-24,6%) y productos de caucho y plástico (-17,8%).

Sectores de importante dinamismo durante este año, como muebles y colchones y otros equipos, aparatos e instrumentos (siendo ambos los de mayor crecimiento anual) aún se encuentran rezagados respecto a su performance en 2023 (-10,7% y -16,4%, respectivamente).

Con relación a **la utilización de la capacidad instalada, la misma muestra un desempeño similar a lo observado con el índice de producción industrial.** Si comparamos las variaciones anuales, **respecto a abril de 2024, sólo tres sectores se encuentran en peores condiciones que la base de comparación**: sustancias y productos químicos, productos del tabaco y papel y cartón. No obstante, **si esa comparación se realiza con el periodo de abril de 2023, todos los sectores se encuentran con menor uso de su capacidad instalada**.

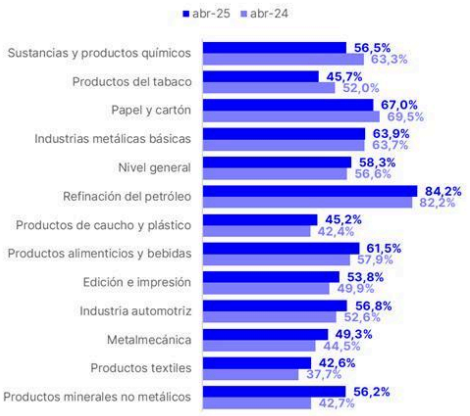
Aún así, en lo que va del año, **se trata del peor registro para la UCII de los últimos 10 años**, quitando el 2020 y el también atípico 2024.

Volviendo a la producción industrial, al comparar lo transcurrido en lo que va del 2025 contra el último cuatrimestre del 2024 **aparecen luces de alerta**. El índice desestacionalizado cae un -2,6% y **solo cuatro sectores crecen**, y de esos dos, sólo dos de forma relevante: los productos de tabaco y otros equipos de transporte (+8,1% y 11,7%, respectivamente).

La producción de vehículos cae para el periodo de análisis un -7,7%, le siguen los productos de metal (-4,9%), otros equipos, aparatos e instrumentos (-4,7%) y la refinación de petróleo (-4,6%). **El desempeño sinuoso de la industria en los últimos meses muestra a nivel promedio una dirección negativa pese al buen resultado del mes de abril en relación a marzo**.

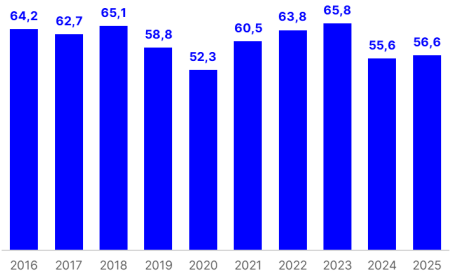
Por su parte, **el sector de la construcción, golpeado incluso en mayor medida que la industria, presentó en abril una importante recuperación anual del +25,9%** (según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción -ISAC- del INDEC). El dato de abril

**Utilización de la capacidad instalada industrial**




Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

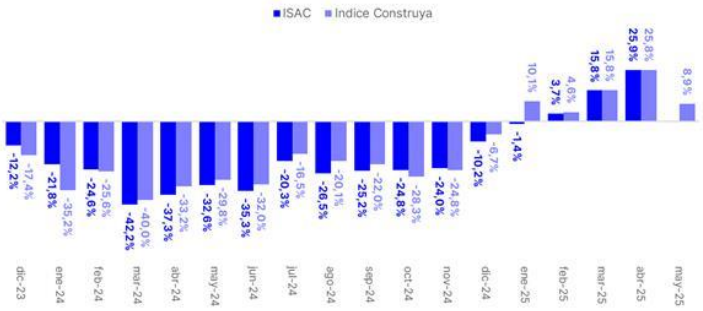
**Utilización de la capacidad instalada industrial. Primer cuatrimestre de cada año. En porcentaje.**




Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

había sido anticipado por el índice Construya que anticipadamente había marcado una suba del 25,8% para el mismo mes. **Para el mes de mayo, este último indicador muestra un crecimiento anual del +8,9%**, manteniendo el impulso desde niveles subterráneos y caídas similares a los exhibidos durante la pandemia.

**Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) e Índice Construya. Variación anual.**




Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC y del IERIC

Por supuesto, **desde noviembre de 2023 hasta abril de 2025, el ISAC registra una caída acumulada de 19%**.

Si bien con rezago, **la evolución de los sectores de industria y construcción tienen su correlato en el empleo**. Entre diciembre de 2023 y marzo de 2025 el empleo registrado total cayó en un -1,6% pero en el caso de los dos sectores señalados estos valores son aún más profundos (-2,5% en industria y -11,3% en construcción).

**Índice de Producción Industrial Manufacturera (IPIM). Por rubros. Primer cuatrimestre de 2025 versus último cuatrimestre de 2024. Serie desestacionalizada.**




Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

**Variación del empleo registrado en el sector privado, según rama de actividad, de dic-23 a mar-25**




Fuente: Vectorial, a partir de datos del SIPA.

vectorial | hola@vectorial.com.ar | vectorial.com.ar | X: @vectorial_AR | 11-5952-3252

Eduardo Hecker Director + Federico Sánchez Director Adjunto + Haroldo Montagu Economista Jefe

DISCLAIMER: la información contenida en el presente reporte se elabora a partir de datos provenientes de organismos oficiales (públicos y privados) y por lo tanto se trata de información pública que Vectorial considera confiable y recopila de manera sistemática. No obstante, dicha información no necesariamente está exenta de errores y/u omisiones por los cuales Vectorial no se hace responsable, ni tampoco se hace responsable por el uso que clientes y terceras partes le den a la información provista en este informe. Ningún cliente o tercera parte debe asumir que la información presentada y/o puesta a disposición en este reporte comporta un sustituto de asesoramiento individual y personalizado en materia de inversiones por parte de Vectorial y cualquiera de sus empleados. Está prohibida la distribución y/o reproducción parcial o total de este informe sin el expreso consentimiento de Vectorial.