vectorial

INFORME SEMANAL

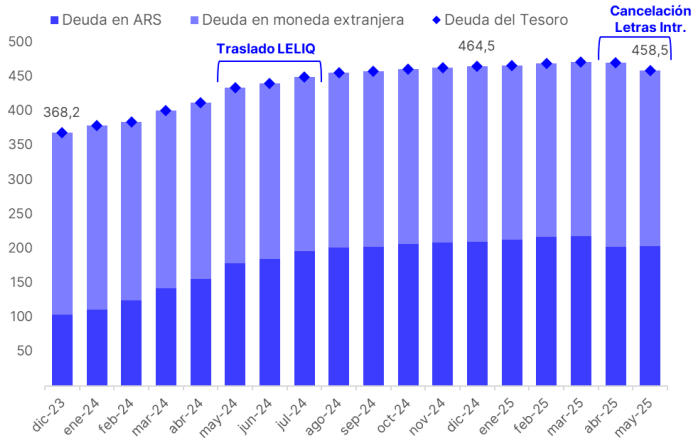
Semana #25/2025 | 20 de junio de 2025 | Tiempo de lectura: 21m

1/ LA DEUDA AVANZA

El Gobierno repite como un mantra "con superávit fiscal la deuda no puede aumentar". Sin embargo, l**a Deuda Pública Consolidada del Tesoro y el BCRA crece.** Esto es producto de **las considerables tasas de interés pagadas en moneda extranjera durante el 2024 y del préstamo solicitado al FMI concretado en 2025**.

La deuda del Tesoro se situaba en 368 mil millones de dólares en diciembre del 2023, aumentó a 464 mil millones de dólares hacia diciembre del 2024 y se redujo a 458 mil millones de dólares para el mes de mayo de 2025. Además, se deben contabilizar las operaciones que se dieron en el marco del programa económico del Gobierno: fundamentalmente el traspaso de deuda del BCRA al Tesoro (las ex-Leliq que pasaron a ser LECAP o LEFI). Estas operaciones consistieron en cancelar pasivos del Tesoro con el BCRA y del BCRA con las entidades financieras a cambio de elevar los pasivos del Tesoro con las entidades. En un sentido similar, el Tesoro ha utilizado financiamiento del FMI, o recientemente de los bancos (última licitación) para cancelar títulos en poder del BCRA. **Para una correcta evaluación de la Deuda, por ende, deben consolidarse los pasivos de ambas entidades, neteando la deuda entre los mismos.**

Deuda Pública del Tesoro. Miles de millones de dólares.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON.

EN DOS MINUTOS

1/ La deuda avanza

La deuda consolidada del Gobierno (Tesoro + BCRA) aumentó unos 8 mil millones de dólares desde que se inició la gestión Milei. El aumento, si bien moderado, contradice el relato oficial de desendeudamiento en contexto de superávit fiscal. Las elevadas tasas de interés, la emisión de BOPREAL y el préstamo con el FMI entre las razones que más explican el aumento.

2/ Meta fiscal cumplida

En mayo se alcanzó la meta de superávit primario acordada con el FMI. Para ello, y en el marco de una caída de ingresos públicos del -14%, el gobierno tuvo que pisar fuertemente el gasto durante los últimos dos meses. Además de la obra pública que bordea cifras meramente testimoniales, las principales partidas recortadas en mayo fueron subsidios energéticos (-64%) y universidades (-8%).

3/ Crecimiento sin empleo

La foto del mercado laboral del primer trimestre del año es muy similar a la registrada en el mismo período del 2024. Si bien las tasas de actividad, empleo y desocupación empeoraron levemente es llamativo que eso ocurra en el marco de una economía en recuperación y creciendo a más del 6%. La desocupación del primer trimestre (7,9%) marcó su registro más elevado desde el fin de la pandemia y el empleo continúa virando hacia modalidades de mayor precariedad.

Para consolidar la deuda entre el MECON y el BCRA debemos sumar únicamente los pasivos que tienen ambos organismos con terceros, ya sea otras entidades públicas, privados u organismos internacionales. Al realizar esta operación, **el traslado de LELIQ a bonos del Tesoro no genera incrementos de la deuda, y tampoco la cancelación de bonos del Tesoro en poder del BCRA genera reducciones de la misma.** De esta manera, entre diciembre del 2023 y diciembre del 2024 se dio un incremento de la Deuda consolidada por 51 mil millones de dólares, pasando de 290 mil millones a 341 mil millones. Esto se explica fundamentalmente por el **incremento de la deuda neta del Tesoro, que aún restando la reducción de los Pasivos Remunerados, ascendió a 45 mil millones de dólares**, a pesar de los pagos de enero y julio de Bonares y Globales.

La razón del incremento fundamentalmente fue el aumento de la deuda en pesos debido al diferencial entre el CER (que aumentó a tasas muy altas sobretodo los primeros meses del año) y la tasa del *crawling-peg*, generando una enorme apreciación de la deuda en moneda local. También resultó significativa la emisión de las primeras tres series de BOPREAL que llevaron los Pasivos Remunerados en dólares del BCRA de 3 mil millones a 9 mil millones de dólares.

Deuda Consolidada (diciembre 2023 y diciembre 2024). Millones de dólares.

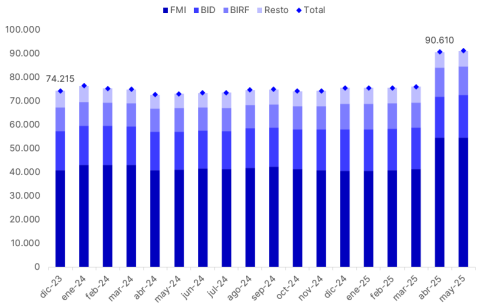
	diciembre-23	diciembre-24
Deuda bruta del Tesoro	**368.225**	**463.299**
Letras Intransferibles (LI)	-67.190	-69.286
Adelantos Transitorios (AT)	-5.060	-3.962
Títulos Públicos en manos del BCRA	-40.734	-57.983
Deuda Tesoro neta	**255.241**	**332.068**
Pasivos Remunerados en ARS	32.091	147
Pasivos Remunerados en USD	3.060	9.147
Deuda Consolidada	**290.392**	**341.362**

Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA y del MECON.

Luego, **entre diciembre de 2024 y mayo 2025, a pesar de la menor inflación y la modificación del esquema cambiario, la Deuda Consolidada continuó creciendo** por un total de 8 mil millones de dólares aún tomando en cuenta la cancelación de una parte de los títulos en pesos por parte del Tesoro (roll-over inferior al 100%). L**a razón principal fue el incremento de los préstamos con Organismos Internacionales** (FMI, Banco Mundial y BID), que en el mes de abril aumentaron por 15 mil millones de dólares, luego de haberse mantenido prácticamente estables desde diciembre de 2023.

Sin embargo, **parte de este incremento se vio compensado por la depreciación del peso que se dio en abril con la salida del cepo,** motivo por el cual en dicho mes la deuda en moneda local del Tesoro medida en dólares se redujo. A pesar de ello, los movimientos netos del año hasta ahora arrojan un incremento de 8.097 millones de dólares.

Deuda con organismos internacionales. Millones de dólares.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON.

Deuda Consolidada en mayo 2025. Millones de dólares.

	mayo-25	Vs DIC23	Vs DIC25
Deuda bruta del Tesoro	**458.520**	***90.295***	***-4.779***
Letras Intransferibles (LI)	-55.791	*11.399*	*13.495*
Adelantos Transitorios (AT)	-3.423	*1.637*	*540*
Títulos Públicos en manos del BCRA	-60.051	*-19.317*	*-2.068*
Deuda Tesoro neta	**339.256**	***84.015***	***7.188***
Pasivos Remunerados en ARS	147	*-31.944*	*0*
Pasivos Remunerados en USD	10.056	*6.996*	*909*
Deuda Consolidada	**349.459**	***59.067***	***8.097***

Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA y del MECON.

Cabe preguntarse, entonces, **cuál es la compatibilidad entre este análisis y el superávit fiscal,** que debería llevar a una reducción de la deuda pública consolidada. Buena parte de la respuesta la encontramos en la estrategia financiera llevada adelante por el equipo económico la cual consiste en haber emitido, desde su asunción, bonos cuyo interés se encuentra implícito. Es el caso de los bonos CER cupón cero (ajustan por CER pero no pagan un interés sobre el mismo) y de las LECAP (el interés se capitaliza). **La existencia de estos instrumentos hace que los intereses devengados mes a mes no se contabilicen dentro del resultado fiscal, pasando a formar parte de las operaciones de deuda pública.** De esta forma, cuando se alcanza un roll-over del 100%, en realidad se está renovando el capital pero también los intereses que vencen, de manera que no se utilizan los recursos del superávit primario para afrontarlos. Así, **el superávit primario en realidad es déficit que se financia con nueva deuda (los intereses capitalizados)**.

¿Qué podemos esperar hacia adelante? **El BCRA ya se encuentra licitando nuevas ediciones del BOPREAL (se adjudicaron 810 millones de dólares el pasado miércoles)** que implicarán mayor incremento de la Deuda Consolidada. A su vez, será importante monitorear los préstamos netos de OOII, en caso que el Gobierno pretenda seguir tomando deuda para cancelar las Letras Intransferibles restantes (que a Valor Nominal son 55 mil millones de dólares aunque el BCRA las valúa en 16 mil millones de dólares en su balance). Además, **el Tesoro anunció que permitirá suscribir instrumentos en pesos con dólares por un monto de 1.000 millones mensuales (como sucedió con el BONTE 2030 del cual hasta ahora se emitieron 1.500 millones de dólares)**. Esto no necesariamente incrementa la deuda, en la medida en que se apunte a un *roll-over* algo inferior al 100% (para considerar el pago de intereses). No fue el caso de la licitación de la semana pasada, donde se alcanzó el 152%. Habrá que analizar si fue un caso excepcional, en el marco del desarme de las Letras Fiscales de Liquidez, o si el Gobierno apunta a quitar pesos de circulación continuando con el endeudamiento.

2/ META FISCAL CUMPLIDA

Mientras que los primeros tres meses del 2025 registraron aumentos del gasto público, en torno al 14%, 19% y 2%,respectivamente,

mayo fue el segundo mes consecutivo del año en donde el gasto cayó en términos reales anuales (-1,9%).

Mientras que los primeros tres meses del 2025 registraron aumentos del gasto público, en torno al 14%, 19% y 2%,respectivamente, **mayo fue el segundo mes consecutivo del año en donde el gasto cayó en términos reales anuales (-1,9%)**.

La dinámica del gasto en el último bimestre hay que entenderla en el **marco del acuerdo con el FMI, en donde se pactó una meta fiscal exigente la cual parecía, a priori, de difícil cumplimiento**. En este sentido, los últimos dos meses fueron cruciales para garantizar alcanzar (y con creces) dicha meta y, al mismo tiempo, contraponer lo ocurrido con la meta de acumulación de reservas internacionales que fue incumplida. **Salvar los trapos para lograr un *waiver* del FMI**.

Si bien los ingresos totales del Gobierno cayeron en casi un -14% real anual debido a los tributos que cayeron un -14,5%, **se mantuvo un superávit primario cuantioso de casi $1,7 billones y un resultado financiero de $662 mil millones.** Más allá de que ambos valores son sensiblemente inferiores a los obtenidos en mayo de 2024 en términos reales, con caídas del 49,3% y 61,0%, respectivamente, **estos permitieron alcanzar el objetivo inicial pactado con el FMI para la primera revisión** (la cual de todos modos fue postergada).

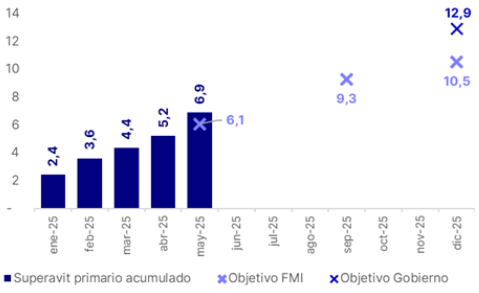
La evolución del resultado fiscal continuó sólida **durante mayo pese a que dicho mes traía consigo el pago de intereses más elevado** luego de enero y, a su vez, la recaudación tributaria de ARCA/AFIP había anticipado que los ingresos iban a ser bajos en relación al coyunturalmente elevado mayo de 2024.

Así, **la meta fiscal planteaba la necesidad de alcanzar un superávit primario de $6,1 billones para los primeros cinco meses del año.** Para el mes de abril, el monto acumulado se encontraba cercano a la cifra y se necesitaba un resultado positivo cercano a los $900 mil millones en mayo. El Gobierno Nacional superó esta cifra holgadamente aunque a costa, nuevamente, de una r**educción considerable en el gasto de capital -que ya bordea cifras testimoniales- y de una ligera retracción del gasto corriente.**

En relación al gasto de capital, desde la asunción de Milei, las partidas que obedecen a infraestructura y obra pública han caído un -76% en términos reales en el año 2024. En lo que va del 2025, el gasto de capital creció apenas un 1%.

Por su parte, **los ingresos públicos marcan una retracción considerable,** aunque esperada, de los tributos de un -14,5% anual en términos reales. El comportamiento del **impuesto a las ganancias es quien se lleva la atención por su caída del -44,2%** anual, que obedece a la base de comparación en mayo de 2024. En dicho periodo, el componente del tributo erogado por las empresas fue sustancialmente elevado gracias a los efectos de la devaluación de diciembre de 2023, que permitió en muchos casos una mejoría sig-

Superávit primario. En billones de pesos.



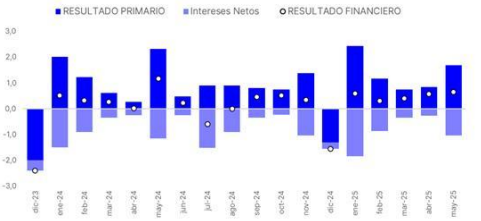
Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del FMI.

Ingresos y gastos del Sector Público Nacional. Millones de pesos.

Descripción	may-25	Variación real anual
Ingresos totales	**11.374.130**	**-13,9%**
Tributarios	10.407.839	-14,5%
Rentas de la propiedad	394.225	-42,6%
Otros ingresos corrientes	572.053	66,7%
Ingresos de capital	14	-95,7%
Gastos primarios	**9.677.213**	**-1,9%**
Gastos corrientes	9.486.362	-0,9%
Gastos de capital	190.851	-33,9%
Resultado primario	**1.696.917**	**-49,3%**
Intereses pagados	1.034.795	-37,2%
Resultado financiero	**662.123**	**-61,0%**

Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC.

Resultado primario y financiero. Billones de pesos.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON.

Ingresos tributarios. Mayo 2025. Variación anual en términos reales.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC.

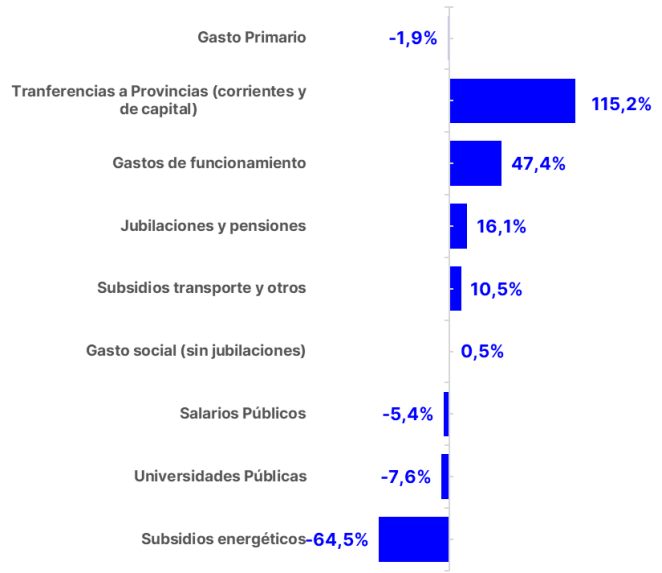
nificativa en sus resultados anuales explicados por las ganancias de capital provenientes de la mejor cotización de sus activos dolarizados. Esto "infló" la base imponible y, por consiguiente, la recaudación. Este efecto por supuesto no volvió a repetirse, más bien al contrario, en línea con la apreciación del peso.

Los derechos de exportación se movieron en línea con el deterioro del tipo de cambio real observado en los últimos meses y registraron una caída cercana al -38%. Por supuesto que el tipo de cambio apreciado genera caídas en los derechos de exportación pero incrementos en los de importación, los cuales crecen un 22,7%, principalmente por incrementos en las cantidades de bienes comprados al exterior. No obstante, **esto no logra compensar las pérdidas señaladas previamente**. Si unimos a ambos tributos dentro del componente denominado "tributos al comercio exterior", observamos que el resultado conjunto real anual es de -24%.

Por último, los tributos vinculados a la actividad tuvieron un rendimiento dispar. El impuesto a los débitos y créditos y los aportes a la seguridad social tuvieron alzas significativas (+22,9% y +14,6%, respectivamente) pero el IVA quedó rezagado con una baja del -0,4%. En informes previos señalamos que esto se debe principalmente a la evolución del IVA DGA, centrado en el comercio exterior, por la eliminación de la suspensión de los certificados de exclusión del impuesto a las ganancias y al valor agregado para las operaciones de importación. **Si se considera solamente la evolución del IVA DGI, vinculado a la actividad interna, dicho tributo hubiera registrado un incremento del 4,3%**.

Por el lado de los gastos, l**os dos ajustes más fuertes se ven en los subsidios económicos (principalmente en energía y otras funciones, que muestran caídas del -65% y -66%, respectivamente) con una baja del -64% y en las transferencias a universidades, que caen un -8% anual**.

Gasto Corriente. Mayo 2025. Variación anual en términos reales.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC.

Las transferencias a las provincias, que durante el 2024 se redujeron en un -78,4%, experimentaron un aumento del 115% en el mes de mayo explicado básicamente por los fondos destinados al Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires por el traspaso de la policía.

3/ CRECIMIENTO SIN EMPLEO

Se conocieron los datos vinculados al mercado laboral para el primer trimestre del año y lejos de presentar buenas noticias, en línea con otras variables de la economía real que mostraron un fuerte rebote en el mismo período, el panorama no es alentador. **La tasa de empleo se ubica en 44,4% prácticamente en el mismo nivel que un año atrás y 1,3 p.p. menos que el último trimestre de 2024.** Asimismo, **la desocupación escaló al 7,9%**, un valor ligeramente por encima respecto al mismo periodo del año pasado cuando la recesión azotaba la economía. Se trata de **la tasa de desocupación más alta para un primer trimestre desde el fin de la pandemia**.

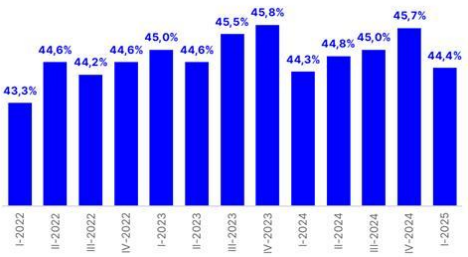
En este sentido, el contexto de recuperación económica es el elemento que sorprende (negativamente), **debido a que el repunte de la actividad no se ha podido expresar en una mejora palpable en los indicadores que reflejan las condiciones del mercado laboral**.

La comparativa específica entre el primer trimestre del año y el último de 2024 es aún más preocupante debido a que afirma **un claro deterioro en las variables vinculadas al empleo** aunque no debe dejar de mencionarse que la estacionalidad impide comparar directamente ambos periodos. Aún así, **para el caso del desempleo, una suba trimestral de casi un punto y medio es un llamado de alerta**.

Si bien no pareciera haber una relación directa entre actividad económica y desempleo (es más significativa entre actividad económica y empleo), **el primer trimestre del año registra simultáneamente una tasa de desocupación elevada con una tasa de crecimiento económico también alta (+6,1%)**. Esta combinación de actividad económica y desempleo crecientes podría estar indicando que **estamos en presencia de una crecimiento económico sin empleo** o, como venimos advirtiendo, podría tratarse meramente de un **rebote estadístico de la actividad económica sin impactos significativos en el mercado laboral**.

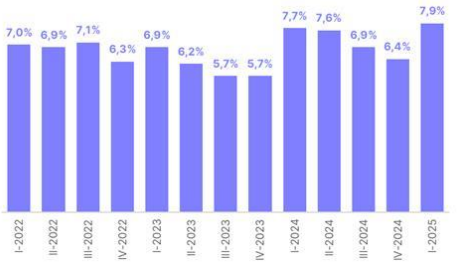
Por otro lado, **la morfología del empleo continúa virando hacia modalidades de mayor precariedad. El monotributo y el empleo autónomo han crecido en detrimento del empleo asalariado registrado** en el sector público y privado. En el primer caso, desde noviembre de 2023 se perdieron más de 58 mil puestos de trabajo, en el segundo supera los 115 mil. Las categorías vinculadas al monotributo y autónomos exhiben incrementos de 75 mil y 4 mil puestos de trabajo nuevos, respectivamente, y **no alcanzan a compensar la destrucción de las demás modalidades de empleo**.

Tasa de empleo.



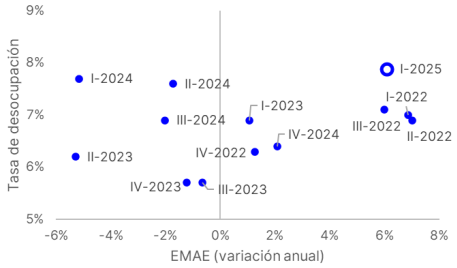
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Tasa de desocupación



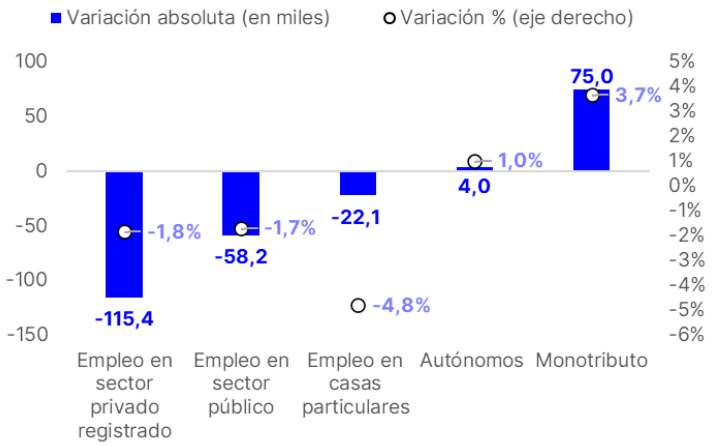
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Actividad económica y desocupación



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Trabajo registrado según modalidad. Marzo 2025. Variación absoluta y relativa con respecto a noviembre 2023.

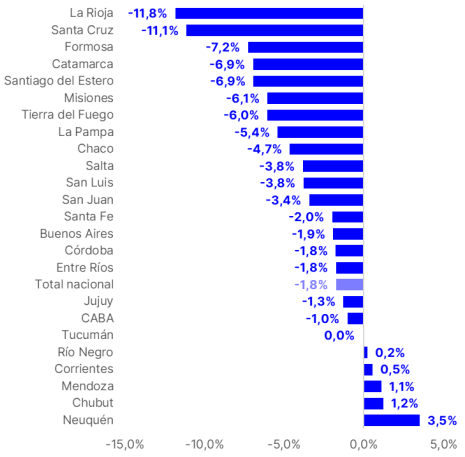


Fuente: Vectorial, a partir de datos del SIPA.

El deterioro del empleo ha sido dispar a lo largo del territorio nacional. Provincias como **La Rioja y Santa Cruz tuvieron caídas dramáticas de dos dígitos** desde noviembre de 2023. Buenos Aires, Santa Fe y Córdoba (con un impacto considerable en términos absolutos) tuvieron bajas del 1,8% y 2%. **La Ciudad de Buenos Aires también tuvo un mal desempeño, aunque le fue ligeramente mejor que al resto (-1%)**. **Solo 5 provincias tuvieron incrementos en los puestos laborales registrados** aunque solo el caso de Neuquén, desanclado en buena parte del ciclo económico del país, tuvo un desempeño rescatable (+3,5%).

En definitiva, **la foto del mercado laboral del primer trimestre del año no difiere significativamente de la que se registraba en el mismo trimestre del año pasado**. Sin embargo, cabe preguntarse el por qué de ello, en el marco en donde **se esperaba que la reactivación y superación de la recesión económica acontecida durante la primera parte del año pasado trajera consigo mejoras cuantitativas en los indicadores del mercado laboral**. Por el momento, no sólo las mejoras no se registraron sino que además hubo un pequeño deterioro.

Trabajo registrado por provincia. Marzo 2025. Variación respecto a noviembre 2023.



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.