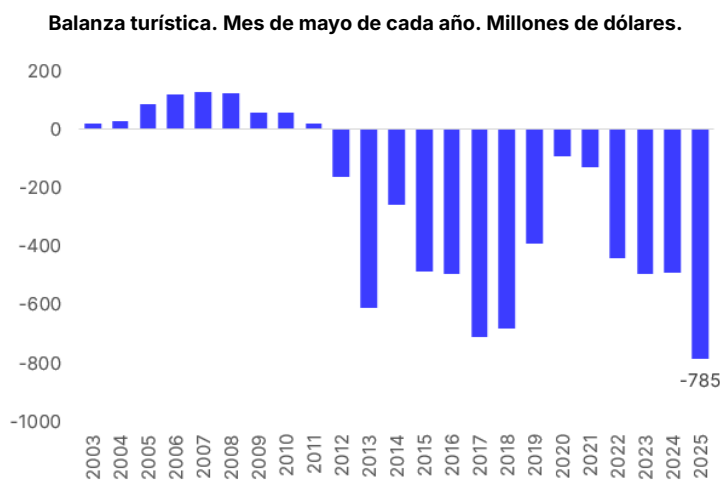


## INFORME SEMANAL

Semana #27/2025 | 4 de julio de 2025 | Tiempo de lectura: 20m

### 1/ MUCHO Y MALO



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

**El balance cambiario de mayo mostró nuevamente todos los síntomas del atraso cambiario** en el que nos encuentra inmersos el esquema económico actual: **cuenta corriente negativa (pese a ser un mes de plena liquidación de la cosecha gruesa), déficit de turismo récord histórico para un mes de mayo (superando 2017 y 2018) y descomunal formación de activos externos, por un monto total de 3.226 millones de dólares.** El financiamiento llegó de parte de préstamos, tanto de organismos internacionales como del sector privado. De esta forma, se profundiza la lógica de una cuenta corriente negativa financiada con ingresos por parte de la cuenta financiera, en otras palabras, más endeudamiento.

En las últimas semanas, y ante **la irrefutable evidencia de un empeoramiento de las cuentas externas**, desde el equipo económico se refirieron respecto a **"la calidad" y "la magnitud" del déficit de cuenta corriente**. En este sentido, los funcionarios del área señalaron que **un déficit del orden del -1% a -2% del PIB es tolerable en su magnitud**, mientras que en cuanto a la calidad, **si el déficit se destina a inversión en bienes de capital, resulta sustentable**.

**El problema es que este no parece ser el caso.** El déficit del primer trimestre alcanzó el -0,7% del PIB, el segundo trimestre seguramente tendrá un déficit menor pero aún con signo negativo, y el

### EN DOS MINUTOS

#### 1/ Mucho y malo

El balance cambiario de mayo mostró nuevamente todos los síntomas del atraso cambiario: cuenta corriente negativa, déficit de turismo récord, IED negativa y una descomunal formación de activos externos. Pese a los intentos del gobierno de convencer sobre la "buena calidad" de las cuentas externas, lo que más crece son las importaciones de bienes de consumo y automotores. Para colmo, el segundo semestre conlleva más alertas que el primero. La estabilidad cambiaria está más en juego que nunca.

#### 2/ ¿Recuperando lo perdido?

El EMAE de mayo registró un crecimiento anual de 7,7% y de 1,9% respecto al mes de abril, luego de meses que oscilaron entre aumentos y caídas sin un sendero claro. Respecto a mayo de 2023 el crecimiento es de 5,8%. Llama la atención el aporte al crecimiento del sector intermediación financiera alcanzando casi un punto del total en lo que va del año (cuando en el pasado no superaba el 0.2).

#### 3/ Peor de lo esperado

La recaudación tributaria de junio creció un 2,4% respecto al año pasado. El peor registro de lo que va del 2025 (obviando el mes pasado que ya se anticipaba negativo por cuestiones específicas). Una serie de cambios normativos inflaron la base de comparación y eso pesó más que los buenos desempeños en los derechos de exportación (impulsados ante la finalización de rebaja de alícuotas) y el impuesto a los bienes personales (que incluyó el vencimiento de una de las cuotas del régimen de adelanto de pago de dicho impuesto).

tercer y cuarto trimestre serán similares o peores al primero. De esta forma, **podríamos acercarnos a un déficit del 2,5% a 3% del PIB, asumiendo que se mantienen las condiciones actuales.**

Tampoco parece ser que el déficit de cuenta corriente se explique principalmente por la inversión en bienes de capital. Por un lado, **la IED se mantiene en niveles muy magros, a pesar de la sucesión de anuncios de RIGI** presentados o aprobados, que parecen no ponerse en práctica. De hecho, **en los primeros 5 meses del año la IED acumula un saldo negativo de -1.680 millones de dólares**, un fenómeno totalmente excepcional, en comparación con años anteriores.

Por el otro lado, ya fue mencionado el **peso del turismo en el déficit corriente** (difícilmente vinculable a una capitalización de la economía) y al analizar **las importaciones de bienes el crecimiento es mayor en bienes de consumo** (75,1 % interanual) y vehículos (160,1% interanual) que en bienes de capital (69,0% interanual) y piezas y accesorios (32,7%).

Profundizando esta tendencia, el **Gobierno anunció la posibilidad de importar automotores de manera particular.** Este tipo de medidas de liberalización de bienes de consumo, cuando las empresas aún no pueden pagar las importaciones de bienes de capital de manera anticipada al exterior (sólo pueden pagar el 30% de manera anticipada y el resto luego del despacho), muestra una especie de **populismo liberal cambiario**, más orientado a lo electoral que a la consolidación del esquema económico.

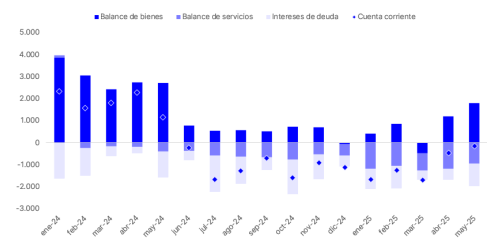
Así las cosas, **en las primeras semanas de julio se terminará de liquidar la cosecha gruesa** (quienes ingresaron Declaraciones Juradas de Venta al Exterior hasta el 30 de junio, con baja de retenciones, tienen 15 días hábiles para vender en el MLC). Sin embargo, parece ser que **parte del complejo agroexportador apenas vende sus dólares, se da vuelta para recomprarlos.** Una prueba de esto fue el día martes 2 de julio, cuando las liquidaciones de divisas del complejo fueron 517 millones de dólares, pero el volumen neto del MAE alcanzó los 430 millones (en este cálculo se resta aquellos agentes que venden dólares y luego recompran).

Como resultado, **el tipo de cambio en vez de "desplomarse", tiene presión al alza pese al ingreso de agrodólares.** Resulta lógico pensar que **una reducción en este flujo, sumado a los niveles de turismo y FAE comentados previamente, traslade el equilibrio del mercado de cambios a un nivel más alto en las próximas semanas.**

En la misma línea, **el informe del JP Morgan que circuló el viernes pasado aconsejó "tomarse un respiro"** de los activos argentinos, aunque "se mantienen constructivos" en la perspectiva a mediano plazo. Sin cassette: **esperan una corrección del tipo de cambio para luego seguir apostando al carry trade.**

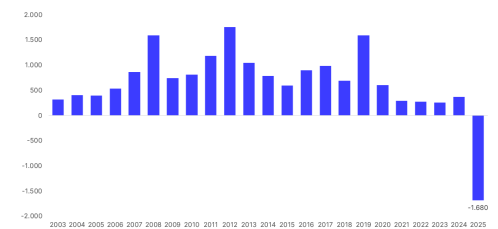
El modelo se pondrá a prueba según cuánto de esa variación se traslade a precios. **Si el pass-through es significativo, llegaremos**

**Cuenta corriente cambiaria. Por componente. Millones de dólares**



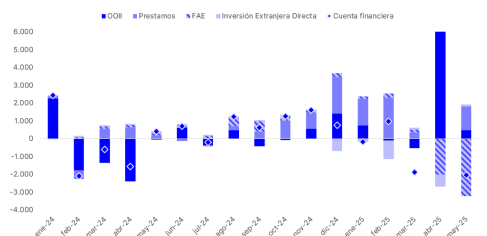
Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

**Inversión Extranjera Directa. Enero a mayo de cada año. Millones de dólares.**



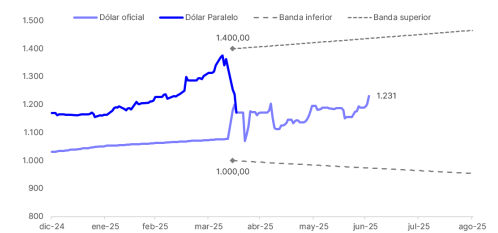
Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

**Cuenta financiera por componente. Millones de dólares.**



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

**Tipo de cambio**

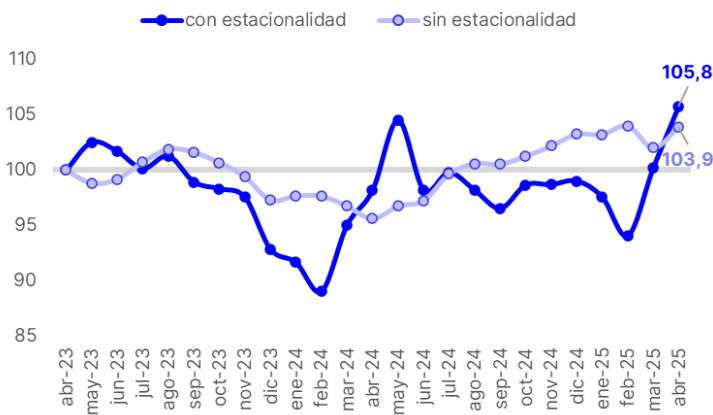


Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

al cuarto trimestre con un dólar cerca del techo de la banda pero un tipo de cambio real similar al actual, lo que podría empezar a dañar las expectativas sobre la sostenibilidad del esquema de bandas. La única forma en que el pass-through podría no ser significativo es que la actividad económica no crezca o crezca poco, impulsada por sectores con bajo impacto en la creación de empleo. Si se da ese escenario, tal vez la inflación no acelere, pero serán otros los problemas que deba enfrentar el gobierno.

## 2/ ¿RECUPERANDO LO PERDIDO?

Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Serie original y desestacionalizada. índice base Abril 2023=100.



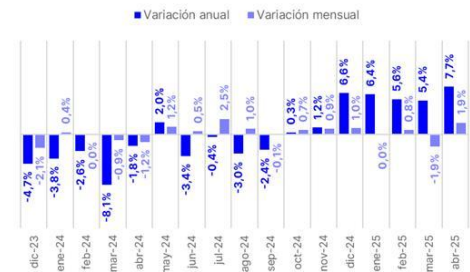
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) marcó un crecimiento anual del 7,7% en abril, junto a un incremento mensual del 1,9% revirtiendo parcialmente la caída del mes previo. Cabe destacar que el incremento anual abultado de abril se da contra el menor valor de la serie durante el año pasado, mientras que la dinámica mensual durante este 2025 es, ante todo, volátil con rendimientos magros (-0,02%, +0,8%, -1,9% y +1,9%, para el periodo enero-abril) y oscila alrededor de los niveles de actividad alcanzados en diciembre del 2024.

En este marco -la base de comparación más baja del 2024- casi todos los sectores que integran el indicador exhiben mejoras anuales. Solo el sector de la pesca (de poco peso en el total y de mucha volatilidad) muestra una caída anual con un -20,2%. Lo acompañan, de lejos, el segmento de electricidad, agua y gas (-3,4%) y administración pública (-0,9%).

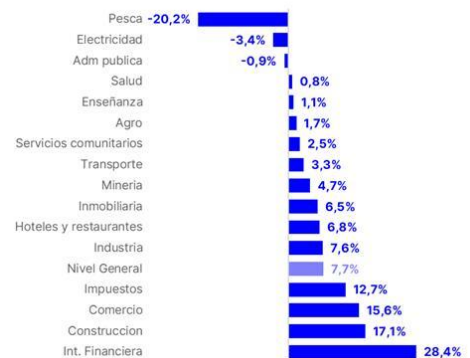
Por otra parte, hay un grupo de sectores con crecimientos bajos en relación a la trayectoria observada en los últimos meses. Por citar ejemplos, el segmento de salud crece solo un +0,8% anual cuando en los últimos 11 meses acumulaba caídas de esa magnitud aproximadamente. Se trata de un crecimiento insuficiente para nivelar el desplome previo del sector. Con los servicios comunitarios sucede algo similar. Si bien actualmente anota un incremento

Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Variación anual y mensual (sin estacionalidad).



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Por rubros. Abril 2025. Variación anual



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

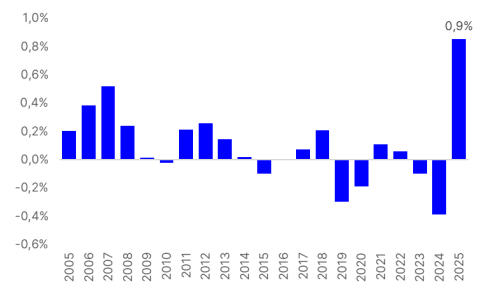
del +2,5%, acumulaba previamente 15 meses consecutivos de caídas anuales. Por último, el rubro de electricidad, previamente mencionado, acumula 3 meses seguidos de caídas interanuales.

Existen rubros que gozan de crecimientos considerables, como la industria (+7,6%), los impuestos netos de subsidios (+12,7%), el comercio (+15,6%), la construcción (+17,1%) y la intermediación financiera (+28,4%). Solo en este último caso, y en los impuestos netos, puede verse una mejora relativa en respecto a su participación en la producción. Para el resto de los casos, se trata simplemente de una **recuperación del terreno perdido en 2024**. En este aspecto, la industria continúa un 9,5% por debajo de abril de 2023, el comercio un -1,5%, la construcción nada menos que un -11,5%.

El **sector de intermediación financiera** está mostrando una **incidencia cada vez mayor en el crecimiento del EMAE** (Estimador Mensual de Actividad Económica), un cambio significativo que hemos notado en informes previos. Históricamente, a pesar de su bajo peso relativo en la economía general, este sector tenía una participación mínima en el crecimiento total de la actividad económica medida por el EMAE, promediando apenas un 0,2%. Sin embargo, **2025 marca un punto de inflexión**. En el primer cuatrimestre de este año, de **los 6,3 puntos porcentuales que creció el EMAE, el sector de intermediación financiera explicó 0,9 puntos**. Esto demuestra un cambio considerable en su aporte a la actividad económica y reafirma la reconfiguración del andamiaje sectorial de la economía argentina.

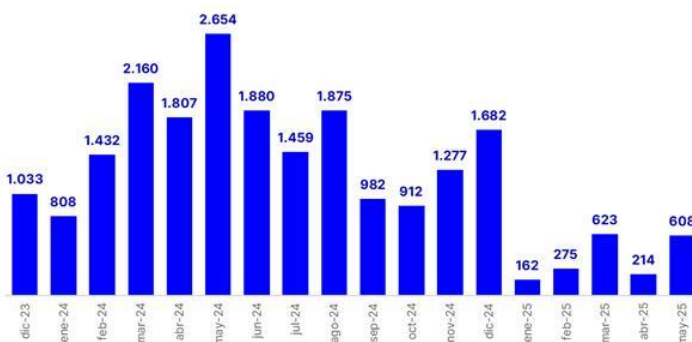
Por último, si se compara el desempeño de abril de 2025 con el del mismo mes en 2023, también se observa un incremento en la actividad (+5,8%). No obstante, este es **principalmente impulsado por la evolución del agro (+67,2%)** el cual durante dicho año cursaba una coyuntura delicada debido a la sequía. A esto también se le suma **la explotación de minas y canteras (incluye hidrocarburos), sector que tiene e irá teniendo mayor participación** en la actividad económica de nuestro país.

Intermediación financiera. Contribución al crecimiento del EMAE. Enero-abril de cada año.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

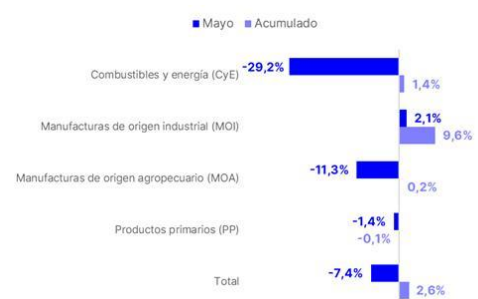
Saldo del intercambio comercial argentino. Millones de dólares.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Por otra parte, el **intercambio de bienes con el exterior sigue su curso alicaído durante este 2025**. En mayo hubo un **superávit de 608 millones de dólares**, el cual si bien es el segundo mejor del año por detrás de marzo, **queda muy lejos de la performance ob-**

Exportaciones por grandes rubros. Millones de dólares. Variación anual.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

tenida en el mismo periodo de 2024 donde el resultado fue de +2.654 millones de dólares. Esto evidencia **una caída del superávit del 77,1%**.

En este aspecto, una **dinámica particular de las exportaciones e importaciones** explican el resultado. **Las exportaciones se redujeron en un -7,4% anual** mientras que en **las importaciones registraron un incremento del 29,4%**. La caída en las exportaciones de combustibles y energía (-29,2%), las manufacturas de origen agropecuario (-11,3%) y los productos primarios (-1,4%) explican el proceso mencionado para el caso de las ventas de bienes al exterior.

Para las importaciones, **si bien hay un fuerte incremento de las compras de bienes de capital (+69%), como así también de piezas y accesorios para los mismos (+32,7%), estos son los rubros que menos crecen**, a excepción de bienes intermedios, +1% y combustibles que caen lógicamente por el incremento de la producción local. **Los rubros que tienen un crecimiento explosivo en cualquier caso son los bienes de consumo (+75,1%) y los vehículos (+160,1%),** así como también la categoría "resto" con un 194,8%.

### 3/ PEOR DE LO ESPERADO

Luego del cimbronazo de mayo, con aviso previo por la caída excepcional en ganancias, **la recaudación de impuestos nacionales en junio volvió a crecer. La suba fue del 2,4% anual, el más bajo de lo que va del año** (a excepción del citado mayo).

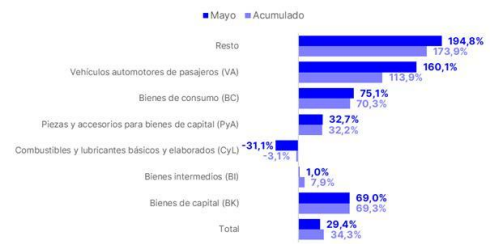
**Este desempeño pobre se refleja no solo al comparar con los últimos meses, sino también en la evolución del mes de junio en los últimos 9 años.** Si se excluye el 2020, se trata del segundo peor registro de la serie. De esta manera, la recaudación tributaria de junio de 2025 se encuentra un 6,3% por debajo del promedio histórico reciente, similar a lo ocurrido en el mismo mes del año pasado.

La **recaudación total** se vio afectada por cambios en la normativa de diversos impuestos, lo que explica su comportamiento reciente. **El Impuesto PAIS, Ganancias y el impuesto al cheque impactaron negativamente por estas modificaciones, mientras que los derechos de exportación e importación y el impuesto a bienes personales contribuyeron a la suba.**

En primer lugar, el **Impuesto PAIS, que fue derogado**, ya no contribuye a la recaudación como lo hacía el año anterior.

En segundo lugar, la **caída en la recaudación del Impuesto a las Ganancias** se debe principalmente a la **disminución en los anticipos de ganancias de Sociedades.** Esto se explica por una modificación en el régimen: la alícuota del primer anticipo para las Socie-

Importaciones por uso económico. Millones de dólares. Variación anual.



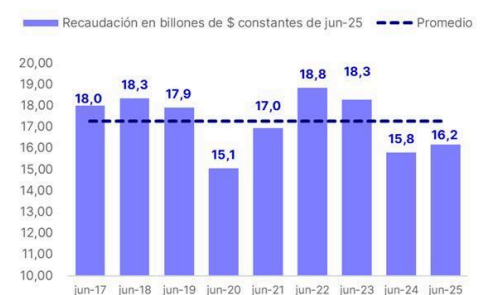
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Recaudación tributaria. Variación anual en términos reales.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se supuso una inflación de 2% para el mes de junio.

Recaudación en mayo. Billones de pesos constantes de junio 2025.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se supuso una inflación de 2% para el mes de junio.

dades que cierran balance en diciembre se redujo del 25% al 11,11% en comparación con el año anterior.

El **impuesto a las ganancias del sector financiero** creció de manera extraordinaria durante el año fiscal 2023. Este aumento impulsó un **incremento notable en los anticipos** ingresados en junio de 2024, algo que no se observa en lo que va del año.

En cuanto al **impuesto a los créditos y débitos en cuenta corriente** (conocido como impuesto al cheque), su recaudación se vio afectada negativamente durante junio de 2024 ingresó parte del último vencimiento de mayo de 2024, algo que no sucedió durante este año.

Respecto a los **Derechos de Exportación e Importación**, se observaron mejoras significativas. Los **derechos de exportación** se beneficiaron de la **finalización de la baja de retenciones, lo que aceleró la liquidación del sector agrícola**. Esto permitió una **mejora considerable en la recaudación** de este impuesto, a pesar de que el tipo de cambio real bajo actuó como contrapeso. Por su parte, los **derechos de importación** también mostraron un mejor desempeño gracias al aumento en las cantidades de bienes comprados al exterior, una tendencia que se ha mantenido durante todo el año.

Por último, la **recaudación del Impuesto sobre los Bienes Personales** experimentó un gran aumento. Esto se explica en parte por la **prórroga del vencimiento** para personas humanas a agosto y septiembre de 2024, lo que redujo la base de comparación. A esto se suma que en junio de 2025 venció el saldo restante (25%) del Régimen especial de ingreso del Impuesto sobre los Bienes Personales, correspondiente a los bienes regularizados en la fase 3 (para adherir al Régimen Especial de Impuesto a los Bienes Personales -REIBP- existían 3 fases para integrar una cifra no menor al 75% del tributo. La fase 3 finalizó en mayo por lo cual quienes abonaron ese 75% inicial ahora debían integrar el 25% restante).

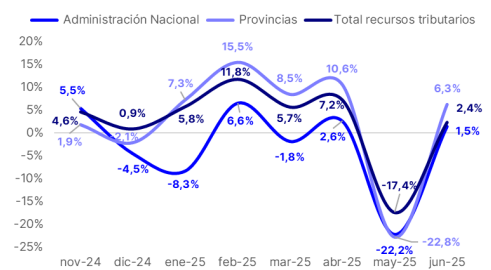
Para finalizar, el reparto de fondos entre nación y provincias, que en mayo tuvo una caída real superior a la recaudación general, en junio tuvo una mejora asimétrica, en donde **las provincias mejoraron sus ingresos en términos anuales en un +6,3%**, mientras que **la administración nacional sólo un +1,5% por debajo del nivel general**.

Recaudación tributaria. Junio 2025. Variación real anual de los principales impuestos.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se supuso una inflación de 2% para el mes de junio.

Recaudación tributaria por destino de los fondos. Variación anual en términos reales.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se supuso una inflación de 2% para el mes de junio.