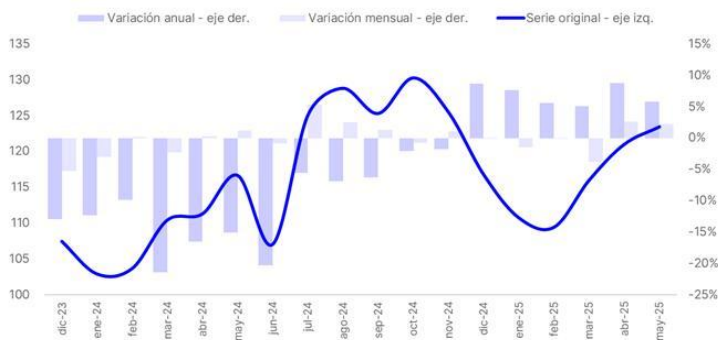


INFORME SEMANAL

Semana #28/2025 | 11 de julio de 2025 | Tiempo de lectura: 15m

1/ LA ACTIVIDAD EN EL SUBE Y BAJA

Índice de producción industrial manufacturera (IPIM). Base 2004=100.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Esta semana, el **INDEC** publicó los datos de **producción industrial y de la construcción** correspondientes a mayo. En cuanto a la industria, se registró un **incremento anual del 5,8%** respecto al mismo mes de 2024. Sin embargo, es importante considerar que esta comparación se realiza contra un período que experimentó una de las mayores caídas del año pasado (un **descenso del 15,1% anual**). Por lo tanto, si bien este repunte es meritorio, tiene un **"sabor a poco"**.

A pesar de esto, y por segunda vez en el año, se observó un **crecimiento mensual del 2,2%**. Este dato es significativo, especialmente si se tiene en cuenta que el primer trimestre encadenó **caídas consecutivas** en cada uno de sus períodos: -1,4% en enero, -0,1% en febrero y -3,9% en marzo.

A pesar del reciente crecimiento mensual, el **nivel general del índice industrial** en mayo se sitúa entre los **peores de los últimos años**. Solo supera a los registros de 2020 y 2021 (años de pandemia) y a 2024. Esto significa que el **nivel de la industria es relativamente bajo**.

Aunque en mayo se logró **recuperar el terreno perdido desde comienzos de año**, el indicador todavía se encuentra **muy por debajo de los niveles de la pospandemia**, retrocediendo a cifras vistas por última vez hacia **fines de 2018**.

EN DOS MINUTOS

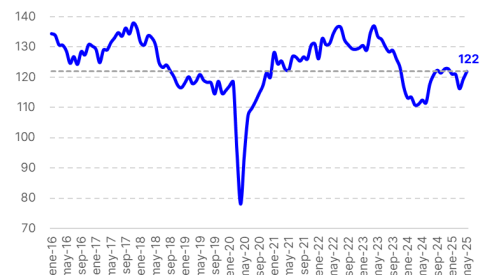
1/ La actividad en el sube y baja

La industria y la construcción muestran un comportamiento errático durante el 2025, exhibiendo meses de aumentos y caídas. A pesar de que en el mes de mayo muestran crecimiento anual (respecto a una base de comparación bajísima), se confirma nuevamente que se trata de los dos grandes perdedores de la inflexión económica que significa el modelo de Milei. Ambos sectores se encuentran muy lejos de los niveles históricos que supieron ostentar. El empleo en la construcción sorprende y anota su primer aumento (4%) desde el inicio de la gestión.

2/ Más pesos, menos dólares

El segundo semestre del año, como suele ocurrir, complica la estabilidad cambiaria. La semana mostró los primeros chispazos en el dólar en base al fin de la liquidación de la cosecha gruesa y el aumento de la alícuota de las retenciones. A esto se suma el fin de las LEFI que implica casi 10 billones de pesos buscando dónde colocarse a tasas probablemente menores que las actuales. Es decir, más pesos y menos dólares complican el mercado cambiario que sigue intervenido (via Futuros). Una vez más, la esperanza del equipo económico para sortear esto es el carry.

Índice de producción industrial manufacturera (IPIM). Serie sin estacionalidad. Base 2004=100.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

En cuanto al desempeño sectorial de la industria, **sólo tres sectores mantienen caídas anuales**. Estos son los productos de metal (-14,6%), la refinación de petróleo (-10,1%) y las prendas de vestir, cuero y calzado (-5,4%). Para este último caso, la Cámara Industrial Argentina de la Indumentaria, en su monitor de mayo, alertó sobre el **desplazamiento de la oferta local en manos de las prendas importadas, las cuales crecieron un +87% en dólares en los primeros 5 meses del 2025** respecto al mismo periodo en 2024. Esta cifra se incrementa a +125% cuando hablamos de cantidades. Asimismo, **la exportación de vestimenta cayó un -20% en dólares** en términos anuales.

Si la comparación se hace **contra mayo de 2023, todos los sectores caen notoriamente** (10 sectores a dos dígitos) a excepción de otros equipos de transporte gracias al boom de consumo de motocicletas que ya mencionamos en informes previos.

Ya finalizado el 2024, un año que representó **un punto de inflexión en la política económica**, es crucial analizar el desempeño de la industria hasta el momento. Dos aspectos que hemos señalado en informes previos se han **confirmado y destacan** con claridad:

En primer lugar, la **industria continúa estancada**, mostrando una variación mínima, con una caída de apenas el -0,7% respecto a finales del año pasado. En segundo lugar, se observa una **marcada heterogeneidad sectorial**.

Algunos segmentos han experimentado descensos significativos. Entre los más afectados se encuentran **otros equipos (-14,7%)**, **refinación de petróleo (-12,9%)** y **productos de metal (-12,8%)**. El **sector textil** y el de **maquinarias y equipos** también han sufrido, impactados por la combinación de la **apreciación cambiaria** y la **baja de aranceles a las importaciones**, factores que explican en parte su dinámica.

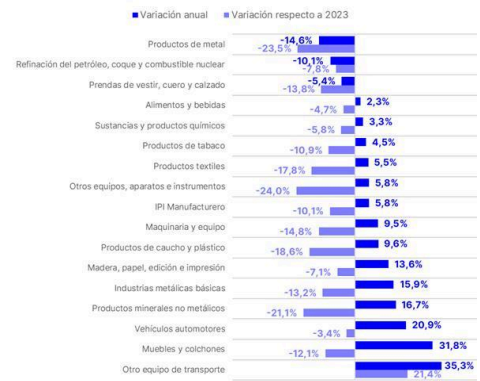
Por otro lado, se registran **mejoras en algunos rubros**. Destacan los **"otros equipos de transporte" (+14,4%)**, impulsados principalmente por las **motocicletas**, y las **industrias metálicas básicas (+17,7%)**. Adicionalmente, se observa un **tímido incremento en la producción de automóviles**, aunque este es muy inferior en comparación con el **explosivo aumento de su demanda**, que está siendo abastecida cada vez más por la **oferta extranjera**.

En la mirada de mediano plazo, **los datos del 2025 arrojan hasta mayo un nivel similar al del 2019** y obviando la pandemia y el año 2024, encontramos el peor registro de la última década, en un nivel 10% menor al de 2016.

El actual **estancamiento** y la marcada **heterogeneidad** en el sector industrial nos llevan a cuestionar si estamos presenciando un nuevo proceso de **desindustrialización**. Este fenómeno se define como la reducción de la participación de la actividad industrial en el conjunto de la economía.

Es importante destacar que la desindustrialización puede ser un **proceso natural y esperable** en economías maduras. Una vez al-

Índice de producción industrial manufacturera (IPIM). Por ramas. Mayo de 2025. Variación anual y con respecto a mayo de 2023.



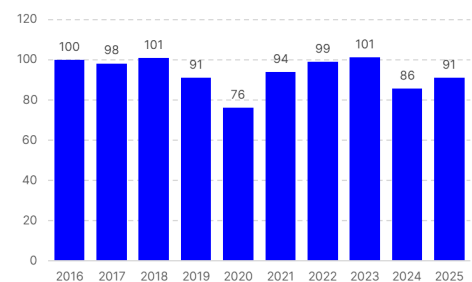
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Índice de producción industrial manufacturera (IPIM). Por ramas. Mayo de 2025. Serie sin estacionalidad. Variación con respecto a diciembre de 2024.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Índice de producción industrial manufacturera (IPIM). Enero-mayo de cada año. Índice enero-mayo de 2016 = 100.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

canzado un nivel significativo de industrialización, los países suelen transitar hacia una economía orientada a los servicios, a menudo de alto valor agregado, que impulsan el crecimiento y el desarrollo.

Sin embargo, existe otra posibilidad: la **desindustrialización prematura**. Esta ocurre cuando la actividad industrial declina antes de alcanzar su máximo potencial, dejando un entramado productivo con niveles de **productividad relativamente bajos**. En este escenario, surge la pregunta clave: ¿este proceso es resultado de la **ausencia de una política industrial** gubernamental efectiva, o existen otras causas subyacentes que lo están condicionando?

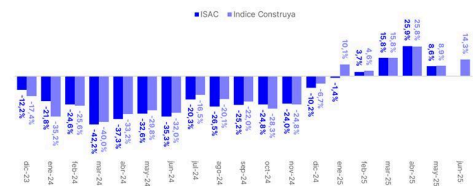
Por su parte, **el sector de la construcción mostró un incremento anual del +8,6% en mayo**, medido por Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC-INDEC), y +8,9% según el Índice Construya.

La construcción viene registrando un **camino errático durante el 2025**, alternando meses de subas y bajas. Así **en mayo se observa un retroceso del -2,2%** respecto a abril, a pesar de la suba anual. **El Índice Construya adelanta que en junio la construcción tendrá una suba importante en términos anuales y mensuales**, del orden del 15% aproximadamente en ambos casos. Si el ISAC confirma estos valores para junio (la correlación entre ambos índices es cercana a 1), se estaría registrando el aumento mensual del indicador más importante desde la asunción de Milei. Aun así, de registrarse esas subas en el mes de junio, **el acumulado del primer semestre no alcanzará a compensar la brutal caída del sector que evidenció durante el mismo período de 2024**.

El sector de la construcción es sin dudas uno de los sectores “perdedores” del modelo económico del actual gobierno. **El nivel alcanzado a mayo de 2025 es de los más bajos de la serie**, si bien se viene recuperando lentamente. En retrospectiva, además, **se encuentra muy por debajo (-20%) del promedio que registra la serie**, aun incluyendo los meses de la pandemia.

Un dato positivo del informe de mayo es el **crecimiento en los puestos de trabajo en el sector durante el mes de abril** (para esta variable el informe reporta un lag de un mes). En abril los puestos de trabajo del sector privado **crecieron un 4%**, mostrando una **variación positiva por primera vez desde la asunción de Milei**. La trayectoria creciente de los últimos meses posiciona a la cantidad de puestos del primer cuatrimestre del año solamente -1,6% respecto al mismo periodo del año anterior. Probablemente, y de no mediar sorpresas, **entre los meses de mayo y junio se alcancen los niveles de puestos de trabajos que el sector no experimentaba desde hace un año y medio**.

Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) e Índice Construya. Variaciones anuales.



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

Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC). Serie sin estacionalidad. Base 2004 = 100.

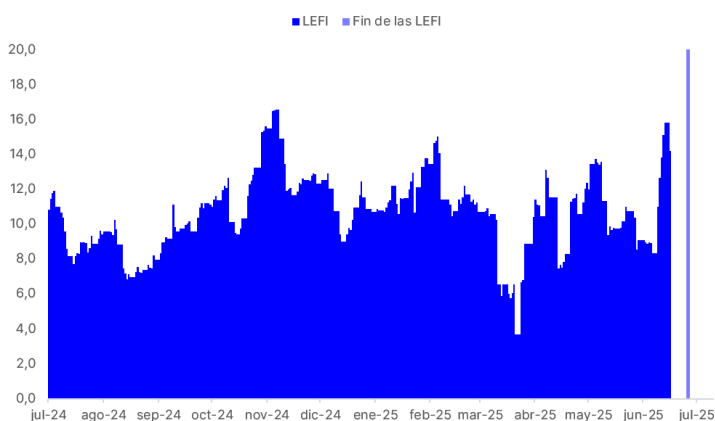


2/ MÁS PESOS, MENOS DÓLARES

En línea con el análisis que venimos desarrollando, **el tipo de cambio se encuentra buscando un nuevo punto de equilibrio**, más alto al que vimos durante los primeros dos meses y medio luego de la salida del cepo.

Entendemos que **el principal factor que detona la suba de la divisa es que el mercado se prepara para un entorno económico con menor cantidad de dólares y mayor cantidad de pesos**. En relación a la menor oferta de dólares, el fin de la liquidación de la cosecha gruesa coincide con el fin de la baja de retenciones para quienes hayan presentado la Declaración Jurada de Ventas al Exterior hasta fin de junio. Dado que los exportadores tienen 15 días hábiles para liquidar las divisas en el Mercado Libre de Cambios, eso significa que **luego del 22 de julio habrá menor flujo de dólares por esta vía**.

Letras Fiscales de Liquidez. Billones de pesos.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Por el lado de los pesos, **la eliminación de las Letras Fiscales de Liquidez (LEFI) implica inyectar en la Base Monetaria todos los pesos que se encontraban esterilizados en dicho instrumento**, con una consecuente caída de las tasas nominales. Esto explica el *roll-over* de 294% en la última Licitación, donde además de los vencimientos de LECAP se absorbieron \$5,6 billones que estaban en LEFI. Esto deja \$9,4 billones en LEFI, que en parte serán dirigidas a encajes y en parte colocados como caución, repo entre bancos, etc. **La esperable caída de las tasas probablemente también haga al mercado inclinarse hacia un precio del dólar mayor**.

Durante la mencionada Licitación se ofreció una variopinta cantidad de instrumentos incluyendo 3 LECAP, 4 BONCAP, 1 BONCER y 2 Dólar linked. Las ofertas alcanzaron los \$9 billones, adjudicándose \$8,5 billones. **Sorprendieron los premios otorgados en las licitaciones de corto, mostrando la voluntad del Gobierno de absorber los pesos ex-LEFI**. La LECAP más corta (S15G5) cortó con una TIR del 34,9% cuando en el mercado secundario cerró a 31,9%. La siguiente (S12S5) cortó una TIR de 36,2%, con una tasa de merca-

do de 33,9%. Es decir, el **Gobierno muestra cierta preocupación por los pesos que quedan liberados al eliminarse esta última versión de los ex pasivos remunerados.**

También juegan otros factores en el mercado cambiario. Por un lado, el **cobro de aguinaldos en el marco del fin del cepo para personas físicas** hace más proclive la demanda por la divisa extranjera como demostró el dato de **Formación de Activos Externos de abril y mayo (2.021 millones y 3.226 millones de dólares respectivamente).**

FMI: esquema de desembolsos

Available on or after	Original Amounts			Conditions 2/
	SDR millions	% Quota	US\$ 1/	
April 11, 2025	9,160	287	12,151	Program Approval
June 15, 2025	1,529	48	2,028	First Review and mid-June 2025 performance criteria
November 15, 2025	763	24	1,012	Second Review and end-September 2025 performance criteria
May 15, 2026	545	17	723	Third Review and end-March 2026 performance criteria
November 15, 2026	545	17	723	Fourth Review and end-September 2026 performance criteria
May 15, 2027	545	17	723	Fifth Review and end-March 2027 performance criteria
November 15, 2027	545	17	723	Sixth Review and end-September 2027 performance criteria
May 15, 2028	545	17	723	Seventh Review and end-March 2028 performance criteria
November 15, 2028	545	17	723	Eighth Review and end-September 2028 performance criteria
March 15, 2029	545	17	723	Ninth Review and end-December 2028 performance criteria
Total	15,267	479	20,251	

Fuente: extraído del FMI, Reporte País N° 25/95. Abril 2025.

Por el otro, **la situación de las Reservas Internacionales sigue siendo acuciante.** Luego del pago de Bonares y Globales de esta semana por 4.200 millones de dólares, las reservas netas rondan los 4.400 mil millones de dólares. **El FMI retrasó el desembolso de los 2 mil millones que había prometido para junio.** Y hasta diciembre restan pagos de deuda por 4 mil millones para el Tesoro y por mil millones para el BCRA.

Con un tipo de cambio oficial en \$1.258, **el Gobierno se encuentra un 13% por encima del valor que tendría de haber continuado con la política de crawling-peg al 1%.** Sin embargo, nuevamente se han visto **volúmenes inusuales en el dólar futuro que sugieren intervención oficial.** Seguramente la preocupación es que la divisa alcance la banda superior (hoy en \$1.441). En ese punto, el BCRA tendrá que salir a vender las pocas Reservas netas que posee para defender el esquema. **Si a esos niveles la cuenta corriente sigue siendo deficitaria y el carry-trade no aparece, el desenlace puede ser duro.**

Reservas Internacionales. Millones de dólares.

Reservas brutas	38.792
Encajes	14.152
SWAP	18.108
Otros pasivos	2.106
Reservas Netas	4.426
Depósitos del Gobierno en USD	664
BOPREAL a 1 año	3.330
Reservas "Super Netas"	432

Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.



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