

INFORME SEMANAL

Semana #32/2025 | 8 de agosto de 2025 | Tiempo de lectura: 18m

1/ TRAS EL SANTO GRIAL DE LA ECONOMÍA ARGENTINA

En julio se produjo la mayor devaluación del peso desde el “sinceramiento” cambiario de diciembre de 2023, apenas iniciado el actual gobierno. La cotización del dólar aumentó cerca de 120% y la inflación de diciembre alcanzó el 25,5%. Este aumento reflejó un traslado a precios que había comenzado en noviembre, con la expectativa de cambios en la política cambiaria, y que continuó en enero (IPC 20,6%), absorbiendo parte del efecto devaluatorio.

La pregunta que hoy se impone es si la suba del dólar en julio se trasladará a precios y, de ser así, con qué intensidad. **El equipo económico intenta calmar expectativas sosteniendo que el equilibrio fiscal y monetario limita el impacto inflacionario.** Sin embargo, estos “equilibrios” conviven con una economía de bajo nivel de actividad y con ingresos deprimidos.

Desde esta perspectiva, podría inferirse que el pass-through sería acotado, ya que la demanda agregada no convalidaría aumentos significativos. **No obstante, este análisis exclusivamente “macro” resulta insuficiente para entender la situación actual.** En otros contextos, los indicadores macroeconómicos permitían anticipar mejor el traslado a precios tras una devaluación, pero hoy no es el caso.

Hoy, la macro ofrece señales contrapuestas. **A una demanda agregada contenida y que no reacciona, se le agrega una capacidad ociosa de la industria manufacturera elevada.** Estos dos factores, al menos en teoría, contendrían el eventual impacto en el IPC. Por otro lado, existe toda una serie de bienes que trasladan la devaluación a precios casi de manera automática, como los alimentos. **Adicionalmente, la apertura importadora podría tener el efecto contrario al esperado y promover un traslado a precios automático.**

A la vez, si se continúa utilizando la tasa de interés para contener al dólar, el impacto en préstamos al consumo y productivos se verían retraídos. **Para el consumidor, el aumento de la tasa incrementa el costo de acceder a bienes y empuja para abajo la demanda.** Para las empresas, **el aumento de la tasa de interés gene-**

EN DOS MINUTOS

1/ Tras el Santo Grial de la economía argentina

Tras la devaluación del peso en julio, la economía argentina enfrenta el desafío de contener su impacto en la inflación. Por un lado, la demanda contenida y la alta capacidad ociosa industrial sugieren que el traslado a precios podría ser limitado. Sin embargo, este análisis es insuficiente, ya que sectores como el alimenticio tienden a ajustar sus precios de forma automática. Además, el uso de altas tasas de interés para controlar el dólar eleva los costos para consumidores y empresas, mientras que los ingresos disponibles de la población se mantienen deprimidos. En definitiva, es probable que el traslado a precios sea gradual y prolongado, intensificándose si la devaluación se sostiene.

2/ Una buena nota para un mal alumno

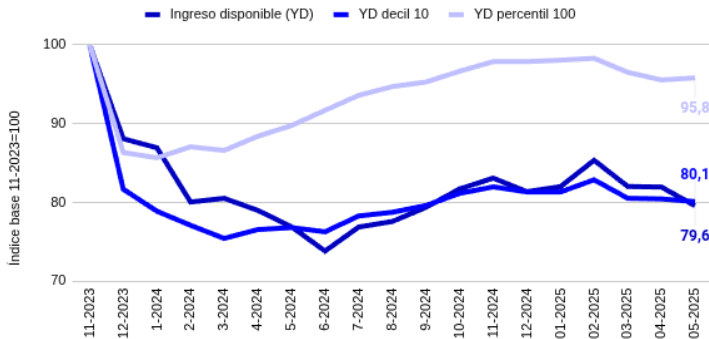
La primera revisión del acuerdo del FMI con Argentina destaca un cumplimiento fiscal con un superávit primario superior a la meta. Sin embargo, señala que si se consideraran los intereses de las LECAP, el país tendría un déficit financiero. El FMI alerta sobre el principal problema del programa: el incumplimiento de la meta de reservas internacionales. Aún así, flexibilizó la meta a corto plazo tornándose más “alcanzable”. La relajación en el objetivo de acumulación de reservas representa otro apoyo concreto del Fondo en las puertas de la contienda electoral. El FMI también observa una moderación del crecimiento, atribuyendo el aumento del déficit de cuenta corriente a la liberación de controles de importación.

3/ La recaudación sube con parches

La recaudación tributaria de julio mostró una recuperación moderada del 4,4%, impulsada por el desempeño de impuestos patrimoniales y al comercio exterior. Cambios normativos y el aumento del tipo de cambio, promovieron fuertes subas. En contraste, tributos clave como el IVA tuvieron un crecimiento marginal del 0,6%, reflejando la debilidad de la actividad económica y los efectos de mayores

ra un mayor costo del capital de trabajo, lo que las obliga a aumentar precios, reducir márgenes o una combinación de ambas.

Ingreso disponible (YD) de los asalariados (antes de impuestos directos) ajustado por IPC Nacional (reponderado según ENGH0 2017). Base nov-2023=100.



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

Respecto a los ingresos, nuestras estimaciones de ingreso disponible revelan niveles 20 puntos por debajo de las marcas registradas en noviembre de 2023. **La historia es diferente si se considera el percentil más rico de la distribución, donde la pérdida de ingreso disponible es solo 5 puntos más baja.**

En definitiva, la "macro" da señales contrapuestas de qué podría ocurrir con la devaluación y su eventual traslado a precios. **También es preciso incorporar un análisis más "micro", es decir, ver en qué mercados sí podría impactar la devaluación y en cuáles no.**

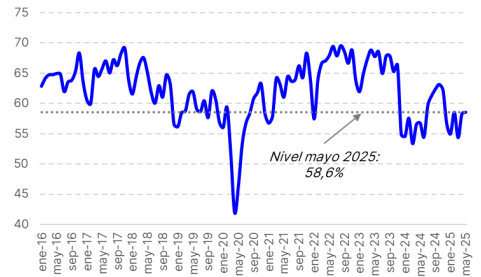
Por eso, además de la macro, resulta clave observar la "micro". **Es fundamental identificar qué mercados pueden absorber subas y cuáles no.** Sectores como electrodomésticos, autos o motos, que han aumentado precios por debajo del nivel general, registran buena demanda y ventas en alza. **Esto les otorga margen para nuevos ajustes sin una caída inmediata en las ventas.**

En conclusión, dado que la devaluación se manifestó en los últimos días de julio, es probable que el IPC del mes no acuse impactos considerables. **Es más probable que el impacto se manifieste en el mes de agosto, cuyo índice será publicado a mitad de septiembre.** Más importante aún, la duda que aparece es si a partir de este mes se abandona un sendero de inflación que tendía al 1%/1,5% para ubicarse por encima del 2% o 2,5%. **Es probable que, dados los efectos contrapuestos entre la macro y la micro, el traslado a precios ocurra, pero de manera lenta y prolongada.**

En síntesis, los indicios sugieren que el traslado a precios ocurrirá, pero de forma gradual y prolongada. **Lo que sí queda claro es que el gobierno aún no ha encontrado el "Santo Grial" de la economía argentina: devaluar para ganar competitividad sin un traslado significativo a precios.**

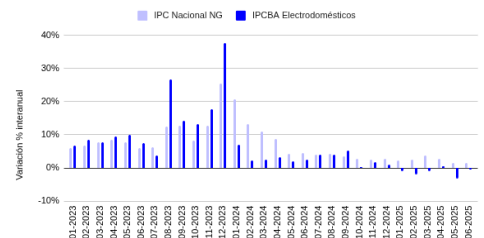
devoluciones. Este resultado heterogéneo se posiciona por debajo del promedio histórico para el mes de julio y deja la pregunta sobre el futuro de la recaudación una vez que los factores normativos que impulsaron las subas extraordinarias se agoten.

Utilización de la capacidad instalada de la industria. En %.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Variación del IPC y de los precios de los electrodomésticos



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC y de la DGEyC del GCBA.

2/ UNA BUENA NOTA PARA UN MAL ALUMNO

Con la **aprobación por parte del Directorio de la Primera Revisión del nuevo Acuerdo de Argentina con el FMI**, se publicó el Staff Report del Fondo, con numerosas consideraciones respecto al desenvolvimiento del Programa actual.

Uno de los puntos que remarca el Acuerdo es el fiscal. Para fines de mayo **estaba cumplida la meta de superávit primario pauta**da, **con un margen de 0,1% del PIB** (se alcanzó un superávit de 0,8%). Se destaca además que la cobertura del gasto social se mantuvo en torno al 98% de la canasta básica, superando el piso fijado por el Programa del 95%.

Sin embargo, **un aspecto que menciona el informe, aunque no le da gran importancia, son los intereses capitalizados de las LECAP**. En una nota al pie, el FMI comenta que **si se incluyeran los pagos de estos intereses, que actualmente se consideran pago de capital, el Gobierno tendría un déficit financiero del 1,2% del PIB**. Esto no resulta problemático para el Programa, dado que las metas están planteadas en términos del superávit primario, no financiero. Sin embargo, **no deja de ser menor que aparezca esta primera estimación en un documento del Organismo Internacional**.

Respecto a la meta de **Reservas Internacionales**, como advertimos permanentemente en nuestros informes, el Gobierno estuvo **lejos de cumplir la meta**. Las Reservas Netas al 13 de junio (fecha de evaluación) fueron -4.700 millones de dólares, mientras que la meta se ubicaba en -1.100 millones de dólares. Recordar que para la evaluación de la meta el FMI no considera: a) su propio desembolso y b) las variaciones de valor de los activos del BCRA. La discrepancia de la meta el FMI la adjudica a la pérdida de Reservas ocurrida durante los días previos al cambio de esquema (comienzos de abril). Menciona que el Gobierno está tomando "acciones correctivas" como fue la emisión de BONTE y las compras en bloque. Contabiliza 4.900 millones de "compras" compuestas por: 2.000 millones de REPO, 1.500 millones de BONTE, 1.400 millones por compras del Tesoro. Adicionalmente, menciona que **la acumulación de Reservas se verá fortalecida por privatizaciones, venta de activos y concesiones**.

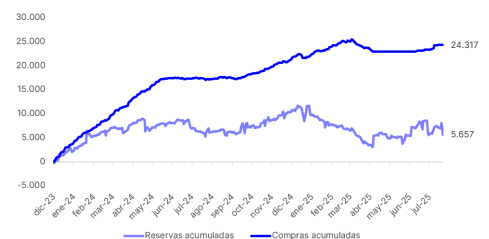
El problema de la acumulación genuina de Reservas es una debilidad estructural de este gobierno. Viene siendo una constante desde el inicio de la gestión que no pudo ser revertida con las sucesivas modificaciones del esquema cambiario. **Al 31 de julio, las compras netas acumuladas (Tesoro y BCRA) han sido 24.317 millones de dólares (no incluye "compras" por colocación de deuda como el BONTE), mientras que la acumulación de Reservas apenas ronda los 5.657 millones de dólares** (se excluye el desembolso del FMI).

Evaluación de las Reservas Netas. Millones de dólares.

Concepto	Acuerdo	Real
Reservas Netas al 31/12/24	-2.400	-2.400
Reservas Netas al comienzo del Programa	-6.700	-8.200
Compras de Reservas	5.100	4.900
OoII (neto)	1.500	1.100
Pagos de bonares de julio	-4.200	-4.200
Reservas Netas a fin de julio	-4.300	-6.400

Fuente: Staff Report del FMI.

Compra versus acumulación de reservas. Miles de millones de dólares.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

En términos de las metas monetarias, **el informe del FMI destaca el cumplimiento de la meta de M2 privado transaccional, aunque destaca la volatilidad de tasas producto de la eliminación de las LEFI**. En ese marco, considera que las intervenciones en el mercado de Futuros respondieron a mitigar dicha volatilidad, algo discutible. Sobre la actividad, considera que hay signos de moderación del crecimiento, aunque se mantiene resiliente.

Finalmente, destacamos que **el Reporte comenta la ampliación del déficit de cuenta corriente**. Lo atribuye a una mayor demanda doméstica y la liberación de controles de la importación. Igualmente, **se reconoce la importancia del déficit de turismo**. El Reporte anuncia que desde abril el tipo de cambio real se ha depreciado un 15%, lo que lleva a una **moderación del crecimiento de las exportaciones**.

Si bien esto es cierto, debemos mencionar que **el esquema de bandas está diseñado para una apreciación estructural del tipo de cambio real**. Si consideramos la evolución de la banda superior (tomando la inflación del REM y bajo los supuestos de una inflación global en dólares del 2% y estabilidad de las monedas contra el dólar), la misma pasa de representar un tipo de cambio real multilateral de 104,7 puntos en el presente a 101,6 en diciembre de 2026, con tendencia a la baja. Esto significa que **incluso con un dólar en la banda superior, la economía continuará con un tipo de cambio real inferior al promedio 2018-2022**. Al menos, mientras la banda superior continúe vigente.

A pesar de realizar una evaluación positiva en términos generales del programa, **el FMI decidió relajar las metas de Reservas de corto plazo**, con una convergencia hacia adelante. La meta de diciembre pasa de 2.400 millones de dólares a -2.600 millones de dólares (-5.000 millones), la meta de junio 2026 pasa de 5.100 millones de dólares a 1.600 millones de dólares (-3.000 millones) y la meta de diciembre 2027 se mantiene en 22.900 millones de dólares.

De esta forma, **la meta de fin de año aparece como mucho más alcanzable**, probablemente en un intento por calmar las expectativas de cara al proceso electoral abierto en el país. **El Gobierno Nacional deberá acumular alrededor de 4 mil millones hasta diciembre**. Para esto cuenta con la posibilidad de realizar compras en bloque, volver a colocar BONTE o, como se mencionó previamente, acudir a privatizaciones. **Las compras en la banda inferior ya no suponen parte de la narrativa oficialista**.

3/ LA RECAUDACIÓN SUBE CON PARCHES

La recaudación de impuestos nacionales en julio mostró una **recuperación moderada** tras los pobres registros de mayo y junio. La suba fue del 4,4% anual en términos reales, representando una mejora respecto al magro 2,8% de junio, aunque **aún lejos de los niveles más sólidos observados a principios de año**.

Si tomamos en cuenta la recaudación de los meses de julio **durante los últimos 9 años, la performance actual se posiciona por debajo del promedio (-2%)** y, pese a la recuperación económica respecto del 2024, **ostenta valores mediocres en comparación al resto de los años**. Esto puede deberse, como veremos a continuación, al **heterogéneo comportamiento de los principales tributos**, que **no solo reaccionan a la actividad sino también a cambios normativos que ha implementado el Gobierno en los últimos meses**.

En este sentido, el incremento real anual en **la recaudación total del 4,4%** tiene como **protagonistas a los impuestos patrimoniales y de comercio exterior, que compensaron el incremento relativamente bajo de tributos como el IVA** que tiene una alta incidencia en el total de lo percibido.

En dicha línea, **el Impuesto sobre Bienes Personales lideró el crecimiento con un extraordinario 207,1%**, explicado por los ingresos remanentes del vencimiento de acciones y participaciones societarias y del saldo de declaración jurada de personas humanas que vencieron en junio de 2025. Cabe recordar que **en el año anterior este vencimiento había sido prorrogado a agosto y septiembre de 2024**, creando una base de comparación muy baja. Adicionalmente, contribuyó la mayor distribución de facilidades de pago en julio 2025 por el plan utilizado para cancelar saldos pendientes.

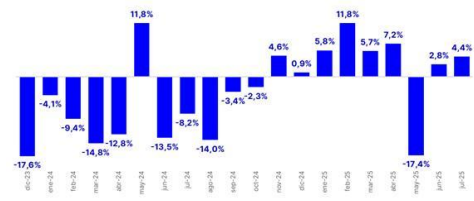
Los Derechos de Exportación registraron un sólido 50,4%, beneficiándose del incremento del tipo de cambio. Además, este crecimiento se vio potenciado por los ingresos recaudados en los primeros días de julio de operaciones registradas en junio, cuando aún regía la disminución de aranceles establecida por el Decreto 38/2025.

Los Derechos de Importación crecieron 30,9%, impulsados por el incremento del tipo de cambio y el aumento de las importaciones respecto del año anterior. No obstante, desde el 20 de mayo se redujo el Derecho de Importación Extrazona (DIE) para teléfonos inteligentes del 16% al 8% y para consolas de videojuegos del 35% al 20%.

Por otra parte, **el Impuesto a las Ganancias mostró una mejora anual de un 17,6%, explicado principalmente por la mayor recaudación de anticipos de Sociedades** debido a la modificación en el Régimen de Anticipos implementada por RG 5.685/2025. El segundo anticipo del cierre diciembre se calculó con alícuota del 11,11% versus el 8,33% del año pasado. También contribuyeron los ingresos remanentes del saldo de declaración jurada de personas humanas y el incremento de retenciones de empleados y jubilados.

El Sistema de Seguridad Social creció 10,4%, beneficiándose de la recaudación del Sueldo Anual Complementario correspondiente a la primera mitad del año 2025 y del aumento de la remuneración bruta promedio. Asimismo, el impuesto a los Créditos y Débi-

Recaudación tributaria. Variación anual en términos reales.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se estimó una inflación de 2% para julio 2025.

Recaudación en julio. Billones de pesos constantes de jul-2025.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se estimó una inflación de 2% para julio 2025.

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



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se estimó una inflación de 2% para julio 2025.

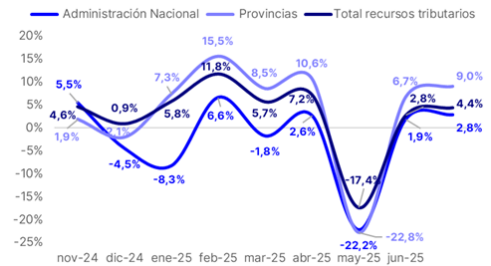
tos en Cuenta Corriente registró 8,0%, favorecido por contar con un día hábil más de recaudación en relación al año anterior.

El IVA mostró el crecimiento más débil con apenas 0,6%, afectado por mayores devoluciones de IVA a exportadores y del Régimen de Comercialización de Granos. Adicionalmente, incidió negativamente la derogación de la suspensión de certificados de exclusión a partir de marzo de 2025. En contrapartida, el componente aduanero se benefició del incremento del tipo de cambio y del aumento de las importaciones.

El reparto de fondos continúa beneficiando a las provincias, que registraron un crecimiento del +9,0%, superando al incremento real que recibió la Administración Nacional (+2,8%). Como venimos mencionando en los últimos meses, el dato de recaudación total sobreestima el poder de fuego que tiene el Gobierno Nacional para hacer frente a sus erogaciones, lo cual obliga a ajustar el gasto público para mantener con vida la meta fiscal de superávit primario pactada con el FMI.

Por último, **en la mayoría de los casos de tributos donde existen incrementos reales importantes (bienes personales y ganancias) podemos notar que hay detrás cambios normativos que hacen más exigentes el cronograma de pagos respecto al año pasado.** Por otro lado, **los ligados a la actividad (como el IVA) muestran crecimientos modestos en términos relativos**, por lo cual la variación general se encuentra más apalancada por el primer factor que por el rebote de la actividad. La pregunta entonces es, ¿Qué pasará con la recaudación una vez que dichas excepciones se vean agotadas.

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



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se estimó una inflación de 2% para julio 2025.

vectorial | hola@vectorial.com.ar | vectorial.com.ar | X: [@vectorial_AR](https://twitter.com/vectorial_AR) | 11-5952-3252

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

Staff de economistas: Kevin Castillo + Federico Machado

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.