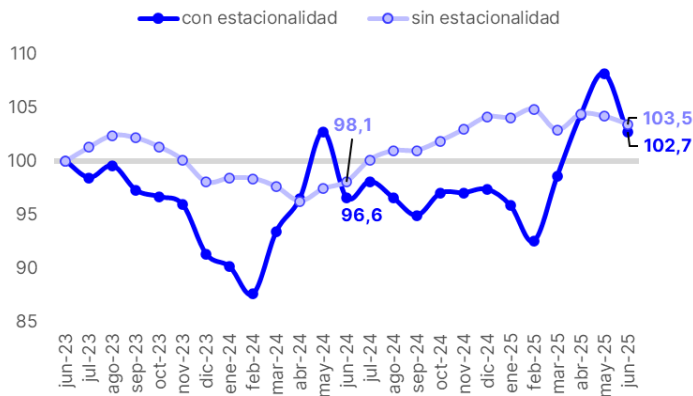


## INFORME SEMANAL

Semana #34/2025 | 22 de agosto de 2025 | Tiempo de lectura: 21m

### 1/ ARRASTRANDO POR UN SUEÑO

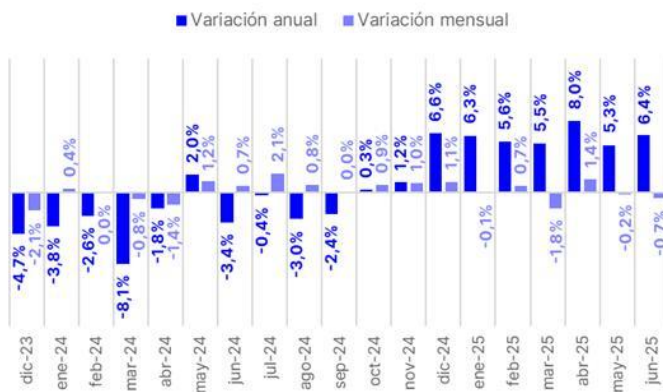
Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Serie con y sin estacionalidad. Índice base noviembre 2023 = 100.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

El **Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE)** de junio registró un **crecimiento interanual del 6,4%**, pero una **caída mensual de -0,7%**. El dato confirma que en el **primer semestre de 2025**, en **cuatro de los seis meses se observaron retrocesos** de la actividad, lo que refleja la fragilidad del repunte.

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



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

### EN DOS MINUTOS

#### 1/ Arrastrando por un sueño

En junio el EMAE mostró un crecimiento interanual de 6,4%, pero con una caída mensual de -0,7%, lo que confirma la pérdida de dinamismo de la economía. La actividad de junio se ubicó 0,6% por debajo de diciembre de 2024. Si se mantiene el nivel actual, el crecimiento anual se reduciría a 4%, por debajo del efecto arrastre de 2024 (4,4%). Por su parte, en los primeros siete meses de 2025 el comercio exterior argentino mantuvo superávit, pero con un deterioro del 69,3% interanual respecto a 2024. El resultado positivo se sostiene gracias al aporte energético de Vaca Muerta mientras el resto del intercambio acumula déficit. Se destaca el fuerte aumento de bienes de consumo y compras vía e-commerce, que compiten con la producción local y acentúan el desequilibrio comercial.

#### 2/ Arrastrando por un sueño

El frente financiero volvió a complicarse para el Gobierno, con un mercado que percibe crecientes dificultades para sostener el esquema hasta las elecciones. La licitación de emergencia de esta semana permitió absorber \$3,8 billones gracias a la obligación de los bancos de integrar encajes en letras del Tesoro, dejando al Tesoro con \$12 billones en su cuenta en el BCRA, pero al costo de reforzar un sistema de encajes que encarece el crédito y amplía la brecha entre tasas activas y pasivas. La modificación en la forma de computar encajes diarios sumó más volatilidad: las tasas de caución oscilaron entre mínimos cercanos a cero y picos superiores al 100% en pocos días. El tipo de cambio siguió bajo presión consolidando la percepción de que, sin un shock electoral favorable, el esquema vigente difícilmente pueda sostenerse sin cambios de fondo.

#### 3/ El ajuste después del ajuste

En julio el Gobierno enfrentó un déficit financiero por el pago de intereses de deuda, aunque mucho menor al de un año atrás gracias al fuerte crecimiento del resultado primario, impulsado por una recaudación que mejoró en algunos tributos y por la continuidad

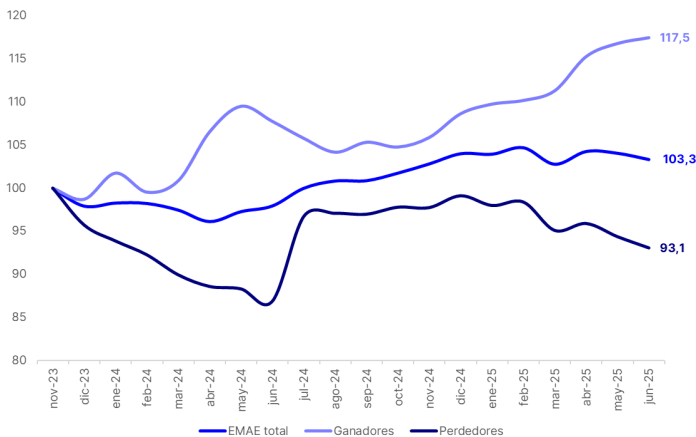
En el acumulado semestral, la economía creció **6,2% interanual**, explicado en gran medida por la **baja base de comparación de 2024**. No obstante, de cumplirse la **proyección del FMI de un crecimiento anual de 5,5%**, ello implicaría que la actividad **continuará descendiendo en los próximos meses**, dejando poco margen para interpretaciones optimistas.

Otro dato relevante es que la **actividad de junio fue 0,6% inferior a la de diciembre de 2024**, lo que confirma la pérdida de dinamismo en la primera mitad del año. Si el EMAE se mantuviera en los niveles actuales, el **crecimiento anual se reduciría a 4%**, lo que significaría que parte del **efecto arrastre estadístico de 2024 (4,4%)** ya se habría disipado.

El análisis sectorial muestra un **comportamiento heterogéneo**. La **intermediación financiera** lideró con un notable **28,7% interanual**, muy por encima del nivel general, seguida por **comercio (11,5%)** y **minería (11,0%)**. También se destacaron la **construcción (9,9%)**, **impuestos (8,7%)**, **electricidad (8,6%)** y la **industria (7,8%)**. En particular, los fuertes aumentos en **industria y construcción** están asociados a la comparación con los niveles excepcionalmente bajos de junio de 2024.

Durante el primer semestre, la **intermediación financiera** fue el sector con mayor incidencia en el crecimiento general, aportando **casí un punto porcentual de los 6,2 puntos del total**, un **récord histórico** en la serie. En cambio, otros sectores mostraron desempeños más moderados, como la **actividad inmobiliaria (5,5%)**, **hoteles y restaurantes (4,3%)**, el **agro (3,6%)**, **salud (1,3%)**, **transporte (1,2%)** y **enseñanza (1,1%)**. Por su parte, la **administración pública** y **"otros"** retrocedieron **-0,7%**, mientras que la **pesca sufrió una contracción de -74,6%**, aunque este resultado responde en gran parte a factores estacionales.

Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Serie con y sin estacionalidad. Índice base noviembre 2023 = 100.

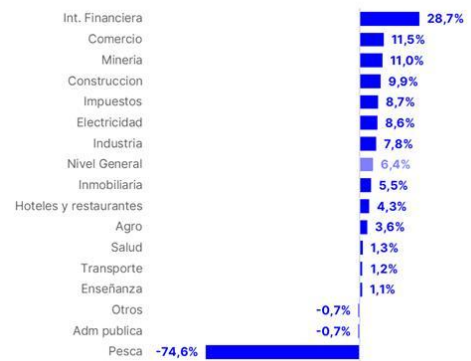


Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

En términos de **estructura productiva**, la actividad general se ubica en niveles similares a los de **noviembre de 2023 (+3,3%)**, pero con un marcado cambio en la composición: los **sectores ganadores (agro, minería e intermediación financiera)** crecieron **17,5%**,

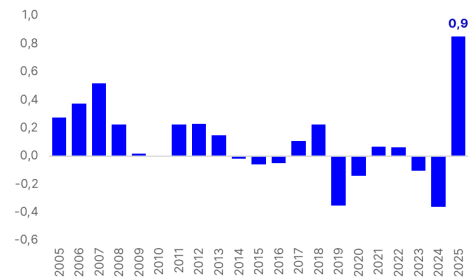
del ajuste del gasto. Este ajuste se concentró en la **reducción del gasto de capital y de subsidios**, mientras que las prestaciones sociales mostraron un **desempeño heterogéneo**, con aumentos en **jubilaciones y asignaciones universales**, pero caídas en programas no indexados. Con estos resultados, el **Gobierno ya superó la meta de superávit primario acordada con el FMI**, aunque el contraste entre el **resultado fiscal y la presión financiera** revela la **tensión estructural de la estrategia de ajuste**.

Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Por sectores de actividad. Junio 2025. Variaciones anuales.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Intermediación financiera. Primer semestre de cada año. Incidencia en el crecimiento del total del EMAE en puntos porcentuales



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

mientras que los **perdedores (industria y construcción)** retrocedieron **6,9%**.

Esta divergencia se refleja en el **mercado laboral**. Los **sectores intensivos en mano de obra** —principalmente industria y construcción— perdieron **más de 93 mil empleos** entre noviembre de 2023 y mayo de 2025. En contraste, los **sectores ganadores**, pese a expandirse en actividad, solo incorporaron **4.243 puestos de trabajo (+0,76%)** en el mismo período. En conjunto, el empleo asalariado registrado en el sector privado cayó en **más de 98 mil puestos**, confirmando el impacto negativo de la contracción en los sectores de mayor peso laboral.

Uno de los puntos débiles del actual **programa económico** —particularmente en lo referido a la **pérdida de empleo**— encuentra su contracara en un desempeño relativamente favorable del **sector externo**, especialmente en aquellos segmentos con mejor performance. **Sin embargo, comienzan a aparecer señales claras de desgaste e inconsistencias** que condicionan la sostenibilidad de esta dinámica en el futuro.

Los datos de **comercio exterior** correspondientes a julio muestran que la Argentina mantuvo un **superávit en todos los meses del año**, aunque en niveles sensiblemente inferiores a los registrados en 2024. El **deterioro es evidente**: mientras el año pasado los saldos positivos oscilaron entre **808 millones de dólares en enero y un máximo de 2.654 millones en abril**, en 2025 se ubican en un rango mucho más bajo, desde apenas **162 millones en enero hasta 988 millones en julio**.

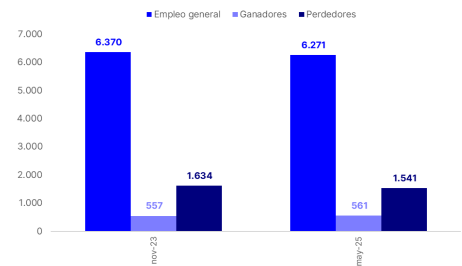
La diferencia se refleja de manera contundente en el acumulado: en los primeros siete meses de 2025, el **superávit comercial resulta 69,3% inferior** al del mismo período de 2024, lo que confirma una **marcada pérdida de dinamismo** en la performance del intercambio comercial.

El dato de saldo comercial acumulado entre enero y julio de 2025 permite observar un dato adicional. En el corriente año **el saldo comercial positivo se explica únicamente por Vaca Muerta**. En efecto, **el saldo comercial energético positivo en casi 4.000 millones de dólares es el que sostiene el superávit comercial total**, ya que **el resto del comercio exterior no energético presenta un leve déficit de alrededor de 200 millones de dólares**.

En los primeros 7 meses del año anterior la configuración del saldo comercial era muy distinta en donde tanto en el comercio exterior de energéticos como de no energéticos registraron sendos (y considerables) superávits.

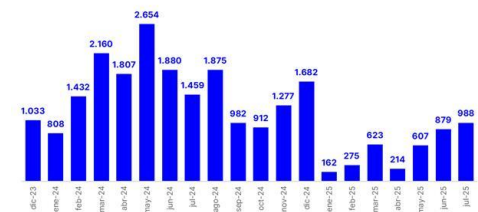
En cuanto al flujo de bienes, las **exportaciones crecieron 7,5% interanual en julio y 4,6% en el acumulado del año**. Las **importaciones** se expandieron con mucha mayor fuerza: **17,7% en julio y 31,7% en los primeros siete meses**. El incremento fue particularmente elevado en los **bienes de consumo**, que aumentaron **47,6% en julio y 68,9% en lo que va del año**. Esta tendencia **acentúa las**

**Evolución del empleo registrado en los sectores ganadores y perdedores. Miles de empleos.**



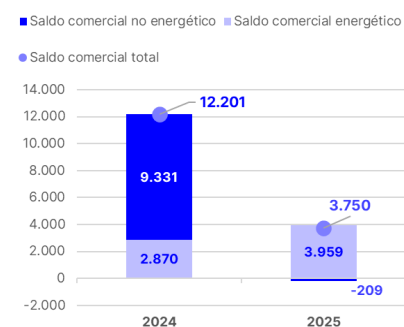
Fuente: Vectorial, a partir de datos del SIPA. Desestacionalización propia. "Sectores ganadores" están integrados por el agro, la minería y la intermediación financiera. "Sectores perdedores" incluye a la industria y la construcción.

**Saldo del intercambio comercial argentino. Millones de dólares.**



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

**Saldo comercial energético y no energético. Acumulado enero-julio. Millones de dólares.**



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

**dificultades de la industria local** para recuperar los niveles de actividad previos, ya que la mayor penetración de productos importados compite directamente con la producción nacional. A su vez, se observa una **caída en las importaciones de bienes intermedios (-5,6% en julio)**, insumo clave para el sector manufacturero, lo que refleja la falta de dinamismo de la industria en el presente contexto.

Variación anual de las importaciones por uso económico.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

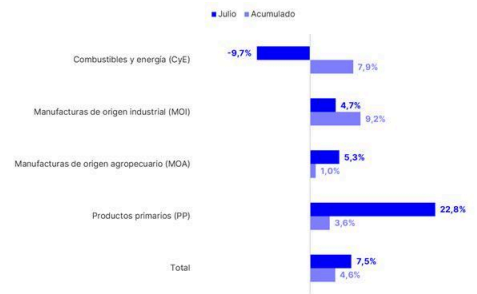
Dentro de las importaciones, el rubro que más sorprendió fue el denominado **“resto”**, que registró un **alza cercana al 300% en julio y acumula un 200% en lo que va del año**. Allí se incluyen las compras realizadas mediante **servicios postales (couriers)**, que alcanzaron un **récord de 98 millones de dólares**, 75 millones más que en julio de 2024. Este fenómeno se vincula al fuerte crecimiento del **comercio electrónico** a través de plataformas como **Amazon, Aliexpress, Shein o Temu**, favorecido por **medidas oficiales implementadas desde diciembre de 2024**. Entre ellas, se destacan la **eliminación de aranceles para envíos de hasta 400 dólares**, la **ampliación del límite anual de importación de 1.000 a 3.000 dólares** y la **posibilidad de realizar hasta cinco pedidos anuales** bajo este régimen.

## 2/ CAPUTO EN SU LABERINTO

**Otra semana para el olvido** para el Gobierno Nacional en materia financiera. El mercado cada vez percibe **mayores dificultades para mantener el esquema funcionando hasta las elecciones**, y crece la sensación de **“evento binario”** donde en caso **de no alcanzar un buen resultado, pondría en crisis al esquema económico**.

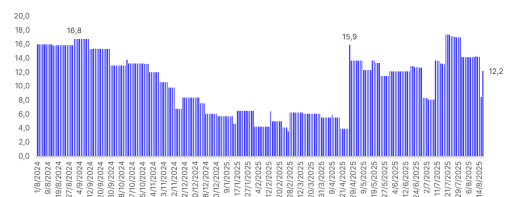
Por el lado de la política monetaria, **el lunes se llevó adelante una licitación de emergencia** (anunciada por redes sociales), destinada a reabsorber los pesos liberados por el bajo roll-over de la semana pasada. Dado el cambio de requisitos de encajes del BCRA, **los bancos prácticamente se vieron obligados a ingresar a la misma**, consiguiendo adjudicar \$3,8 billones de pesos a la única letra ofrecida, que paga tasa TAMAR + 1% y vence el 28 de noviembre.

Variación anual de las exportaciones por grandes rubros.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

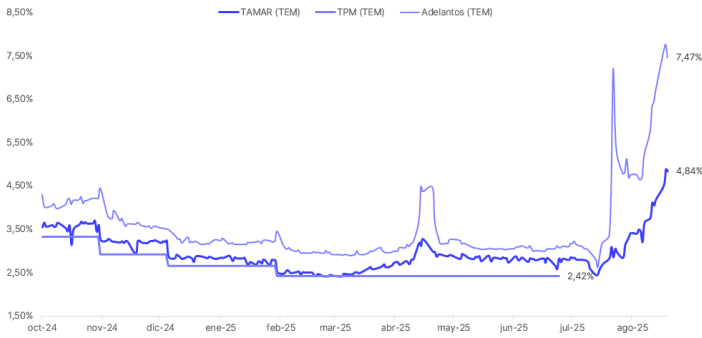
Depósitos en pesos del Tesoro en el BCRA. Billones de pesos.



Fuente: Vectorial, a partir del BCRA.

Luego de las modificaciones, **los depósitos a la vista cuentan con un encaje del 37% en pesos líquidos y del 13% en pesos remunerados (letras del Tesoro)**, alcanzando así un **encaje total del 50% de los depósitos**. En la cuenta del Tesoro en el BCRA quedan ahora 12 billones para hacer frente a los vencimientos a futuro.

**Tasas en pesos. Tasa efectiva mensual.**

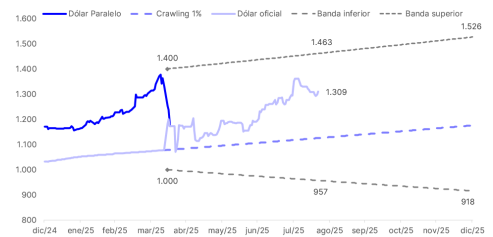


Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Junto con esta medida, **el Gobierno modificó la forma de contabilizar los encajes bancarios**. Anteriormente se computaba el promedio mensual, mientras que **ahora se computan diariamente**. Esto **sumó más incertidumbre en el mercado de pesos**. El lunes y martes de esta semana, los bancos dejaron de tomar caución luego de las 15.30 (al haber cumplimentado su requisito diario) lo que desplomó las tasas de caución a un día hasta el 1% nominal anual. El miércoles ocurrió lo contrario, los bancos dejaron de ofrecer pesos y eso disparó las tasas por la tarde por arriba del 100%. En el medio, **el BCRA intervino erráticamente: tomando pases para ponerle piso a la tasa, luego mediante la nueva ventanilla de pases activos, el día jueves interviniendo en Futuros y en el mercado de LECAP**. En síntesis, **la política monetaria está cada vez más metida en su propio laberinto**, generando caos tanto en el sistema financiero como hacia la economía real, donde **las PYMEs tienen que sufrir una tasa de adelantos que por momentos supera el 90% anual**. Mientras tanto, **la brecha entre tasa activa y pasiva se ensancha**, debido a los costos que tiene para el sistema financiero el nivel de encajes actual, más los propios de la incertidumbre.

**Todos los cañones se dirigen a controlar el tipo de cambio**, a pesar de lo cual el mismo continúa con presión al alza. **Apenas perforó el piso de \$1.300 nuevamente se disparó a pesar de los mayores encajes y las tasas más altas**. De esta manera, **parece poco viable pensar en que, salvo un resultado electoral excepcionalmente bueno para el Gobierno, el esquema actual se mantenga sin cambios relevantes**, ya sea en la maltrecha política monetaria o en la política cambiaria.

**Tipo de cambio.**



Fuente: Staff Report del BCRA.

### 3/ EL AJUSTE DESPUÉS DEL AJUSTE

Ingresos y gastos del Sector Público Nacional. Julio 2025. Millones de pesos.

Descripción	jul-25	Variación real anual
<b>Ingresos totales</b>	<b>13.105.874</b>	<b>2,8%</b>
Tributarios	12.131.701	2,4%
Rentas de la propiedad	404.075	-9,0%
Otros ingresos corrientes	567.150	25,2%
Ingresos de capital	2.949	254,9%
<b>Gastos primarios</b>	<b>11.356.489</b>	<b>-1,3%</b>
Gastos corrientes	11.159.282	-0,7%
Gastos de capital	197.206	-27,7%
<b>Resultado primario</b>	<b>1.749.386</b>	<b>41,0%</b>
Intereses pagados	1.917.901	-6,9%
<b>Resultado financiero</b>	<b>-168.515</b>	<b>-79,5%</b>

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

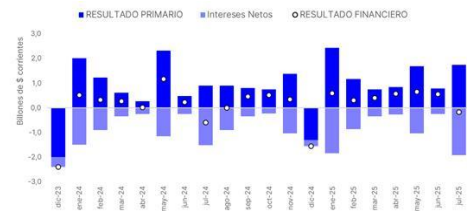
Era sabido que **julio iba a ser un mes desafiante en el plano fiscal** y con altas probabilidades de tener un resultado financiero negativo por el pago de intereses de los bonos soberanos en dólares. Esto fue efectivamente lo que sucedió, alcanzando un **déficit financiero por \$168 mil millones**, aunque cabe decir que este valor es casi un 80% inferior (en términos reales) al observado en julio de 2024. ¿A qué se debe esto?

Si bien los intereses pagados fueron menores en términos reales a los de hace un año atrás (-6,9%), **el resultado primario tuvo un importante crecimiento anual (+41%)** que le permitió absorber de forma airosa buena parte de los compromisos de deuda. Esto sin duda fue de la mano de **una recaudación que tuvo un crecimiento tímido, pero crecimiento al fin (+2,8%)**. Además, nuevamente se registró un **retroceso del gasto público del -1,3%, fundamentado principalmente por la baja en el gasto de capital (-27,7%)**, mientras que los gastos corrientes permanecieron casi inalterados en su composición global (-0,7%).

Siendo julio el mes de mayor complejidad del tercer trimestre del año, se podría aseverar que **el gobierno alcanzará con facilidad la meta fiscal planteada con el FMI de \$9,3 billones de resultado primario acumulado**. Actualmente el Gobierno ya registra \$9,4 billones con el camino allanado. Paradójicamente, durante los meses en donde el Gobierno ve tensionada su política fiscal, son aquellos en donde logra reforzar y perfilar su meta con el FMI. Esto sucede debido a que el Fondo evalúa el resultado primario, esto es la relación entre ingresos y gastos netos de pago de intereses, mientras que los mercados financieros están atentos, lógicamente, al resultado financiero total.

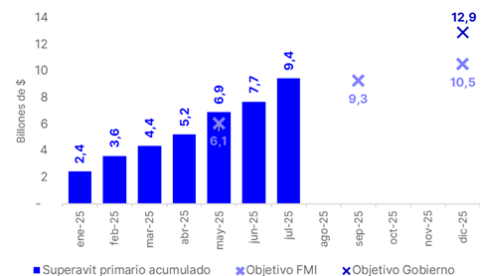
Partiendo del análisis pormenorizado de ingresos y gastos, **la recaudación tributaria evidenció un crecimiento del +2,4% real anual**, impulsada principalmente por tres fuentes extraordinarias: 1) bienes personales lideró el crecimiento con un incremento del 219,2%; 2) los derechos de exportación crecieron un 51%; y 3) los derechos de importación aumentaron 31,7%. Por otra parte, el impuesto a las ganancias también mostró un crecimiento relevante del 13%, mientras que **el IVA neto de reintegros apenas creció**

Resultado fiscal. Billones de pesos.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON.

Esquema de metas del superávit fiscal primario con el FMI.



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

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



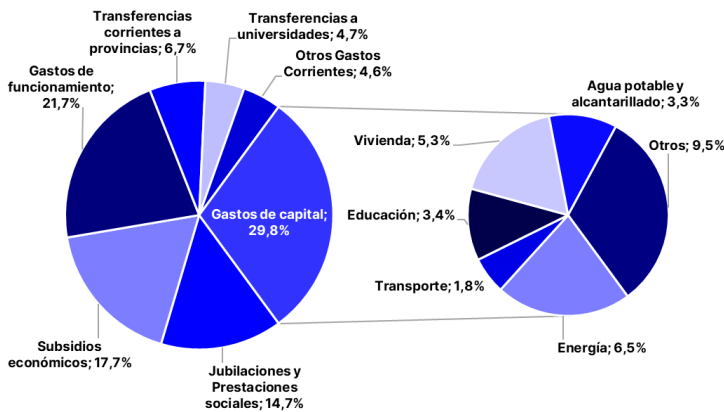
Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC.

**0,9%, algo que debería generar preocupación como indicador proxy de la actividad económica.**

Por su parte, **el gasto corriente mostró una reducción del -0,7%** real anual, resultado de una **estrategia selectiva de ajuste que priorizó ciertos sectores mientras redujo otros**. Las transferencias corrientes a provincias experimentaron un crecimiento excepcional del 99,6%, explicado centralmente por las **compensaciones por el traspaso de servicios de seguridad a CABA**.

**Los subsidios económicos continuaron su trayectoria descendente** con una caída del -26,6%, manteniendo la **política de reducción gradual de subvenciones energéticas y de transporte**. **Las transferencias a universidades retrocedieron -8,1%**, reflejando la tensión persistente en el financiamiento del sistema educativo superior, el cual tuvo su apartado legislativo reciente. **Las prestaciones sociales tuvieron asimismo, un incremento del +5,6%**, destacándose el aumento en las jubilaciones y pensiones del 16,5% real anual y las asignaciones universales para la protección social (+20%). Aquellos programas **en donde no hay una indexación por inflación tuvieron bajas severas como lo muestran los valores expresados en asignaciones familiares, otros programas sociales y pensiones no contributivas** con caídas del -34,1%, -11,7% y -6,5%, respectivamente.

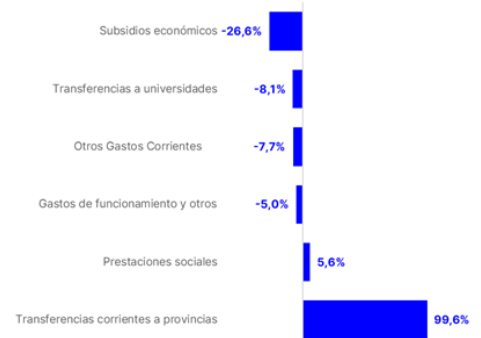
**Incidencia en el ajuste del gasto primario por rubro. Julio 2025 vs. julio 2023.**



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

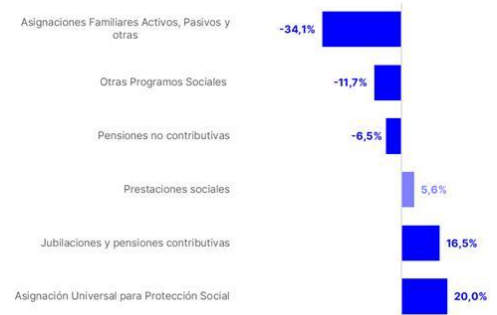
Habiendo transcurrido más de la mitad del segundo año de Milei, **¿quienes pagan el ajuste fiscal?** A diferencia del inicio de gestión, en donde las jubilaciones eran claramente el objetivo de disciplinamiento para el gasto público, actualmente **es el gasto de capital quien explica una parte importante del achicamiento del Estado**. De cada \$100 que dejó de gastar el Gobierno respecto a Julio de 2023 (cuando aún no gobernaban), casi \$30 corresponden a la obra pública, con sus distintos apartados (vivienda, educación, transporte, energía, agua potable y otros). Gastos de funcionamiento, que incluyen los sueldos pagados (ajustados en montos y cantidades de trabajadores estatales) aportan casi \$22 de cada

**Gastos corrientes. Julio 2025. Variación anual en términos reales.**



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

**Prestaciones sociales. Julio 2025. Variación anual en términos reales.**



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

**\$100 recortados, y entre las prestaciones sociales y los subsidios económicos van otros \$32,4.**

vectorial | [hola@vectorial.com.ar](mailto:hola@vectorial.com.ar) | [vectorial.com.ar](http://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.