vectorial

# INFORME SEMANAL

Semana #37/2025 | 12 de septiembre de 2025 | Tiempo de lectura: 15m

## 1/ ¿Y CUÁNTO VALE SER LA BANDA NUEVA?

**El Gobierno decidió jugar "todo o nada" a las elecciones provinciales y fue "nada"**. La contundente derrota frente a la oposición peronista determinó una **significativa caída de los mercados, suba del dólar y alza del Riesgo País y pone en jaque mate al plan económico en adelante**.

**Índice Merval en dólares**




Fuente: Vectorial, a partir de datos del mercado.

La derrota electoral determinó una caída inmediata de las acciones de las empresas argentinas, que ya vienen afrontando un año difícil tanto en lo financiero como en sus resultados operativos. De esta forma, **el índice Merval tocó los 1.200 dólares, con una espectacular caída acumulada desde enero de este año del -49,7%**. Así, un mercado que ya venía profundamente reticente al plan oficial sigue marcando distancia.

En el mismo sentido se movió **el Riesgo País, que superó nuevamente los 1.000 puntos, con caídas de los bonos que retrocedieron el -10% en un día.** Lo más preocupante, es que **difícilmente se trate de una caída transitoria** (más allá de algún rebote ocasional): el resultado electoral confirma que **el plan no cuenta con sustentabilidad política, lo cual se suma a la falta de sustentabilidad cambiaria**. De esta forma, **se cierra el escenario de poder refinanciar la deuda en moneda extranjera durante 2025 y 2026.**

## EN DOS MINUTOS

**1/ ¿Y cuánto vale ser la banda nueva?**

La derrota electoral del oficialismo detonó una fuerte reacción de los mercados: el Merval en dólares se desplomó y acumula una caída de 50% en lo que va del año, los bonos retrocedieron 10% en un día y el Riesgo País volvió a superar los 1.000 puntos, confirmando los límites del plan económico. Aunque el salto del dólar fue más moderado, la proximidad con la banda superior anticipa nuevas ventas de reservas y limita el margen de maniobra. Con compromisos externos que superan los USD 20.000 millones entre lo que resta de 2025 y 2026, sin acceso al financiamiento ni margen para colocar deuda en pesos, el Gobierno quedó atrapado en un dilema: incumplir con sus obligaciones o alterar su esquema de flotación con bandas.

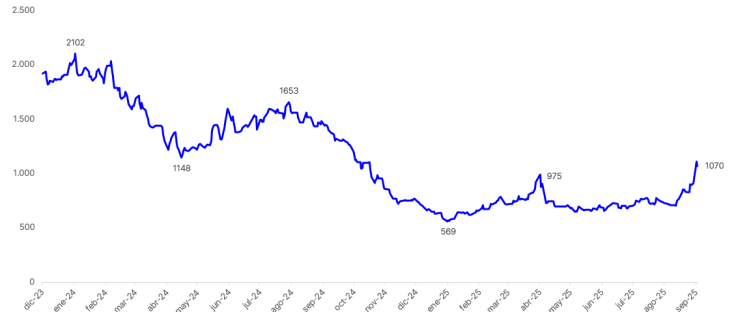
**2/ Inflación anestesiada**

La inflación de agosto fue de 1,9% mensual y 33,6% interanual, el nivel más bajo desde 2018, con un *pass-through* menor al esperado pese a la devaluación del 5% en el mes. Los precios estacionales ayudaron a contener el índice (-0,8%), mientras que los regulados crecieron 2,7% y la núcleo se ubicó en 2%. En términos relativos, bienes y servicios ya recuperaron la relación que registraban en diciembre de 2019. El limitado traslado a precios aparece como la única buena noticia para el Gobierno por lo que se anticipan futuras correcciones del tipo de cambio.

**3/ La recesión avanza**

La producción industrial registró en julio su primera caída interanual del año (-1,1%) y un retroceso mensual del 2,3%, confirmando el fin anticipado de la breve recuperación iniciada a fines de 2024. El deterioro responde al agotamiento del efecto base y a la pérdida de dinamismo de sectores clave, en un marco donde la apertura comercial y el atraso cambiario profundizaron la sustitución de producción local por importaciones, golpeando particularmente a textiles, calzado, metal y automotriz. La construcción, aunque aún muestra variaciones anuales positivas

**Riesgo País**




Fuente: Vectorial, a partir del JP Morgan.

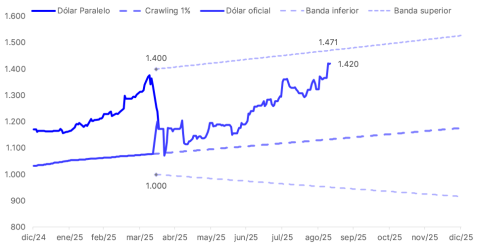
**El salto del dólar fue relativamente moderado para los que vimos en los activos, probablemente porque gran parte de los agentes ya se encontraban dolarizados**, y porque **la banda cambiaria sigue resultando creíble hasta el 26 de octubre**, lo que motiva a armar posiciones ultra cortas de carry trade (como entre las PASO y las Generales de 2023). El problema es que a medida que nos aproximamos a las elecciones probablemente parte de esas posiciones se desarmen. **La banda superior se encuentra un 3% por encima del dólar oficial, con lo cual no puede descartarse que el BCRA venda Reservas en el transcurso de este mes y medio.** Los instrumentos de tasa de interés y venta de Futuros han demostrado tener una efectividad limitada, lo que refuerza esta hipótesis. La pregunta es qué hará el Gobierno luego de las elecciones generales.

**La proximidad con la banda superior permitió descomprimir temporalmente el mercado de pesos**. En ese sentido, la licitación del miércoles pasado logró un roll-over del 91% ofreciendo tasas inferiores a las de fines de agosto. La máxima fue de 60% a 45 días. De la misma manera, el BCRA redujo la tasa a la cual toma pases pasivos del 45% al 35%. Sin embargo, **es esperable que las tensiones regresen con el correr de las semanas ante la nueva contienda electoral**.

Por el lado de la deuda en dólares, la situación es más preocupante. **El Tesoro se quedó con 1.100 millones, luego de su intervención en el mercado de cambios la semana pasada**. Debe enfrentar pagos por 3.000 millones hasta fin de año, por 4.200 millones en enero y por 14.000 millones durante el resto del 2026. Las opciones se agotan y el gobierno enfrenta un gran dilema: **con el tipo de cambio en estos niveles, no puede comprar Reservas sin llevarlo a la banda superior (donde debería vender)**. **Con el Riesgo País en estos niveles, no se puede acceder a roll-over.** Con las tasas en pesos en estos niveles, no puede colocar BONTE. Con la incertidumbre política en estos niveles, no puede esperar que progresen los proyectos del RIGI o las privatizaciones. En síntesis, la estrategia del Gobierno del "todo o nada" lo ha llevado a un callejón donde **deberá elegir el menor de los costos: no conseguir los recursos para pagar su deuda o modificar el programa económico de "flotación con bandas"**.

(ISAC +1,4%), evidencia una marcada desaceleración y una fuerte destrucción de empleo (-17% en dos años, con 78.800 puestos menos).

**Tipo de cambio oficial y bandas**

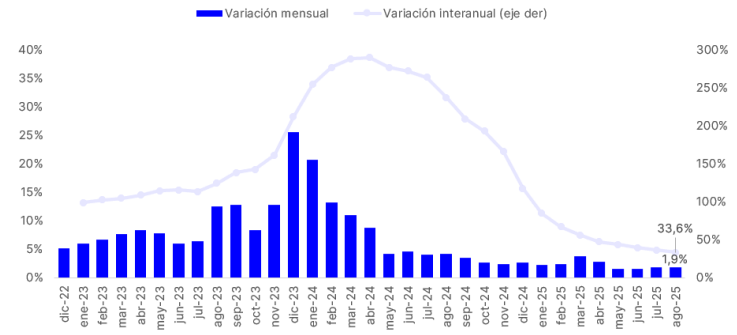



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

## 2/ INFLACIÓN ANESTESIADA

**El INDEC dio a conocer el valor de la inflación del mes de agosto, alcanzando el 1,9% mensual, con una inflación interanual del 33,6%, la menor desde julio de 2018, justo antes de la implosión del programa económico de Cambiemos.**

**Índice de Precios al Consumidor**

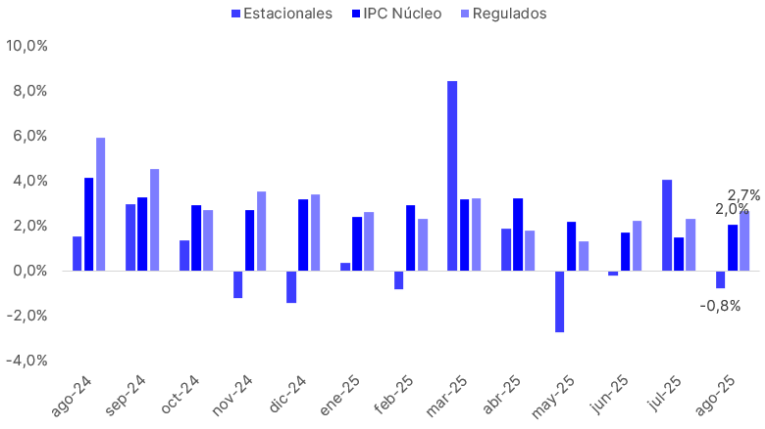



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

En este caso, **el índice nacional estuvo por debajo del que reportó el indicador de CABA que fue del 1,6%, bastante menor al esperado**. En julio, la inflación de CABA había sido de 2,5% mensual. No obstante, **la inflación interanual en la Ciudad se sitúa en 37,4%, 4 puntos por encima de lo nacional**.

En ambos datos podemos observar que **el impacto de la devaluación fue menor al esperado**, ya que **durante agosto se registró una suba del tipo de cambio del 5,0%** (promedio mensual). Es una muestra más de que **bajo los parámetros actuales de producción y consumo, el pass-through es bastante limitado**. Lo mismo había sucedido en los meses de abril, junio y julio.

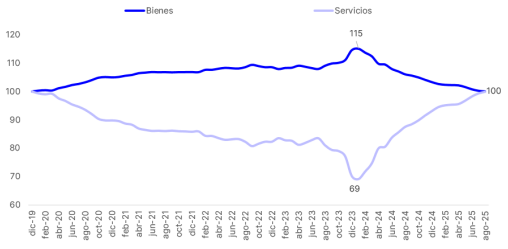
**Inflación por categorías**
Variación porcentual




Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

**Los precios estacionales nuevamente hicieron su aporte con una reducción de -0,8%**. De hecho, la inflación interanual de los mismos asciende apenas a 12,0% muy por debajo de todos los demás

**Índice de Precios al Consumidor. Precios relativos de bienes y servicios.**
Base diciembre 2019 = 100.

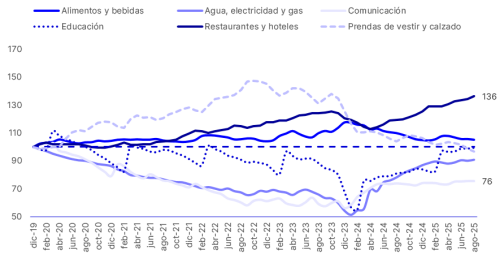



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

agrupamientos de precios. **Los regulados, por su parte, crecieron al 2,7% empujados por tarifas y transporte**. Así, **la inflación núcleo se situó cerca de la General, con una variación mensual del 2,0%**.

En cuanto a los precios relativos, **la relación de bienes y servicios ya retornó completamente al mismo nivel de diciembre 2019**, si bien dentro de servicios encontramos algunos que se mantienen atrasados y otros que han pasado a este adelantados, fundamentalmente restaurantes y hoteles.

**Índice de Precios al Consumidor. Precios relativos de rubros seleccionados.**
Base diciembre 2019 = 100.



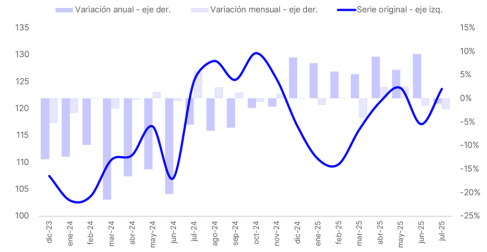

Fuente: Vectorial, a partir del INDEC.

**El bajo nivel de pass-through es una de las pocas buenas noticias que tiene el equipo económico** en las horas actuales. Como mencionamos en la sección financiera de este informe, **es muy difícil pensar que el esquema de bandas cambiarias actuales se sostenga más allá de las elecciones de octubre**. Con lo cual, el Gobierno podría buscar una salida en **una mayor devaluación del peso con la expectativa de que esa suba del tipo de cambio no se traslade a precios**.

## 3/ LA RECESIÓN AVANZA

El INDEC publicó los datos de producción industrial correspondientes a julio de 2025, confirmando el deterioro del panorama manufacturero argentino que se venía insinuando en los meses previos. **El índice registró una contracción anual del 1,1%, marcando la primera caída interanual del año** y poniendo fin a la secuencia de crecimientos que habían caracterizado los primeros seis meses del período. **Esta reversión encuentra su explicación en el agotamiento del efecto base de comparación favorable que había sostenido los valores positivos precedentes**.

**Índice de Producción Industrial Manufacturera (IPIM)**
Base 2004 = 100



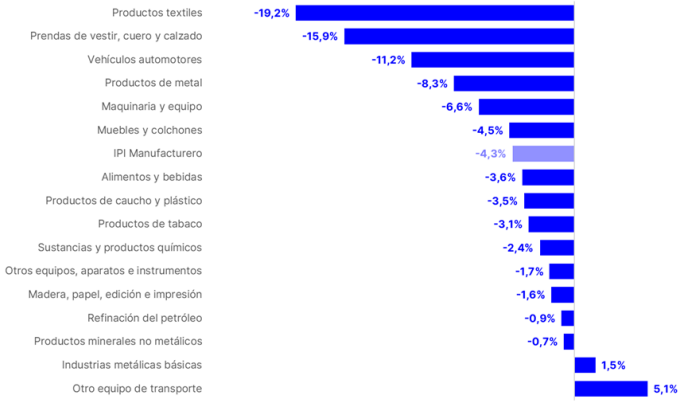

Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

La variación mensual refuerza esta lectura preocupante, con una caída del 2,3% respecto a junio, profundizando la tendencia contractiva que ya se había manifestado el mes anterior (-1,6%). Esta dinámica confirma que **el breve proceso de recuperación de la industria sobre finales de 2024 y principios de este año ha finalizado antes de lo esperado** con las complejidades que ello conlleva en las regiones donde el sector tiene una elevada participación, como la Provincia de Buenos Aires.

La serie desestacionalizada arroja mayor claridad al panorama que señalamos. **En lo que va del año, nunca se pudo sostener los niveles de noviembre y diciembre de 2024**. Esta evolución adversa coincide con la derrota electoral que sufrió el Gobierno de Milei en las elecciones provinciales de Buenos Aires del domingo pasado, resultado que puede interpretarse como una manifestación del descontento social ante una gestión económica que no logra traducir sus ajustes macroeconómicos en una mejora sustantiva de la actividad productiva. El deterioro de los indicadores industriales proporciona sustento a estas percepciones, evidenciando las **limi-**

**taciones del modelo económico vigente para generar un círculo virtuoso de crecimiento sostenido**.

**Índice de Producción Industrial Manufacturera (IPIM). Principales rubros.**
Variación con respecto a diciembre de 2024




Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

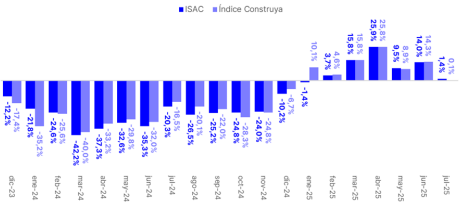
El análisis sectorial para julio revela una **profundización de las divergencias observadas en meses anteriores, con una mayoría de rubros mostrando retrocesos respecto a los niveles de diciembre de 2024**. Los sectores más castigados mantienen su posición relativa adversa, con los productos textiles liderando las contracciones en un escenario donde la combinación de tipo de cambio real apreciado y la reducción arancelaria continúa favoreciendo la sustitución de producción nacional por importaciones. Las prendas de vestir, cuero y calzado, junto con los productos de metal, consolidan su posición entre los sectores de peor desempeño, reflejando la dificultad estructural para competir con una configuración macroeconómica seteada como la actual.

En el extremo opuesto, el sector tabacalero mantiene su *performance* diferencial, aunque con menor dinamismo que en períodos anteriores (cayó un 11,7% respecto a junio). El complejo de otros equipos de transporte, que había mostrado fortaleza en meses previos impulsado por el segmento de motocicletas, comienza a evidenciar signos de moderación en línea con la maduración misma del sector, en donde, al ser bienes de uso, una vez que se alcanza su reposición masiva en los consumidores, lógicamente la demanda tiende a estabilizarse.

Por otra parte, **el sector automotriz mantiene una convivencia entre un consumo aún relativamente pujante y una fuerte caída en la producción loca**l (-11,2% respecto a diciembre). Este junto a las prendas de vestir son dos de los casos más resonantes en donde el afán aperturista del Gobierno Nacional tiene un efecto ambiguo en el bienestar, dado que no está claro si las ganancias en materia de consumo logran compensar las pérdidas en empleo y producción.

La construcción presenta en julio retroceso en su impulso de carácter significativo respecto al dinamismo exhibido en meses anteriores, aunque mantiene variaciones anuales positivas. **El ISAC registra un crecimiento del 1,4%, mientras que el Índice Construya**

**Variación anual del Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) e Índice Construya**

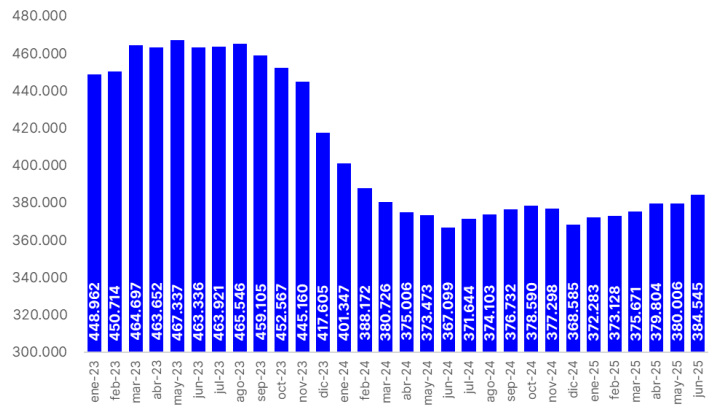



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC y del Grupo Construya.

**se expande un 0,1%,** cifras que, si bien permanecen en terreno positivo, evidencian una clara desaceleración respecto a los picos alcanzados durante el primer semestre del año.

Esta evolución confirma las anticipaciones que sugerían una **normalización de la actividad sectorial luego de las recuperaciones registradas entre abril y junio, con bases de comparación completamente deprimidas**. En ese sentido, la convergencia hacia tasas de crecimiento más modestas sugiere que el sector no podrá mantenerse al margen de las presiones recesivas que afectan al conjunto de la actividad económica y que **difícilmente se retorne a los niveles de actividad pre Milei**. Esto también repercute en la **visible caída de los puestos de trabajo en el sector**. Si comparamos la cantidad de trabajadores en junio de 2025 **respecto del mismo mes del 2023, la baja asciende al 17%**. Esto equivale a 78.791 puestos menos, lo cual evidencia una dificultad resonante para el sector a la hora de recomponer trabajadores, incluso habiendo exhibido alguna recuperación parcial durante el primer semestre.

**Puestos de trabajo registrados en el sector de la construcción**




Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

vectorial | hola@vectorial.com.ar | vectorial.com.ar | X: @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.