vectorial

INFORME SEMANAL

Semana #38/2025 | 19 de septiembre de 2025 | Tiempo de lectura: 20m

1/ MUERTO AL LLEGAR

La semana económica comenzó con la **presentación del Proyecto de Ley de Presupuesto 2026** por parte del Presidente en cadena nacional, el lunes por la noche. La alocución fue **calma y sobria**, sin abundar en números, aunque dejó en claro que **salud, educación y jubilaciones** tendrán en 2026 aumentos **por encima de la inflación**. El mandatario se mostró confiado y, sin sus habituales estridencias, remarcó que el **objetivo central** del presupuesto es sostener **la disciplina fiscal**: en otras palabras, **superávit primario** (ingresos mayores que gastos) y **superávit financiero** (la deuda se paga).

A diferencia de la presentación del Proyecto de Ley de Presupuesto 2025, en esta ocasión, por su tono cuidado, su registro formal y su léxico cuidadosamente seleccionado, el mensaje parecía estar destinado ya no a los inversores extranjeros (a quien buscaba seducir en aquella ocasión), sino a una población atravesada por la incertidumbre económica y que en las últimos episodios electorales (PBA, Corrientes, Santa Fé, Salta) optó por no acompañar a los candidatos propuestos por Gobierno Nacional.

A pesar del cambio de estrategia, **el resultado del mensaje fue tomado de manera negativa por los mercados financieros ya que el Riesgo País al día siguiente subió 100 puntos básicos alcanzado un nivel cercano a los 1200**. **El dólar, por su parte, prosiguió al alza y finaliza la semana no sólo perforando la banda superior del esquema cambiario, sino que con intervenciones por parte del BCRA para controlar el tipo de cambio**. Intervenciones que no ocurrían desde el mes de abril, cuando se anunció el esquema cambiario que incluía a las bandas. **Bonos y acciones argentinas también acusaron recibo y experimentaron bajas considerables** profundizando una caída iniciada a principios de años.

Al analizar las proyecciones macroeconómicas que contiene el Proyecto de Ley de Presupuesto 2026 se clarifican algunas cuestiones que conviene repasar. Antes que nada, es preciso resaltar **la dificultad que implica realizar una proyección económica de largo plazo en el país**. Si a eso, **le sumamos la incertidumbre** que se experimenta hace unos meses respecto al rumbo económico, **las**

EN DOS MINUTOS

1/ Muerto al llegar

El Presupuesto 2026 fue presentado por el Presidente en cadena nacional con un tono más sobrio, prometiendo aumentos en salud, educación y jubilaciones por encima de la inflación y defendiendo la disciplina fiscal como eje central. Sin embargo, los mercados reaccionaron mal: subió el Riesgo País, el dólar perforó la banda superior y el BCRA volvió a intervenir; bonos y acciones profundizaron sus caídas. El proyecto, que difícilmente será aprobado por el Congreso, plantea proyecciones poco creíbles de inflación, tipo de cambio y crecimiento del PIB sin aclarar los motores del mismo, mientras la inversión privada sigue débil, la capacidad industrial cae y se proyectan déficits comerciales sin financiamiento claro, sugiriendo más endeudamiento externo en un contexto de acceso restringido. El gasto público previsto muestra un sesgo marcado hacia recortes de inversión y subsidios con aumentos selectivos en transferencias a provincias para negociar políticamente, lo que refuerza la discrecionalidad. En suma, el presupuesto combina superávit fiscal con déficit externo, fuertes supuestos macroeconómicos y un esquema de gasto condicionado que luce difícil de cumplir en el escenario actual.

proyecciones presentadas se tornan un escenario cercano a la ciencia ficción.

Por otra parte, no es menor recordar que y**a van dos años consecutivos en los cuales el Congreso no aprueba el proyecto enviado por el Poder Ejecutivo**. En este marco, atravesado por un próximo recambio de legisladores nacionales y en el punto más álgido de la pelea entre el Poder Ejecutivo Nacional y los gobernadores, **vemos con extrema dificultad el mero tratamiento del proyecto en el recinto y, más difícil aún, su aprobación.** El país se encamina, entonces, a su **tercer año consecutivo sin presupuesto** y un gasto a total discreción del Poder Ejecutivo, una situación más que conveniente para este último.

No obstante, **el sendero macroeconómico que trazan las proyecciones contenidas en el Proyecto de Ley conllevan más dudas que certezas**. Dejando de lado las **irreales pautas inflacionarias y una evolución del tipo de cambio que quedó completamente desactualizada** al momento de ser publicado (a diciembre de 2028 se proyecta un dólar a 1.488 pesos y la cotización que reporta el BNA en el día de hoy es 1.515 pesos), **llama la atención en primer lugar la proyección de crecimiento del PIB**. La estimación para el año corriente, 5,4%, pareciera ligeramente sobrevalorada. El 6,2% que acumula la primera mitad del año se promediará con **un segundo semestre de caídas mensuales redundando en un crecimiento total probablemente menor al 5%.**

Pero además de eso, **no queda claro cuáles serán los *drivers* del crecimiento para sostener un 5% de aumento anual del PIB entre 2026 y 2028** como se estipula en el Proyecto. Descontando el retiro del Estado en el impulso económico, **el consumo privado no parece repuntar** y los indicadores oficiales de ventas en supermercados y centros de compra acusan caídas. **La inversión tampoco parece reaccionar en el nuevo contexto económico.** Esta semana se conoció el dato de la Utilización de la Capacidad Instalada Industrial (UCII) del mes de Julio: 58,2%, 1,3 puntos porcentuales por debajo del mismo mes del año anterior. El promedio de la industria esconde que 5 de las 12 ramas industriales operan a niveles de capacidad inferior al 50%.

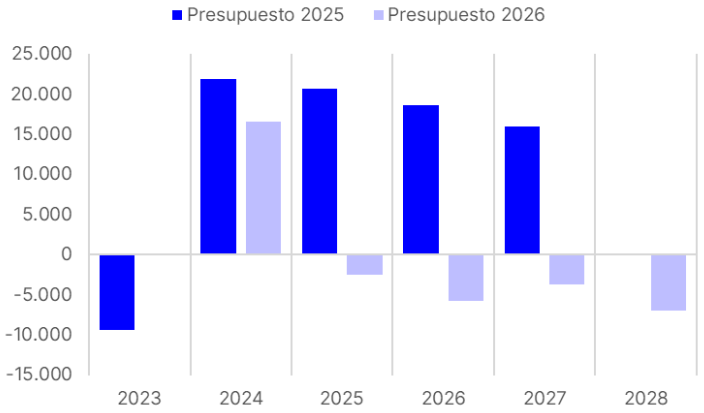
En materia de formación de capital, durante la semana también se dio a conocer el dato del segundo trimestre del año y confirma que **el repliegue del sector público en la inversión (la virtual reducción a cero de los gastos de capital) no fue compensado por un influjo de inversión privada**. Entre el segundo trimestre del año 2023 y el mismo trimestre del corriente año, **la formación bruta de capital se ha achicado en más de 2 puntos del PIB** (de 21,5% a 19,1%). En lenguaje técnico, **no se produjo el efecto *crowding-in*** sobre el cual versan los libros de texto con los cuales estudiaron los funcionarios del equipo económico y el Presidente.

Adicionalmente, **el comercio exterior aportará una contribución negativa al crecimiento ya que entre los años 2025 a 2028 se proyectan déficit comerciales**. Este sendero resulta llamativo por varios motivos. Por un lado, es consistente un saldo comercial ne-

gativo con un crecimiento del PIB que impulse las importaciones. Sin embargo, por otro lado, s**e destaca un cambio llamativo respecto a las proyecciones de saldo comercial que contenía el Proyecto de Presupuesto 2025.** Este último estipulaba, con un crecimiento del PIB igual al contenido en el Proyecto actual, **una evolución de saldos comerciales positivos que rondaban entre los 16 y 22 mil millones de dólares**. En la comparación con el actual proyecto, se desprende que en el pasado **se sobrestimaron las exportaciones y se subestimaron las importaciones y las proyecciones de esperanzadores superávits se transformaron en peligrosos déficits.**

Saldo comercial de bienes y servicios. Proyecciones incluidas en los Proyectos de Leyes de Presupuesto 2025 y 2026.

Millones de dólares



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON.

Más preocupante que este cambio abrupto en las proyecciones de déficit comercial es su financiamiento. En ninguna parte del Proyecto de Ley hay indicios de cómo se financiarán esos déficits. Por lo tanto, q**ueda implícito que lo que ayudará a compensar esa salida de divisas será el endeudamiento externo**. Tal vez sea esta **una de las mayores inconsistencias del presupuesto**, pretender retornar a los mercados de deuda cuando durante los dos últimos años la tarea resultó esquiva. **Otra opción para financiar el déficit comercial podría ser la inversión extranjera directa, que por ahora viene registrando repliegues y saldos negativos.** El sueño eterno del Régimen de incentivo para Grandes Inversiones (RIGI) cuenta por ahora con solo 6 proyectos aprobados de los cuales, en monto, la mayor parte es YPF.

En todo caso, **es interesante marcar una diferencia cuantitativa y cualitativa y con los proyectos de presupuesto que presentaban los gobiernos kirchneristas**. **Estos últimos proyectaban déficit fiscales y superávits comerciales, mientras que el actual Proyecto estima superávits fiscales y déficit comerciales**. Aquí, podríamos afirmar, radica **una cuestión de ideología económica respecto a las causas de la inflación**. Mientras que la biblioteca heterodoxa (leída por los funcionarios de gobiernos anteriores) sostiene que la inflación se vincula a las restricciones que exhiben las cuentas externas del país (la escasez de dólares), la biblioteca libertaria

propone al equilibrio fiscal como única forma de mantener a raya la inflación.

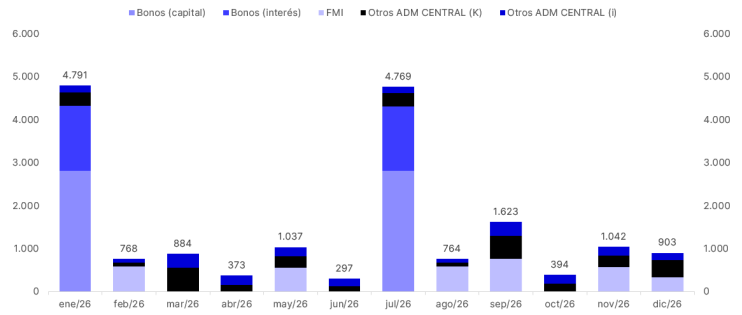
En este sentido, el Gobierno cuenta en 2026 con **importantes necesidades de refinanciamiento**, tanto en moneda local como en moneda extranjera. El stock de la deuda asciende en agosto de 2025 a 451.700 millones de dólares (63% del PIB), de los cuales el 44,3% se encuentra nominada en moneda local (poco más de la mitad atada a CER y el resto tasa fija o TAMAR) y el 55,7% en moneda extranjera (34,9% en bonos y 37,9% con Organismos Internacionales, el resto es mayoritariamente Letras Intransferibles).

Evidentemente **existe una importante preocupación sobre cómo el Gobierno afrontará sus vencimientos**, razón por la cual **el Riesgo País escaló por encima de los 1.450 puntos** y las tasas de los bonos en pesos explotaron al alza, en una **semana financiera catastrófica para el Gobierno**, pero que es la **coronación de un largo proceso de deterioro** cuyo inicio ubicamos en julio, aunque **se enraiza en el propio diseño del plan económico**.

Respecto al endeudamiento, **el Presupuesto pondera el financiamiento de Organismos Internacionales** en función de la aplicación de las agendas programáticas de los mismos (mientras que en 2024 y 2025 se orientó a la estabilización macroeconómica). Esto sugiere que **los recursos irían a volcarse al gasto, lo cual implicaría dejar de lado el objetivo de capitalizar el BCRA**.

El año que viene el Tesoro enfrenta vencimientos por 17.600 mil millones de dólares, de los cuales el 48,8% corresponden a títulos públicos, el 19,1% al FMI (mayoritariamente intereses y algo de capital a fin de año) y el 32% restante el resto de los OOII, bilaterales, etc.

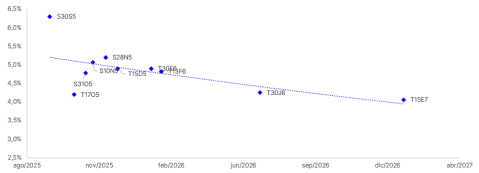
Vencimientos en moneda extranjera 2026
Millones de dólares



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON.

Ahora bien, **no se contempla dentro del Presupuesto el peso creciente de los intereses capitalizados dentro del equilibrio fiscal**. El FMI en su último Staff Report estima que **el costo de estos intereses asciende a 1,8% del PIB**, lo cual resulta en un déficit financiero de 1,2%. El problema es que **desde entonces las tasas reales se han incrementado sensiblemente**. Si el Gobierno continúa con su política de atraso cambiario y tasas reales altas, **este valor podría ascender al doble durante el año próximo.**

LECAP
Tasa efectiva mensual



Fuente: Vectorial, a partir de datos del mercado.

Reservas Internacionales al 15 de septiembre
Millones de dólares

Reservas brutas	***39.848***
Encajes	12.946
SWAP	18.258
Otros pasivos	2.278
Reservas Netas	***6.366***
Depósitos del Gobierno en USD	640
BOPREAL a 1 año	3.321
Reservas "Super Netas"	***2.405***
Reservas Líquidas	***19.278***

Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

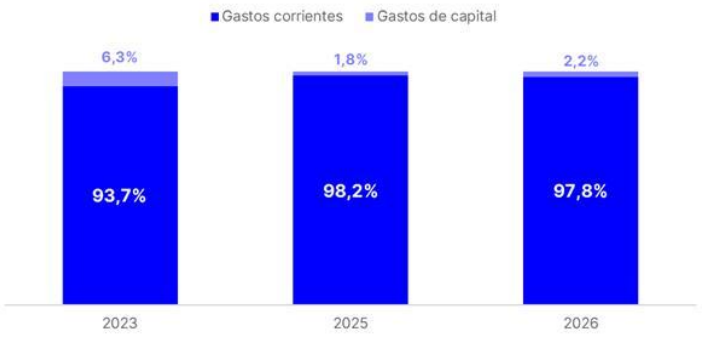
Estas son las preocupaciones que el mercado ha visualizado en las últimas semanas, sumado a las **derrotas políticas del Gobierno tanto en elecciones como en el Congreso**. De esta forma, **el tipo de cambio llegó finalmente a testear la banda superior**, donde el BCRA se vio forzado a vender Reservas por 53 millones el día miércoles y por 379 millones el día jueves. **El BCRA cuenta con Reservas netas por 6.300 millones de dólares, lo cual permitiría sostener el techo con este nivel de ventas por 15 y 20 ruedas más**. El problema es que todas las probabilidades indican que **el deterioro se profundizará de cara a las elecciones de octubre y más allá**.

De esta forma, los indicadores apuntan a que **las proyecciones realizadas en el Presupuesto 2026 han muerto antes de nacer**, y seguramente asistamos a un **importante cambio de régimen macroeconómico** antes de que siquiera entre en vigencia la Ley de Leyes (en el muy improbable caso que se apruebe).

En materia de gasto, el Presupuesto 2026 contempla un incremento nominal del 20,6%. Con una pauta inflacionaria del 10,1% punta a punta (que será en promedio para el 2026 de un 13,8%) poco creíble incluso en el escenario más auspicioso. El Gobierno asegura que el próximo año varias partidas del gasto se verán mejoradas, manteniendo la premisa de obtener un superávit primario del 1,5% del PBI y uno financiero del 0,3%.

La inversión en infraestructura, dentro del análisis de la participación entre gastos corrientes y de capital revela una **preocupante tendencia hacia la desinversión pública**. Para 2026, los gastos de capital representarán apenas el 2,2% del presupuesto total, un nivel históricamente bajo que incluso resulta inferior al observado en 2023, cuando alcanzaba el 6,3%. Sin dudas, **prescindir de la inversión pública en obras es un sello característico de la gestión de Milei, algo llamativo en gobiernos no peronistas que históricamente han criticado el impulso del gasto corriente con fines electorales.**

Participación de los gastos corrientes y de capital en los presupuestos de gastos de la Administración Nacional (2023, 2025 y 2026)



Fuente: Vectorial, a partir del MECON.

El análisis detallado del **gasto corriente proyectado para 2026 muestra que el Gobierno planea un incremento de dichas erogaciones**, pero se encuentra sujeto a que los ingresos no caigan, algo de baja probabilidad dado el contexto económico actual.

Del análisis resulta llamativo que el incremento real de las remuneraciones de los empleados del sector público sea de tan solo el 2,5%. Suena a poco luego de dos años de salarios públicos con pérdidas significativas de dos dígitos respecto a los valores observados previo a la asunción del gobierno.

La caída del 7,1% en la compra de bienes y servicios, dentro del inciso de gastos de consumo, es especialmente preocupante porque en muchos casos se trata de insumos esenciales para la operatoria del sector público nacional, lo que **podría comprometer la calidad de los servicios prestados**.

Evolución de los gastos por finalidad y función para 2026
Millones de pesos corrientes

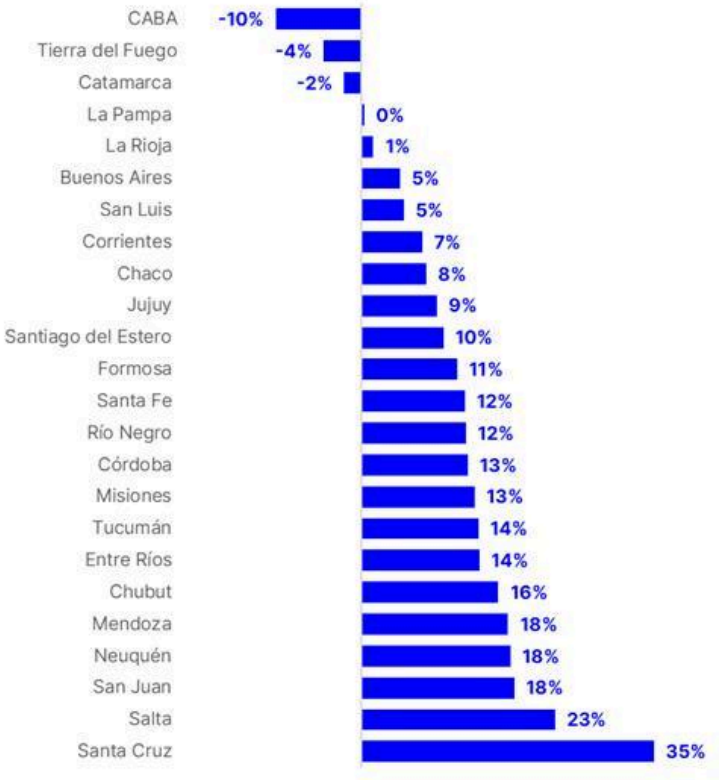
FINALIDAD Y FUNCIÓN	Variación real	Participación en el presupuesto
ADMINISTRACION GUBERNAMENTAL	**6,4%**	**6,0%**
Legislativa	8,1%	0,4%
Judicial	6,6%	2,4%
Dirección Superior Ejecutiva	-6,8%	0,3%
Relaciones Exteriores	7,8%	0,7%
Relaciones Interiores	6,1%	2,1%
Administración Fiscal	33,4%	0,1%
Control de la Gestión Pública	7,8%	0,1%
Información y Estadística Básicas	6,1%	0,0%
SERVICIOS DE DEFENSA Y SEGURIDAD	**2,0%**	**4,8%**
Defensa	0,4%	1,9%
Seguridad Interior	3,7%	2,3%
Sistema Penal	2,7%	0,4%
Inteligencia	-2,9%	0,2%
SERVICIOS SOCIALES	**6,5%**	**71,9%**
Salud	17,5%	6,0%
Promoción y Asistencia Social	3,5%	2,4%
Seguridad Social	5,7%	56,4%
Educación y Cultura	8,1%	5,2%
Ciencia, Tecnología e Innovación	0,8%	1,1%
Trabajo	-1,1%	0,7%
Vivienda y Urbanismo	-6,8%	0,0%
Agua Potable y Alcantarillado	-0,8%	0,2%
SERVICIOS ECONOMICOS	**5,2%**	**7,7%**
Energía, Combustibles y Minería	5,3%	4,4%
Comunicaciones	-2,5%	0,1%
Transporte	8,6%	2,6%
Ecología y Desarrollo Sostenible	-5,3%	0,1%
Agricultura, Ganadería y Pesca	-6,0%	0,3%
Industria	-6,6%	0,1%
Comercio, Turismo y Otros Servicios	-6,0%	0,1%
Seguros y Finanzas	-5,5%	0,1%
DEUDA PUBLICA	**4,7%**	**9,5%**
Servicio de la Deuda Pública	4,7%	9,5%
TOTAL GASTOS CORRIENTES Y DE CAPITAL	**6,0%**	**100,0%**

Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON.

Por otro lado, **tanto en las prestaciones de la seguridad social (+6,8%) como en las transferencias a las familias (+3,2%) se proyecta un incremento en términos reales** —obviamente sujeto a las condiciones previamente establecidas— en línea con lo anunciado por Javier Milei en su conferencia de prensa. **También se observan mejoras significativas en las transferencias a provincias y municipios (+10,0%),** lo cual **dotará al Ministerio del Interior de mayor margen y poder de fuego para negociar con los gobernadores.** Este es un gesto exigido por las provincias que a priori muestra un **ligero cambio en la política del gobierno nacional de asfixia fiscal a las jurisdicciones subnacionales**. Sin embargo, también representa una muestra de **mayor discrecionalidad del**

gobierno nacional, y asumimos que será la primera partida a recortar si no todo marcha acorde al plan.

Variación anual proyectada para 2026 en el gasto total por jurisdicción



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON.

El análisis por finalidades revela lo evidente: **múltiples recortes en subsidios económicos, aunque la mejoría en transporte (+8,6%)** y combustible por su peso específico torna positiva la variación de dicha finalidad. No obstante, l**os sectores productivos receptores de subsidios ven recortadas significativamente sus asignaciones —agricultura (-6,0%), industria (-6,6%), comercio y turismo (-6,0%)— con un mayor ahogo para la producción nacional.**

En servicios sociales también se observa un ajuste a los ya bajos niveles de inversión en trabajo (-1,1%), vivienda y urbanismo (-6,8%) y agua potable y alcantarillado (-0,8%), áreas críticas para el bienestar social que continúan desfinanciadas.

En la finalidad de seguridad se observa un ligero recorte a los servicios de inteligencia (-2,9%), aunque este es mínimo en relación a la jerarquización ya establecida y conocida por este gobierno. Este recorte, junto al de la Dirección Superior Ejecutiva (-6,8%), constituyen intentos de mostrar austeridad por parte del gobierno, aunque parece a priori difícil que sea valorado por la población si las condiciones de vida continúan desmejorándose.

El análisis del gasto por jurisdicciones muestra decisiones que reflejan tanto consideraciones políticas como económicas. Llamativamente, **se recorta el gasto en CABA (-10%), uno de los principales aliados del gobierno nacional**, posiblemente como se-

ñal de austeridad simbólica en el distrito más próspero del país. Por otra parte, **se mantiene asfixiada a Tierra del Fuego (-4%)**, jurisdicción con la que ya tuvo un fuerte enfrentamiento este año por la baja de aranceles a las importaciones de bienes electrónicos que se producen en dicha provincia. En el extremo opuesto, S**anta Cruz (+35%) y Salta (+23%) lideran los incrementos, seguidas por varias provincias patagónicas** y del interior con aumentos del 18%. No obstante estas consideraciones, habrá que observar la dinámica de las transferencias no automáticas, que podrían torcer estos resultados definidos a priori y que involucran múltiples gastos que ya son fijos dentro de la operatoria del Gobierno Nacional.

En definitiva, muchos de los aspectos que podrían considerarse positivos del actual presupuesto se encuentran condicionados a un rumbo macroeconómico que en el contexto actual parece muy difícil de comprobarse. Las cláusulas que le otorgan al Gobierno la posibilidad de ajustar el gasto en caso de que el rumbo no sea el más promisorio también carecen de lógica dado que en contextos recesivos es justamente en donde existen los mayores requerimientos para un incremento en la inversión pública para revertir el ciclo. En todo caso, serán las vicisitudes legislativas la que definan (o no) la suerte de este proyecto.

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.