vectorial

INFORME SEMANAL

Semana #39/2025 | 26 de septiembre de 2025 | Tiempo de lectura: 22m

1/ SCOTTY DOESN'T KNOW

El Gobierno reconoció el fracaso del programa económico diseñado en conjunto con el FMI (acordado hace tan solo 5 meses) cuando este lunes decidió implementar una **baja de retenciones especial para acelerar la liquidación del agro y solicitarle un rescate financiero al Gobierno de los Estados Unidos**. Ahora todas las miradas se centran en si **se realizarán los ajustes necesarios en el esquema para aprovechar este oxígeno de dólares, o se insistirá en la receta que lo llevó al fracaso**.

La eliminación temporal de retenciones aceleró la liquidación de 7.000 millones (tope impuesto por el decreto) por parte del complejo agroexportador, que se efectivizara mayormente entre viernes (hoy) y lunes. Simultáneamente, **el Tesoro de los EEUU anunció un *swap* de monedas por 20.000 millones y otras posibilidades de financiamiento** que incluyen: crédito *stand-by* mediante el Fondo de Estabilización de Emergencia, compra de bonos argentinos por mercado secundario y suscripción de nuevas emisiones de bonos.

Este paquete de medidas impactó de forma inmediata en el mercado: la cotización del dólar cayó desde los 1.475 a la zona de 1.330, el Riesgo País se desplomó 500 puntos, y la curva de pesos comprimió notablemente (aunque aún en la zona del 3% mensual, es decir tasas reales cercanas al 15% anual). **El BCRA aprovechó la situación para reducir la tasa de interés** de "simultáneas" (pases pasivos por otros medios) del 35% al 25% anual, reduciendo el piso a la "tasa endógena".

Las distintas alternativas que propuso el Secretario del Tesoro Norteamericano, Scott Bessent, en un hilo de tuits se orientan tanto a **fortalecer la capacidad de repago del Tesoro Argentino de sus deudas como a otorgarle mayor munición al BCRA para defender la banda superior**, sobretodo en el caso del *swap* de monedas, que no fortalece las Reservas Netas, pero si le provee liquidez al BCRA.

Este rescate debe añadirse a los 14.000 millones desembolsados por el FMI (12.000 millones en abril y el resto en agosto, a pesar de no haber cumplido con la meta de acumulación de reservas),

EN DOS MINUTOS

El Gobierno reconoció de hecho el fracaso del programa acordado con el FMI (hace tan solo cinco meses) al recurrir a un "puente" de dólares vía baja temporal de retenciones al agro y asistencia financiera de EE.UU., que incluyó *swap* de monedas, posibles compras de bonos y créditos stand-by, con impacto inmediato en la baja del dólar, del Riesgo País y de tasas locales. Sin embargo, la economía real muestra signos de agotamiento: tres meses seguidos de caída mensual del EMAE, crecimiento sustentado en sectores de escaso empleo y una industria operando en promedio al 57% de su capacidad con derrumbe de la confianza empresarial. Mientras tanto el superávit comercial se achica y las importaciones —en especial de bienes de consumo y autos— crecen mucho más rápido que las exportaciones, deteriorando aún más el frente externo. El superávit fiscal se sostiene a fuerza de ajuste del gasto y caída de transferencias y subsidios, mientras la baja de retenciones erosiona la recaudación presente y futura. La estrategia oficialista mantiene la *pax cambiaria* y la meta fiscal a costa de enfriar aún más la actividad, dejando abierta la incógnita de si el nuevo oxígeno externo servirá para corregir el rumbo o solo para postergar un desenlace inevitable.

Riesgo País



Fuente: Vectorial, a partir de datos del JP Morgan.

9.800 millones de otros organismos, 3.000 millones por REPO y 1.500 millones por BONTE, sumando un total de financiamiento externo bruto por 48.300 millones hasta la fecha.

La pregunta que se impone es si con este nuevo stock obtenido sucederá lo mismo que con los anteriores. Como hemos mencionado, **el Tesoro tiene deuda hasta diciembre por 3.000 millones de dólares, a los cuales se suman 1.000 millones del BCRA por BOPREAL. En 2026 los vencimientos ascienden en conjunto a 19.900 millones de dólares**. El plan original fue apostar fuertemente por la desinflación mediante el ancla cambiaria, sin comprar Reservas para evitar volcar pesos al mercado. La idea del Gobierno era que esto repercutiría en resultados electorales favorables que afianzaran el plan económico y generaran una caída del Riesgo País. La derrota electoral echó por tierra estos supuestos, imposibilitando la vuelta a los mercados internacionales y obligando al Tesoro a hacerse de dólares por otra vía.

Ahora, **con el auxilio de EEUU y los agroexportadores, el Tesoro tiene dos posibilidades: continuar con una política de no comprar dólares y depender exclusivamente de las promesas de financiamiento del Tesoro, o reconocer el fracaso de su estrategia anterior y comprar divisas a cambio de un tipo de cambio más alto y un proceso de desinflación más lento pero más sólido**. Esto podría beneficiar a la actividad, aunque rompería el discurso oficialista de "no emisión". **Si opta por intentar mantener las bandas cambiarias después de octubre sin comprar reservas, corre un importante riesgo: que el mercado vea como insostenible depender del auxilio estadounidense** y termine devorándose -una vez más- los recursos obtenidos con estas medidas de emergencia.

La actividad económica, por su parte, precisa de buenas noticias y anuncios que la estimulen ya que, como venimos sosteniendo en otros informes, no queda claro cuáles son las actividades o sectores que impulsarán el crecimiento del PIB de manera considerable.

Los datos del EMAE correspondientes a julio de 2025 confirman una preocupante tendencia de debilitamiento en la actividad económica. **Si bien el indicador registró un crecimiento anual del 2,9%, se observa una contracción mensual del 0,9%**, marcando el **tercer mes consecutivo de caídas mensuales**. La persistencia de las contracciones mensuales sugiere que **la actividad económica perdió finalmente el impulso que venía sosteniendo desde finales de 2024**. El hecho de que **julio presente niveles de actividad similares a los de noviembre de 2024** indica que **la economía argentina se encuentra en una fase de estancamiento**. Esta dinámica **continúa encendiendo alertas sobre la sostenibilidad del crecimiento del PIB** durante lo que queda del año, especialmente considerando que **gran parte del desempeño positivo del primer semestre se explica por la base de comparación excepcionalmente baja de 2024**. De mantener una tendencia similar, **el año 2025 finalizaría con un crecimiento cercano al 4,5%**, prácticamente el arrastre estadístico que dejó el año pasado. En otras palabras, **un 2025 sin crecimiento "genuino" del PIB**.

Financiamiento bruto del Tesoro

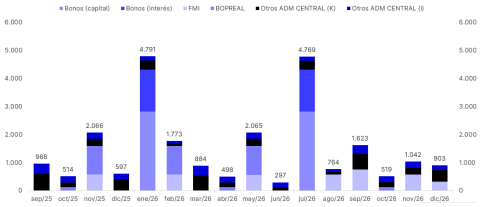
Millones de dólares

FMI	14.000
Otros OOII	9.800
REPO	3.000
BONTE	1.500
Swap EEUU	20.000
Total	**48.300**

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

Vencimientos en moneda extranjera

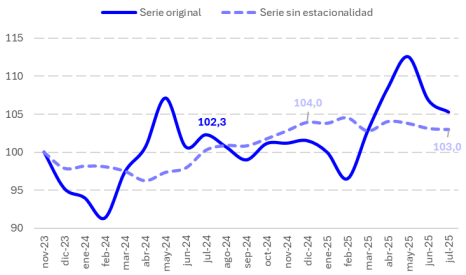
Millones de dólares



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON.

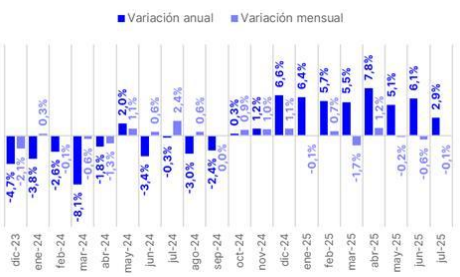
Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE)

Índice base noviembre 2023 = 100



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

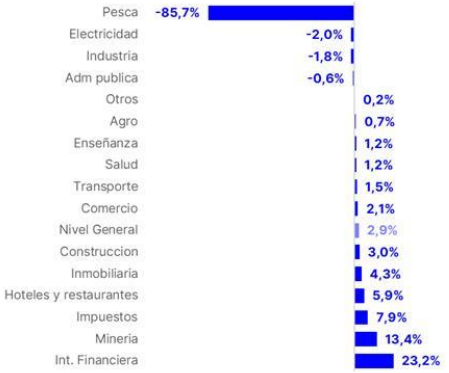
Variación anual y mensual del EMAE



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

El análisis sectorial de julio de 2025 muestra que **el escueto crecimiento anual del 2,9% del EMAE se sustenta en sectores que no constituyen verdaderos motores de desarrollo económico ni generación de empleo masivo**. La intermediación financiera lidera el ranking con un crecimiento del 23,2%, seguida por la minería (13,4%) y, llamativamente, impuestos netos de subsidios (7,9%). Este desempeño **no refleja una mejora estructural de la economía**: la intermediación financiera, pese a su expansión, no se caracteriza por ser un sector generador de empleo a gran escala, mientras que lo sucedido con el crecimiento minero no constituye necesariamente un mérito atribuible a las políticas económicas actuales, sino al envión que viene caracterizando al sector desde ya un par de años.

Variación anual de los rubros del EMAE
Julio 2025

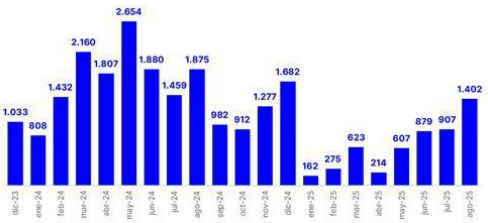


Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Resulta particularmente preocupante que sectores clave en materia laboral muestren un desempeño negativo o marginal. **La industria registra una contracción del 1,8% anual, lo cual es especialmente grave considerando que esta caída se produce frente a una base de comparación históricamente deprimida de julio de 2024**. De manera similar, **la construcción presenta un crecimiento apenas del 3,0%, mientras que el comercio alcanza solo un 2,1%, ambos registros discretos** si se considera que parten de niveles excepcionalmente bajos del año anterior.

Como si lo anterior fuera poco, **el intercambio comercial de agosto de 2025 presenta un panorama mixto que, si bien mantiene un saldo positivo de 1.402 millones de dólares, evidencia un deterioro significativo respecto al desempeño del año anterior**, cuando el superávit alcanzó los 1.880 millones de dólares en el mismo mes. **La desmejora del superávit comercial era relativamente esperable** dado que el año pasado se registró una recesión económica considerable (maquillada únicamente por el rebote del sector agro) que puso un **techo a la demanda de importaciones**. Aún así, el **crecimiento acumulado en lo que va del año de las importaciones más que quintuplica el ritmo de aumento de las exportaciones** (32,1% vs 6,2%), marcando una tendencia complicada en términos del sector externo.

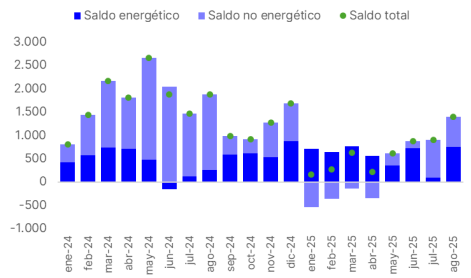
Saldo del intercambio comercial argentino
Millones de dólares



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

A diferencia de otros meses, **el superávit comercial energético redujo su aporte al saldo total lo cual, en principio, podría ser tomado como una buena noticia** en la medida que se reduce la dependencia energética del comercio exterior. Durante el primer cuatrimestre, el saldo energético tuvo que compensar los déficits no energéticos para obtener un saldo comercial positivo. Durante agosto, con temperaturas menos frías que en meses anteriores, **el balance energético externo aportó un poco más de la mitad del saldo comercial positivo**. En julio el aporte había sido apenas superior al 10% del total.

Saldo comercial energético y no energético
Millones de dólares



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

El análisis desagregado del comercio exterior revela un desempeño robusto del sector exportador, liderado por combustibles y energía con un crecimiento del 40,6% en agosto, seguido por productos primarios (35,7%) y manufacturas de origen agropecuario (18,1%). **Este dinamismo exportador, particularmente en el sector energé-**

tico y los commodities agrícolas, constituye un pilar fundamental para el sostenimiento de un cada vez menor superávit comercial.

En relación a las importaciones, las importaciones de bienes de consumo, que crecen un 65,5% en agosto, y los vehículos automotores de pasajeros con un incremento del 155,6%. Vale destacar, **al igual que el mes pasado, que el rubro que más creció fue "resto" con un considerable 277,3%, en donde se agrupan los bienes despachados mediante servicios postales (*couriers*)** de China (Temu, Shein y AliExpress) y de Estados Unidos (Amazon).

Una de las contracaras del aluvión importador se manifiesta en la debilidad productiva de la industria local. Los datos de utilización de la capacidad instalada industrial del promedio enero-julio de 2025 reflejan una situación de profunda subutilización. **El nivel general de utilización se ubica los primeros siete meses del año en apenas el 57,4%**, registrando una leve aumento de 1,4 puntos porcentuales respecto al 56,0% del mismo período del año anterior (si bien en la medición mensual, se verifica una caída de 1,3 puntos porcentuales respecto a julio del 2024).

El análisis sectorial revela que casi ninguna rama industrial logra alcanzar niveles de utilización aceptables, con **la mayoría de los sectores operando por debajo del 65% de su capacidad.** La refinación del petróleo presenta la mejor performance con un 79,5%, seguida por papel y cartón (67,0%) e industrias metálicas básicas (64,3%), aunque incluso estos sectores no muestran valores en exceso superiores respecto a 2024. Resulta especialmente preocupante la situación de sectores estratégicos como la industria automotriz, que opera al 49,7% de su capacidad (algo consistente con el boom de importaciones), y la metalmecánica al 45,0%.

Sin dudas **el compilado de malos resultados a nivel actividad alimenta el pesimismo de los empresarios industriales**. En este aspecto, **el deterioro de la confianza empresarial en la industria manufacturera argentina presenta un panorama alarmante** que se ha profundizado consistentemente a lo largo de 2025. El indicador de confianza empresarial registra en agosto una caída del 21,0%, marcando el octavo mes consecutivo de contracciones y evidenciando una tendencia negativa que se acelera progresivamente desde enero, cuando el indicador se ubicaba en -15,8%.

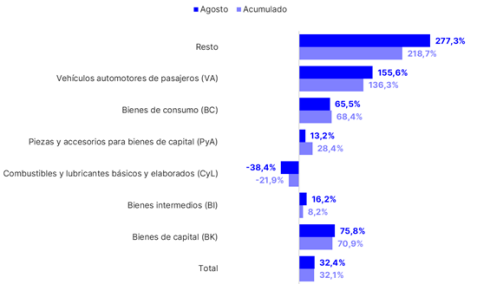
La observación de agosto revela que **la demanda interna insuficiente constituye el principal obstáculo para el crecimiento de la producción industrial**, siendo mencionada por el 49,4% de las empresas consultadas. **Este factor supera ampliamente a otros limitantes** como la competencia de productos importados (10,5%) o la incertidumbre económica (7,7%), lo que confirma que el **problema central de la industria argentina radica en la debilidad del mercado interno**. Es claro que sin una reactivación significativa del mercado doméstico, el sector industrial continuará enfrentando serias dificultades para recuperar niveles sostenibles de actividad y competitividad.

Variación anual de las exportaciones por grandes rubros



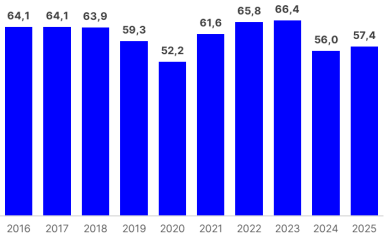
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Saldo del intercambio comercial argentino
Millones de dólares



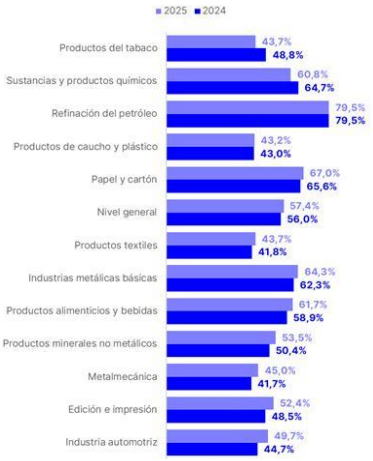
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Utilización de la capacidad instalada industrial. Enero a julio de cada año.
Porcentaje



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Utilización de la capacidad instalada industrial
Enero a julio de cada año



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

El enfriamiento de la actividad económica tiene un claro correlato en el cuadro fiscal del gobierno, que si bien sostiene su superávit a rajatabla, debilita los ingresos presionando aún más el ajuste del gasto.

No obstante, **en agosto el Gobierno Nacional alcanzó nuevamente un importante superávit primario de más de $1,5 billones y retomó el equilibrio financiero** luego del pago de cupones en julio. Más allá de estos datos a priori positivos, **es destacable una nueva caída en la recaudación del 2,7% anual, con una baja en los tributos del 5,9%.** En este sentido se destacan en la actual coyuntura, la f**uerte caída de los derechos de exportación (-29,8% anual), los cuales tendrán un nuevo capítulo de reducciones durante septiembre y octubre a partir de la reducción temporaria de los aranceles al agro y a la ganadería.** Esta caída en los ingresos **se traduce nuevamente en un importante deterioro de los gastos primarios, los cuales vuelven a ser ajustados, esta vez en un 6,4% anual.**

En el estado actual de situación, **el Gobierno sobrepasa holgadamente la meta de superávit primario impuesta en el acuerdo con el FMI**, totalizando a la fecha un resultado positivo de casi $11 billones, contra los $9,3 billones requeridos para septiembre y los $10,5 billones estipulados para diciembre. Más allá de la **coyuntura fuertemente adversa por el resultado electoral en la Provincia de Buenos Aires y por las inconsistencias propias del programa cambiario y monetario** está claro que **el Gobierno Nacional no sacrificará su ancla fiscal** en pos de sanear flancos débiles, pero también que **sostener esas metas no ocurrirá sin la proliferación de algún tipo de conflicto**.

En este aspecto, **el deterioro esperado de los ingresos tributarios, principalmente durante octubre, a partir de la baja de la alícuota a 0% al agro y la ganadería, tendrá un impacto negativo en la recaudación estimado entre 1.400 y 1.800 millones de dólares en función del cupo a liquidar de USD 7.000 millones, el cual a la fecha ya fue alcanzado**. Para peor, la baja en la recaudación por este motivo se sentirá no sólo en lo que resta del año sino también en los ingresos de este impuesto en el 2026. **Se trata de un nuevo "puente" que la administración de Milei se encuentra dispuesta a afrontar hasta pasadas las elecciones con el fin de alcanzar una *pax cambiaria*, cada vez más costosa.**

Respecto a los gastos corrientes, **las transferencias a provincias tuvieron una fuerte caída en términos anuales**, principalmente por la baja nominal de los fondos girados a la Ciudad de Buenos Aires en concepto de traspaso de las fuerzas de seguridad. De enero a julio, se promedió un monto mensual de más de $105 mil millones. Durante agosto, estos solo ascendieron a $55 mil millones. Al 23 de septiembre, viene peor aún, dado que solo se enviaron $30 mil millones. No obstante esto, **el inciso de transferencias a jurisdicciones subnacionales tendrá un capítulo aparte durante septiembre en adelante debido a la re-jerarquización del Ministerio**

Ingresos y gastos del Sector Público Nacional
Millones de pesos corrientes

Descripción	ago-25	Variación real anual
Ingresos totales	**11.366.068**	**-2,7%**
Tributarios	10.230.957	-5,9%
Rentas de la propiedad	566.743	64,5%
Otros ingresos corrientes	568.011	21,0%
Ingresos de capital	356	1690,5%
Gastos primarios	**9.809.204**	**-6,4%**
Gastos corrientes	9.596.915	-5,4%
Gastos de capital	212.289	-37,2%
Resultado primario	**1.556.864**	**29,6%**
Intereses pagados	1.166.564	-2,5%
Resultado financiero	**390.301**	**8177,5%**

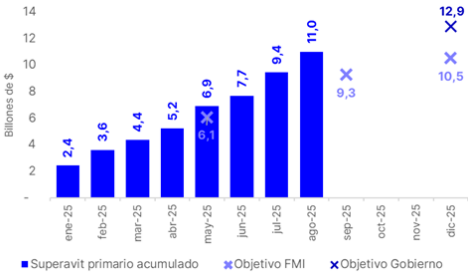
Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC.

Resultado fiscal.
Billones de pesos corrientes



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.

Gasto corriente. Agosto 2025.
Variación anual en términos reales



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

del Interior y de las negociaciones con gobernadores para incrementar el envío de fondos.

Por otro lado, **los subsidios económicos siguen a la baja, algo que como ya se anunció en el presupuesto de cara al 2026, se profundizará.** Los gastos en funcionamiento tienen una nueva caída, explicada principalmente por la **baja en términos anuales de los salarios de empleados públicos (-7%)**. **Las prestaciones sociales tienen un ligero incremento del 2,9%, aunque al interior del rubro persisten las heterogeneidades** entre aquellos gastos indexados, como las jubilaciones y pensiones que crecen al 9,1% real anual y otros programas sociales que dependen de la voluntad política del Gobierno, los cuales caen al 31,3%.

Por último, "Otros gastos corrientes", si bien registra un incremento considerable del 205,9%, tiene una representación marginal en las erogaciones corrientes del Gobierno, siendo solo un 1,5% de las mismas.

El mes de agosto puede ser un reflejo de los próximos meses con relación a la respuesta del Gobierno ante caídas en la recaudación. En este sentido, **al Presidente Milei no le ha temblado el pulso para ajustar el gasto cada vez que los ingresos no acompañaron**. El superávit primario nunca ha sido puesto en peligro en dichas coyunturas. Esto nos lleva a inferir que **la caída en los recursos por la eliminación temporal de las retenciones se traducirá en una disminución aún mayor en subsidios económicos, en gastos de funcionamiento, en prestaciones sociales no indexadas, y por supuesto, los ya virtualmente extintos gastos de capital.**

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.