vectorial

INFORME SEMANAL

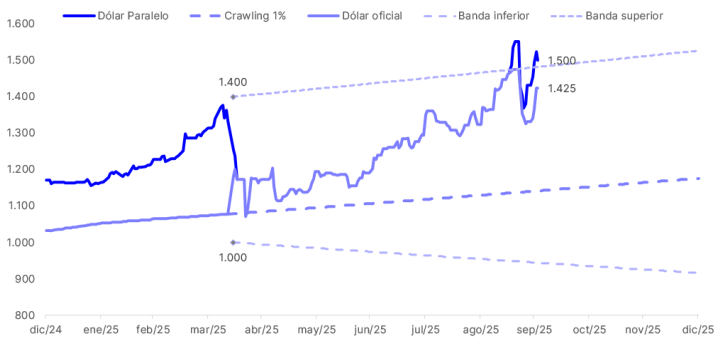
Semana #40/2025 | 3 de octubre de 2025 | Tiempo de lectura: 14m

1/ TWEETS Y GRITOS

El sentimiento predominante del mercado es que **las elecciones quedan demasiado lejos**. **La primavera que garantizaban los *tweets* de Scott Bessent y el subsidio a los agroexportadores** (que implicó validar un tipo de cambio diferencial de 1.800 pesos por dólar a costa de una pérdida recaudatoria del orden de los 1.500 millones de dólares) **duró demasiado poco**. Nuevamente **el dólar oficial enfila hacia el techo de la banda** con furia y el Gobierno utiliza todo su arsenal para evitar quedarse sin un dólar del FMI antes del 26 de octubre.

Luego del anuncio de retenciones cero, **los exportadores de oleaginosas y cereales liquidaron en el mercado de cambios un total de 5.700 millones de dólares** (información de CIARA), de los cuales **el Tesoro pudo comprar apenas el 38%, es decir, 2.150 millones**. Esto a pesar del regreso de una de las **principales herramientas del cepo**: la restricción cruzada, que impide a las personas humanas comprar oficial y vender MEP. Debido a la misma, **la brecha entre los tipos de cambio volvió a emerger**, y tanto el dólar MEP como el CCL cotizan ya por encima del techo cambiario.

Tipo de cambio



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

No sólo **las compras del Tesoro se visualizaron como escasas**, sino que **apenas terminó la liquidación esos mismos dólares se pusieron a la venta, intentando poner un sub-techo primero en $1.380 y luego en $1.425.** Como era esperable, **la restricción lejos de reducir la demanda de dólar oficial, la apuntaló**, al deteriorar

EN DOS MINUTOS

1/ Tweets y gritos

La tregua cambiaria duró poco: pese al ingreso extraordinario de divisas por retenciones cero, el Tesoro apenas pudo absorber una fracción y los dólares se esfumaron en cuestión de días, mientras la brecha volvió a abrirse y el mercado descuenta el final del esquema de bandas. El BCRA interviene a la vez con ventas de reservas, futuros y bonos dólar linked, en una estrategia que hipoteca la salida: cuando caiga el techo cambiario, también se arrastrará el ancla monetaria. En paralelo, la balanza de pagos confirma el talón de Aquiles del modelo: un déficit externo de mala calidad —consumo importado y turismo masivo— que en el "trimestre dorado" anticipa un rojo anual de 2%. Las expectativas oficiales estarán puestas en un salvataje norteamericano que difícilmente llegue sin condicionalidades.

2/ Planchadito, planchadito, planchadito

La evolución de los salarios en 2025 confirma que el Gobierno encontró en los ingresos de los trabajadores un ancla antiinflacionaria. Tras un arranque con leves repuntes en mayo y julio, el poder adquisitivo sigue por debajo de los niveles de noviembre de 2023: entre -5% y -11% según el deflactor que se utilice. La estrategia es clara: mientras los privados registrados apenas orbitan el umbral de recuperación, los empleados públicos cargan con un ajuste mucho más profundo —caídas de hasta 20% con ponderadores actualizados— y son el pilar del disciplinamiento salarial. En contraste, los no registrados muestran aumentos reales sostenidos. Así, el mercado laboral se polariza: trabajadores estatales como variable de ajuste, privados en la cornisa, e informales con mejoras relativas, en un esquema donde la contención del salario se convierte en el verdadero programa económico.

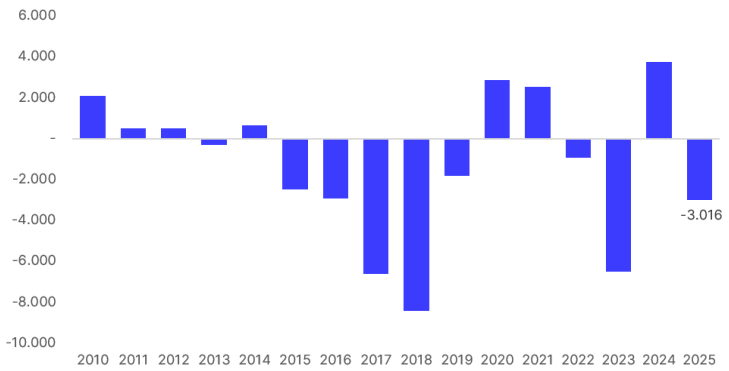
nuevamente las expectativas de sostenibilidad del régimen cambiario. De esta forma, **sigue cayendo la demanda de pesos y vuelven a subir las tasas de los bonos en el mercado secundario**.

Además de **venta de dólares directa**, el Gobierno apela a brindar mayor cobertura: **continúa interviniendo con fuerza en el mercado de futuros** y ahora se ha sumado una nueva herramienta: la **venta de bonos dólar linked por parte del BCRA**. **Esta estrategia resulta peligrosa, significa que en el momento en que se desprenda el ancla cambiaria (eliminación del techo) también se desprenderá el ancla monetaria, ya que el BCRA deberá cubrir las pérdidas en futuros con emisión y el Tesoro hará lo propio con los bonos dólar linked.** Si este escenario se precipita (algo que descuenta todo el mercado, en caso contrario los dólares financieros volverían al interior de las bandas), probablemente **el Tesoro no cuente con depósitos suficientes para cubrir sus deudas, y el BCRA deba emitir para socorrerlo**.

La pregunta que emerge de todo esto es **¿cómo se llegó a un escenario tan crítico a tanta velocidad, a pesar de haber mantenido (al menos en apariencia) el superávit fiscal?** La respuesta se encuentra en los factores que mencionamos reiteradamente desde que finalizó el blanqueo el año pasado: **una cuenta corriente excesivamente deficitaria que exhibe un déficit "de mala calidad"**, dado que se compone en gran medida de importaciones de bienes de consumo y de turismo emisivo, no de inversión en capital (lo que el equipo económico denominó "déficit de buena calidad").

En línea con esto, en la semana se publicaron los datos de la **Balanza de Pagos del segundo trimestre: a pesar de la liquidación de muy buena cosecha y de la baja de retenciones, se registró un déficit de cuenta corriente por -3.016 millones de dólares, equivalente a -0,4% del PIB.** El dato negativo en el "trimestre de oro" anticipa un **déficit anual que rondará cerca del 2% del PIB**. Resulta evidente que, **salvo un influjo importante de capitales que, a pesar de los reiterados tuits nunca llegó, la corrección cambiaria es inevitable**.

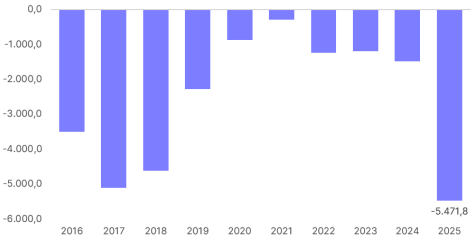
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos
Segundo trimestre de cada año. Millones de dólares.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

En el mismo sentido, **las cifras de turismo dan claras señales de la insostenibilidad de la configuración actual**. **En agosto salieron del país 798 mil turistas, un crecimiento interanual del 55,4%**, mientras que ingresaron 397 mil, una reducción del 5% respecto al año pasado. En particular, **creció en turismo hacia Brasil, con una variación anual del 101,6%**, a pesar de la apreciación del Real, que cayó en términos nominales un -13,6% en lo que va del 2025. En el acumulado anual, **el 2025 se presenta como el año con mayor saldo negativo de turistas desde que existe la serie, con un negativo superior a los 5 millones**.

Saldo de turismo emisivo y receptivo acumulado
Miles de personas



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

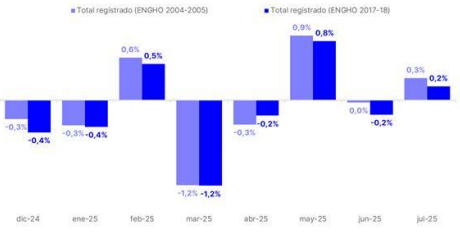
En síntesis, **resulta improbable que un préstamo por parte del Tesoro de los Estados Unidos pueda resolver la inconsistencia del esquema macro**. A su vez, cabría de esperar de que en caso de que se concrete el salvataje financiero (en cualquiera de sus modalidades posibles), no será a cambio de mantener el programa económico inalterado. Los *taxpayers* norteamericanos no verán con buenos ojos que su dólares vayan a ser destinados a que los argentinos continúen con sus viajes al exterior o importen productos de China a través de plataformas digitales como Shein, Temu y AliExpress.

Para colmo, mientras más se aferra el Gobierno a su esquema cambiario de bandas, **genera peores condiciones de salida**, sobretodo mediante la venta de Reservas y de cobertura (futuros e instrumentos dólar link). Probablemente este es el motivo de que los anuncios sobre el rescate financiero de Estados Unidos hayan perdido efectividad a una velocidad récord.

2/ PLANCHADITO, PLANCHADITO, PLANCHADITO

Luego de alcanzar un pico de aumento real del 0,9% en mayo (medido con el IPC que reporta INDEC) y 0,8% con los ponderadores actualizados, **el salario registrado volvió a mostrar señales de debilidad** en los meses subsiguientes. Junio registró una ligera caída con ambas mediciones, mientras que julio mostró una leve recuperación con un incremento del 0,3% (ENGHO 2004-2005) y 0,2% (ENGHO 2017-2018).

Índice de salarios registrados (privados y públicos)
Variación mensual en términos reales



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

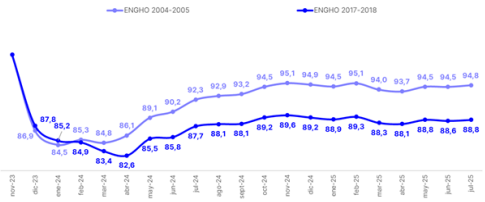
La dinámica de los primeros siete meses del año evidencia un patrón errático sin una tendencia clara de recuperación sostenida. Febrero, mayo y julio (aunque en menor magnitud) fueron los únicos meses que registraron aumentos reales, mientras que enero, marzo, abril y junio mostraron retrocesos. Marzo resultó ser el mes más crítico con una caída del 1,2% en ambas mediciones. Esta volatilidad contenida muestra un **amesetamiento en la evolución de los salarios registrados**.

Probablemente esta sea un resultado buscado por el gobierno que, más allá de poner un techo a las negociaciones paritarias de manera informal, entiende que **aumentos salariales considerables y**

constantes atentan contra un sendero de desinflación. Un impulso a la demanda durante un segundo semestre en el que se evidencian caídas en la oferta agregada de bienes y servicios, bajas en las ventas de supermercados y otros productos masivos, probablemente resulten en aumentos de precios más o menos generalizados. Desde ya, sin tener en cuenta la cuestión cambiaria que también influye.

El freno en la recuperación salarial iniciado a fines de 2024 y consolidado durante este año impide que los trabajadores registrados recuperen el poder adquisitivo previo al inicio del gobierno de Milei. El punto más alto de dicha recuperación —posterior a la recesión de comienzos de 2024— se registró en noviembre de 2024. Desde entonces, la tendencia se interrumpió con un patrón sinuoso que no logra consolidar una mejora sostenida.

Salario real del sector registrado (privado y público)
Índice base noviembre 2023 = 100

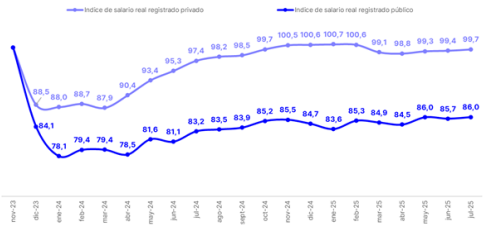


Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

A julio de 2025 el salario real registrado se encuentra un 5,2% por debajo del nivel de noviembre de 2023 si se deflacta por la inflación oficial del INDEC con ponderadores de la ENGHO 2004-2005. Sin embargo, **si se utilizan los ponderadores actualizados de la ENGHO 2017-2018, la caída se amplifica dramáticamente al 11,2%**.

La desagregación entre sector público y privado revela una de las claves del ancla salarial implementada por el gobierno nacional. Al mes de julio de 2025, el sector público se encuentra un 14% por debajo de los niveles de noviembre de 2023. En contraste, el sector privado registrado logró alcanzar un índice de 99,7, prácticamente recuperando los valores previos al inicio de la gestión de Milei.

Salarios reales del sector registrado privado y registrado público
Índice base noviembre 2023 = 100

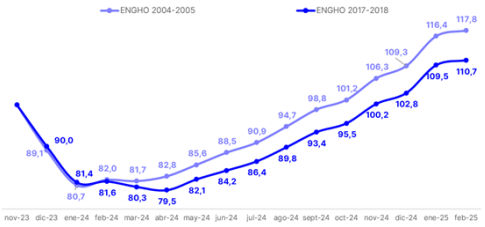


Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Mientras el sector privado orbitó durante los últimos meses alrededor de la base de referencia (nov-23) —incluso superándolos brevemente durante el cuatrimestre noviembre 2024-febrero 2025) — **el sector público no ha logrado siquiera acercarse a una recuperación significativa**.

El sector no registrado continúa siendo la excepción notable en el panorama salarial nacional. Al cierre de febrero de 2025 este segmento alcanzó un nuevo pico con un índice de 117,8 según la ENGHO 2004-2005 y 110,7 con los ponderadores actualizados. Esto representa **un incremento real del 17,8% y 10,7% respectivamente frente a los valores de noviembre de 2023.**

Salario real del sector no registrado
Índice base noviembre 2023 = 100



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

La dinámica de crecimiento sostenido de este sector contrasta fuertemente con lo observado para el sector registrado. Desde su punto más bajo entre febrero y abril de 2024 (según los ponderadores utilizados), **el sector no registrado inició una recuperación consistente y sin interrupciones significativas**. Cada mes registró avances, consolidando una trayectoria ascendente.

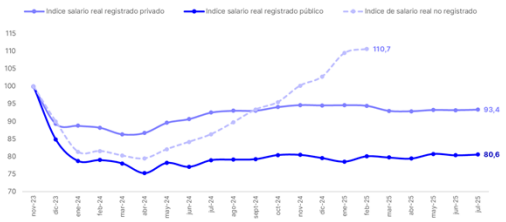
Cuando observamos la evolución salarial utilizando exclusivamente los ponderadores actualizados de la ENGHO 2017-2018 el panorama se vuelve aún más complejo y preocupante. El sector registrado privado se encuentra en julio de 2025 en 93,4 puntos,

lo que representa una caída del 6,6% respecto a noviembre de 2023. El sector público, con apenas 80,6 puntos, acumula una pérdida del 19,4% de poder adquisitivo. Como mencionamos previamente, es el sector de los no registrados el que goza de cierto vigor desanclado de la realidad de los trabajadores formales.

Esta fotografía con ponderadores actualizados marca una **polarización del mercado laboral nacional**: por un lado, trabajadores públicos profundamente rezagados; en el medio, **trabajadores privados registrados que apenas mantienen su poder adquisitivo**; y en la cima, **trabajadores no registrados que han logrado incrementos, probablemente beneficiados por la mayor flexibilidad para ajustar remuneraciones y por la menor exposición a políticas de contención salarial**.

Salario real (ajustado por IPC reponderado según la ENGHO 2017-2018)

Índice base noviembre 2023 = 100



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.