vectorial

INFORME SEMANAL

Semana #41/2025 | 10 de octubre de 2025 | Tiempo de lectura: 18m

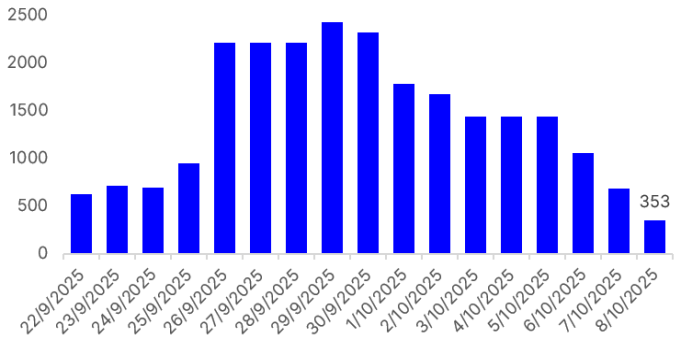
1/ RESCATE CONJETURAL

Acorralado contra el límite superior de la banda cambiaria, el Gobierno aceleró las negociaciones con el Tesoro de Estados Unidos para conseguir un salvataje que le permita sostener el esquema cambiario vigente al menos hasta las elecciones del 26 de este mes. Ayer, ésto se materializó mediante la **intervención directa del Tesoro norteamericano en el mercado de cambios de Argentina: vendió dólares a través del Banco Santander**, como fue confirmado por el propio banco y por el Secretario del Tesoro.

Como ocurriera en otras oportunidades durante las últimas semanas, **la inesperada aparición del gobierno estadounidense empujó al alza al mercado argentino (subieron los precios de los bonos y de las acciones) e hizo caer la cotización del dólar. La secuencia fue la misma que la observada en otras oportunidades durante las últimas semanas: anuncio de salvataje y rebote del mercado; luego, la demanda de dolarización de los agentes locales hunde el precio de los activos hasta un nuevo mínimo**.

El auxilio (o su anuncio) llegó en un momento crítico: según la información que trascendió, **el Tesoro contaba para la rueda del jueves con alrededor de 300 millones de dólares en sus depósitos del BCRA, que alcanzaban apenas para cubrir las ventas de un día y sin capacidad para pagar los vencimientos con organismos internacionales que tendrán lugar en los próximos días**.

Depósitos en dólares del Tesoro
Millones de dólares



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA e información periodística.

EN DOS MINUTOS

1/ Rescate conjetural

El Gobierno obtuvo asistencia del Tesoro de Estados Unidos, que intervino en el mercado cambiario argentino para sostener la banda cambiaria antes de las elecciones. La operación alivió momentáneamente la presión sobre el dólar, pero persisten riesgos: reservas escasas, posible emisión para rescatar bancos y un escenario de recesión si continúa la crisis.

2/ El otoño de la recaudación

En septiembre, la recaudación nacional cayó 8,8% real anual, registrando el peor resultado en nueve años. Las mayores bajas se dieron en Bienes Personales (-92,5%), Regularización de Activos (-79,3%) y Derechos de Exportación (-21%). Solo los Derechos de Importación crecieron (33,8%). El debilitamiento fiscal refleja una actividad económica estancada.

3/ Demoliendo industrias

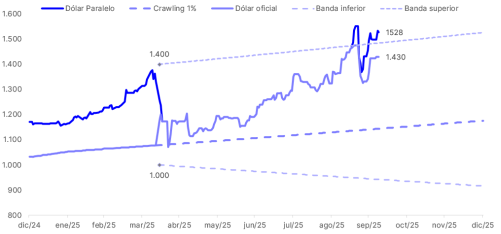
En agosto de 2025, la producción industrial cayó 4,4% interanual y acumuló dos meses consecutivos de baja. Solo la refinación de petróleo creció (4,9%), mientras textiles, metales y calzado lideraron las caídas. La construcción se mostró estancada, confirmando el agotamiento del repunte previo y un deterioro generalizado de la actividad económica.

La estrategia de las últimas ruedas habia consistido en generar "un techo debajo del techo" de la banda del dólar oficial. Sin embargo, como la restricción cruzada impide el arbitraje, los dólares paralelos se habían mantenido sostenidamente por encima de la misma.

Hacia adelante **no queda claro cuál será la magnitud de la intervención estadounidense**. Actualmente, la banda superior se sitúa en torno a los $1.480. Esto significa que para cubrir la Base Monetaria se necesitan 27.000 millones de dólares (superiores a las Reservas Líquidas del BCRA). Además, **en un escenario crítico parece razonable esperar un *roll-over* muy bajo de las Letras del Tesoro. Si el Gobierno obtiene un mal resultado electoral el próximo 26 de octubre y esta situación se prolonga en el tiempo, la absorción de pesos en la banda superior podría poner en crisis a los bancos y al Tesoro, por lo cual el BCRA debería emitir para socorrerlos, es decir, más pesos que alimentarían la corrida**. En un extremo, la totalidad del circulante, los depósitos en pesos y la deuda en pesos a corto plazo del Tesoro equivalen a 137.000 millones de dólares. Claro, antes de llegar a este punto veríamos una recesión muy profunda como resultado la desmonetización de la economía.

En definitiva, l**o que ocurra durante las próximas semanas dependerá de si el salvataje financiero de EEUU resulta suficiente para que el mercado vuelva a considerar creíble la banda superior**. Por otro lado, resultará relevante la forma tomará el "blindaje" de los pagos de deuda que enfrenta el Tesoro, para los cuales se ha quedado sin divisas propias. Serán fundamentales los plazos y la tasa de interés, a medida que Argentina sigue avanzando en un prolongado sendero de deterioro del perfil de sus acreedores: es cada vez menor el peso de los mercados voluntarios de crédito y mayor el de los organismos internacionales y de los aliados geopolíticos circunstanciales.

Tipo de cambio



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

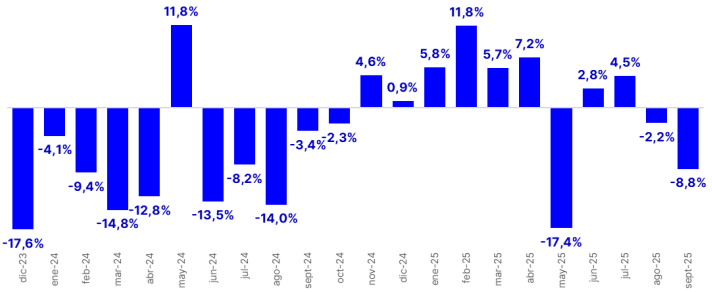
Reservas del BCRA
Millones de dólares

Reservas brutas	***42.066***
Encajes	16.023
SWAP	18.182
Otros pasivos	2.287
Reservas Netas	***5.574***
Depósitos del Gobierno en USD	353
BOPREAL a 1 año	3.321
Reservas "Super Netas"	***1.900***
Reservas Líquidas	***20.712***

Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

2/ EL OTOÑO DE LA RECAUDACIÓN

Recaudación tributaria
Variación anual en términos reales



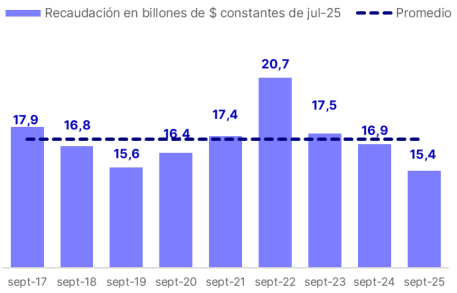
Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC.
Nota: se estimó una inflación del 2,2% para el mes de septiembre de 2025.

En septiembre, la recaudación de los tributos nacionales nuevamente registró una caída. En esta oportunidad, fue del 8,8% real anual. Aunque varios factores contribuyeron con este resultado, las noticias tampoco fueron favorables para un gobierno que atra-

viesa su momento más delicado con relación al devenir de su programa económico. Así, por tercera vez en el año (y segunda consecutiva), la administración de Milei sufrió un revés recaudatorio. **En principio, ésto no pone en riesgo el objetivo vinculado al superávit primario pero muestra una fortaleza fiscal que disminuye. En algunos casos, esto también podría considerarse como un indicador adelantado de una actividad económica que no solo no despega, sino que muestra signos de agotamiento**.

Las comparaciones interanuales en los últimos meses se han visto impactadas en buena medida por la modificación en normativas que dispusieron cambios en el cronograma de pagos de algunos impuestos (como bienes personales y ganancias) y en las alícuotas (para el caso de los derechos de exportación). De esta forma, la comparación histórica aporta una descripción más ajustada sobre el estado de situación más allá de esos elementos que generan "ruido" en la comparación año a año. En ese sentido, **fue el peor septiembre de los últimos 9 años**: la recaudación en términos reales se ubicó por debajo de los registros correspondientes a la pandemia de covid-19 y a uno de los peores momentos de la recesión del año 2019, cuando el por entonces presidente Macri eliminó el IVA a los alimentos luego de perder las PASO.

Recaudación tributaria en septiembre
Billones de pesos constantes de septiembre 2025

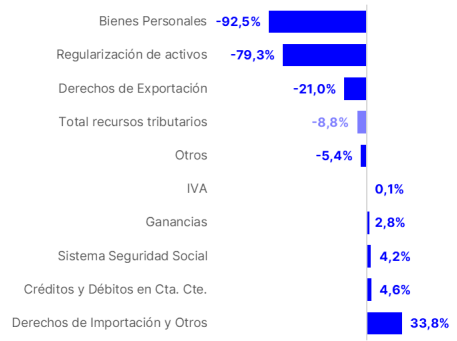


Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC.
Nota: se estimó una inflación del 2,2% para el mes de septiembre de 2025.

La contracción real anual en la recaudación total pone de manifiesto que **ningún tributo logró compensar las caídas en bienes personales, regularización de activos y derechos de exportación ni la eliminación del Impuesto PAIS**. Además, **el debilitamiento generalizado de la recaudación evidencia que los aumentos nominales fueron superados por los registros inflacionarios de los períodos correspondientes**.

En ese sentido, **la recaudación del Impuesto a los Bienes Personales experimentó la mayor caída (-92,5%) como resultado de la cancelación anticipada de obligaciones fiscales hasta 2027 mediante la adhesión al Régimen Especial de Ingreso (REIBP)**, implementada el año pasado. Adicionalmente, la base de comparación resultó especialmente desfavorable debido a los ingresos excepcionales de septiembre 2024, que incluyeron los pagos iniciales del REIBP (75% del impuesto determinado para bienes no regularizados) y los saldos de declaración jurada del período fiscal 2023, cuyo vencimiento había sido diferido a ese mes (este año el vencimiento fue en el mes de junio).

Variación real de la recaudación de los principales impuestos en septiembre 2025
Variación porcentual interanual



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC.
Nota: se estimó una inflación del 2,2% para el mes de septiembre de 2025.

La Regularización de Activos registró una reducción real del -79,3%, lo que reflejó el agotamiento del blanqueo implementado en 2024. Esta caída era esperable por el carácter extraordinario y transitorio de estos regímenes especiales, cuya recaudación se concentró en los meses posteriores a su lanzamiento.

La recaudación por Derechos de Exportación disminuyó -21,0% en términos reales, afectada por el adelantamiento de pagos debido a la reducción transitoria de alícuotas establecida hasta junio 2025 por el Decreto 38/2025. La implementación de la baja de aranceles dispuesta por el Decreto 526/2025 y la menor cantidad de días hábiles de recaudación contribuyeron también a dicho re-

sultado. El incremento del tipo de cambio no logró contrarrestar estos factores contractivos.

Por el contrario, **los Derechos de Importación lideraron el crecimiento real con un sólido 33,8%, impulsado por el incremento del tipo de cambio y el significativo aumento del volumen de importaciones con respecto al del año anterior**. Este desempeño se benefició de la recuperación sostenida de las compras externas y se consolidó como el único tributo cuya recaudación registró una expansión real robusta.

El IVA mostró un crecimiento real prácticamente nulo (0,1%) y evidencia un estancamiento en términos reales a pesar de su variación nominal positiva. El desempeño recaudatorio del IVA se vio afectado por mayores devoluciones a exportadores y aquellas realizadas en función del Régimen de Comercialización de Granos y por la derogación de la suspensión de certificados de exclusión desde marzo 2025, que redujo las percepciones aduaneras. Aunque el componente aduanero se benefició del incremento del tipo de cambio y del aumento de las importaciones, el incremento resultante no logró revertir la tendencia general.

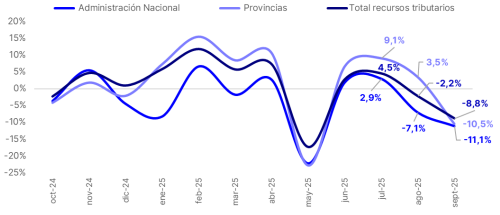
Por otra parte, **el Impuesto a las Ganancias mostró una expansión real modesta (2,8%) y muy por debajo de su desempeño nominal**. Si bien la modificación en el Régimen de Anticipos implementada por la RG 5.685/2025 elevó la alícuota de Sociedades del 8,33% al 11,11%, y el incremento de retenciones impositivas jugaron a favor, diversos factores atenuaron el crecimiento: los ingresos excepcionales de 2024 que elevaron la base de comparación, y el ingreso en septiembre 2024 de recaudación proveniente de la moratoria (Ley 27.743).

Los ingresos por el Sistema de Seguridad Social crecieron 4,2% en términos reales, impulsados por el aumento de la remuneración bruta promedio. Sin embargo, también se vieron afectados negativamente por los ingresos de moratoria del año anterior y el mayor acogimiento a planes de facilidades de pago.

Finalmente, **el impuesto a los Créditos y Débitos registró un aumento del 4,6% real**. El registro podría haber sido mayor si el mes de septiembre de este año no hubiera tenido un día hábil menos de recaudación que el mismo mes del año 2024.

Cuando se realiza el análisis del reparto efectivo de estos fondos, se observa que tanto las provincias como la Nación salieron perjudicadas en contraposición con los envíos de fondos a la seguridad social (+4,4% real anual). **La baja experimentada en ambas jurisdicciones alcanzó los dos dígitos**. Ésto resulta verdaderamente problemático, especialmente para la Nación que llegará a fines del mes de octubre arrastrando dificultades severas en el apartado recaudatorio y que se combinará con las retenciones del 0% a las exportaciones las cuales tienen un costo para el fisco estimado entre 1.400 y 1.800 millones de dólares.

Recaudación tributaria por destino de los fondos
Variación anual en términos reales

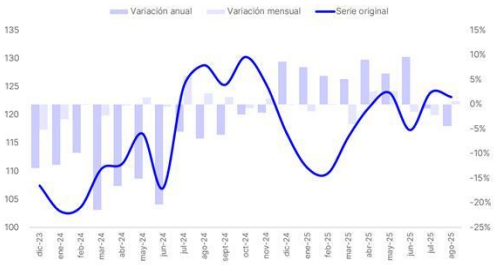


Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC.
Nota: se estimó una inflación del 2,2% para el mes de septiembre de 2025.

3/ DEMOLIENDO INDUSTRIAS

El INDEC publicó los datos de producción industrial correspondientes a agosto de 2025 y **confirmó el agravamiento del deterioro manufacturero que ya se había manifestado el mes anterior. El índice registró una contracción interanual del 4,4% y marcó el segundo mes consecutivo de caída luego de que en julio se registrara una baja del 0,9%**. La agudización de la tendencia negativa es el resultado del agotamiento definitivo, como señalamos el mes pasado, del efecto "estadístico" generado por una base de comparación (en los primeros meses del año) muy deprimida.

Índice de Producción Industrial (IPI)
Base 2004=100

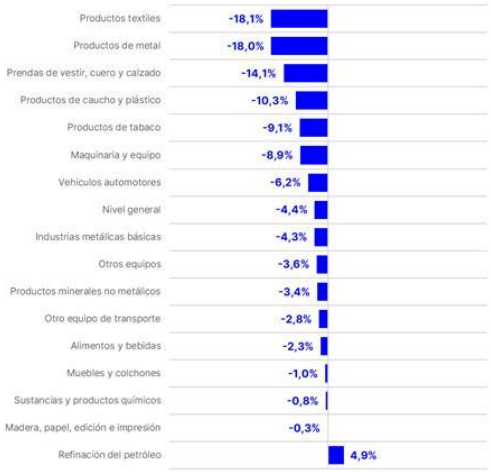


Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

La variación mensual mostró un leve incremento del 0,6% con respecto a julio, tras dos meses consecutivos de caídas: julio había retrocedido 2,6% con respecto a junio, y este último había caído 1,5% con relación a mayo. Sin embargo, este "respiro" resulta insuficiente para compensar las caídas anteriores o revertir la tendencia de fondo, como lo demuestra el hecho de que el nivel de actividad industrial de agosto se ubicó un 3,5% por debajo del registrado en diciembre de 2024. Una caída drástica en apenas ocho meses.

El análisis sectorial revela un panorama alarmante: **sólo uno de los sectores manufactureros relevados registró crecimiento interanual**. El resto exhibió contracciones de magnitudes diversas. Esta configuración sectorial da cuenta de un **deterioro generalizado que trasciende las particularidades de cada industria y refleja las dificultades estructurales que enfrenta el aparato productivo nacional en el actual contexto macroeconómico**.

Variación interanual de los principales rubros del IPI



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

El sector más castigado fue el de los productos textiles, con una caída del 18,1%, seguido muy de cerca por el de los productos de metal, que retrocedió 18,0%. Las prendas de vestir, cuero y calzado completaron el podio de los sectores con peor desempeño en agosto con una contracción del 14,1%. En estos rubros, particularmente en textiles y vestimenta, la caída de la producción local puede explicarse por el incremento sustancial del consumo de bienes importados, favorecido por un tipo de cambio que aún resulta conveniente para este tipo de compras como resultados de los diferenciales en los costos que presenta la industria nacional respecto a la extranjera.

Los productos de caucho y plástico retrocedieron 10,3%, mientras que el tabaco cayó 9,1% y la maquinaria y equipo registró una contracción del 8,9%. El sector de vehículos automotores, con una caída del 6,2%, viene mostrando una dinámica similar a la observada en textiles: el consumo se mantiene relativamente dinámico, pero la producción local es desplazada por un incremento significativo de las importaciones.

Las industrias metálicas básicas cayeron 4,3%, en línea con la contracción general del sector manufacturero del 4,4%. Otros equipos retrocedieron 3,6%; los productos minerales no metálicos,

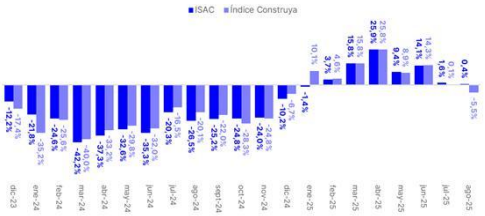
3,4%; mientras que otro equipo de transporte, alimentos y bebidas, muebles y colchones, sustancias y productos químicos, y madera, papel, edición e impresión exhibieron caídas de menor magnitud pero igualmente significativas.

La refinación de petróleo fue el único rubro que exhibió crecimiento, con una expansión del 4,9%. Este desempeño diferencial del sector responde a sus **características particulares: se encuentra desanclado del ciclo económico nacional** y opera con autonomía con relación a la dinámica del resto de la actividad manufacturera y **está muy vinculado con factores externos** y a la propia dinámica del sector energético.

La construcción mostró en agosto la consolidación del proceso de estancamiento iniciado en julio y la finalización de la leve (e insuficiente) recuperación exhibida durante los primeros meses del año. El ISAC registró un magro crecimiento del 0,4%, mientras que el Índice Construya sufrió una caída del 5,5%. Más allá de las diferencias en los indicadores, ambos señalan el agotamiento del impulso sectorial.

Asimismo, se observa un marcado contraste con el dinamismo exhibido entre marzo y junio, cuando ambos indicadores alcanzaron sus valores máximos del año y con un máximo de la actividad constructora en el mes de abril. Sin embargo, a partir de julio, se observa un evidente estancamiento en el ISAC (creció apenas 1,6% ese mes) y un enfriamiento notable en el Índice Construya (registró un exiguo 0,1%). Durante agosto se profundizó esa tendencia, particularmente en el caso del Índice Construya, que ingresó en terreno definitivamente negativo.

Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) e Índice Construya
Variación interanual



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.