vectorial

INFORME SEMANAL

Semana #43/2025 | 24 de octubre de 2025 | Tiempo de lectura: 18m

EL TECHO ES EL NUEVO PISO

En las vísperas el evento electoral y a pesar de los repetidos anuncios de auxilio de Estados Unidos, el adelanto de 7 mil millones de exportaciones por parte del agro, las (cuando no) promesas de inversión extranjera de OPEN AI y Sur Energy y el anuncio de una operación de canje de deuda ("deuda por educación"), **el mercado continúa sin depositar su fe en la continuidad del esquema cambiario**.

Esta última semana nos encontramos con prácticamente **solo dos vendedores en el mercado cambiario: el BCRA y el Tesoro... norteamericano**. El tipo de cambio continúa golpeando contra la banda superior, mientras que la brecha entre el MEP y el oficial mayorista se mantiene en torno al 7%.



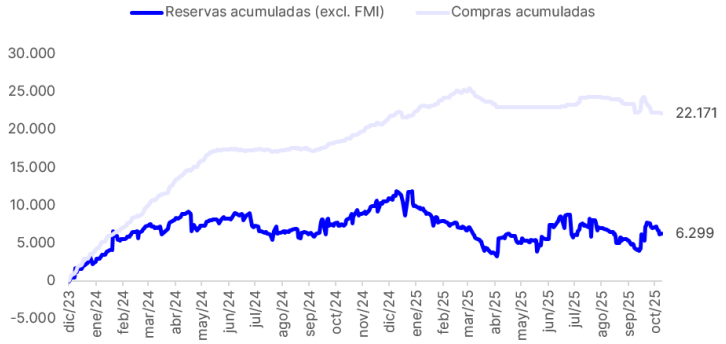
Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA y del mercado.

En estas condiciones, **las reservas internacionales del BCRA siguen cayendo, a pesar de que en los últimos dos meses la valorización del oro aportó 1.500 millones de dólares**, mientras que **los encajes (reflejo del aumento de los depósitos en dólares) subieron 1.800 millones de dólares**. Si analizamos desde el comienzo del Gobierno, **a pesar de haber comprado en forma neta 22.171 millones de dólares (mayoritariamente en el primer y último trimestre del 2024), el Gobierno de Milei apenas ha acumulado 6.299 millones (excluyendo los desembolsos del FMI por 14.000 millones). Este es uno de los factores que expresa la desconfianza del mercado en la continuidad del esquema actual.**

EN DOS MINUTOS

En la antesala electoral, el esquema cambiario del Gobierno luce exhausto: las reservas caen, el mercado desconfía y el BCRA y el Tesoro (de Estados Unidos) son los únicos oferentes de dólares, mientras el tipo de cambio oficial choca contra su banda superior. Pese a los anuncios de auxilio financiero y canjes "creativos", el margen de maniobra es cada vez más estrecho. El escenario posterior a las elecciones se perfila como de corrección inevitable —con o sin salto cambiario— y el único "consuelo" es que el *pass-through* sería acotado por "malos motivos": salarios planchados y consumo débil. La economía real apenas da señales de estabilización tras meses de caída, pero con una estructura profundamente desigual: los sectores primarios y financiero crecen, mientras industria, comercio y agro siguen en rojo. En paralelo, el superávit fiscal se sostiene sólo a fuerza de ajuste, con ingresos tributarios en declive y gasto público comprimido al límite. Así, el "ancla fiscal" se consolida como el último sostén de un programa que perdió aire político y económico antes de llegar a la meta..

Compras y acumulación de reservas internacionales "genuinas" del BCRA
Millones de dólares



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA y del mercado. La acumulación de reservas "genuinas" es la variación de reservas brutas, incluye tanto compras como pagos netos de deuda, movimiento de encajes y valorización de activos. No incluimos los desembolsos del FMI (14.000 millones).

El día martes el BCRA tuvo que vender 45 millones de dólares. Según ha trascendido **los 20 mil millones del SWAP con EEUU "no van a figurar" en las Reservas hasta tanto "no se activen" los tramos**. Esta situación genera desconfianza en el mercado, dado que **no resulta igual de certero una promesa que una cuenta visible**. Si bien las reservas líquidas se mantienen por encima 19 mil millones, **el poder de fuego propio del Gobierno apenas supera los 5.000 millones actualmente.**

Reservas netas
Millones de dólares

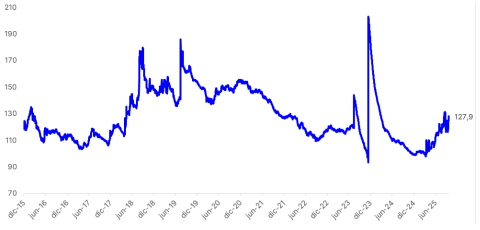
Reservas brutas	***41.315***
Encajes	15.699
SWAP	18.248
Otros pasivos	2.290
Reservas Netas	***5.078***
Depósitos del Gobierno en USD	118
BOPREAL a 1 año	3.321
Reservas "Super Netas"	***1.639***
Reservas Líquidas	***19.734***

Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

La operación anunciada de "Deuda por Educación" consistiría en un canje donde organismos multilaterales aporten los recursos para recomprar parte de la deuda actual. El valor de mercado de los bonos que cancelan capital en lo inmediato (AL29, AL30, GD29 y GD30) asciende a 17.800 millones de dólares. Su valor nominal, por otra parte, es de 24.500 millones de dólares. Es decir que **el canje podría producir una disminución del capital adeudado por 6.700 millones de dólares**, que sería destinado a Educación, **es decir un 0,9% del PIB** (no hay más detalles sobre la forma que tomaría dicha inversión). Igualmente, debe tenerse en cuenta que estos bonos devengan un cupón promedio ponderado de 0,78% anual. Es decir, **seguramente la tasa que pague el nuevo préstamo será superior, erosionando parte del ahorro de capital**.

¿Qué podemos esperar para después de las elecciones? Como mencionamos, **el mercado está bastante convencido de que se avecina un cambio de esquema**, como muestra el valor del dólar futuro (todos por encima de la banda superior). **El equipo económico ha dicho explícitamente que no va cambiar de esquema** en el futuro, aunque recientemente **Caputo señaló que se siente "cómodo" con un tipo de cambio de $1.500** como tenemos hoy. En ese sentido, **en un escenario electoral adverso, parece que resultaría más costoso sostener el modelo actual que cambiarlo**.

Índice de tipo de cambio real multilateral
Base 10/12/2023=100



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

De hecho, **si miramos el nivel de dolarización de carteras y el tipo de cambio real, no parece necesario una corrección tan significativa desde estos niveles**. Incluso es probable que **si liberaran las banda cambiarias, luego de un overshooting el valor del dólar volvería a estacionarse en una zona similar a la actual**, donde el

Gobierno podría poner **un "nuevo piso" para acumular Reservas**, como demandan al unísono el mercado y el FMI. Esto por supuesto, tendría un costo político, dado que echaría por tierra la credibilidad residual del gabinete actual.

No obstante, **si se produjera un salto más o menos abrupto del tipo de cambio, el impacto sobre los precios podría resultar relativamente contenido** —aunque por los peores motivos. Por un lado, **los ingresos salariales continúan deprimidos** y aún no logran recuperar el poder adquisitivo previo al cambio de gobierno, mientras que **las ventas de bienes de consumo masivo —en supermercados y shoppings según registra el INDEC y fuentes privadas— siguen en retroceso**, lo que limita el traslado a precios. Por otro, **si finalmente se concretan las promesas de fondeo en dólares por parte del Tesoro y de empresas estadounidenses, el Gobierno contaría con reservas suficientes para, al menos, intentar amortiguar los movimientos del tipo de cambio.**

La contracara de los ingresos salariales deprimidos es una economía real que sigue "volando bajo" y los datos del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de agosto son una prueba de ello.

El EMAE desestacionalizado se ubicó en 103,4 con respecto al índice base de noviembre de 2023=100, mientras que l**a variación anual fue del 2,4%**, acompañada esta vez de un **ligero repunte mensual del 0,3%**. Este resultado positivo **marca el corte de una preocupante racha de tres meses consecutivos de caídas mensuales** (junio, julio y agosto), lo que podría interpretarse como una estabilización de la actividad tras el deterioro anterior. Sin embargo, **es crucial no sobreinterpretar este modesto repunte**: el crecimiento mensual de apenas 0,3% es insuficiente para compensar las contracciones previas, y **la dinámica general continúa revelando una economía fundamentalmente estancada**.

Particularmente preocupante es el hecho de que, **en comparación con diciembre de 2024, la economía se encuentra un 0,6% por debajo**, lo que evidencia que el nivel de actividad actual ni siquiera pudo sostener el arrastre del final de año. En otras palabras, **el nivel de actividad se encuentra prácticamente donde estaba hace varios meses sin perspectivas de mejora**.

El análisis del EMAE por sectores confirma una vez más que **la economía argentina se encuentra profundamente fragmentada**, con ganadores y perdedores claramente definidos. **La intermediación financiera continúa liderando el crecimiento con un 26,5% anual** y aportó 0,8 puntos porcentuales de los 5,2 puntos que ha crecido la economía en los primeros 8 meses del año en comparación con el mismo período del 2024. Se trata del valor más alto desde que existe la serie.

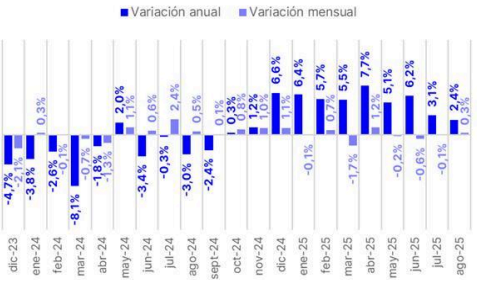
Otros sectores que muestran crecimiento positivo incluyen la explotación de minas y canteras (9,3%)y hoteles y restaurantes (6,4%). Sin embargo, este panorama favorable **contrasta dramáticamente con el desempeño catastrófico de la industria manufac-**

Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Serie original y desestacionalizada.
Índice base nov-2023=100



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Utilización de la capacidad instalada industrial (UCII) por ramas
Promedio enero-agosto



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Por sectores. Agosto 2025.
Promedio enero-agosto



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

turera, que registra una contracción del 5,1%, la mayor caída entre todos los rubros. Igualmente preocupante es la retracción del comercio (-1,7%), la electricidad, gas y agua (-1,6%), y el agro (-1,4%), sectores que en su mayoría generan empleo masivo. La industria manufacturera continúa deteriorándose, evidenciando que **las políticas económicas implementadas son incompatibles con el desarrollo de este sector**.

La dicotomía que presenta el gráfico de ganadores y perdedores es elocuente respecto a las implicaciones distributivas de las políticas económicas actuales. **Mientras que los sectores financieros y primarios (agro y minería) experimentan una expansión sostenida llegando a 112,2 puntos** (partiendo de 100 en noviembre de 2023, unos 12,2 p.p. de crecimiento), el EMAE total apenas alcanza 103,4 (+3,4 p.p) y **los sectores perdedores (industria, comercio y construcción) se contraen a 96,2 puntos (-3,8%).** Si bien existió un breve periodo de convergencia (julio-2024 a noviembre-2024) en donde parecía que las brechas de crecimiento se cerrarían, durante el 2025 nuevamente volvieron a ampliarse replicando lo sucedido durante los primeros meses luego de la asunción de Milei.

De esta manera, y si estas tendencias persisten, **el 2025 promediará un crecimiento económico cercano o ligeramente superior al 4%**, lejos del 5,4% que estimó el gobierno hace tan solo un mes en el proyecto de ley del presupuesto enviado al congreso. Más allá de la sobrestimación, **lo que llama la atención es que un crecimiento cercano al 4% (el FMI redujo su proyección para Argentina del 5,5% al 4,5%) implica un valor por debajo del arrastre estadístico que dejó el 2024 (4,4%).** Es decir, si quitamos la "inercia de crecimiento" que arrojó el año pasado, durante el 2025 el PIB habrá caído en términos netos.

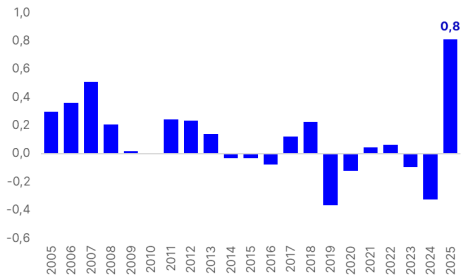
El correlato de una actividad económica frágil se vislumbra en unas finanzas públicas caracterizadas por ingresos que no parecen recuperarse y que fuerzan a contraer el gasto público con tal de exhibir superávit.

Así, durante septiembre, **el Gobierno Nacional registró un superávit primario de $696.965 millones, que evidencia una caída interanual de 35,2%**, reflejando un deterioro sustancial frente a meses previos (junio a agosto tuvieron incrementos reales). El resultado financiero, por su parte, alcanzó los $309.623 millones con una contracción de 49,6% anual. Más allá de los sostenidos resultados positivos, el achicamiento de los mismos **tensiona el frente fiscal**. El principal responsable de esta inquietud es la dinámica de los ingresos, y en particular de los tributarios.

Los ingresos totales experimentan una nueva caída del 3,1% anual, consolidando una tendencia descendente desde el mes pasado, mientras que **los tributos se desploman 6,8% interanual**.

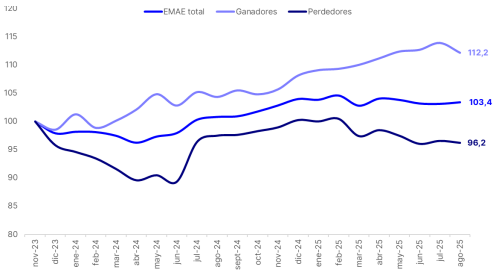
Por su parte, **los gastos primarios observan una variación casi nula respecto al mismo mes del año pasado con una ligera contracción de los gastos corrientes**. Esto podría suponer una preocupación adicional para la administración de Milei dado que, **ante**

Intermediación financiera. Contribución al crecimiento del EMAE. Acumulado Enero-agosto.
Puntos porcentuales



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Ganadores y perdedores del gobierno de Milei



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC. Ganadores: Agro, intermediación financiera y minería (incluye extracción de petróleo). Perdedores: Industria, Comercio y Construcción. Desestacionalización propia

Ingresos y gastos del Sector Público Nacional
Millones de pesos

Descripción	sept-25	Variación real anual
Ingresos totales	**11.634.621**	**-3,1%**
Tributarios	10.450.958	-6,8%
Rentas de la propiedad	627.462	64,1%
Otros ingresos corrientes	527.287	26,9%
Ingresos de capital	28.914	7207,7%
Gastos primarios	**10.937.656**	**0,0%**
Gastos corrientes	10.454.085	-0,6%
Gastos de capital	483.571	17,3%
Resultado primario	**696.965**	**-35,2%**
Intereses pagados	387.342	-16,0%
Resultado financiero	**309.623**	**-49,6%**

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

un eventual resultado adverso en las elecciones, se estrechan los márgenes para apuntalar el gasto público en un contexto como el actual en donde los ingresos ya no acompañan.

Si se observa la evolución del resultado primario y financiero, los valores de septiembre, sobre todo en el primer caso, son los más bajos del año. Afortunadamente para el Gobierno, el peso de los intereses durante el mes fue lo suficientemente bajo, permitiendo mantener el superávit financiero.

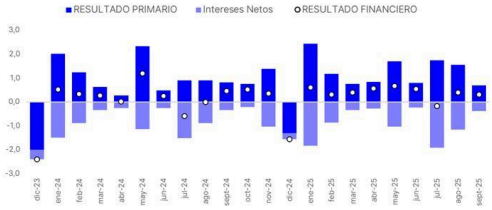
El Gobierno sobrepasa sin dificultades las metas de superávit primario pactadas con el FMI. El acumulado anual ronda los $11,7 billones, superando tanto el objetivo trimestral como las proyecciones a cierre de año. **Esta holgura se obtiene mediante un esfuerzo disciplinado en la compresión del gasto**: cada vez que los ingresos flaquean, las erogaciones son ajustadas en proporción equivalente, preservando el resultado primario como variable no negociable. En este contexto, **es lógico anticipar que futuras contracciones tributarias se trasladarán nuevamente a reducciones de transferencias, funcionamiento, prestaciones no indexadas y, potencialmente, a una reversión parcial de los rebrotes recientemente observados en inversión pública**, incluso en este contexto político tan delicado para el Gobierno.

Analizando los alicaídos ingresos tributarios podemos notar que los derechos de exportación retroceden 25,6% anual, manifestando el impacto acumulado de sucesivas reducciones de alícuotas. Bienes personales registran un colapso de 92,1%, mientras que impuestos internos ceden 28,1% e impuestos varios retroceden 39,4%. Estos movimientos dominan la composición tributaria total y compensan holgadamente a los componentes que sí muestran expansión, como derechos de importación (56,2%), aportes a seguridad social (5%), débitos y créditos (5,2%) e IVA neto de reintegros (1,3%). La suma de estos últimos resulta insuficiente frente a la magnitud de las caídas principales.

Por el lado de los gastos, la variación prácticamente neutra oculta dinámicas contrapuestas. **El gasto corriente retrocede 0,6% anual, profundizando la compresión sostenida sobre transferencias provinciales (-36,4%), gastos de funcionamiento (-3,6%) y prestaciones sociales (-0,6%).** Los gastos de funcionamiento mantienen su contracción, mientras que las prestaciones sociales permanecen prácticamente estables aunque con heterogeneidades internas. **Únicamente subsidios económicos (3,4%) y transferencias a universidades (3,2%) muestran crecimientos marginales.**

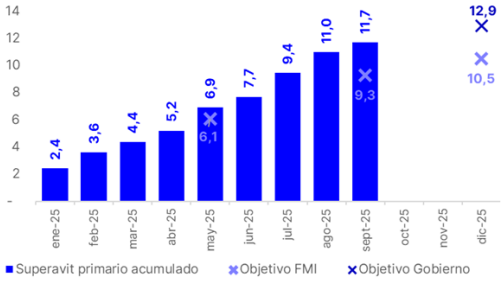
Donde sí se observa un movimiento notorio es en **el gasto de capital, que experimenta un avance de 17,3% interanual**. Este dato reviste importancia en la medida en que representa el primer mes con variación positiva desde marzo, **quebrando una prolongada racha de contracción**. No obstante, es necesario contextualizar: **el gasto de capital muestra una caída de 68,5% respecto a septiembre de 2023**, indicando que el nivel absoluto de inversión pública continúa siendo sustancialmente más deprimido que en años

Resultado fiscal
Billones de pesos



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON.

Metas del superávit primario con el FMI
Billones de pesos



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

Ingresos tributarios. Septiembre 2025.
Variación anual en términos reales



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

Gasto corriente. Septiembre 2025.
Variación anual en términos reales



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

previos. El rebote actual está motorizado por recomposiciones sectoriales específicas: transporte lidera con 132% real anual, educación suma 123%, y agua potable/alcantarillado avanza 50%.

Frente a una coyuntura que a priori pareciera adversa para el Gobierno, **¿existe margen para continuar apuntalando el ancla fiscal cuando el apoyo popular al programa económico se deteriora?** La historia reciente indica que sí, aunque previamente nunca existió un escenario tan delicado para Milei como el actual.

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.