vectorial

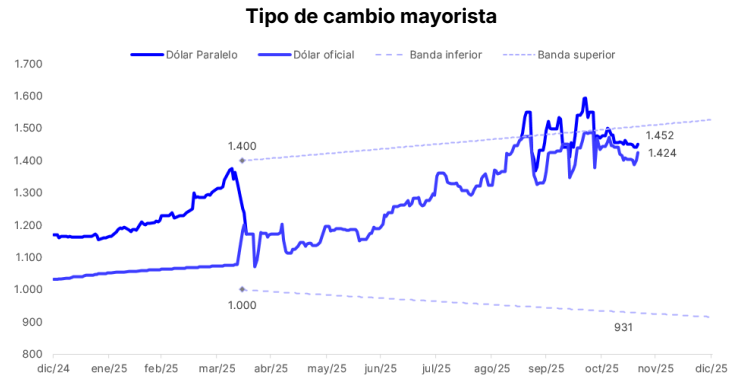
INFORME SEMANAL

Semana #47/2025 | 21 de noviembre de 2025 | Tiempo de lectura: 17m

SÉ LO QUE HARÁS EL PRÓXIMO VERANO

El escenario financiero del Gobierno se mantiene firmemente positivo desde las elecciones legislativas, situación que por ahora **el oficialismo no ha aprovechado para hacer correcciones en su programa económico** que permitan enfrentar el 2026 con mayor robustez.

El tipo de cambio mayorista esta semana se mantuvo oscilando en la zona de los $1.400. **El Tesoro si bien aprovechó para comprar dólares, hasta ahora fue solamente lo necesario para cubrir vencimientos del mes** (comprando, además, la mayor parte al BCRA, reduciendo las Reservas que respaldan al peso). El día jueves **el BCRA redujo la tasa de Simultáneas (a la cual toma pesos a un día, como si fueran pases) del 22% al 20% anual**. Es decir, una **tasa mensual del 1,67%, negativa contra la inflación**. En respuesta, el tipo de cambio mayorista tuvo un ligero rebote hasta los $1.420.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

El BCRA por ahora no se posicionó como comprador "adentro de las bandas". Según las declaraciones del equipo económico, esto está sujeto al **"crecimiento de la demanda de dinero", que históricamente es mayor en diciembre y enero** (medida a través del M2 como % del PIB). Sin embargo, **no necesariamente esa mayor demanda de dinero coincide con meses de apreciación de la moneda**. Por el contrario, si observamos la dinámica del TCRM desde el 2003 (solo años sin cepo) vemos que **los meses de mayor fortaleza del peso en el segundo semestre son octubre y noviembre**,

EN DOS MINUTOS

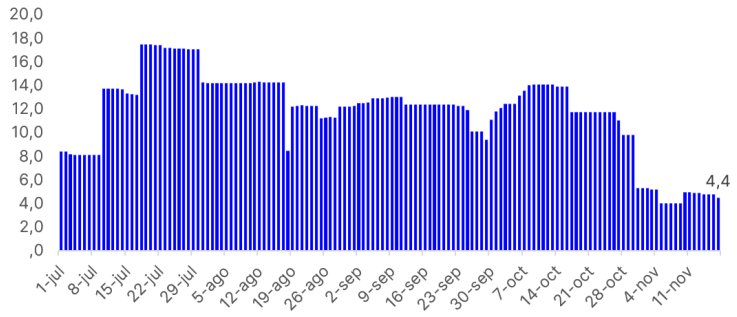
La calma financiera posterior a las legislativas le dio aire al Gobierno, pero no resolvió las vulnerabilidades estructurales que se acumulan en simultáneo en el frente fiscal, cambiario y externo. Mientras el tipo de cambio se mantiene dentro de las bandas y el Tesoro logra comprar lo justo para cubrir vencimientos, las reservas del BCRA no crecen y los depósitos en pesos y dólares del sector público lucen insuficientes para enfrentar los compromisos del verano. El superávit fiscal persiste, pero se sostiene sobre una recaudación que cae en términos reales, especialmente por el colapso de los derechos de exportación tras su virtual eliminación. Al mismo tiempo, el saldo comercial comienza a erosionarse: las exportaciones se mantienen firmes, pero las importaciones —en particular las de consumo— avanzan con fuerza, reduciendo el superávit hasta su menor nivel en meses y dejando al sector energético como único sostén del intercambio. El resultado es una macro que, en medio de un veranito financiero, exige decisiones de política antes de que la temporada alta ponga a prueba la resistencia del programa económico.

mientras que **diciembre es relativamente neutral y enero y febrero coinciden con depreciaciones reales**.

Esto indica que **si la acumulación no se acelera antes de fin de año, probablemente durante el verano sea más difícil de llevar adelante**, al menos mientras la expectativa sea mantener el tipo de cambio al interior de las bandas cambiarias. La siguiente oportunidad se dará recién a partir de marzo, con la cosecha gruesa (debilitada por motivo del adelantamiento de la liquidación de soja).

Otra variable para mantener atención son los depósitos en pesos del Tesoro, que se encuentran actualmente en el orden de los 4,4 billones. Este es el monto con el cual el Gobierno debe respaldar los vencimientos de los próximos cuatro meses (100 billones en total, si bien parte son tenencias del BCRA que se renovarán hacia adelante) y también -en caso de necesidad- comprar los dólares para afrontar los vencimientos de la deuda en moneda extranjera (6 billones). Es decir, **salvo un roll-over del 100%, hoy el Gobierno carece tanto de pesos como dólares para enfrentar sus obligaciones.**

Depósitos en pesos del Tesoro en el BCRA
Billones de pesos



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Algunas alternativas son las siguientes: **podría fondear su cuenta del BCRA con los pesos del superávit que residen en los bancos comerciales.** El último dato disponible indica que los mismos ascienden a $15 billones. Sin embargo, **estos recursos no son de libre disponibilidad, en parte por estar afectados al Presupuesto, y en parte por constituirse como fondeo del Banco Nación**.

La siguiente opción, sería **solicitar los recursos al BCRA.** Esto resultaría muy contradictorio con las medidas implementadas hasta aquí. **Implicaría emisión monetaria sin respaldo en el caso de los pesos y descapitalización del BCRA si se le piden dólares** contra la colocación de una Letra Intransferible. Es de suponer que está será la última opción.

En conclusión, **a pesar del verano financiero que está atravesando el país, el Gobierno necesita urgentemente robustecer sus cuentas**, tanto en pesos como en dólares, para afrontar una temporada estival con abultados vencimientos de la mejor forma posible.

Tipo de cambio real multilateral
Variación mensual desde 2003 hasta 2025 (solo años sin cepo)

Mes	Mediana
Enero	0,1%
Febrero	0,5%
Marzo	-0,6%
Abril	-0,8%
Mayo	0,2%
Junio	-0,4%
Julio	0,8%
Agosto	1,4%
Septiembre	0,5%
Octubre	-0,4%
Noviembre	-0,9%
Diciembre	-0,1%

Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA. Nota: una variación negativa indica una apreciación cambiaria en términos reales. Una variación positiva indica una devaluación cambiaria en términos reales.

Si bien el frente financiero ofrece por ahora un respiro al Gobierno, **la fragilidad que se observa en la disponibilidad de pesos y dólares para afrontar los próximos vencimientos conecta directamente con el desafío fiscal**. El "veranito" de mercado no elimina la necesidad de un Estado con capacidad recaudatoria suficiente **ni despeja las dudas sobre cómo se financiarán las obligaciones de fin de año sin recurrir a mecanismos que podrían tensionar el programa económico**. En este sentido, el comportamiento de los ingresos y gastos públicos se vuelve el eslabón clave que contribuirá a determinar si la calma financiera actual puede sostenerse o si, por el contrario, **la debilidad del frente fiscal -que el gobierno toma como un mérito- terminará imponiéndose sobre el resto de las variables**.

En este marco, durante octubre el Gobierno Nacional registró un superávit primario de $823.925 millones. Este resultado refleja una caída interanual del 16,0%, que disminuye respecto a la contracción de 35,2% observada en septiembre. **El resultado financiero, por su parte, alcanza los $517.672 millones con una contracción de 24,7% anual**, también mostrando una disminución frente a la caída de 49,6% del mes previo. Más allá de los sostenidos resultados positivos y de la moderación en las caídas interanuales, **la dinámica de la recaudación continúa generando tensiones en el frente fiscal**.

Los ingresos experimentan una caída del 2,5% anual, mejorando ligeramente respecto al -3,1% de septiembre. Dentro de los ingresos, son los tributarios los que se contraen 5,3% interanual, mejorando respecto al 6,8% anterior, mientras que las rentas de la propiedad y demás ingresos registran crecimientos positivos, si bien son poco significativos en el total. **Los gastos primarios observan una variación negativa de 1,3% con una caída del gasto corriente de 0,9%**. Con un diciembre cada vez más cerca, esta dinámica de caída constante de la recaudación **debería suponer una preocupación para el Gobierno** Nacional: **el último mes del año registra un gasto corriente estacionalmente elevado** (pago de aguinaldos, entre otros compromisos).

Si bien Milei pregona que el superávit fiscal no se toca, es bueno recordar que en diciembre del 2024, los gastos corrientes crecieron en un 36,8% en términos nominales respecto al mes previo. Es probable que durante este año no se dé un salto de semejante magnitud, no obstante **es de esperarse una mayor exigencia en torno al gasto y que se registre déficit primario**.

El Gobierno continúa sobrepasando las metas de superávit primario pactadas con el FMI. El acumulado anual alcanza los $12,5 billones, superando ampliamente el objetivo trimestral de $10,5 billones y **aproximándose a la meta que el equipo económico se impuso** de $12,9 billones para cierre de año. **El resultado de noviembre será clave para determinar si el Gobierno cumplirá su propio objetivo**, dado que, como señalamos previamente, diciembre será un mes adverso.

Ingresos y gastos del Sector Público Nacional. Octubre 2025.
Millones de pesos

Descripción	oct-25	Variación real anual
Ingresos totales	**11.987.193**	**-2,5%**
Tributarios	10.786.370	-5,3%
Rentas de la propiedad	532.926	44,1%
Otros ingresos corrientes	667.807	25,2%
Ingresos de capital	91	4515,1%
Gastos primarios	**11.163.268**	**-1,3%**
Gastos corrientes	10.867.020	-0,9%
Gastos de capital	296.249	-12,2%
Resultado primario	**823.925**	**-16,0%**
Intereses pagados	306.253	4,3%
Resultado financiero	**517.672**	**-24,7%**

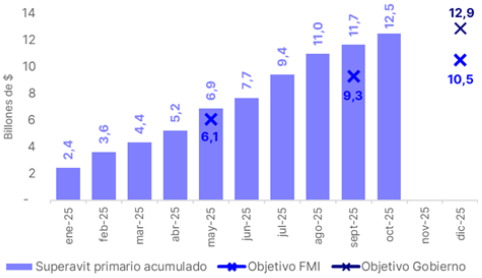
Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC.

Resultado fiscal del gobierno nacional
Billones de pesos



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON.

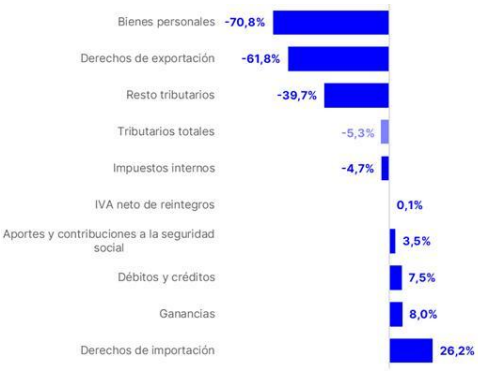
Esquema de metas de superávit fiscal primario con el FMI



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

Los debilitados ingresos tributarios se explican por los derechos de exportación que se desploman 61,8% anual, **evidenciando el efecto combinado de múltiples medidas de desregulación comercial**. La **baja de aranceles** dispuesta por el Decreto 526/2025 operó como factor contractivo permanente, mientras que el **adelantamiento de pagos debido a la reducción transitoria de alícuotas** (Decreto 38/2025, vigente hasta junio) generó ingresos extraordinarios en meses previos que ahora impactan negativamente en la comparación. El golpe definitivo provino del Decreto 682/2025, que **suspendió las alícuotas y provocó que pagos habitualmente efectuados en octubre fueran "cancelados a alícuota cero" en septiembre**. **Ni siquiera el incremento del tipo de cambio logró atenuar este desplome**, evidenciando el **impacto yuxtapuesto de estas medidas de desregulación comercial**.

Ingresos tributarios. Octubre 2025.
Variación anual en términos reales



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

Bienes personales registra una contracción de 70,8%, mientras que el resto tributarios retrocede 39,7% e impuestos internos ceden 4,7%. Estos movimientos dominan la composición tributaria total y compensan holgadamente a los componentes que sí muestran expansión, como **derechos de importación (26,2%), ganancias (8,0%), débitos y créditos (7,5%), aportes a seguridad social (3,5%) e IVA neto de reintegros (0,1%).** La suma de estos últimos resulta insuficiente frente a la magnitud de las caídas principales aunque a priori podría anticipar un rebote para la actividad económica dada la base imponible que gravan estos tributos.

Respecto al gasto público, **la caída de 1,3% de los gastos primarios oculta dinámicas contrapuestas**. El gasto corriente retrocede 0,9% anual, profundizando la compresión sostenida sobre transferencias provinciales (-29,7%), transferencias a universidades (-12,6%) y subsidios económicos (-3,2%). **Las prestaciones sociales permanecen prácticamente estables** con un crecimiento marginal de 0,1%, mientras que los gastos de funcionamiento y otros muestran un incremento de 2,9%. El rubro de otros gastos corrientes exhibe un salto atípico de 85,3% aunque solo representa el 1,1% del gasto corriente.

Gasto corriente. Octubre 2025
Variación anual en términos reales



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

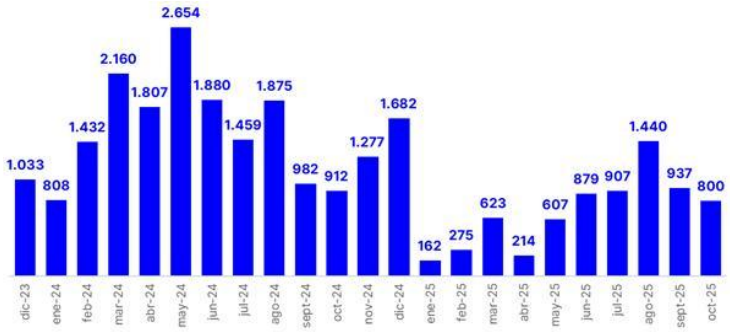
Donde sí **se observa un retroceso notorio es en el gasto de capital, que experimenta una contracción de 12,2% interanual, revirtiendo el repunte de 17,3% observado en septiembre**. Este retorno a territorio negativo confirma que **el rebote del mes anterior fue efímero y que la inversión pública continúa bajo presión**. Es necesario recordar que **el gasto de capital acumula en 2025 una caída superior al 80% respecto a niveles de 2023**, indicando que el nivel absoluto de inversión pública continúa siendo sustancialmente más deprimido que en años previos.

El desgaste fiscal no ocurre en el vacío: también se refleja en el frente externo, donde el saldo comercial empieza a perder el impulso que ayudó a sostener -en parte- las cuentas públicas desde hace unos últimos meses.

Si bien las exportaciones se mantienen firmes (ayudadas por disminución de las retenciones), la dinámica de las importaciones —favorecida inicialmente por la apreciación del tipo de cambio y la

sustitución de producción local— recorta el superávit comercial que venía dando cada vez menos aire a la macro.

Saldo del intercambio comercial argentino
Millones de dólares

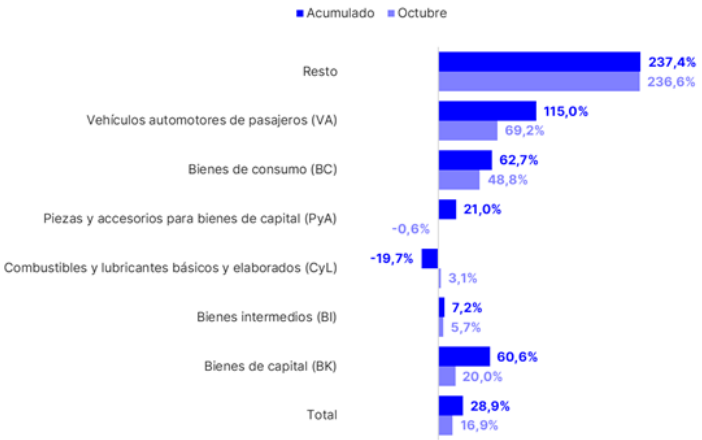


Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Así lo demuestra **el resultado comercial de octubre que se ubicó en 800 millones de dólares**, marcando así **el nivel más bajo desde mayo** y evidenciando un **deterioro frente a los 937 millones de septiembre**. Este debilitamiento se da **incluso en el marco de la baja a 0% de las retenciones a múltiples exportaciones vinculadas a productos agroganaderos** (con cupo de hasta 7 mil millones de dólares), que impulsó el fuerte adelantamiento de la liquidación del agro y les dio un importante impulso a las exportaciones del mes.

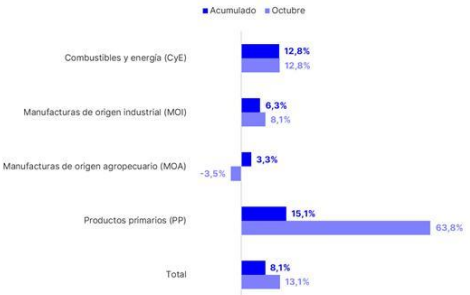
En este sentido, aunque l**as exportaciones mantienen un crecimiento anual del 13,1%** en octubre (8,1% acumulado), este desempeño **se sustenta casi exclusivamente en los productos primarios, que registran un explosivo incremento del 63,8% en octubre**, por el motivo previamente citado. **Los combustibles y energía crecen 12,8%, consolidando su rol como sostén del saldo comercial**, mientras que las manufacturas de origen industrial avanzan 8,1% en el mes. Sin embargo, las manufacturas de origen agropecuario se contraen 3,5% en octubre, quebrando su tendencia positiva acumulada.

Importaciones (montos) por uso económico
Variación anual



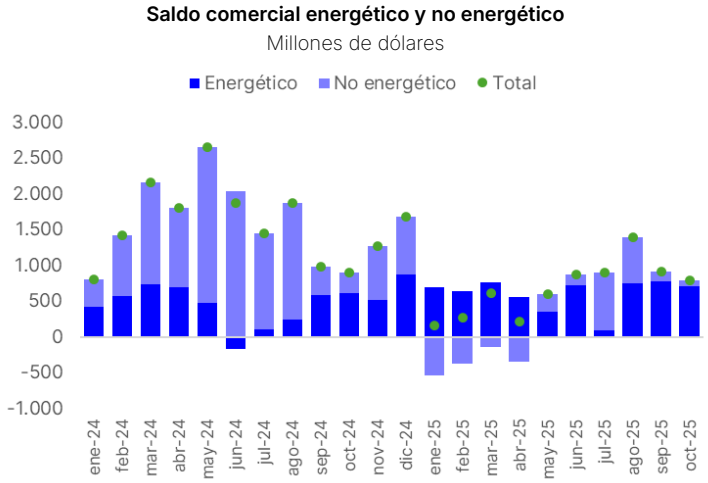
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Exportaciones (montos) por grandes rubros
Variación anual



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Simultáneamente, **las importaciones se disparan a ritmos alarmantes, especialmente en categorías de consumo**: la categoría "Resto" —que incluye plataformas de compras online en el exterior— crece explosivamente a 236,6% en octubre (237,4% acumulado), vehículos automotores de pasajeros registran un incremento del 69,2% mensual (115,0% acumulado), bienes de consumo avanzan 48,8% (62,7% acumulado) y bienes de capital crecen 20,0% en octubre (60,6% acumulado). **El débil incremento de los bienes intermedios, necesarios para la producción industrial, sumado a un rendimiento relativamente bajo de las exportaciones de manufacturas da cuenta del rezago creciente del sector bajo el Gobierno de Milei**.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

El superávit de octubre muestra una dependencia crítica de la balanza energética. Del total de 800 millones de dólares, 708 millones corresponden al saldo energético (89% del total), lo que implica que el superávit no energético se reduce a apenas 92 millones de dólares. Así, **de los casi 7.000 millones de dólares que registra el saldo comercial total acumulado, 6000 millones corresponden sólo al saldo comercial energético.**

Esta composición evidencia que, **sin el aporte del sector energético, la balanza comercial argentina se encontraría en una situación de debilidad total**, aún peor de la que registra en la actualidad.

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.