vectorial

INFORME SEMANAL

Semana #49/2025 | 5 de diciembre de 2025 | Tiempo de lectura: 19m

ENTRE EL TECHO DE LA BANDA Y EL PISO DE LA RECAUDACIÓN

El Ministro Caputo dio su visión respecto a **uno de los mayores puntos débiles del plan económico por estas horas: la acumulación de reservas**. Estas declaraciones se dieron luego de que, una vez realizado el pago de la primera cuota de capital de Bopreal 2026, **las Reservas Internacionales Netas volvieran a terreno negativo**, ubicándose actualmente en -476 millones de dólares.

Reservas Internacionales
Millones de dólares

Reservas brutas	**41.776**
Encajes	18.066
SWAP China	18.380
SWAP EEUU	2.511
Otros pasivos	3.295
Reservas Netas	***-476***
Depósitos del Gobierno en USD	108
BOPREAL a 1 año	2.308
Reservas "Super Netas"	***-2.892***

Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

La situación resulta crítica, considerando que se avecina **el pago de bonos de enero, que asciende a 4.200 millones de dólares**, mientras que **los depósitos del Tesoro son apenas 108 millones**. Con Reservas Netas negativas significa que, en caso de recurrir al BCRA para el pago, se estarán usando recursos de los acreedores del BCRA, entre los cuales están los depositantes argentinos.

A pesar de ello, **el Riesgo País se mantiene en la zona de los 650 puntos**, en parte porque el mercado confía en que el Gobierno pagará aunque deba **hacer uso de Reservas negativas o bien activar una mayor parte del SWAP con Estados Unidos**. Las opciones más virtuosas serían conseguir algo de roll-over, ya sea mediante el mercado de capitales (se anunció esta mañana la emisión de bono en dólares a 2029, habrá que ver qué monto logra adjudicarse) o mediante repo con bancos internacionales.

Con respecto a ésto, **Caputo dijo que cuenta con ofertas por 6.000 o 7.000 millones**, y que decidirá más adelante "cuánto aceptan". La prudencia declarativa tiene sentido: es **el mismo Ministro que hace un mes aseguraba disponer de una línea de**

EN DOS MINUTOS

El panorama macroeconómico combina señales mixtas: si bien las reservas netas volvieron a terreno negativo tras el pago del Bopreal 2026 y persiste un desafío en la generación genuina de divisas, el mercado mantiene la prima de riesgo estable en torno a 650 puntos ante la expectativa de que el Gobierno honrará sus compromisos en un contexto donde el tipo de cambio opera cerca del techo y la oferta privada de dólares continúa débil. El balance cambiario volvió a mostrar déficit récord de cuenta corriente y una persistente formación de activos externos del sector privado, mientras que la recuperación de reservas que proyecta el Gobierno colisiona con una remonetización que hasta ahora provino del desarme de títulos y no de ventas de divisas. En paralelo, la recaudación tributaria profundiza su deterioro: noviembre marcó la segunda peor caída real del año (-8,7%), arrastrada por desplomes históricos en Derechos de Exportación y Bienes Personales, y dejando al Tesoro con un margen fiscal cada vez más estrecho. El cuadro consolidado es el de una macroeconomía que combina tensión cambiaria, déficit externo creciente y un frente fiscal debilitado, con desafíos significativos para sostener la estabilidad en el arranque de 2026.

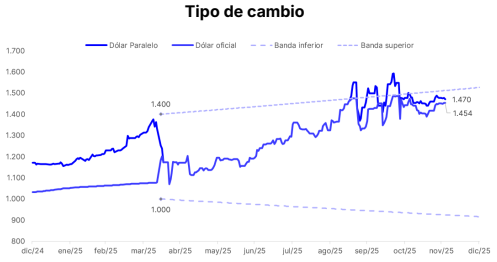
Riesgo País



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

20.000 millones, a la que ahora califica como "operación mediática".

El tipo de cambio se mantiene en niveles cautelosos pero amenaza con volver a testear el techo superior. De esta forma, **la estrategia del Gobierno podría resultar riesgosa**: **¿cuál sería el efecto en el mercado si el BCRA se ve obligado a vender en el techo cuando todavía el Tesoro no cuenta con los recursos para pagar en enero?**



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

En este marco fue que Caputo aseguró que el año que viene se comprarán Reservas, en la medida en que lo permita la demanda de dinero y la "profundidad del mercado de cambios", lo cual es un eufemismo para "oferta de dólares en el Mercado Libre de Cambios".

El argumento respecto a la demanda de dinero es el siguiente: **se estima que si la base monetaria se mantiene constante en niveles del PIB esto supone el año que viene un incremento nominal del 25% (4% por crecimiento real y 20% por inflación promedio anual), lo que supone que el mercado demandará pesos por $10 billones adicionales, equivalente a 7.000 millones de dólares. Si además la base monetaria crece en % del PIB (proceso de remonetización por mayor confianza en la moneda), el Ministro estima que ese número podría incrementarse a $30 billones, equivalente a 21 mil millones de dólares.**

Estos cálculos, lógicos en el papel, chocan con una realidad: hasta ahora**, la remonetización de la economía no se dio mediante venta de dólares, sino mediante desarme de títulos públicos**, lo cual redujo considerablemente los pesos en caja del Tesoro. **El precio relativo que define si los agentes prefieren vender dólares o desarmar títulos es la tasa de interés contra la devaluación esperada**. El comportamiento del mercado hasta ahora parece indicar que **este tipo de cambio no es suficiente para remonetizarse vía venta de divisas**.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

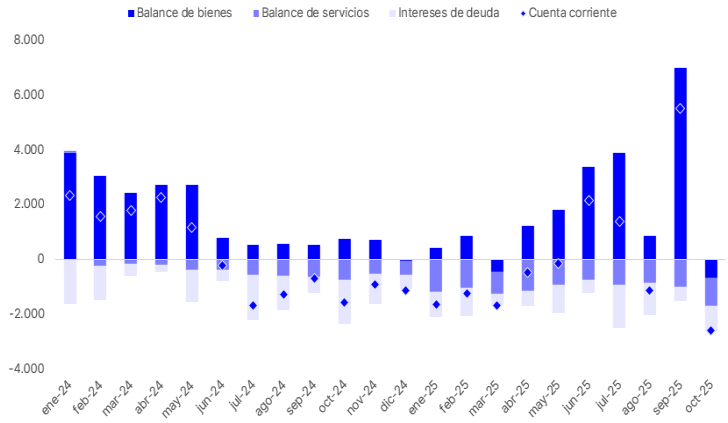
Lo que podría cambiar la ecuación es un exceso de oferta de dólares ("profundidad del mercado de cambios") que Caputo considera que llegará mediante la cuenta financiera. Sin embargo, los datos del mercado de cambios de este año sugieren evidencia contraria.

El balance cambiario de octubre volvió a mostrar una **tríada de características estructurales del modelo actual: déficit de cuenta corriente, importante Formación de Activos Externos por parte del sector privado no financiero y deterioro de las Reservas Internacionales**.

El déficit de cuenta corriente del mes se ubicó en -2.599 millones de dólares, constituyendo un récord para la gestión actual, y **el más alto desde noviembre de 2017**. Esto se debe tanto al **crecimiento sostenido de las importaciones, que parecen no verse influidas por el aumento del tipo de cambio**, **el déficit de servicios del orden -1.008 millones de dólares, los pagos de intereses y**

por un menor cobro de exportaciones producto del adelantamiento de liquidación del agro al mes de septiembre. De hecho, si sustraemos los 6.300 millones liquidados en el marco de las retenciones cero a la soja, el déficit de cuenta corriente hasta el décimo mes del año se ubicaría en torno a los -5.800 millones, equivalente a -0,8% del PIB.

Cuenta corriente por componente
Millones de dólares



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

En el balance de servicios **el rubro turismo muestra un déficit relativamente bajo dada la menor estacionalidad, sin embargo se incrementa el déficit del resto de los rubros**, incluyendo cargos por el uso de la propiedad intelectual, fletes y un menor superávit en servicios profesionales.

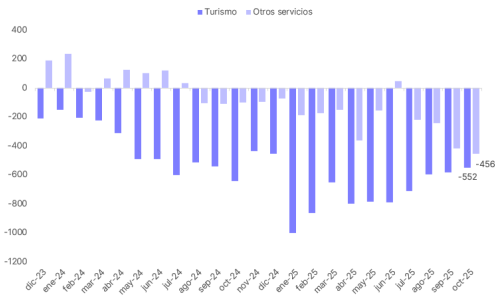
Por el lado de la cuenta financiera, la misma tuvo un superávit por 1.184 millones de dólares compuesto por ingreso de inversión en cartera de no residentes por 1.924 millones de dólares (dentro de este concepto se incluyen las ventas de dólares del Tesoro Americano), ingresos netos de OOII por 528 millones de dólares, préstamos a empresas por 503 millones, compra de billetes y divisas por -5.434 millones de dólares y otros movimientos por 3.538 millones (incluye desarme de posiciones de entidades financieras por 991 millones e ingresos por canje por 1.012 millones).

En el acumulado anual, la cuenta financiera arroja un superávit de 6.102 millones de dólares, profundamente dependiente de Estados Unidos y el FMI. Al sustraer dichos aportes, el saldo es -9.900 millones de dólares (-1,4% del PIB).

Nuevamente destaca el rubro de formación de activos externos del sector privado no financiero, que acumula desde la salida del cepo compras netas por -29.900 millones de dólares (-29.400 en el total del año). Si anualizamos este dato, se trata de la considerable cifra de 51.200 millones de dólares (7,2% del PIB). Este monto supera lo registrado en los peores años del Gobierno de Macri (2018 y 2019) y CFK (2008 y 2011).

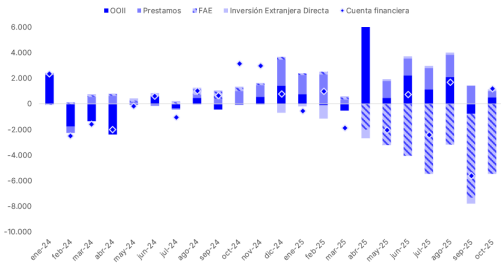
Así como resulta inviable un Estado con déficit fiscal sin financiamiento, también es inviable un país con déficit de cuenta corriente sin superávit financiero del sector privado. El objetivo del

Balance de servicios total y turismo
Millones de dólares



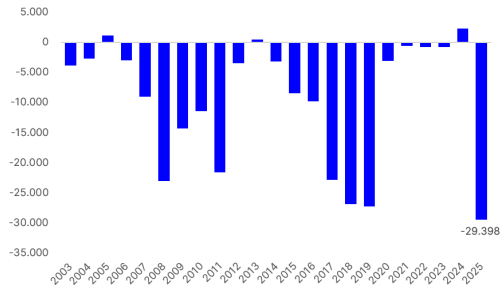
Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Cuenta financiera por componente
Millones de dólares



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Compra-venta de billetes y divisas sin fines específicos del sector privado no financiero
Millones de dólares



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

Gobierno de acumular entre 7.000 y 21.000 millones en 2026 implica que l**a cuenta financiera debe revertir el déficit actual y alcanzar un superávit entre el 2% y el 4% del PIB**. Esto significa **lograr la confianza en la sociedad para que la FAE se reduzca drásticamente o recibir un flujo récord de inversión directa e inversión de cartera**. Difícil de lograr tan rápido y en semejante magnitud.

En relación a la cuestión fiscal y su financiamiento, el cuadro se enrarece al analizar la recaudación tributaria del mes de noviembre que publicó ARCA. En efecto, la caída de la misma tensiona el frente fiscal augurando más recortes en el gasto público nacional en pos de mostrar un equilibrio fiscal "no negociable".

La recaudación de los tributos nacionales mostró una fuerte contracción en noviembre del -8,7% real anual, resultado que no solo representa un **marcado retroceso respecto a octubre (-3,7%), sino que consolida el peor desempeño del año junto con mayo y septiembre**. Este **quinto tropiezo en 2025 (cuarto consecutivo)** evidencia las **dificultades estructurales que enfrenta el frente fiscal** de la administración Milei, incluso e**n un contexto donde la comparación interanual está artificialmente deprimida por los ingresos extraordinarios de noviembre de 2024**.

Recaudación en los meses de noviembre

Billones de pesos constantes de noviembre de 2025



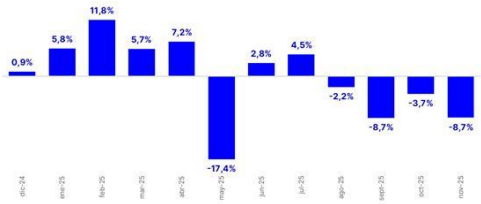
Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se estimó una inflación del 2,3% para noviembre 2025.

La comparación histórica revela un panorama crítico: con 15,6 billones de pesos, **noviembre 2025 se posiciona como el peor noviembre en términos reales desde 2017**, superando incluso la debacle de 2019 durante la crisis final del gobierno de Macri (15,6 vs 17,1 billones). Más relevante aún, **la recaudación se ubicó significativamente por debajo del promedio histórico de los últimos nueve años y muy por debajo de los niveles alcanzados en 2020 (17,2 billones) y 2023 (16,3 billones)**. Este retroceso temporal en la capacidad recaudatoria del Estado **limita severamente el margen fiscal del gobierno, que se ve obligado a profundizar la senda del recorte del gasto público para mantener el superávit primario** en un contexto de erosión de ingresos.

La contracción real anual del -8,7% en la recaudación total refleja un **escenario dominado por derrumbes generalizados donde únicamente los Derechos de Importación lograron un crecimiento**

Recaudación tributaria

Variación anual en términos reales



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se estimó una inflación del 2,3% para noviembre 2025.

significativo, resultando insuficiente para compensar las caídas de prácticamente todos los demás tributos principales. **El efecto base juega un rol protagónico en este resultado**: en noviembre 2024 ingresaron recursos extraordinarios del REIBP (vencimiento del pago inicial del 75% para bienes regularizados en Etapa I por $36.725 millones), pagos de la moratoria (Ley 27.743) con condonación del 20% de intereses, anticipos adelantados de Ganancias y Bienes Personales de personas humanas, y recaudación del Impuesto PAIS que actualmente no existe.

Los Derechos de Exportación registraron un colapso real histórico del -69,0%, que profundizó la tendencia bajista de octubre y fue el principal elemento contractivo del mes. Este derrumbe sin precedentes respondió a una combinación explosiva de **factores de política económica y efectos calendario que se potenciaron mutuamente**. **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 ingre. sos extraordinarios en meses previos** que ahora impactan negativamente en la comparación. El golpe definitivo provino del **Decreto 682/2025, que suspendió las alícuotas e hizo que pagos habitualmente efectuados en noviembre fueran "cancelados a alícuota cero" en septiembre**. **Ni siquiera el incremento del tipo de cambio logró atenuar la magnitud de este desplome**, evidenciando el costo fiscal directo de la política de desregulación comercial.

El Impuesto sobre Bienes Personales experimentó un severo desplome del -63,9%, en línea con la tendencia negativa que arrastra desde la implementación del REIBP. L**a cancelación anticipada de obligaciones fiscales hasta 2027 continúa erosionando este tributo**, que en noviembre 2024 había recaudado recursos extraordinarios del régimen especial ($36.725 millones por el vencimiento del pago inicial del 75%), además de anticipos adelantados de personas humanas y pagos de la moratoria. **Este año, el impuesto evidencia el agotamiento definitivo de la medida extraordinaria y plantea serios interrogantes sobre la sostenibilidad de la recaudación de este gravamen**, que prácticamente ha desaparecido como fuente significativa de ingresos fiscales.

El Impuesto a los Créditos y Débitos registró una contracción real del -5,1% y evidenció una desaceleración en la actividad transaccional de la economía. La caída se vio agravada por contar con un día hábil menos de recaudación que noviembre 2024.

El Impuesto a las Ganancias mostró una caída real del -2,7%, resultado peor al esperado considerando que noviembre registró el vencimiento del saldo de declaración jurada para sociedades con cierre en junio (segundo en importancia después de diciembre). Si bien la modificación en el Régimen de Anticipos (RG 5.685/2025) elevó la alícuota del sexto anticipo para sociedades de cierre diciembre del 8,33% al 11,11%, y se registró un incremento en retenciones impositivas, estos factores positivos fueron ampliamente superados por los efectos negativos: los anticipos extraordinarios del sector financiero ingresados en noviembre 2024, la prórroga

Recaudación tributaria. Noviembre 2025.
Variación real anual de los principales impuestos



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se estimó una inflación del 2,3% para noviembre 2025.

del primer anticipo de Ganancias Personas Humanas del período fiscal 2024 que ingresó el año pasado, los menores ingresos de saldos de DDJJ de sociedades con cierre junio, y la recaudación de la moratoria del año anterior.

El IVA registró una contracción real del -2,5% y confirmó el estancamiento en términos reales a pesar de su variación nominal del 27,9%. **Este retroceso real del IVA, el principal tributo del sistema, representa una señal de alerta sobre el dinamismo de la actividad económica interna y la base imponible del consumo**.

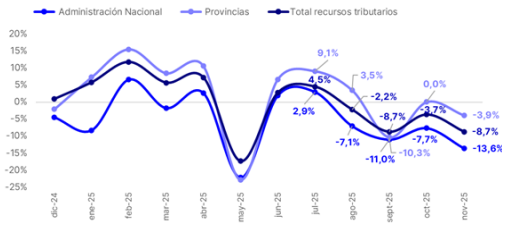
El Sistema de Seguridad Social registró una caída real del -1,0%, resultado modesto pero negativo que refleja el aumento de la remuneración bruta promedio ampliamente superado por los ingresos de moratoria del año anterior y el mayor acogimiento a planes de facilidades de pago. Este retroceso resulta particularmente preocupante dado el rol central de estos recursos para el financiamiento del sistema previsional.

En contraposición a este sombrío panorama, **los Derechos de Importación y Otros lideraron el crecimiento real con un robusto +21,7%**. Este crecimiento extraordinario fue impulsado por la **suba sostenida del tipo de cambio y el aumento del volumen de importaciones con respecto al año anterior.** Este desempeño se consolidó como **el único tributo con expansión real vigorosa, beneficiándose de la recuperación sostenida de las compras externas que caracteriza esta etapa del ciclo económico**, aunque operó con dos días hábiles menos que noviembre 2024.

En cuanto al reparto efectivo de estos fondos, noviembre presenta un panorama de deterioro generalizado y acelerado que compromete a todas las jurisdicciones. L**a Administración Nacional sufrió una contracción del -13,6% real anual, y marcó la cuarta caída consecutiva desde agosto**. Este resultado representa **el peor desempeño del año y ubica al gobierno nacional en una posición fiscal extremadamente delicada de cara al cierre del año.**

Las provincias, por su parte, registraron una caída del -3,8%, deterioro significativo después del equilibrio de octubre y que marca el retorno a territorio negativo. Esta reversión evidencia que el sistema de coparticipación federal, aunque amortigua parcialmente los shocks, no puede escapar indefinidamente a la tendencia contractiva general de la recaudación.

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



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se estimó una inflación del 2,3% para noviembre 2025.

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.