

Año 3 – N°94 21/08/2025

# Informe Económico Semanal



**Por Iván Cachanosky**

*Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE*



## **La “Batalla” en el Congreso**

El Congreso vivió una jornada importante donde se juega gran parte del equilibrio fiscal primario obtenido. La oposición, a sabiendas de que probablemente después de las elecciones Legislativas puede quedar más debilitado, se apura a comprometer el frente fiscal del gobierno, enmarcado en reclamos que al ser de índole social hacen que el debate no sea sencillo.

## **Tasas Volátiles**

Desde que se comenzó con el operativo “Desarme de las LEFI” es que las variables monetarias agarraron una volatilidad extrema. Ya son varios los días donde vemos tasas que llegan al 60% (o más) y luego caen al 2%. El exceso de pesos y la corrección del mismo, sumado a algunas medidas, genera una volatilidad diaria que todavía no termina de acomodarse.

## **Actividad: Un Junio más débil al esperado**

El dato de actividad de junio fue peor a lo esperado ya que se registró una merma del 0,7% respecto al mes anterior. En el primer semestre acumula un crecimiento del 6,2%.

## **Frente Externo: Acumulado vs Margen**

Antes de que el tipo de cambio se incrementara, encendimos algunas alarmas en el frente externo. Con la corrección cambiaria, será interesante analizar si esas alarmas se pagan o continúan encendidas.

## La “Batalla” en el Congreso

El Congreso vivió una jornada importante donde se juega gran parte del equilibrio fiscal primario obtenido. La oposición, a sabiendas de que probablemente después de las elecciones Legislativas puede quedar más debilitado, se apura a comprometer el frente fiscal del gobierno, enmarcado en reclamos que al ser de índole social hacen que el debate no sea sencillo. En este primer apartado nos concentraremos a analizar el impacto fiscal de lo que está en juego y no se indagará en el debate social.

En el día de ayer (Miércoles 20 de Agosto), el oficialismo obtuvo una victoria y una derrota. Aunque en términos de impactos fiscales, la victoria pesa más que la derrota. Primero, el gobierno sufrió un revés en lo que respecta a la Ley de Emergencia en Discapacidad. En este marco, la cámara de Diputados logró doblegar el veto del presidente Javier Milei (JM) y ahora habrá que ver qué ocurre en el Senado donde el oficialismo es más débil. Si el Senado también consigue los dos tercios, entonces el veto presidencial se caería. La Ley de Emergencia en Discapacidad tiene un peso de entre 0,22% y 0,42% del PBI.

Por otro lado, la victoria del oficialismo fue en sostener el veto en lo que respecta al aumento de bono para jubilaciones y el aumento de jubilaciones y pensiones. Esta victoria pesa más que el revés recibido ya que estaríamos hablando de alrededor de 1% del PBI entre ambas cuestiones.

Finalmente, vale mencionar también que en el Senado la oposición consiguió los dos tercios para dar marcha atrás en el veto sobre la Ley de Emergencia de Bahía Blanca. Ahora resta ver qué ocurrirá en la cámara de Diputados. De todas formas, este monto es menos significativo (0,02% del PBI).

### CUADRO I: CONGRESO Y VETOS PRESIDENCIALES

| Medida                                   | Votación Diputados   | Votación Senado  | Veto Diputados                      | Veto Senadores                      | Costo fiscal   |
|--|--|--|-------------------------------------|-------------------------------------|--|
| <b>Prorroga moratoria</b>                | 111 votos afirmativos (49,1%), 100 negativos (44%) y 15 abstenciones (6,6%)  | 39 votos afirmativos (72,2%), 14 negativos (25,9%) y 1 abstención (1,8%) | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/>            | Primer año: 0,084%<br>Segundo año: 0,081%<br>Total: 0,165%   |
| <b>Aumento de bono y jubilaciones</b>    | 142 votos afirmativos (62,3%), 67 negativos (29,4%) y 19 abstenciones (8,3%) | 52 votos afirmativos (92,8%), 4 negativos (7,1%) y 0 abstenciones (0%)   | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | 2025: 0,15%<br>Aumento del bono<br>2026: 0,26%<br>Aumento<br>2025: 0,2%<br>jubilaciones y<br>2026: 0,42%<br>pensiones<br>Total<br>2025: 0,35%<br>2026: 0,68% |
| <b>Ley de emergencia en discapacidad</b> | 148 votos afirmativos (66,6%), 71 negativos (32%) y 3 abstenciones (1,3%)    | 56 votos afirmativos (100%)  | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/>            | Entre 0,22% - 0,42%  |
| <b>Proyecto gobernadores ATN</b>         | 143 votos afirmativos (58,4%), 90 negativos (36,7%) y 12 abstenciones (4,9%) | 56 votos afirmativos (98,2%) y 1 voto negativo (1,7%)                    | <input type="checkbox"/>            | <input type="checkbox"/>            | 0,05%  |
| <b>Ley de Emergencia de Bahía Blanca</b> | Pasó con el 60% de los votos afirmativos                                     | 89% afirmativos  | <input type="checkbox"/>            | <input checked="" type="checkbox"/> | 0,02%  |

Fuente: Elaboración propia en base a OPC

## Tasas Volátiles

Desde que se comenzó con el operativo “Desarme de las LEFI” las variables monetarias agarraron una volatilidad extrema. Ya son varios los días donde vemos tasas que llegan al 60% (o más) y luego caen al 2%. El exceso de pesos y la corrección del mismo, sumado a algunas medidas, genera una volatilidad diaria que todavía no termina de acomodarse. Esta segunda sección del semanal explicará lo que está ocurriendo.

En primer lugar, el gobierno está teniendo un problema porque se genera un exceso de liquidez. Al ocurrir esto, le mete presión al dólar, variable que el gobierno quiere controlar para que no suba ya que las elecciones son en Octubre. Uno de los principales activos del gobierno, que le mantiene la imagen positiva alta, es haber domado la inflación. Un tipo de cambio que sube, atentaría contra ese activo y no lo van a permitir en contexto electoral.

En las últimas dos licitaciones que hubo, no se logró renovar toda la deuda. En la licitación del 31 de Julio, el *roll-over* fue del 76%, mientras que en la del 13 de Agosto fue del 61%. A ésta última, se le sumo una licitación (fuera de programa) que puedo captar otros montos adicionales de pesos y el *roll-over* (entre las dos licitaciones) termino en el 87%.

La expansión monetaria producto de no poder renovar toda la deuda, genera una caída en la tasa de interés que hace más atractivo el dólar. Por lo tanto, el BCRA para revertir esta situación, aumentó los encajes (que ya estaban en un 40%) a un 50%. Esto hace que los bancos tenga que guardar más pesos en sus reservas y se logra así la absorción deseada. Sin embargo, el BCRA no cambió sólo la proporción del encaje sino que también la forma de calcularlo. A partir del Lunes 18 de Agosto, ya no se utiliza el promedio mensual, sino que la proporción del encaje es exigido diariamente. Desde luego, este cambio complica a los bancos. Bajo un sistema de promedio mensual, los bancos poseen más flexibilidad y pueden estar sobre o sub cumpliendo el encaje por varios días y luego en los últimos días del mes ajustan para cumplir con el encaje solicitado. Al ser esto diario, los bancos pierden flexibilidad y se vuelcan a instrumentos diarios.

Es por esta razón que se observó una gran volatilidad en la tasa de caución bursátil, ya es un instrumento que se renueva diariamente. Esta tasa depende de la cantidad de pesos. Cuando hay exceso de pesos, la tasa baja; cuando hay escasez de pesos, la tasa sube. Al exigirse los encajes diarios, los bancos se volcaron a este instrumento generando alta volatilidad a lo largo de las jornadas.

La semana pasada ya había ocurrido una reunión entre representantes del sector y Darío Stefanelli (gerente principal de Aplicaciones de Normativas del BCRA). Esta semana, ocurrió otra reunión entre los principales representantes del sector y el presidente del BCRA, Santiago Bausili. Dada la volatilidad y las complicaciones que puede sufrir los bancos con esta nueva normativa, es probable que se realicen ajustes al actual sistema de encajes para acomodar la situación.

En tanto, el próximo desafío de vencimiento en pesos será el 29 de Agosto por \$12,7 Billones de LECAP y otro billón por BONCER; es decir, un total de \$13,7 Billones. Nuevamente la capacidad de *roll-over* jugara un papel crucial tanto en el mercado monetario como cambiario. Un comentario al margen (por ahora), las elevadas tasas complica aún más el panorama de los intereses que no se contabilizan en los cálculos fiscales, que si se incluyeran, nos daría un déficit financiero en torno al 1,3% del PBI.

## Actividad: Un Junio más débil de lo esperado

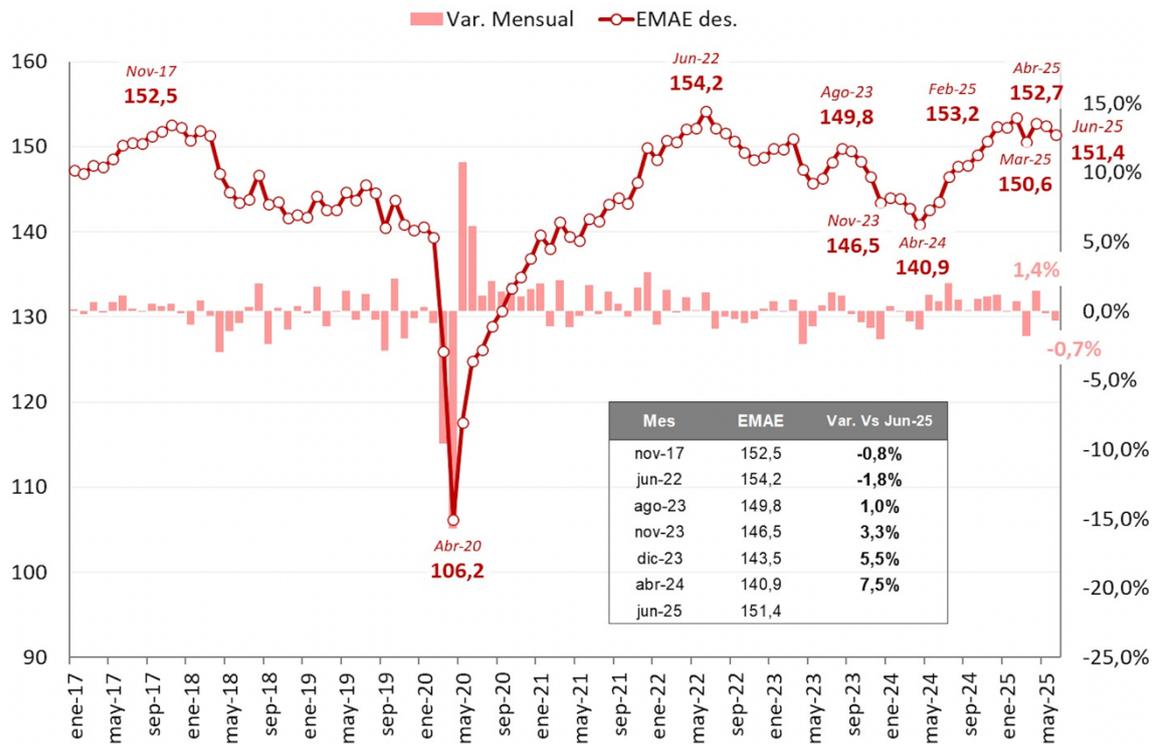
El dato de actividad de Junio fue peor a lo esperado ya que se registró una merma del 0,7% respecto al mes anterior. En el primer semestre acumula un crecimiento del 6,2%.

La economía no encuentra un fundamento sólido para crecer sostenidamente en lo que va del año, ya que si comparamos el nivel de Junio con el de Febrero (máximo de la gestión de Milei), se encuentra 1,3% por debajo. Una de las explicaciones es la pérdida de fuerza de los dos motores que tuvo la recuperación económica en el 2024: recuperación fuerte de los salarios y del crédito. Por el lado de los salarios privados registrados, los mismos obtuvieron una caída en términos reales en Junio comparado contra Diciembre pasado. Los salarios públicos si bien crecen, están bastante deprimidos respecto a la situación pre Milei. En cuanto al crédito, la tasa de crecimiento de los mismos se desaceleró en el margen, lo cual es entendible dado que en el año pasado crecieron a tasas muy altas producto al bajo nivel de penetración del crédito que tenía Argentina en ese entonces.

La pregunta que queda por hacer es ¿cómo sigue el EMAE? La turbulencia financiera que hizo volar a la tasa de interés reales no dan motivos para pensar que en Julio y Agosto la economía recuperó vigorosamente la caída de los últimos meses.

### GRÁFICO I: ACTIVIDAD ECONÓMICA

Serie desestacionalizada del EMAE y variación mensual – Ene-17 a Jun-25



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

## **Frente Externo: Acumulado versus Margen**

Hace un par de semanales, antes de que el tipo de cambio se incrementara, encendimos algunas alarmas en el frente externo. Con la corrección cambiaria, será interesante analizar si esas alarmas se apagan o continúan encendidas y estaremos atentos a ellos en algún Informe Semanal Económico (ISE) próximo y cercano.

Mientras tanto, un comentario sobre los grandes números agregados. Si uno tomara los 19/20 meses que van de gobierno, la Cuenta Corriente acumula un superávit de USD 2.058 Millones. En el Cuadro I se pueden observar comparaciones con respecto a los primeros 19/20 meses de Mauricio Macri (MM) y Alberto Fernández (AF). En lo que respecta a la Cuenta Financiera, en los primeros 19/20 meses del año, se observa un superávit de USD 12.411 Millones. Similarmente, también se pueden observar las cifras correspondientes para las gestiones anteriores.

### **CUADRO II: CUENTA CORRIENTE Y CUENTA FINANCIERA**

*En Millones de USD*

| <i>USD Millones / Ac. 20 Meses</i> | <b>MM</b>      | <b>AF</b>      | <b>JM</b>     |
|------------------------------------|----------------|----------------|---------------|
| <b>Cuenta Corriente Cambiaria</b>  | <b>-22.889</b> | <b>7.872</b>   | <b>2.058</b>  |
| <b>Cuenta Financiera</b>           | <b>45.199</b>  | <b>-11.919</b> | <b>12.411</b> |

*Fuente: Elaboración propia en base a BCRA*

No obstante, lo realmente relevante es el margen. Si en vez de tomar el acumulado de la gestión, se analiza el acumulado del año (datos a Junio), la Cuenta Corriente Cambiaria se vuelve deficitaria en USD 2.647 Millones. Esto venía ocurriendo producto de un tipo de cambio atrasado que hacía volar las importaciones. Veremos cómo se acomoda la tendencia con un tipo de cambio un poco más elevado. En lo que respecta a la Cuenta Financiera, si tomamos los primeros seis meses del año, el superávit observado es de USD 11.237 Millones.

**Iván Cachanosky**

*Director del Departamento de Economía y Ciencias Sociales*

*Director de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas*

**ESEADE**

*Una Universidad  
libre como vos*