

Año 3 – N°101 09/10/2025

Informe Económico Semanal



El tercer salvataje: llegar a octubre y después vemos

La economía argentina transita nuevamente un período de alta tensión financiera y política. Luego de una breve etapa de calma durante unos meses luego de la salida del cepo de abril, la volatilidad cambiaria reapareció con fuerza en el marco del proceso electoral. Para contenerla, el Gobierno recurrió a una serie de medidas de emergencia que conforman lo que puede denominarse el tercer “salvataje” desde el inicio de la gestión.

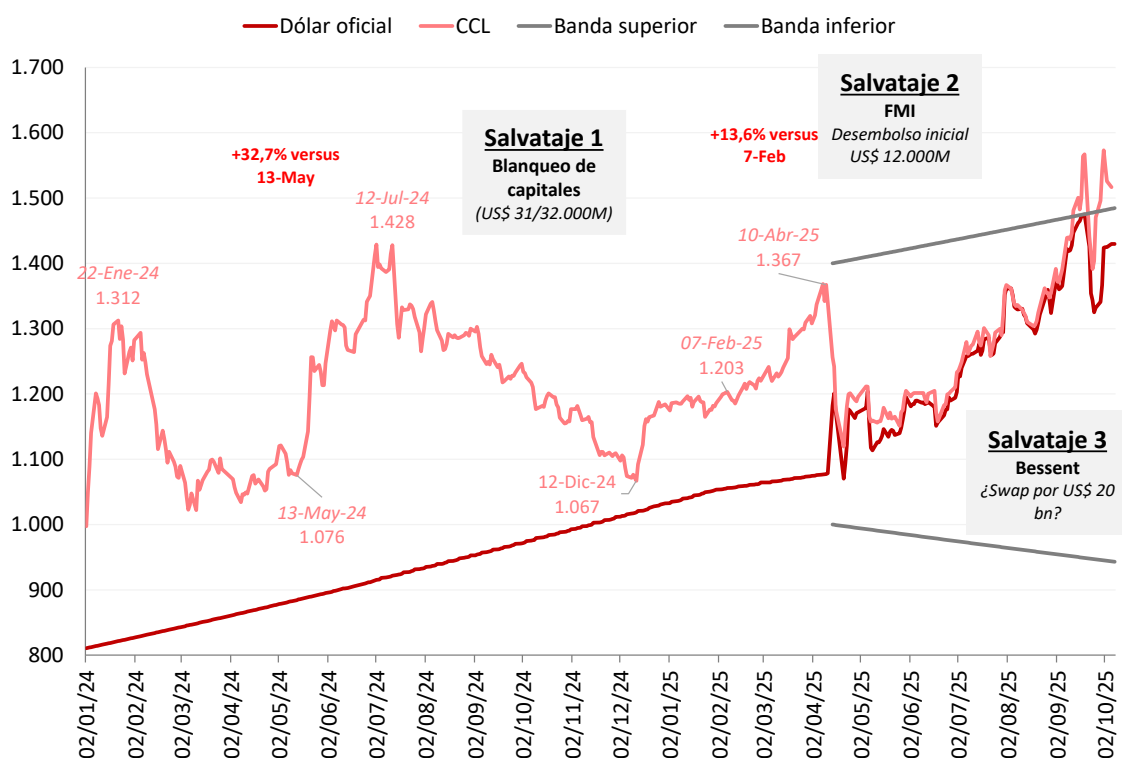
El anuncio del Secretario del Tesoro estadounidense, Scott Bessent, y la eliminación temporal de retenciones a la exportación hasta un tope de US\$ 7.000 millones aportaron oxígeno en el frente cambiario, permitiendo recomprar divisas. Sin embargo, la estabilidad actual es frágil y depende de factores transitorios: intervención oficial y el apoyo externo.

El desafío hacia adelante será doble. En el corto plazo, evitar una corrección desordenada del tipo de cambio antes de las elecciones. En el mediano, restablecer la confianza y reducir la dependencia de medidas discrecionales. Los resultados de octubre podrían definir si el país transita una etapa de normalización gradual o una nueva fase de inestabilidad.

El tercer salvataje: llegar a octubre y después vemos

Desde mediados de 2024, el Gobierno ha enfrentado episodios recurrentes de tensión cambiaria que fueron mitigados con instrumentos extraordinarios. En julio de ese año, el dólar paralelo había superado los \$1.400, pero el exitoso blanqueo de capitales —que atrajo entre US\$ 31.000 y US\$ 32.000 millones— estabilizó momentáneamente el mercado, llevando el tipo de cambio paralelo cerca de los \$1.000. Ese proceso marcó lo que denominamos el primer gran salvataje. Luego, en marzo/abril de este año, el mercado volvió a convulsionarse y el BCRA pasó a vender dólares a diariamente forzando el segundo gran salvataje de la gestión de Milei, el del FMI por unos US\$ 12.000 millones de desembolso inicial. Con ese salvataje, el gobierno aprovechó y desarmó el cepo cambiario (aunque parcialmente porque todavía existe cepo a la compra de dólares para las empresas) y estableció el régimen de bandas cambiarias.

GRÁFICO I: TIPO DE CAMBIO



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

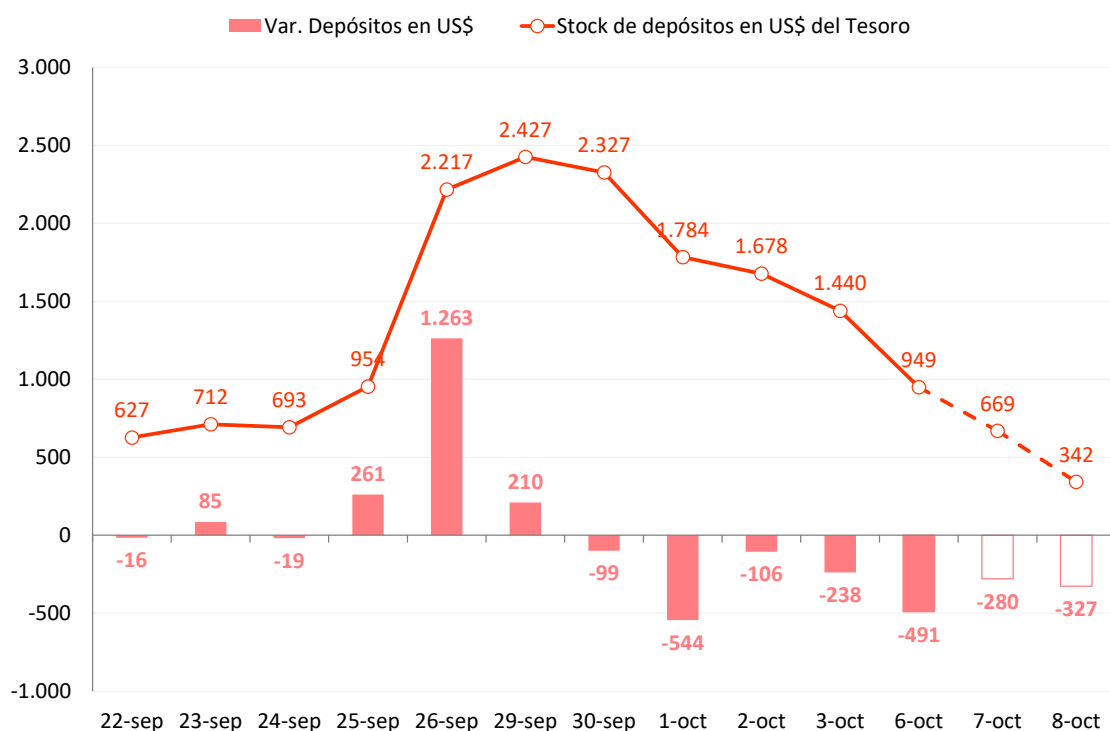
Hoy, el país atraviesa un tercer episodio de auxilio. El anuncio de Bessent y la suspensión de retenciones temporarias constituyeron un nuevo intento de reencauzar el flujo de divisas y anclar el tipo de cambio.

En la práctica, el Tesoro aprovechó la ventana para comprar US\$ 2.227 millones, equivalentes al 36% de lo liquidado por el sector agroexportador. No obstante, finalizado el beneficio impositivo, reanudó las ventas de divisas para mantener el tipo de cambio por debajo de los \$1.425/\$1.430. Este nivel se había convertido en una banda cambiaria informal, aunque no está claro por qué el Gobierno evitó que la cotización alcance la banda de intervención del BCRA. El día de hoy (9 de octubre) el Tesoro movió la banda informal a \$1.470, más cerca de la banda superior formal que está en torno a \$1.480.

La munición del Tesoro no es ilimitada. Al 6 de octubre, último dato oficial publicado por el BCRA, el Tesoro tenía US\$ 949 millones, perdiendo US\$ 491 millones respecto al día anterior, sugiriendo que vendió en torno a ese monto. Florencia Donovan, periodista de La Nación, suele informar a través de su cuenta de X las ventas de dólares del Tesoro diariamente y vienen siendo certeros los números que publica. Teniendo en cuenta los US\$ 280 millones del martes y los US\$ 327 millones del miércoles que supuestamente vendió el gobierno, solamente le quedaría un poder de fuego de US\$ 342 millones. Si a eso se suma que hay un vencimiento el 26 de octubre de US\$ 300 millones, el Tesoro tiene poco margen para seguir interviniendo.

GRÁFICO II: DEPÓSITOS DEL GOBIERNO EN US\$

En millones de US\$



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

La desagradable aritmética del "rulo"

La paradoja de los últimos meses es que, a pesar del notable ingreso de divisas por exportaciones, las reservas brutas apenas aumentaron. Nuestras estimaciones nos marcan que en septiembre la cuenta corriente habría sido positiva por más de US\$ 4.500 millones, aunque las reservas solo crecieron US\$ 387 millones. Para que la balanza de pagos cierre, la cuenta capital debió registrar un rojo cercano a US\$ 4.300 millones, lo que revela fuertes movimientos financieros compensatorios.

El factor explicativo central fue el incremento en la Formación de Activos Externos (FAE) del sector privado. Buena parte de los dólares ingresados por el agro fueron adquiridos nuevamente por privados, aprovechando el diferencial entre los tipos de cambio oficial y paralelo. Este arbitraje —conocido popularmente como rulo— erosionó la capacidad del BCRA y del Tesoro para comprar los dólares que liquidó el campo y alimentó las tensiones sobre la brecha cambiaria.

CUADRO I: CUENTA CAPITAL

En millones de US\$

	abr-25	may-25	jun-25	jul-25	ago-25	sep-25
Cuenta capital	14.003	-2.054	745	-2.434	1.702	-4.301
IED	-659	109	154	155	183	150
Inversión de cartera	-23	-2	-205	-60	-58	-46
Préstamos financieros	622	1.330	1.360	1.658	1.708	1.352
Operaciones con el FMI	12.396	0	0	0	2.073	0
Otros OO.II.	1.303	480	2.210	1.152	43	0
Otras operaciones del Sector Público	-154	-36	1.161	-2.711	-2	0
Formación de Activos Externos del Sector privado no financiero	-2.021	-3.226	-4.051	-5.432	-3.188	-6.640
Formación de Activos Externos del Sector financiero	2.861	-567	-1.274	408	576	884
Compra venta de títulos valores	-710	74	-43	79	5	0
Otros	387	-217	1.434	2.316	362	0

Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Política monetaria: del ancla desinflacionaria al estímulo de la actividad.

Durante la primera parte del año, la política monetaria se estructuró en torno a la desinflación como objetivo prioritario. Las tasas reales positivas y la absorción de pesos permitieron moderar el ritmo de aumento de precios, aunque a costa de una marcada contracción de la actividad entre mayo y julio.

Consciente del impacto político y social de la recesión, el Gobierno adoptó un giro pragmático. El BCRA pasó a fijar directamente la tasa de interés en la rueda de simultáneas, estableciéndola en 25% nominal anual, lo que arrastró hacia abajo el resto de las tasas del sistema financiero. En agosto la actividad pareciera haber crecido. Si bien todavía faltan datos oficiales, el IPI (industria) y el ISAC (construcción) fueron positivos y el IGA de OJF registró una suba de 0,7%, por lo que esperamos un rebote para este mes.

CUADRO II: SEMÁFORO DE ACTIVIDAD

Series desestacionalizadas – variación mensual

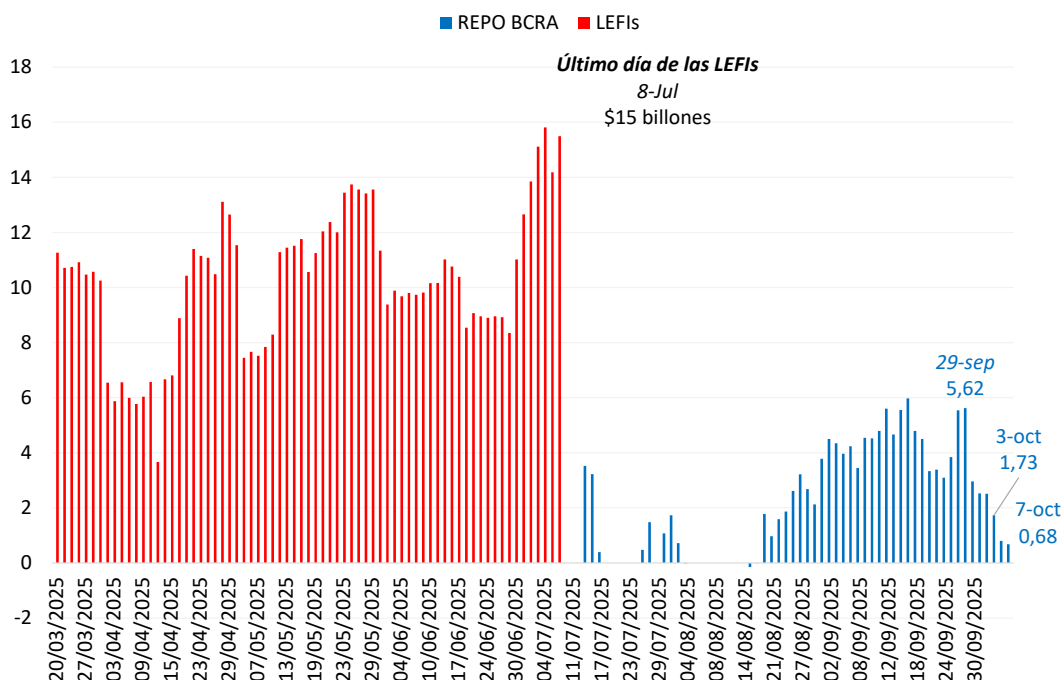
SECTOR	INDICADOR	feb-25	mar-25	abr-25	may-25	jun-25	jul-25	ago-25	sep-25
ACTIVIDAD Y EMPLEO	EMAE (INDEC)	0,7%	-1,7%	1,2%	-0,2%	-0,6%	-0,1%		
	IGA-OJF	1,6%	-2,1%	1,5%	-0,2%	0,4%	-0,6%	0,7%	
	Índice Líder (UTDT)	1,6%	-1,1%	1,0%	-0,9%	-2,2%	0,6%	-4,7%	
	Recaudación de impuestos ligados a la actividad (AFIP)	-3,8%	-2,8%	0,3%	-0,1%	6,2%	-4,3%	2,9%	-4,7%
CONSUMO	Confianza del consumidor (UTDT)	-0,3%	-6,7%	0,0%	3,1%	0,0%	2,0%	-13,9%	-0,3%
	Ventas minoristas (CAME)	-2,9%	0,1%	-1,8%	-6,7%	-6,7%	-5,7%	-2,2%	
	Ventas de consecionarias (ADEFA)	6,3%	0,7%	10,4%	2,4%	0,0%	-3,0%	0,1%	
	Patentamiento de motos (SIOMAA)	-12,1%	4,8%	6,2%	4,4%	-1,9%	3,8%	-5,0%	8,7%
INDUSTRIA	IPI (INDEC)	0,1%	-4,1%	2,6%	2,6%	-1,5%	-2,2%	0,6%	
	IPI (OJF)	0,3%	-3,9%	1,6%	0,9%	-0,7%	-0,4%	1,1%	
	IPI (FIEL)	0,2%	-1,0%	-0,9%	0,3%	-1,3%	-1,2%	1,0%	
	IPI-Minero (INDEC)	0,5%	-1,0%	0,9%	-0,9%	3,9%	1,6%		
	IPI-Pesquero (INDEC)	0,8%	-3,0%	-8,3%	-9,4%	-2,0%	8,3%	-1,8%	
	Producción de hierro (CAA)	23,7%	-17,8%	3,1%	-12,7%	-12,1%	3,9%	29,1%	
	Producción de acero (CAA)	7,1%	-10,9%	0,9%	6,1%	-6,6%	-1,5%	8,5%	
	Demanda de electricidad no residencial (CAMMESA)	0,6%	-1,5%	0,0%	-0,6%	0,7%	-0,3%	-0,2%	
	Producción de autos (ADEFA)	3,8%	-20,8%	20,5%	2,4%	-6,7%	-14,1%	0,2%	10,9%
CONSTRUCCIÓN	ISAC (INDEC)	2,0%	-3,7%	5,1%	-1,9%	1,2%	-1,9%	0,5%	
	Despachos de cemento (AFCP)	-2,0%	-9,3%	13,5%	-10,2%	8,4%	-1,9%	-3,9%	2,9%
	Producción de laminados no planos (CAA)	-4,2%	-17,2%	12,4%	6,3%	-31,7%	24,4%	-6,3%	
	Índice Construya (Grupo Construya)	7,4%	7,7%	10,5%	-12,1%	15,5%	-0,4%	-8,6%	1,1%
COMEX	Importaciones de bienes de capital - Cantidades (INDEC)	12,7%	-6,3%	1,2%	4,0%	3,0%	-1,0%	4,3%	
AGRO	Molienda de oleaginosas	-0,9%	1,8%	-11,3%	5,5%	9,8%	-4,2%		

Fuente: elaboración propia en base a diversas fuentes

El cambio de enfoque apunta a revitalizar la demanda interna sin provocar una aceleración brusca de la inflación. Sin embargo, esta política enfrenta una restricción severa: la escasez de liquidez. La combinación de ventas de dólares del Tesoro y de títulos dollar-linked por parte del BCRA para darle cobertura cambiaria al mercado generó una gran absorción de pesos, reduciendo el monto de REPOs del BCRA desde \$5,6 billones a apenas \$0,68 billones.

GRÁFICO III: LEFIS Y REPO DEL BCRA

En billones de \$



Fuente: elaboración propia en base a diversas fuentes

Escenarios post-electorales

A partir de noviembre se abre una nueva etapa cuya dirección dependerá del resultado electoral. Se pueden identificar dos escenarios dominantes:

Escenario 1 – Empate técnico (probabilidad 60 %)

Un resultado ajustado mantendría al oficialismo competitivo de cara a 2027 y probablemente sería bien recibido por los mercados. El Gobierno podría moderar su discurso y avanzar en un acuerdo político con el PRO que refuerce la gobernabilidad.

En materia cambiaria, esto permitiría eliminar las bandas cambiarias y convalidar una depreciación real del peso, aunque no debiera ser tan grande dado el resultado electoral, facilitando la recomposición de reservas. El riesgo país tendería a bajar y los activos locales recuperarían lo perdido.

Escenario 2 – Derrota amplia (> 5 p.p.) (40 %)

Una derrota clara del oficialismo podría reavivar la incertidumbre y generar una reacción adversa de los mercados. En este caso, el Gobierno enfrentaría fuertes presiones sobre el tipo de cambio, con escasa credibilidad para sostener las bandas actuales. De esta manera, también habría que reformar el régimen cambiario ya que no habría forma de sostener el tipo de cambio en estos niveles y con una desconfianza mayor del peso. En esta situación, será fundamental que el gobierno teja nuevas alianzas, no solo con el PRO, para poder hacer las

reformas estructurales de cara a un mayor dinamismo en la actividad económica que permita revertir el resultado en 2027.

ESEADE

*Una Universidad
libre como vos*