



# Informe semanal

Semana del 22 de septiembre

- Actividad • Consumo masivo •
- Retenciones 0% • Tasas de interés
- Salarios reales • ESF del Tesoro EE.UU.

#  
EDITORIAL

# Por dónde va Argentina

Se termina una semana muy movida en el frente económico. Dada la aceleración en la venta de reservas al final de la semana anterior, en ausencia de un shock fuerte sobre las expectativas, el lunes de esta semana la corrida contra las reservas y el tipo de cambio se habría profundizado. En nuestro Informe de la semana pasada señalábamos que la única vía para evitar una devaluación en el corto plazo era un apoyo financiero del Tesoro de Estados Unidos a través del *Exchange Stabilization Fund* (ESF). Ese respaldo al Gobierno argentino terminó explicitándose este mismo lunes en un contexto de urgencias extremas.

A la par, el Gobierno anunció una reducción temporal de derechos de exportación, que ya caducó tras alcanzarse el límite de registraciones contemplado en la medida (USD 7.000 millones). Esto implicará un fuerte volumen de liquidaciones y, consecuentemente, de oferta de divisas en los próximos días. Su costo fiscal, bajo el supuesto de que los precios de liquidación hubiesen sido los mismos en ausencia de la medida, asciende a USD.1.530 millones.

Asimismo, el BCRA volvió a intervenir en el mercado de operaciones simultáneas para reducir la tasa de interés, aprovechando la calma relativa en las expectativas de depreciación cambiaria.

## ¿Cómo sigue la historia?

Primero, lo ideal tanto para el Tesoro de Estados Unidos como para Argentina es que el compromiso de apoyo financiero actúe como estabilizador, y que nunca sea necesario materializarlo mediante un desembolso. Un préstamo efectivo implicaría costos políticos para el Gobierno de EE.UU. y un aumento significativo de la vulnerabilidad externa de Argentina. Habrá que ver cuánto dura el efecto sobre las expectativas.

Segundo, la aceleración de liquidaciones supone mayor oferta de divisas en el presente a cambio de menor oferta en los próximos meses. Es una apuesta a que el conjunto de medidas de esta semana logre también calmar la demanda de divisas hacia adelante. De hecho, al cierre de esta edición, el BCRA dispuso reinstaurar las restricciones a las personas humanas para la compra de dólar MEP de quienes accedan al mercado oficial, con el objetivo de morigerar una posible fuente de presión sobre la demanda de divisas durante los próximos tres meses.

Tercero, en un contexto de tanta volatilidad e incertidumbre, es difícil que la baja de tasas de interés en el mercado de operaciones simultáneas y en los plazos más cortos (cauciones) tenga un efecto simétrico al de la suba de semanas previas, luego del desarme de las LEFI. Es decir, resulta improbable que la baja se traslade de forma proporcional a una reducción del costo de fondeo para las empresas y de las tasas de préstamos o créditos al consumo. Esto ya comenzó a observarse durante la semana, como muestra detalladamente este Informe.

Por lo tanto, en el corto plazo lo esperable es que la economía real continúe con una trayectoria fría similar a la que venía mostrando; que las presiones en los frentes cambiario y financiero se moderen transitoriamente; que la inflación mensual se mantenga contenida por debajo del 2%; pero que persistan niveles de incertidumbre que impidan disiparlas del todo en la etapa post electoral. Con los anuncios de esta semana, el Gobierno obtiene algo de tiempo y mayor calma de cara a las elecciones legislativas nacionales del 26 de octubre.

LA ECONOMÍA MOSTRÓ SEÑALES DE ESTANCAMIENTO EN JULIO E INDICADORES DE CONSUMO MASIVO Y DE SALARIOS REALES EN RETROCESO. LIQUIDACIONES RÉCORD DEL SECTOR AGROEXPORTADOR POR RETENCIONES 0% QUE SE AGOTARON EN TRES JORNADAS. INTERVENCIÓN POLÍTICA Y COMPROMISOS DE ASISTENCIA FINANCIERA DEL TESORO AMERICANO A MILEI

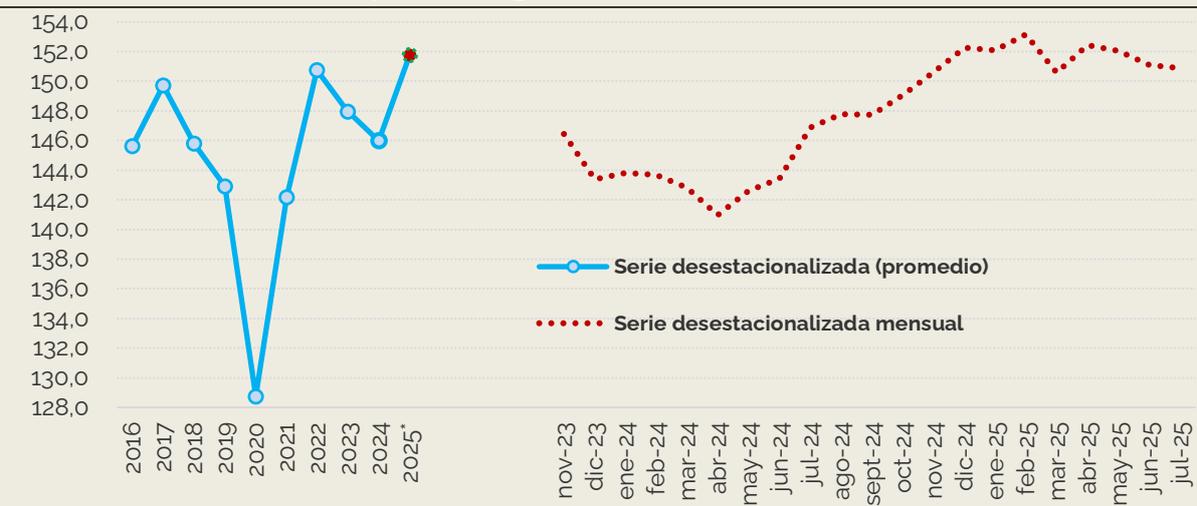
**La actividad económica en julio tuvo su segunda caída mensual consecutiva y moderó significativamente su recuperación respecto a un año atrás**

En julio la actividad económica, medida por el EMAE, volvió a registrar una caída (-0,1%) aunque algo menor a junio (-0,6%). En tanto, respecto de igual mes de 2024 moderó su suba al 2,7% (5,3% en junio), su novena alza interanual consecutiva pero la de menor magnitud desde octubre de 2024 (2,8%).

De este modo, el nivel de actividad de los primeros siete meses (151,8 puntos) se ubica apenas un 0,7% por encima del nivel máximo del año 2022 (150,8 puntos). A nivel sectorial, continúa la recuperación a nivel generalizado en la medición interanual, aunque a menor ritmo: de los 15 sectores que componen el indicador, 12 registraron crecimiento y los restantes 3 caídas respecto a julio de 2024.

**Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE)**

Serie desestacionalizada por año(\*) y mes

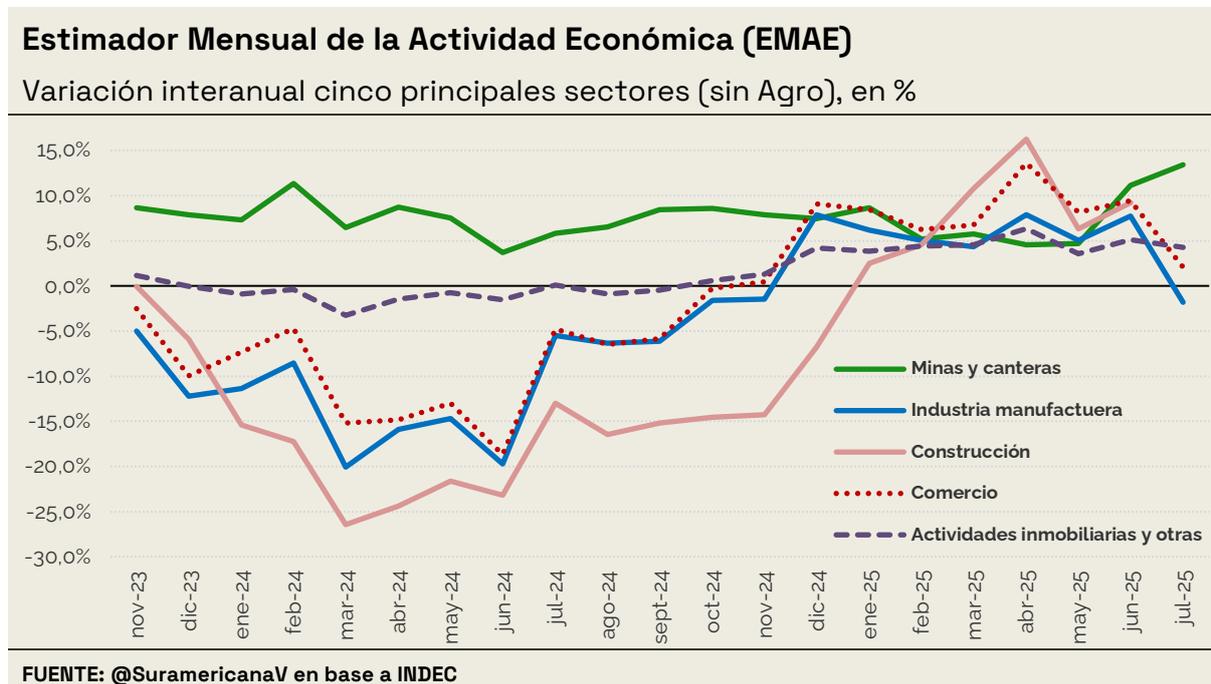


FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC. (\*) Promedio de la serie sin estacionalidad en base a datos mensuales

Entre los sectores que registraron la mejor performance se destacaron: Intermediación Financiera (23,2%), Hoteles y restaurantes (5,9%) y Comercio mayorista, minorista y reparaciones (2,1%). En tanto que los peores desempeños correspondieron a Electricidad, gas y agua (-2%) e Industria Manufacturera (-1,8%). Si bien por sexto mes consecutivo

desde enero de 2023 la Construcción registró un alza interanual, volvió a desacelerar su crecimiento al 3% en julio comparado con el 9,4% de junio.

Como ilustra el gráfico a continuación desde mayo pasado se verifica una moderación en el ritmo de crecimiento de los principales sectores, con excepción de la industria manufacturera que volvió a registrar una caída interanual del 1,8%, la primera desde noviembre de 2024.



Tal como anticipamos en anteriores informes, los próximos meses mostrarán una moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad interanual a partir del efecto combinado de una mayor volatilidad cambiaria y del alza del tipo de cambio en los últimos dos meses.

Para el año 2025, si se “congelara” el nivel de actividad a julio pasado, el crecimiento del PIB tendría un piso garantizado del 4% (“arrastre estadístico”), lo que está en línea con nuestro pronóstico para el resto del año (rango de 4-4,2%).

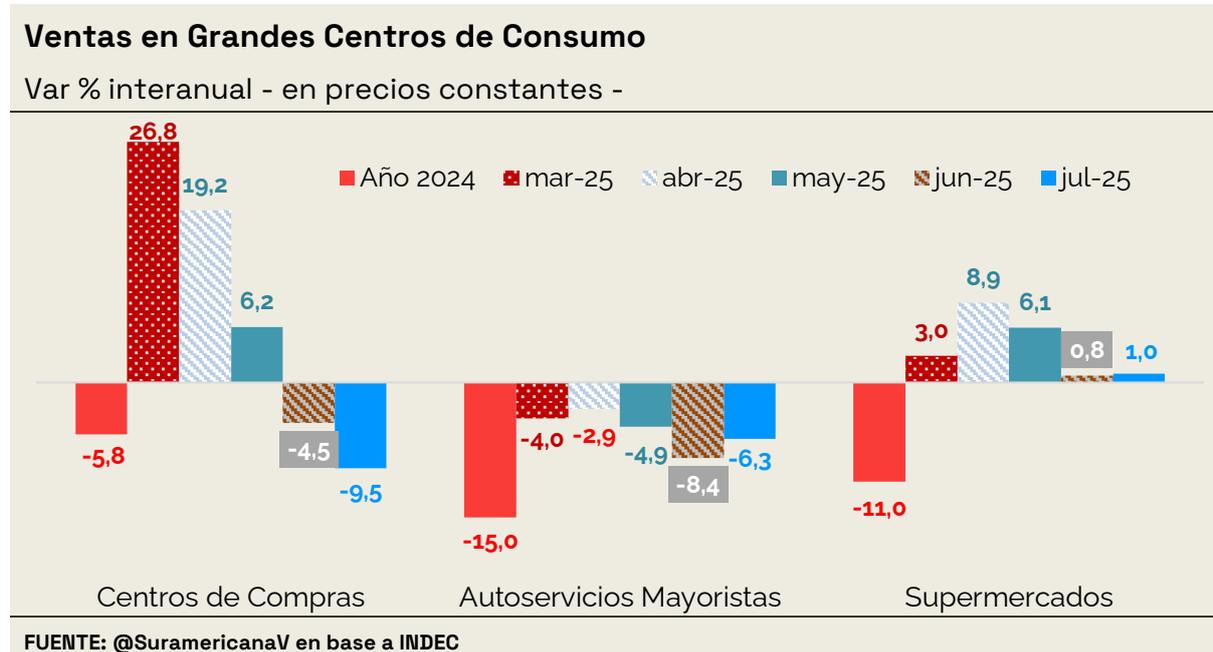


Los indicadores de ventas ligadas al consumo masivo de los hogares mostraron en el mes de julio el flujo desempeño que se viene observando desde abril pasado. Las expectativas empresariales se deterioraron en agosto

Los autoservicios mayoristas y centros de compras continuaron mostrando en julio caídas en términos reales de las ventas, del 6,3% y 9,5%, respectivamente. En tanto, las

ventas en supermercados tuvieron una ligera recuperación al crecer 1% interanual (vs 0,8% en junio).

El menor ritmo de crecimiento de los salarios en términos reales sumado al alza y volatilidad de las tasas de interés que se inició en julio siguió pesando y afectando la recuperación de las ventas de consumo masivo de los hogares e individuos.



Por otra parte, el lunes la “Encuesta de Tendencia de Negocios” del INDEC, que ofrece datos cualitativos sobre las perspectivas de los empresarios del sector, **mostró, con datos a agosto, un deterioro del indicador de confianza empresarial (ICE) que alcanzó el menor valor de 2025.**

Los principales componentes de la encuesta mostraron que **los empresarios esperan que el volumen de producción en los próximos tres meses, que su cartera de pedidos a agosto pasado se encontraba por debajo de lo normal y que sus stocks se encontraban por encima de los adecuados.**

En tanto, **consultados sobre el factor más importante que está limitando su capacidad para aumentar la producción los empresarios, los más citados fueron la demanda interna insuficiente (49,4%) y la competencia de productos importados (10,5%).**





## Liquidaciones del sector agroexportador, impulsadas por las retenciones 0% dispuestas en el Decreto 682/2025 publicado este lunes, superarán el récord del programa “Dólar Soja I” de septiembre 2023

Con datos al 23.9, previo al impacto del Decreto 682/25 que dispuso retenciones 0% para todas las exportaciones de granos y sus subproductos (y luego también de carnes por Decreto 685/25), las liquidaciones del sector agroexportador sumaban unos USD1.658 millones y totalizaban un promedio diario de USD97,5 millones (+20% respecto al promedio histórico 2014-24). Al entrar en vigencia el martes el Decreto 682/25, que estableció un límite temporal hasta el 31.10 o de USD7.000 millones de monto para las declaraciones juradas de ventas al exterior (DJVE), lo que sucediera antes, las cerealeras aceleraron en tiempo récord sus declaraciones y este miércoles por la noche ARCA informó por la red social X que se alcanzó el cupo de monto previsto por la norma.

### DJVE programa Decreto 682/2025

Datos al 25.9, en millones de toneladas y de USD

PRODUCTOS	VOLUMEN (TONS)	VALOR FOB (USD)
SUBPRODUCTOS DE SOJA	7.143.486	2.051.887.692
SOJA	5.127.740	2.000.720.740
ACEITE DE SOJA	1.521.787	1.566.469.739
TRIGO PAN	3.103.100	682.070.500
MAIZ	2.038.500	409.147.500
ACEITE DE GIRASOL	180.581	205.637.632
CEBADA FORRAJERA	315.300	70.311.900
SORGO	61.300	12.014.800
CEBADA CERVECERA	43.500	11.136.000
SUBPRODUCTOS DE GIRASOL	22.500	3.025.000
HARINA DE TRIGO	512	176.640
<b>TOTALES</b>	<b>19.558.306</b>	<b>7.012.598.143</b>

FUENTE: @SuramericanaV en base a Subsecretaría Mercados Agroalimentarios

De acuerdo a los datos informados por la Subsecretaría de Mercados Agroalimentarios, al jueves 25.9, las DJVE habían sumado cerca de 19,55 millones de toneladas por un valor de USD7.012 millones con el 80% de este total explicado por las declaraciones de soja y sus

**subproductos.** Como el Decreto exige liquidar al menos el 90% de las DJVE dentro de los siguientes tres días hábiles de su declaración, en ese plazo ingresarán al mercado de oficial de cambios (MULC) un mínimo de USD6.300 millones y un máximo de USD7.000 millones.

De este modo, el total de las liquidaciones en septiembre superaría los USD8.120 millones alcanzado durante la vigencia del programa “Dólar Soja I” en septiembre de 2022 dado que el mes cerraría con unos USD8.100/8.660 millones de acuerdo a la velocidad en que se liquiden las DJVE en el mercado de cambios.



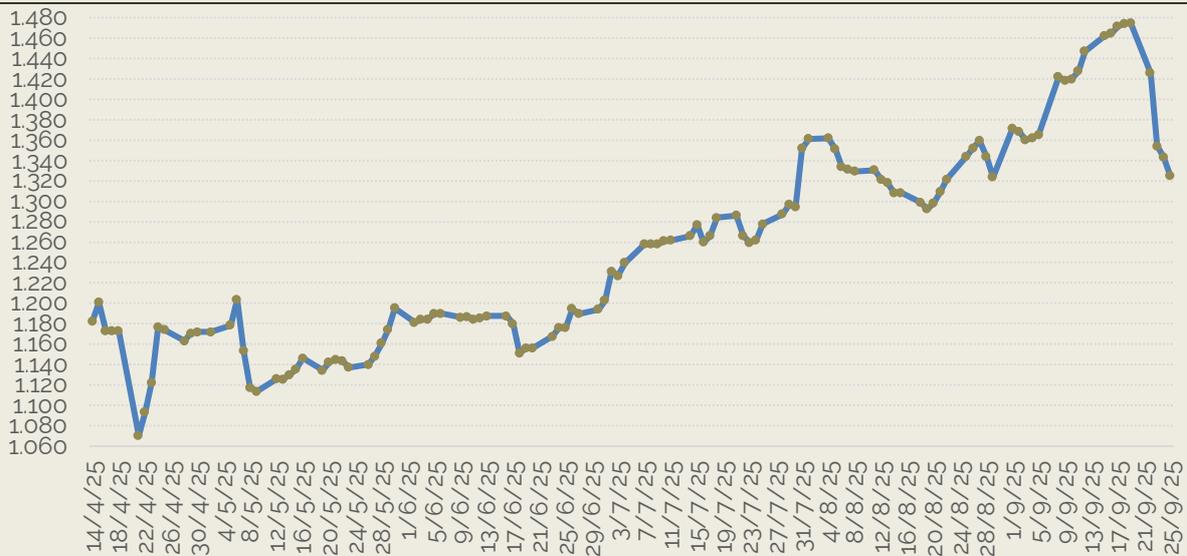
El tipo de cambio oficial de contado retrocedió a los valores previos a las elecciones bonaerenses. Las tasas de interés de corto plazo vuelven a caer a partir de una nueva intervención del BCRA en el mercado de operaciones simultáneas que llevó la tasa a un nivel inferior al que pagaban las LEFI

El tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a \$1.325,08, unos \$150 por debajo de la semana previa (-10,1%) y retrotrajo el alza en el mes a apenas un 0,1%. El efecto combinado de los anuncios de apoyo político y financiero del Tesoro estadounidense sumado a la rebaja temporal a 0% de las retenciones influyeron decisivamente en la dinámica de precios del mercado oficial de cambios.



### Tipo de cambio B.C.R.A. A3500

Datos diarios, pesos por USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA

De esta manera el tipo de cambio se ubica en niveles similares a los observados a fines de agosto, antes que se celebraran las elecciones bonaerenses el domingo 7 de septiembre

pasado. En la jornada de este jueves se operó un monto récord (desde el 14.3) de US\$938 millones y el precio del dólar bajó apenas un 1,3% por lo que las mayores liquidaciones fueron compensadas con compras del sector privado (y probablemente del Tesoro, a confirmar en las próximas jornadas cuando se publiquen sus depósitos en dólares).

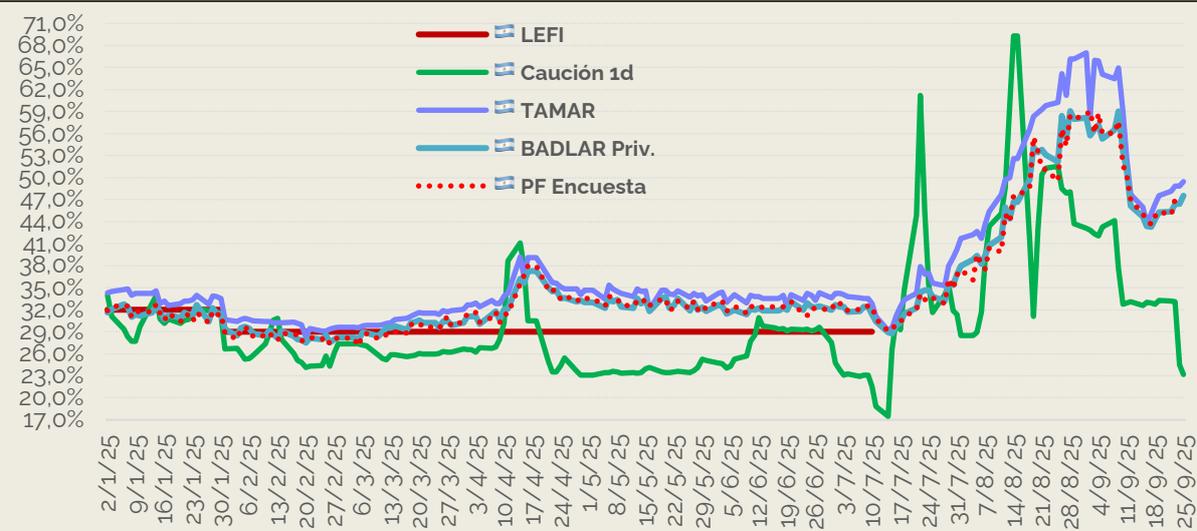
En tanto, en el mercado de futuros todos los contratos con vencimiento de partir de diciembre siguen cotizando con una “prima” creciente (promedio 2,5%) respecto al valor del techo de las bandas cambiarias para esos meses.

Así, los agentes económicos siguen descontando un ajuste de las bandas cambiarias cambiario con posterioridad a los comicios del 26 de octubre próximo. Con los precios de cierre del jueves las tasas implícitas en pesos se negociaron con rangos de TNA 69,8% para fines de octubre y de TNA 41,5% para fines de junio de 2026.

En tanto, a partir de este miércoles el B.C.R.A. decidió bajar nuevamente unos 10 p.p. la tasa de las “operaciones simultáneas” en el mercado BYMA al 25% anual (comparado con el 45% luego de las elecciones bonaerenses), llevando a que la tasa de caución a un día se ubique alrededor de TNA23%. Sin embargo, dado el alto nivel de encajes y la volatilidad de las últimas semanas, el resto de las tasas pasivas de plazo fijo de referencia se ubican en torno a TNA47% y aumentaron cerca de unos 3 p.p. desde la baja de tasas operadas por el B.C.R.A. lo que sugiere cierto comportamiento defensivo de las entidades para proteger la estabilidad de su fondeo.

### Tasas de interés “pasivas” de referencia

Datos diarios, en T.N.A.(%)



FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA y BYMADATA

Como contrapartida esta baja en la tasa operada por el BCRA, al no estar acompañada por una disminución de los elevados niveles de encajes bancarios (superiores al 50% para los depósitos a la vista) no se trasladó al costo de financiación de las empresas.

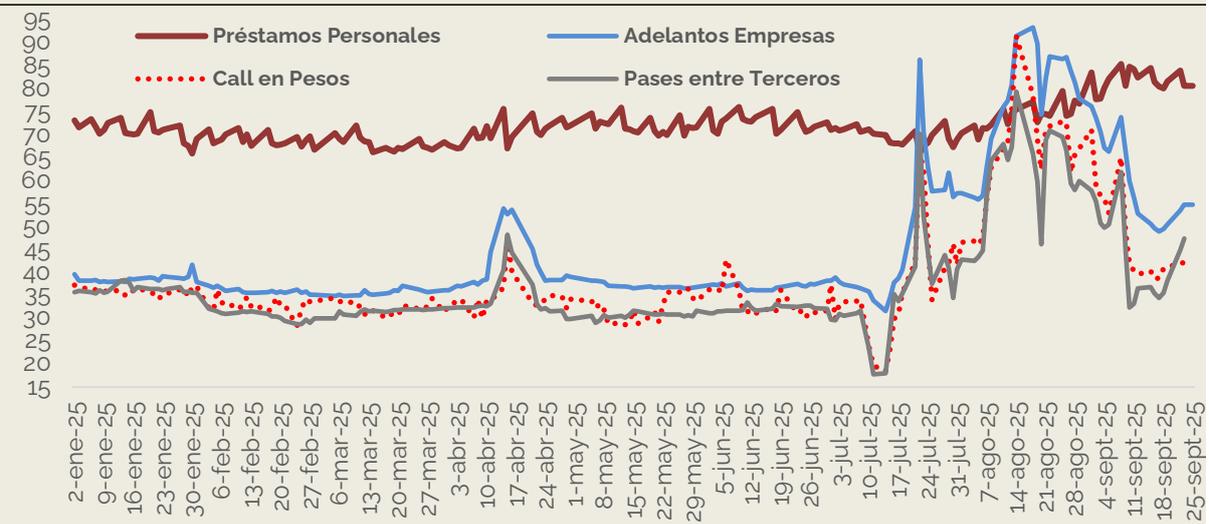
En este sentido, la tasa de adelantos en cuenta corriente se ubican ahora en torno a TNA55% y, si bien cayeron unos 35 p.p. desde sus máximos de hace un mes, igualan el nivel observado a fines de julio pasado.

En tanto, las financiaciones a individuos vía **préstamos personales se mantienen en torno a TNA80%** y apenas retroceden unos 5 p.p. desde sus máximos, situándose en un nivel similar al observado en mayo de 2024 cuando la nominalidad de la economía era mucho más alta (tasa mensual de inflación del 7% vs el 2% actual) y la tasa real que pagaban los tomadores de crédito era negativa. El elevado nivel de la tasa real no solo dificulta las posibilidades de recuperación del consumo sino que también se refleja en un aumento en la morosidad del sistema financiero.

El último Informe de Bancos publicado por el BCRA dio cuenta de un **aumento en la morosidad de los créditos a las familias que escalaron al 5,6% del total de la cartera de las entidades**, un nivel que supera los registros de la pandemia y es el más elevado en los últimos 15 años.

### Tasas de interés “activas” de referencia

Datos diarios, en T.N.A.(%)



FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA

**Los datos referidos a salarios del sector formal de la economía (SIPA y RIPTE) siguen mostrando una notoria desaceleración en el ritmo de recuperación, en términos reales, respecto a los de un año atrás**

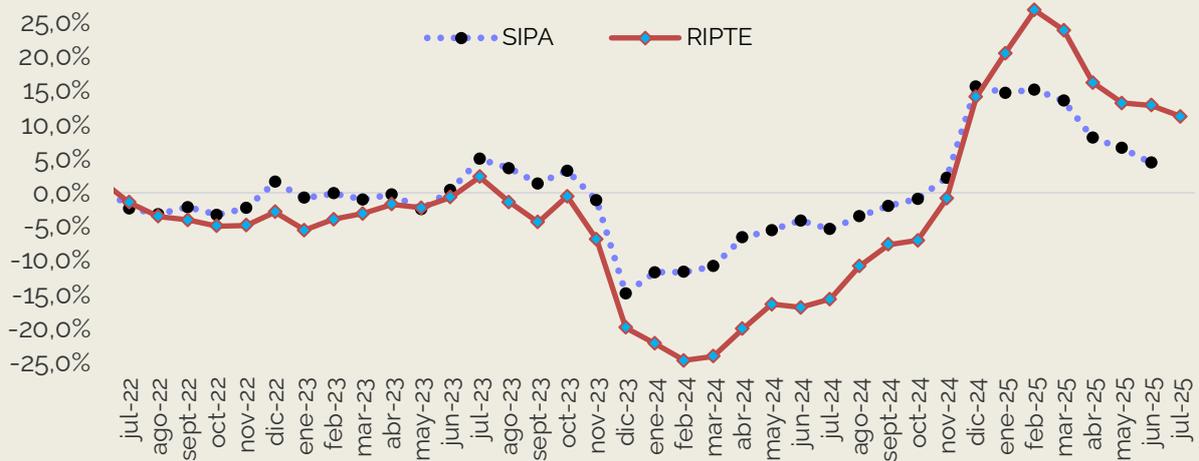
En la última semana se conocieron dos indicadores que, a pesar de sus diferencias metodológicas y de cobertura y plazo de los datos, permiten observar la dinámica de los salarios en la economía. **La Remuneración Imponible Promedio (RIPTE) correspondiente al**

mes de julio de 2025 totalizó \$1.510.680 y subió en términos nominales un 2,9% respecto al mes previo (+1,0% real) mientras que si se considera la variación en términos reales respecto a igual mes de 2024 la suba nuevamente se moderó al totalizar un 11,2% (a junio era de 12,9%).

La recuperación iniciada desde el piso de febrero de 2024 sigue perdiendo impulso en cuanto al ritmo de mejora aún cuando el dato del RIPTE de julio se encuentra un 5,5% por encima, en términos reales, del nivel observado en noviembre de 2023. En tanto, en la comparación contra diciembre de 2019 todavía se mantiene una pérdida, en términos reales, del 3,9%.

### Remuneración bruta asalariados registrados del sector privado (SIPA) y Remuneración imponible promedio (RIPTE)

Variación interanual en términos reales (%)



FUENTE: @SuramericanaV en base a Ministerio de Capital Humano e INDEC

Por su parte, los datos del SIPA referidos a junio pasado muestran similar dinámica: mejora real del 1,1% respecto al mes previo y del 4,4% respecto a un año atrás que se modera respecto al 6,6% de mayo.

### Consideraciones sobre el Fondo de Estabilización Cambiaria (ESF) a través del cual el gobierno de Trump otorgaría apoyo financiero al país

Luego de la reunión bilateral de presidentes en la ciudad de New York, el pasado martes el secretario del Tesoro americano **Scott Bessent** emitió un comunicado distribuido a través de la red social X en el que principalmente manifestó “...El Departamento del Tesoro de los Estados Unidos está listo para comprar bonos denominados en dólares de la Argentina y lo hará según lo requiera la situación. También estamos preparados para otorgar un crédito stand-by significativo. El Tesoro está actualmente en negociaciones con funcionarios argentinos para una línea de swap de 20 mil millones de dólares con el

**Banco Central. Inmediatamente después de la elección, comenzaremos a trabajar con el gobierno argentino en sus pagos de capital”.**

**El Fondo de Estabilización Cambiaria (ESF por sus siglas en inglés) fue creado por ley del Congreso en 1934 y modificado en 1970, y tiene por objeto “comprar o vender divisas, mantener activos en divisas estadounidenses y Derechos Especiales de Giro (DEG), y proporcionar financiación a gobiernos extranjeros”. Todas las operaciones del ESF requieren la autorización expresa del Secretario del Tesoro, aunque por ley tiene considerable discreción en el uso de los recursos.**

**El ESF puede realizar tres tipos principales de operaciones: compra o venta de divisas, adquisición o uso de DEG, y préstamos o créditos a gobiernos o entidades extranjeras. Asimismo, el FSE puede celebrar swaps de depósito con el Sistema de la Reserva Federal (sin operaciones desde 1992).**

### Principales activos del Fondo de Estabilización Cambiaria (ESF)

*Datos al 31.7.2025. En millones de USD y en % del total*

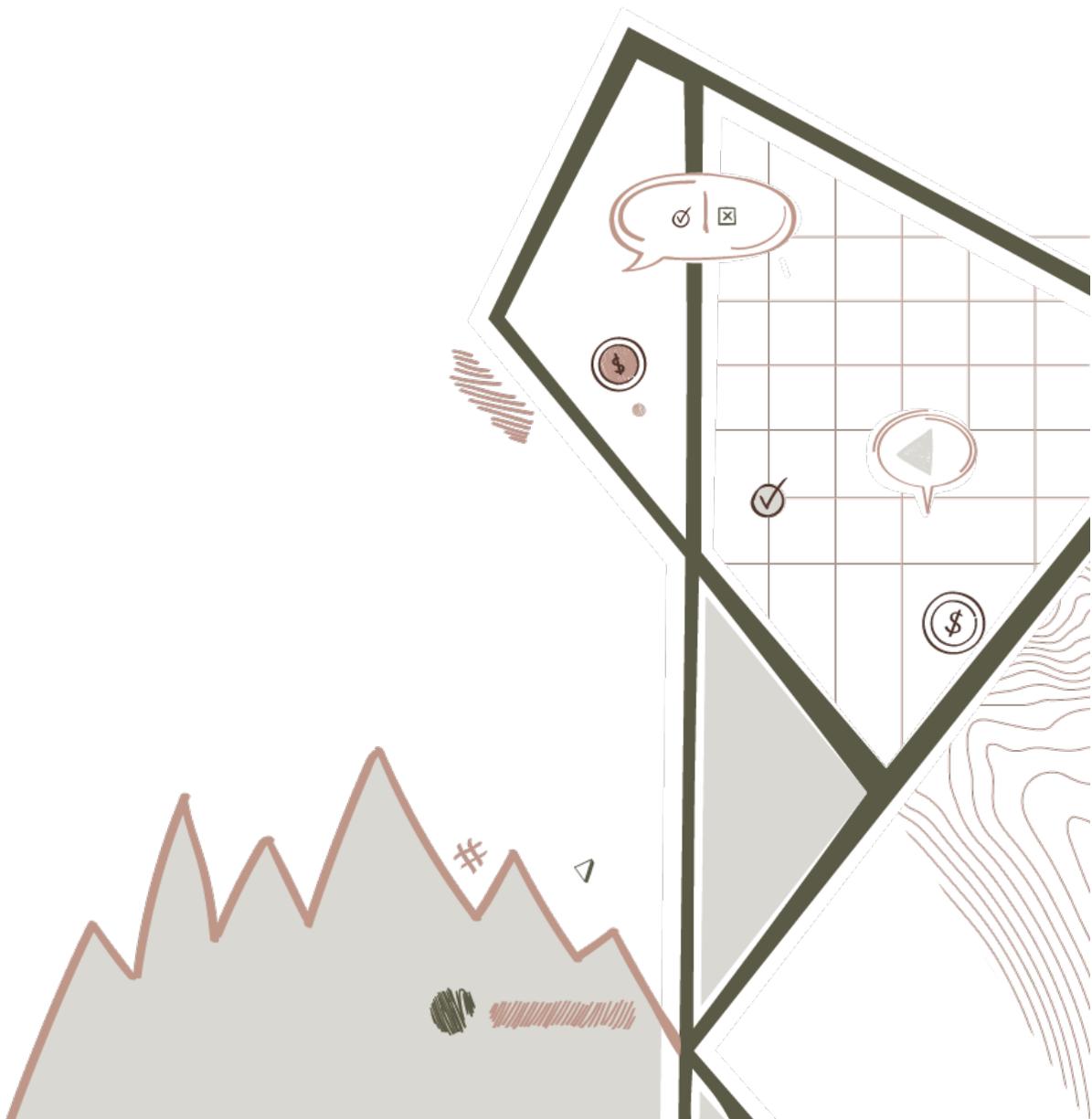
	En millones de USD	En %
Tenencias de DEGs	173.695	79,1%
Obligaciones del Tesoro no negociables	21.862	10,0%
Otras inversiones	16.554	7,5%
Moneda extranjera y otros activos	5.723	2,6%
SalDOS disponibles en Dólares	1.626	0,7%
<b>Total de Activos del ESF</b>	<b>219.461</b>	<b>100%</b>

FUENTE: @SuramericanaV en base a US Treasury Department

**De acuerdo con el último reporte mensual de julio pasado, el ESF poseía activos por unos USD220.000 millones, aunque los recursos más “líquidos” sumaban algo menos de USD7.350 millones (saldos en dólares e inversiones con plazo menor a tres meses en euros y yenes).**

**Considerando que el único monto revelado por el Tesoro refiere a un posible acuerdo de swap cambiario por cerca de USD20.000 millones con la Argentina, vale la pena destacar que el único acuerdo de este tipo que tiene vigente el ESF es con México por unos USD9.000 millones. El mismo se originó en el año 1994, se utilizó un máximo de USD11.500 millones en 1995 que fue repagado totalmente en 1997 y desde entonces se ha ido renovando en forma anual por el monto actualmente vigente sin que se hayan efectuado giros de esos fondos.**

En las semanas siguientes a la elección del 26 de octubre sabremos si el anuncio de respaldo resulta suficiente para estabilizar las condiciones financieras y se consolida una baja del riesgo país (este jueves cerró en 977 pbs) o el Tesoro americano deberá desplegar alguna de las herramientas de asistencia prometidas.



# Resumen mercados internacionales<sup>(\*)</sup>

(\*) cierres al jueves 25.9

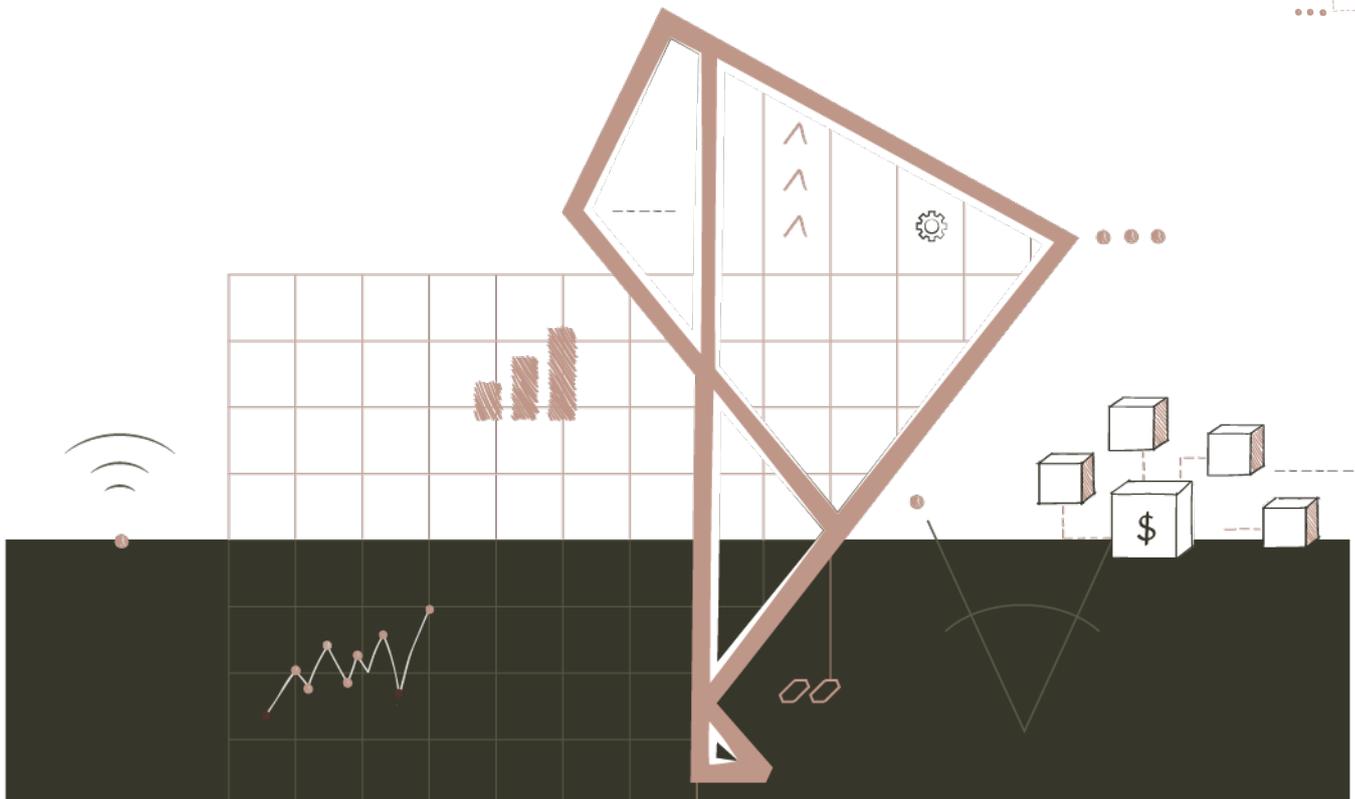
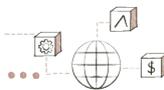
Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año
FED	4,13%	0	-21 pbs	Oro	3.780,50	3,8%	43,8%
1M	4,24%	4 pbs	-16 pbs	Petróleo	65,22	2,6%	-9,1%
3M	4,04%	1 pbs	-33 pbs	Gas Natural	2,95	0,3%	-18,9%
6M	4,01%	20 pbs	-23 pbs	Trigo	143,29	0,4%	-4,5%
1Y	3,68%	7 pbs	-48 pbs	Maíz	131,67	0,2%	-7,4%
10Y	4,18%	7 pbs	-40 pbs	Soja	275,42	-2,5%	1,4%

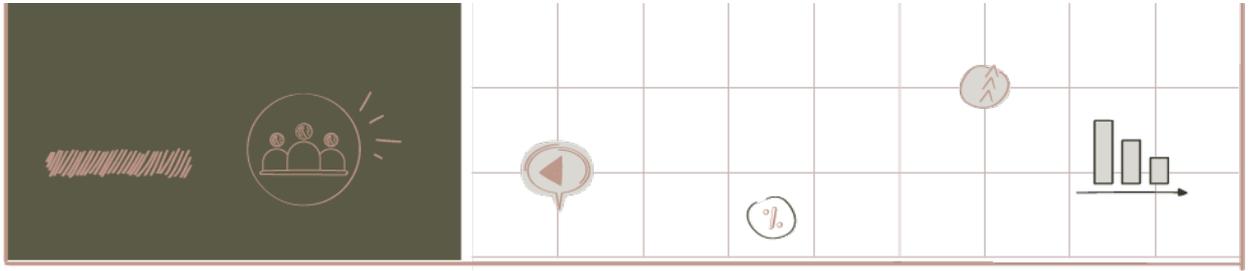
  

Monedas		Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año
	1,1671	-1,3%	12,2%	Dow Jones	45.947,32	-0,4%	8,0%
	1,3343	-2,1%	6,3%	S&P 500	6.604,72	-0,4%	12,3%
	149,79	2,0%	-4,6%	NASDAQ	22.384,70	-0,4%	15,9%
	7,1333	0,4%	-2,3%	Shenzhen	13.445,90	2,8%	29,1%
	5,3632	1,0%	-13,2%	IBOVESPA	145.306,23	-0,1%	20,8%
	1337,00	-9,3%	29,7%	S&P BYMA	1.767.848,42	4,3%	-30,2%

Tasas Argentinas		TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs			977	342 pbs	CCL	1.396,47	-10,0%	17,6%
Caucción 1d	23,16%	26,06%		-1579 pbs	MEP	1.381,25	-9,9%	17,7%
BADLAR Priv.	47,50%	59,45%		2235 pbs	Turismo	1.722,61	-10,1%	28,3%
TAMAR Priv.	49,44%	62,35%		2403 pbs	BCRA	1.325,08	-10,1%	28,3%
TM20 Priv.	48,31%	60,61%		2351 pbs	ROFEX Dic '25	1.487,50	-8,3%	17,2%
PF Personas	49,05%	61,74%		2465 pbs				





# Equipo de trabajo



Fundador y Presidente:

Martín Guzmán

Elaboración del informe:

Martín Guzmán, Guillermo Hang, Ramiro Tosi

---

DISCLAIMER: La información contenida en este documento se produce solamente con fines informativos y no constituye una oferta de compra ni una solicitud para vender, ni constituye base para ningún contrato o compromiso alguno que se adopte en materia de inversión.

---

**SUR**  
AMERICANA

 +54 9 2216 00 5547

 [info@suramericanavision](mailto:info@suramericanavision)

