

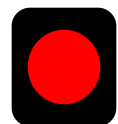


Panorama macroeconómico

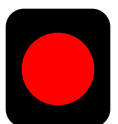
SEPTIEMBRE 2025



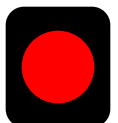
EL SEMÁFORO DE LA ECONOMÍA DURANTE SEPTIEMBRE



El tipo de cambio oficial tocó el techo de la banda cambiaria y el BCRA vendió unos USD1.100 MM. El régimen de retenciones cero junto al anuncio del Tesoro americano lograron moderar la suba acumulada en el mes al 3,2%. Se reimpusieron controles a personas humanas que accedan al mercado oficial y luego busquen arbitrar la brecha contra los dólares MEP/CCL.



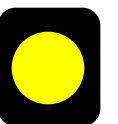
Liquidaciones récord (USD7.108 MM) de los agroexportadores a partir de la corta vigencia temporal de las retenciones cero. Nuevo déficit de la cuenta corriente cambiaria del B.C.R.A. que acumula en el año un déficit de USD2.465 MM. Continuó la formación de activos externos (FAE) en el mes (USD3.188M) y acumuló USD17.920M desde la salida del cepo para personas humanas.



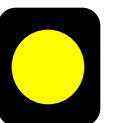
La volatilidad cambiaria impactó en el riesgo país que cerró el mes en 1.222 pbs (cerca de similar nivel al de un año atrás) y aleja las chances de acceso a los mercados de deuda internacionales durante 2026.



El BCRA bajó otros 10 p.p. la tasa de operaciones simultáneas, que se ubican ahora en 25% anual, pero las tasas activas todavía no retroceden a los valores previos al desarme de las LEFI en julio pasado



Todos los puntos de venta volvieron a mostrar menores ritmos de caída en julio, pero sin evidenciar todavía una recuperación de las ventas en términos reales, salvo Supermercados (+0,1%).

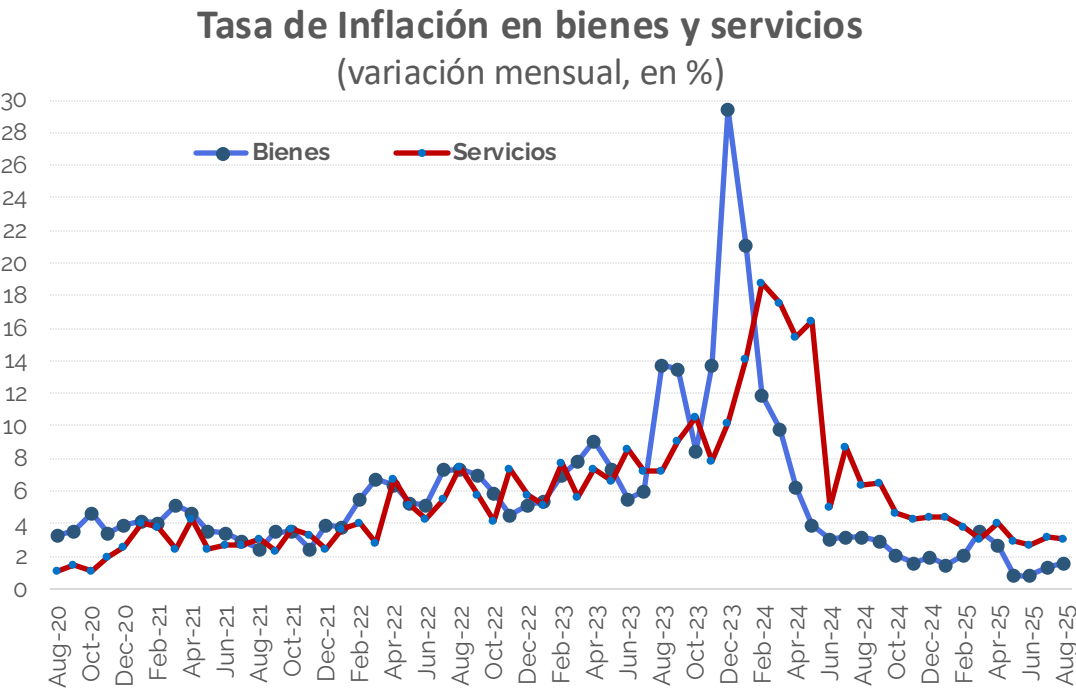


El último dato del SIPA (junio) mostró un alza real (1,1%) luego de tres caídas consecutivas. Sin embargo, en niveles reales los salarios están apenas 1,2% por encima de noviembre '23 y 1,5% debajo de junio '19.

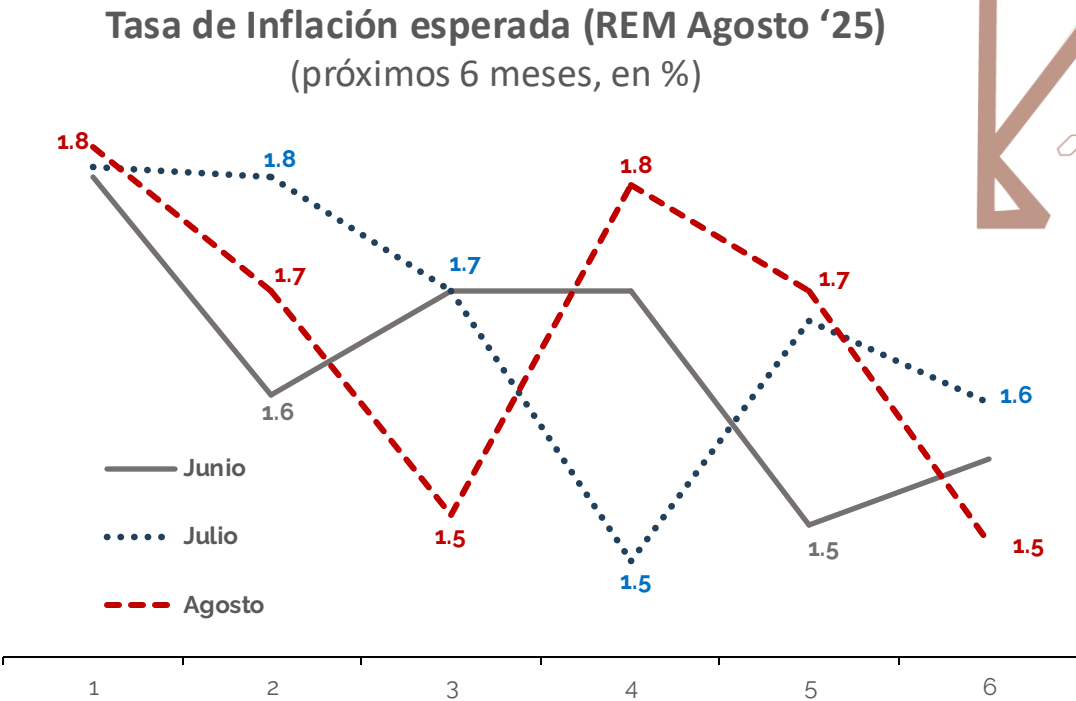


Nuevo superávit primario durante agosto a pesar de una expansión (en términos reales) del 2,3% del gasto primario y una caída del 1,3% en los ingresos totales.

SEPTIEMBRE VOLVERÍA A MOSTRAR INFLACIÓN MAYOR AL 2%, LUEGO SERÁ CLAVE CÓMO SE REDEFINA EL RÉGIMEN CAMBIARIO Y MONETARIO



Fuente: @SuramericanaV en base a INDEC



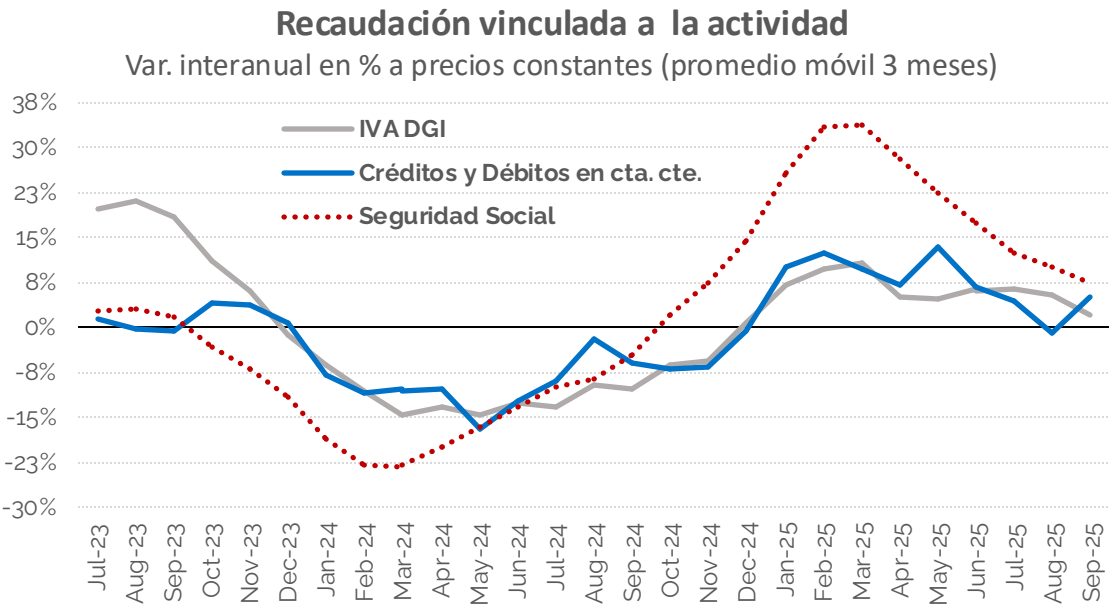
Fuente: @SuramericanaV en base a BCRA

En agosto la tasa de inflación mensual igualó el 1,9% del mes previo a pesar del alza del 4,9% promedio a lo largo del mes del dólar oficial. En tanto, continuó su descenso en la medición interanual desde 36,6% en julio al 33,6% en julio (el menor registro desde julio de 2018).

Continúa la tendencia de una lenta baja de la inflación a partir de un descenso más rápido en los precios de los bienes (+1,3% promedio últimos 3 meses) respecto a los servicios (+2,9% promedio últimos 3 meses). El nuevo impulso del tipo de cambio luego de las elecciones bonaerenses probablemente hará que la inflación vuelva a superar el nivel del 2%.

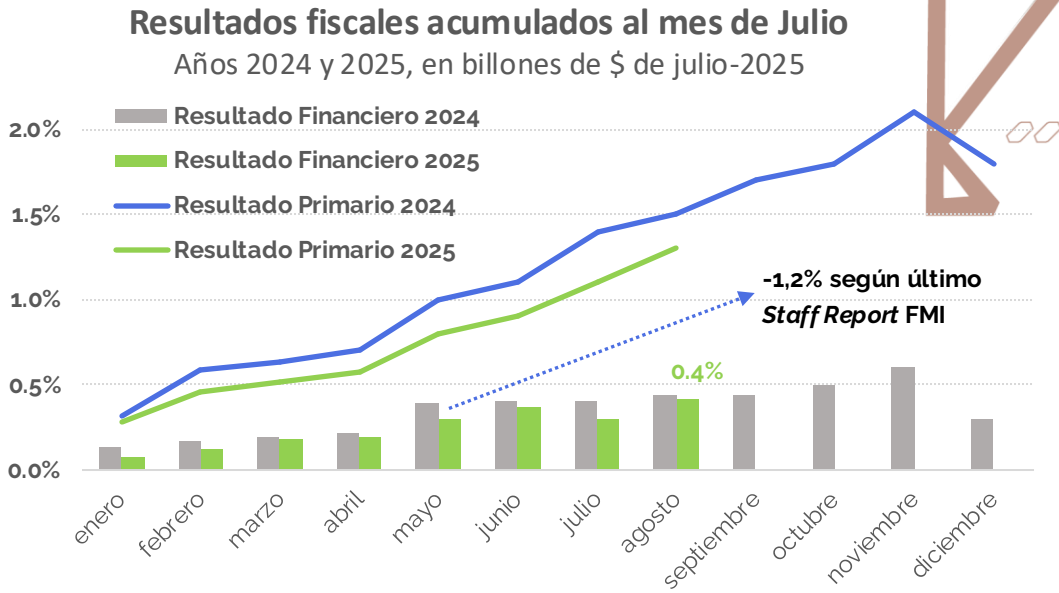
Los datos del REM de Agosto (último publicado al 4.9) mostraron una expectativa de inflación del 2% para agosto y una tasa mensual que oscilará en los próximos seis meses alrededor del 1,7% promedio. El año 2025 cerraría en el 28% anual.

SE MANTIENE EL ANCLA FISCAL CON EXPANSIÓN REAL DEL GASTO Y MAYOR MODERACIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA RECAUDACIÓN TRIBUTARIA



Fuente: @SuramericanaV en base a ARCA e INDEC

- La recaudación vinculada al nivel de actividad si bien continúa mostrando variaciones positivas, en términos reales, respecto a igual período de 2024 continúa evidenciando señales de desaceleración.
- En el caso del IVA DGI continúa la moderación, con una tasa de crecimiento de 1,9% en el último trimestre móvil, afectada por el enfriamiento de la actividad en los últimos meses.
- Los ingresos vinculados a la Seguridad Social crecen 7,5% en el último trimestre, desde tasas de crecimiento superiores al 33% en los meses de febrero y marzo.



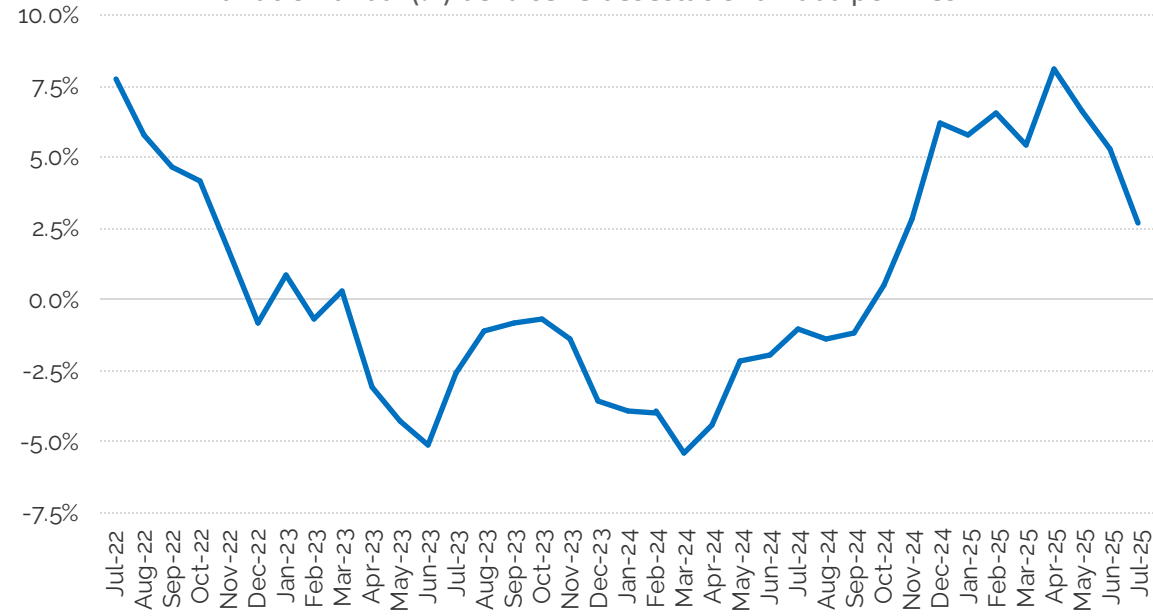
Fuente: @SuramericanaV en base a ARCA e INDEC

- Agosto volvió a mostrar superávit primario y financiero (de acuerdo a la metodología del Tesoro, que no computa la capitalización de las LECAP como intereses) y acumuló en 2025 un 1,3% del PIB y 0,4% del PIB, respectivamente. A diferencia de igual período de 2024, hubo un aumento real en el gasto primario (2,3%).
- Al observar la evolución del gasto, se destaca la reducción de subsidios a la energía como la principal partida del ajuste fiscal (-95% real i.a. en agosto). Los gastos de capital caen casi 14% en el acumulado a agosto de 2025.

LA ECONOMÍA EVIDENCIA SEÑALES DE ESTANCAMIENTO A PARTIR DE LA POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL CONTRACTIVA Y LA VOLATILIDAD FINANCIERA

Estimador Mensual de la Actividad Económica

Variación anual (%) de la serie desestacionalizada por mes

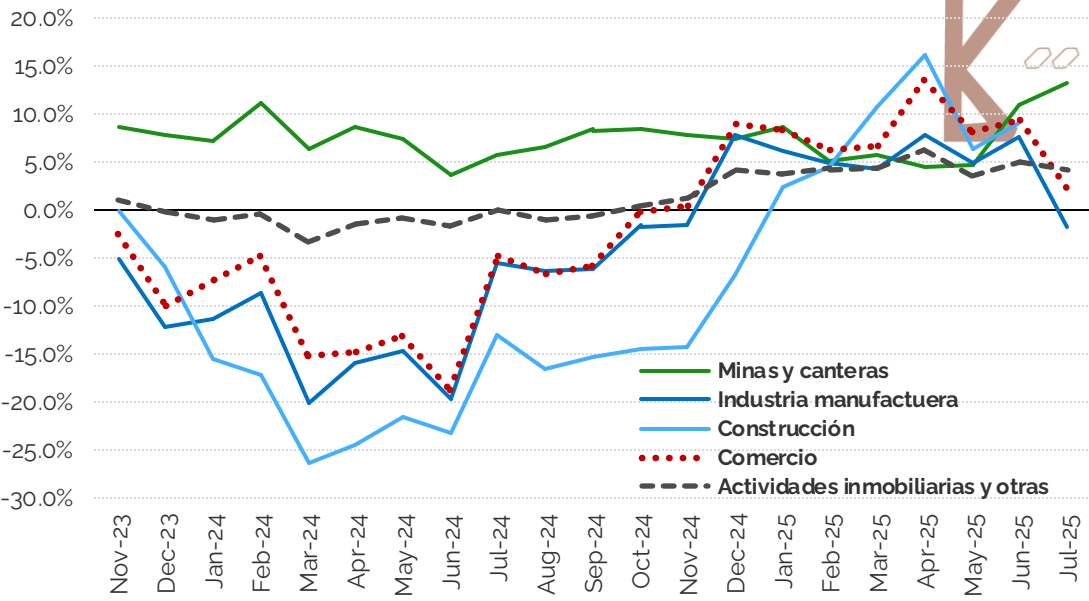


Fuente: @SuramericanaV en base a INDEC

- En julio la actividad económica, medida por el EMAE, cayó 0,1% respecto a junio de 2025, la quinta caída del año y la tercera en forma consecutiva. En tanto, respecto a julio 2024 el alza se moderó al 2,7% sin estacionalidad comparado con el 5,3% del mes previo.
- En base trimestral, el segundo trimestre cayó un 0,1% luego del alza del 0,9% en el primer trimestre de 2025.
- El arrastre estadístico para 2025 se redujo al 4,0%, unos 1,4 p.p. menor al PIB proyectado en el Presupuesto 2026.

Estimador Mensual de la Actividad Económica

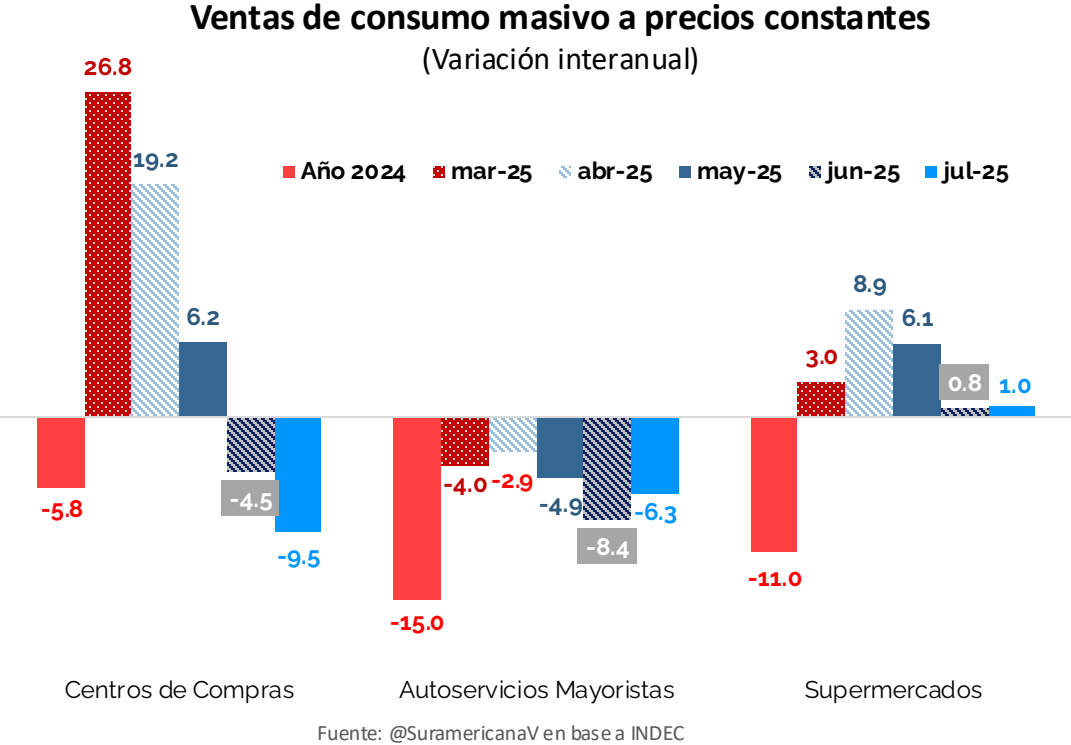
Variación interanual en % , principales 5 sectores sin Agro



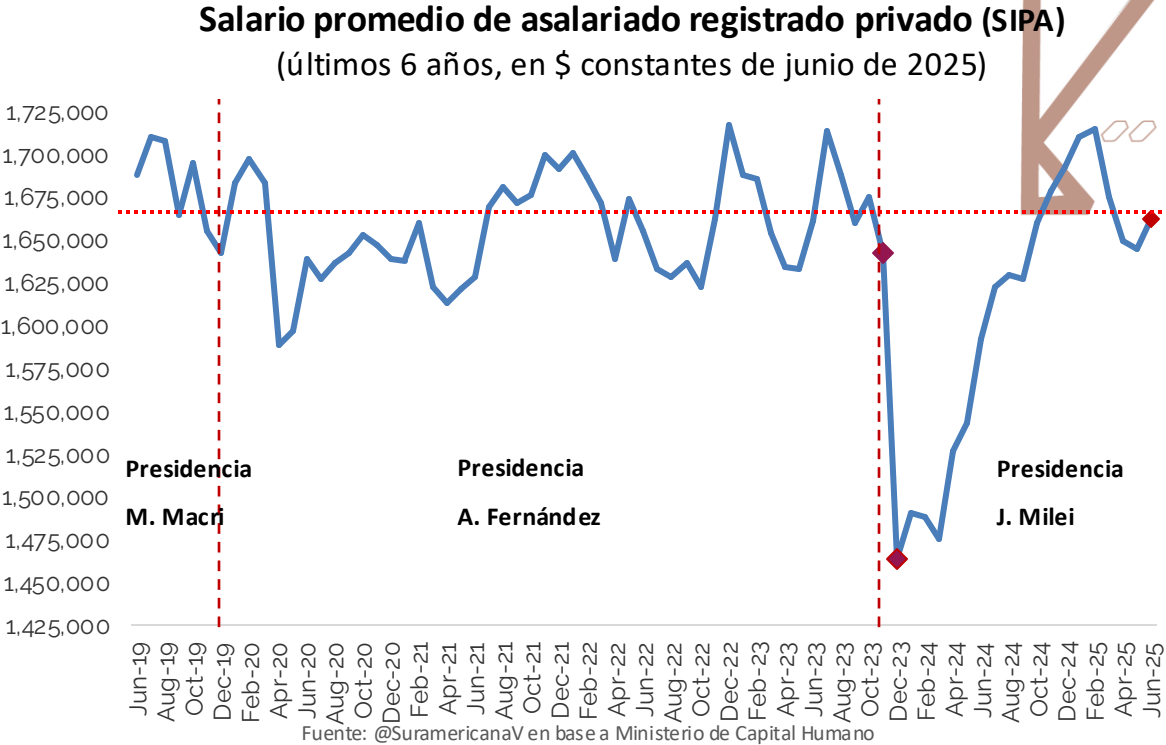
Fuente: @SuramericanaV en base a INDEC

- Los datos interanuales muestran una **reducción en el ritmo de crecimiento de la mayoría de los sectores.**
- En julio se destacaron los crecimientos de Intermediación financiera (23,2%) y Comercio mayorista, minorista y reparaciones (2,1%). Por octavo mes consecutivo, desde marzo de 2023, la Construcción registró un alza interanual, pero a un ritmo del 3% (menor al 9,2% observado en junio).

EL CONSUMO SIGUE AFECTADO EN SU RITMO DE RECUPERACIÓN Y LOS SALARIOS PROMEDIO REGISTRADOS SIGUEN EN BAJOS NIVELES REALES



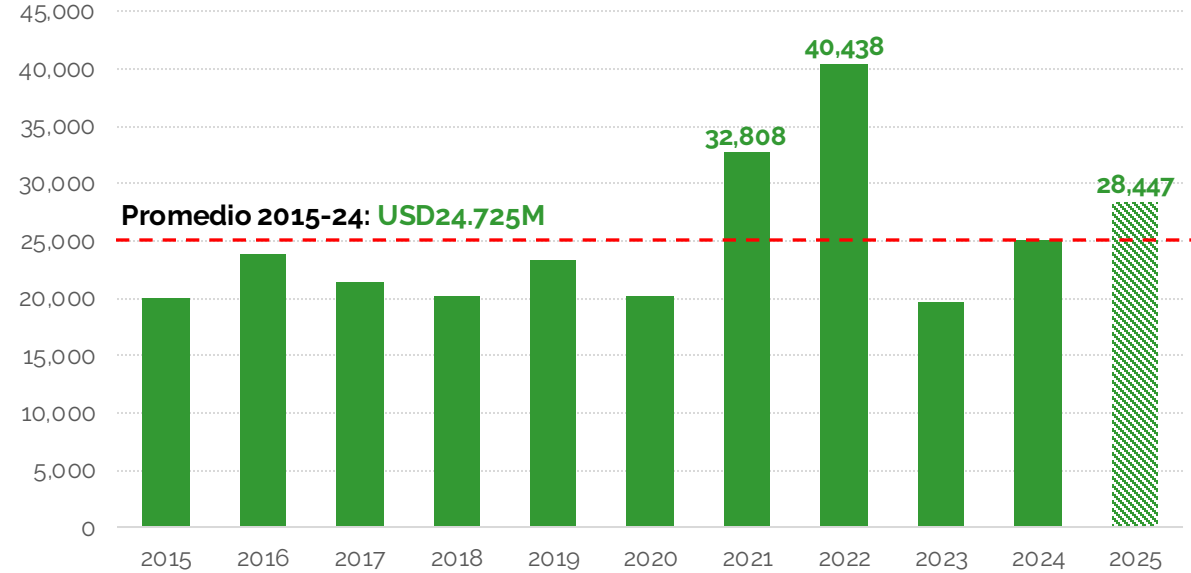
- Todos los puntos de venta volvieron a mostrar menores ritmos de caída en julio, pero sin evidenciar todavía una recuperación positiva de las ventas en términos reales, salvo Supermercados (+0,1%).
- El menor ritmo de recuperación de los salarios reales y la caída del ingreso disponible de los individuos y hogares sigue pesando en la pobre dinámica de los principales canales de consumo.



- En junio el salario promedio de los salarios del sector privado, ajustado por estacionalidad (SIPA) sumó \$1.689.826 y subió en términos reales 1,1% respecto al mes previo e interrumpió tres meses consecutivos de caídas mensuales durante 2025.
- En niveles, el SIPA de junio cayó 1,7% respecto a diciembre de 2024 y se encuentra apenas un 1,2% por encima de los niveles de noviembre 2023. En tanto, respecto a junio 2019 todavía está un 1,5% por debajo.

RÉCORD DE LIQUIDACIONES POR LA CORTA VIGENCIA DE LA BAJA DE RETENCIONES AL 0%. VOLUMEN ALTO EN EL MULC CON INTERVENCIÓN BCRA

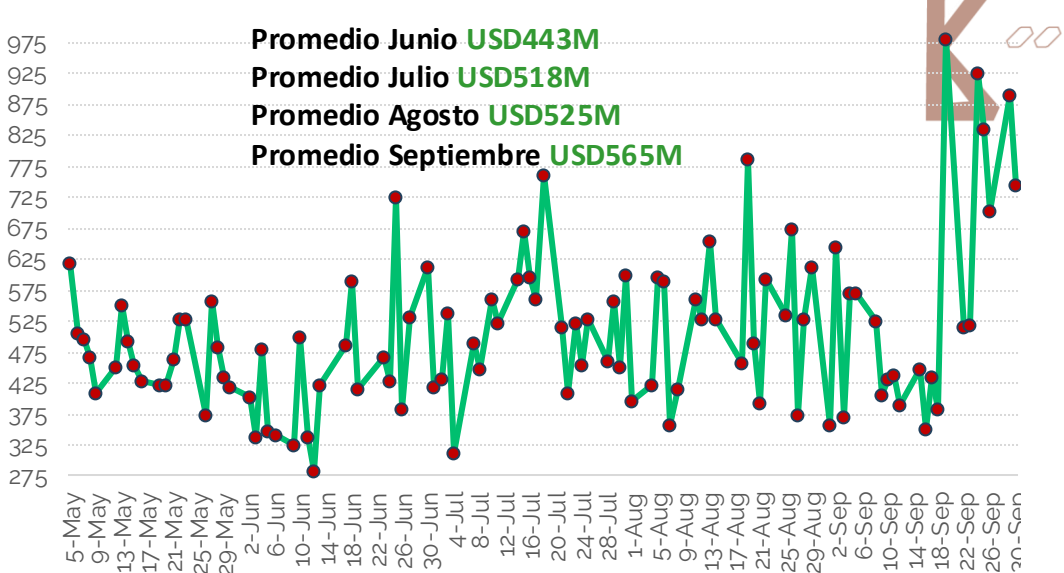
Liquidación de divisas sector agroexportador
(totales por año^(*), en millones de USD)



Fuente: @SuramericanaV en base a CIARA-CEC. Para 2025 acumulado a Septiembre

- En septiembre las liquidaciones sumaron USD7.108 millones, un 291% mayores a agosto y 201% superior al promedio de los últimos 10 años (USD2.360 millones).
- La rebaja de retenciones al 0% impulsó la venta en cinco jornadas de unos USD5.450 millones y llevó a que el total acumulado en el año sume USD28.447 millones, siendo la tercer cifra más alta de los últimos 10 años, cuando restan tres meses de ventas del sector.

Volumen operado en el M.U.L.C.
(saldo diario, en millones de USD)

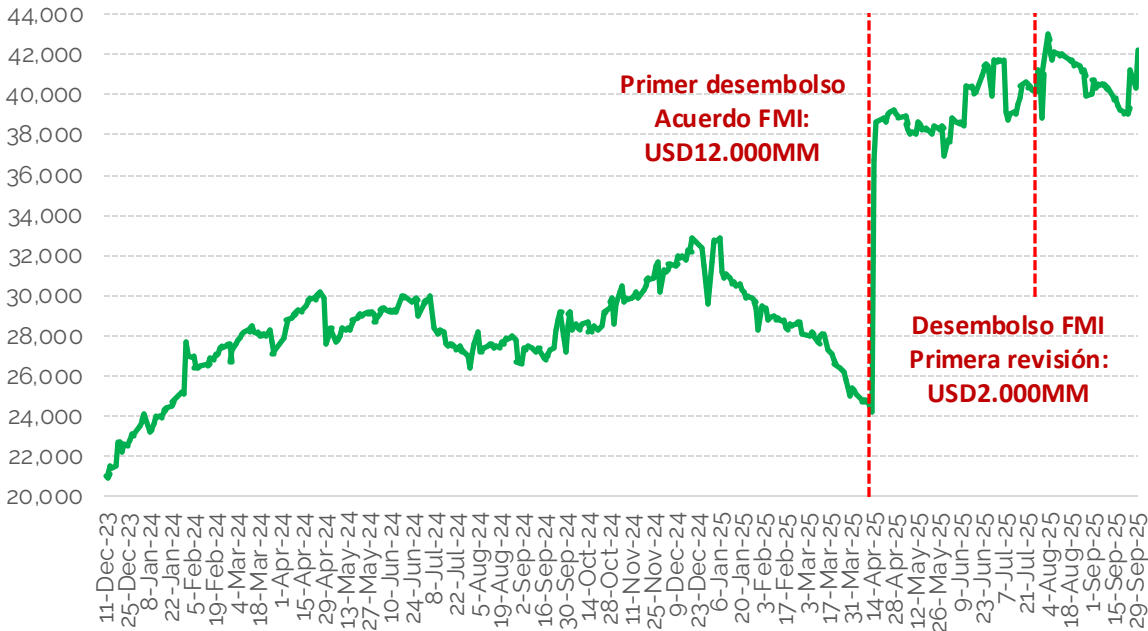


Fuente: @SuramericanaV en base a A3 Mercados

- Durante tres jornadas del mes el BCRA intervino en el MULC para evitar que el dólar oficial superara el techo de la banda cambiaria.
- El volumen operado promedio diario de septiembre alcanzó los USD565 millones (+7,7% mensual) con picos de operaciones en las últimas jornadas a partir de las liquidaciones de los exportadores dentro del plazo de vigencia de las retenciones 0%.

LAS RESERVAS SIGUEN SIN RECUPERARSE MÁS ALLA DE LOS DESEMBOLSOS DE ORGANISMOS INTERNACIONALES. VENDE EL BCRA Y COMPRA EL TESORO

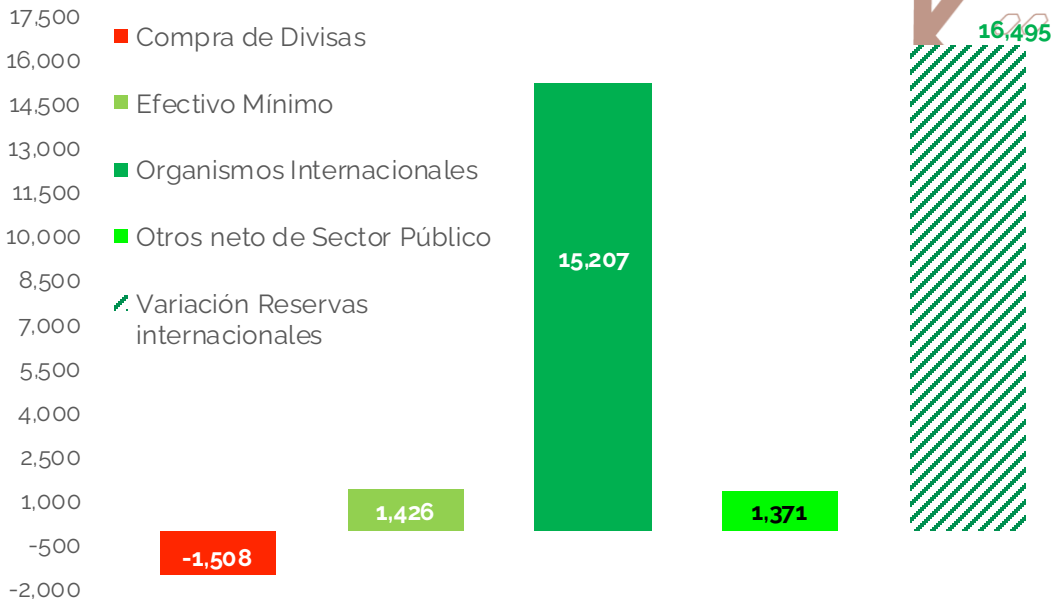
Reservas internacionales brutas del BCRA
(total diario, en millones de USD)



Fuente: @SuramericanaV en base a BCRA con datos al 7.8

- Las reservas brutas del B.C.R.A. al 30.9 totalizaban unos USD42.231 millones y acumularon una baja de USD808 millones desde el segundo desembolso del FMI (4.8).
- EL BCRA vendió en tres jornadas del mes unos USD1.110 millones que luego el Tesoro logró compensar con compras en el MULC (estimadas en unos USD2.205 millones) a partir de las liquidaciones de las cerealeras durante la vigencia de las retenciones cero.

Factores variación de reservas brutas del B.C.R.A.
(acumulado desde 14.4.25, en millones de USD)



Fuente: @SuramericanaV en base a BCRA. Datos al 26.9

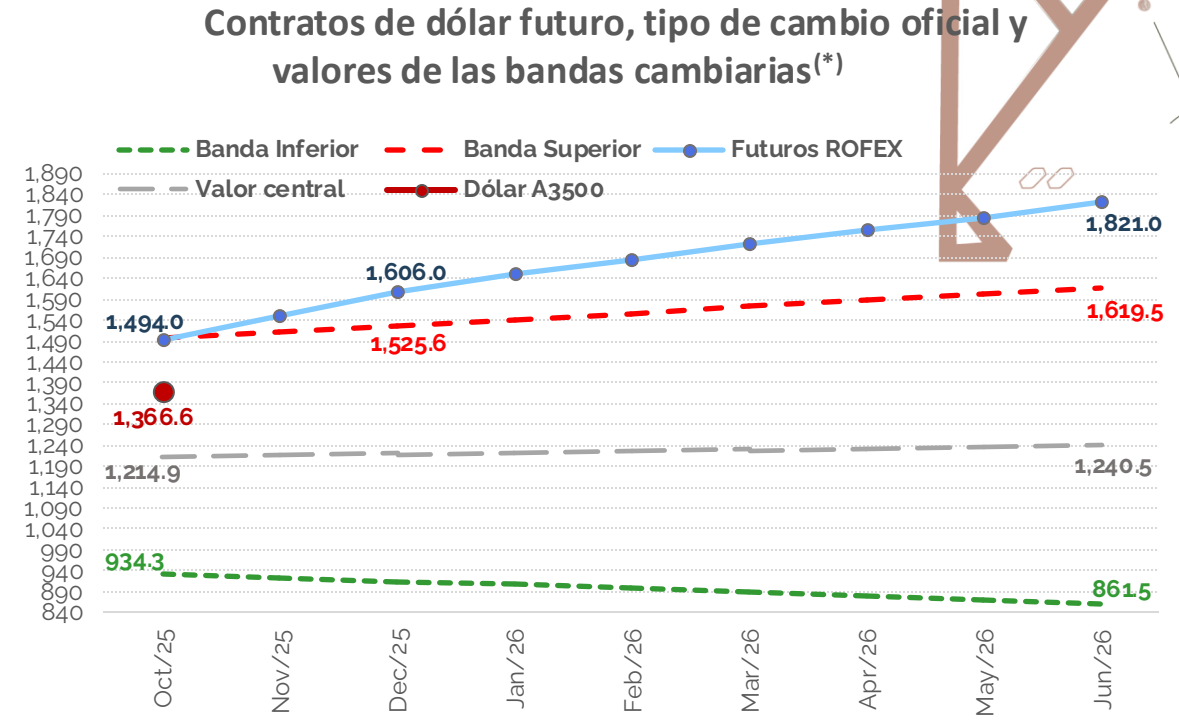
- Desde el día previo al desembolso inicial del acuerdo con el FMI (15.4) y hasta el pasado 26.9 las reservas brutas acumularon una suba de USD16.495 millones.
- La recuperación, a diferencia del año 2024, se explica casi en su totalidad por el programa de endeudamiento con el FMI y los desembolsos de otros organismos internacionales durante el período analizado que lograron compensar las ventas del BCRA (USD1.508 millones).

INTERVENCIONES DEL B.C.R.A. PARA MODERAR LA SUBA DEL DÓLAR OFICIAL NO LOGRAN ANCLAR EXPECTATIVAS SOBRE EL RÉGIMEN CAMBIARIO FUTURO



(*) Datos al 29.8 Fuente: @SuramericanaV en base a BCRA

- A mediados de mes el dólar oficial tocó la banda superior (\$1.475) y el BCRA intervino con ventas por USD1.100 en tres jornadas. Luego se anunció las retenciones 0% y el apoyo del Tesoro y se logró revertir gran parte de la suba del mes que se moderó al 3,2%.
- Una nueva presión dolarizadora y la menor potencia de los anuncios comenzaron a revetir la baja del dólar. El BCRA **reimpuso los controles a personas humanas a la compra en dólar oficial y su posterior venta en mercado MEP/CCL.**

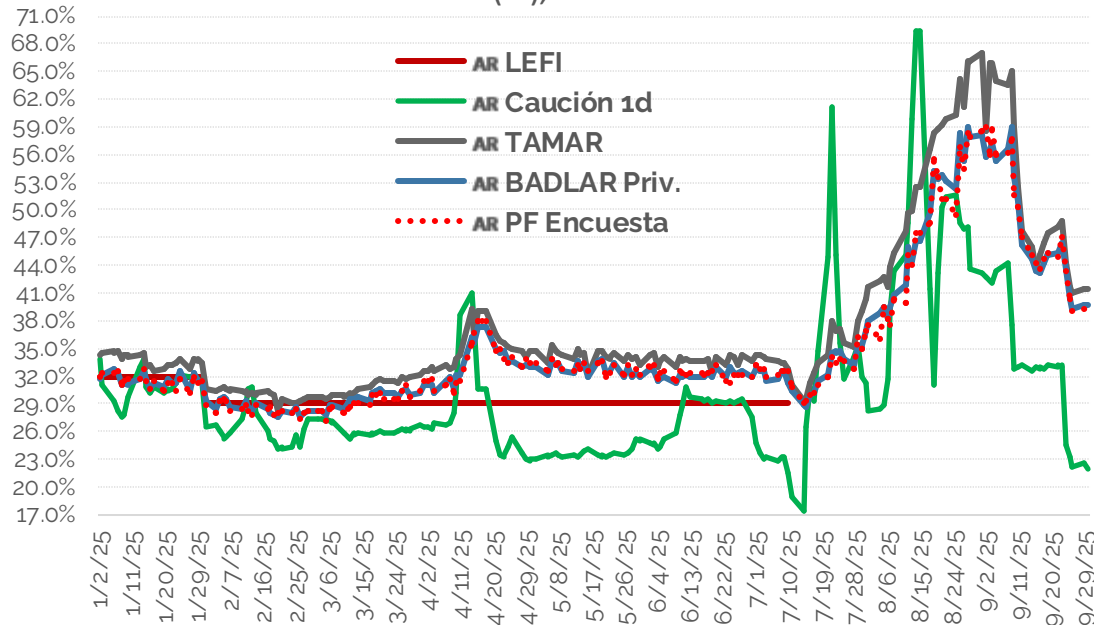


(*) Datos al 30.9 Fuente: @SuramericanaV en base a ROFEX y B.C.R.A.

- Los contratos de dólar futuro en ROFEX reflejaron la mayor presión sobre el dólar de contado hacia fines de mes.
- Con excepción del vencimiento a fines de octubre (\$1.494) el resto de los contratos cerraron a fines de septiembre en valores superiores al techo de la banda cambiaria. EL BCRA volvió a intervenir y se estima una posición abierta vendedora cercana a los USD8.000 millones.

EL BCRA BAJÓ OTROS 10 P.P. LAS TASAS DE CORTO PLAZO CON RÁPIDO TRASLADO A LAS TASAS PASIVAS Y DE MENOR CUANTÍA EN LAS ACTIVAS

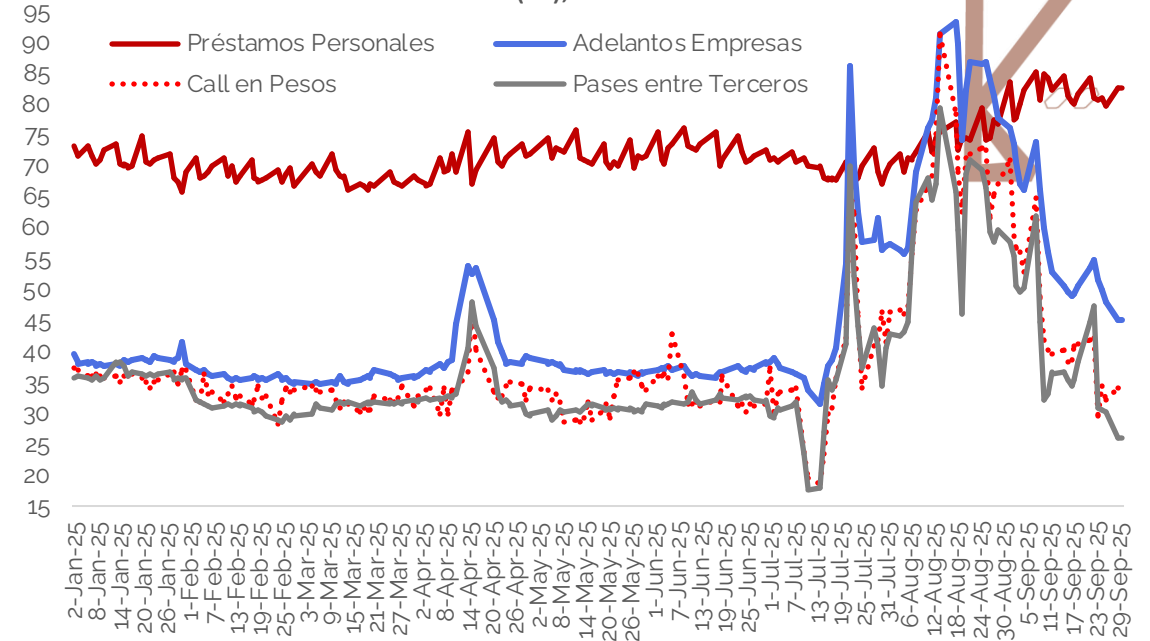
Tasas de interés pasivas de referencia
En T.N.A.(%), datos diarios



Fuente: @SuramericanaV en base a BCRA

- Los problemas de asignación de la liquidez luego del desarme de las LEFI se acentuaron en agosto y las tasas pasivas volvieron a mostrar nuevas alzas con mayor volatilidad.
- Luego de los picos y la volatilidad de las tasas observadas en la primera semana de septiembre el BCRA decidió una baja de 10 p.p. que se trasladó al resto de las tasas pasivas, pero que aún no retornan a los niveles previos al desarme de las LEFI (10.7).

Tasas de interés activas
En T.N.A. (%), datos diarios

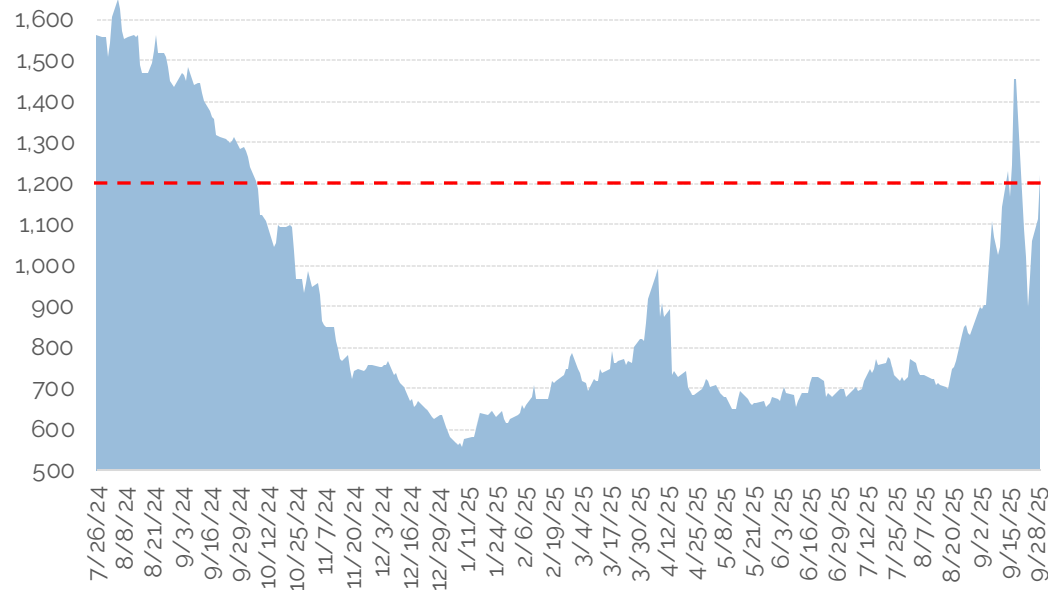


Fuente: @SuramericanaV en base a BYMADATA y B.C.R.A.

- La baja de la tasa de fondeo bancarias no se trasladó en forma plena al costo de financiación de las personas (personales) y si bien cedió para empresas todavía se mantienen altas en términos reales.
- Ante temores de aumento en la morosidad, la tasa de préstamos a personas no retrocedió y los bancos eligieron recuperar márgenes con las líneas de descuentos y documentos a empresas (de menor plazo y riesgo de crédito).

EL RIESGO PAÍS SUPERÓ EL NIVEL DE LOS 1.000 PBS Y ALEJA POSIBILIDAD DE REACCESO A LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE DEUDA EN 2026

Riesgo País Argentina - Índice EMBI+ (en puntos básicos) -

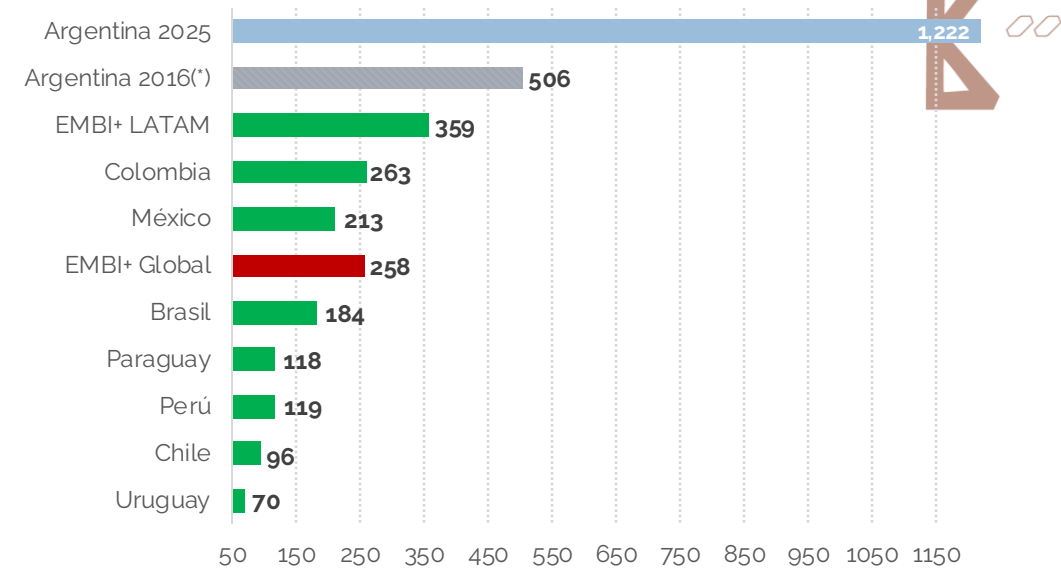


Fuente: @SuramericanaV en base a J.P. Morgan

- Luego de los niveles mínimos de la gestión Milei (559 pbs) alcanzado el pasado 9.1, y tras la firma del acuerdo con el FMI (11.4), el riesgo país volvió a superar los 1.000 pbs durante septiembre.
- El nivel actual de riesgo país (1.222 pbs) supera los valores en las jornadas previas al acuerdo con el FMI (993 pbs). En 2025 el riesgo país argentino, a contramano de la región, sube cerca de 450 pbs.

Riesgo País comparados con acceso a mercados

Datos al 30.9



Fuente: @SuramericanaV en base a J.P. Morgan

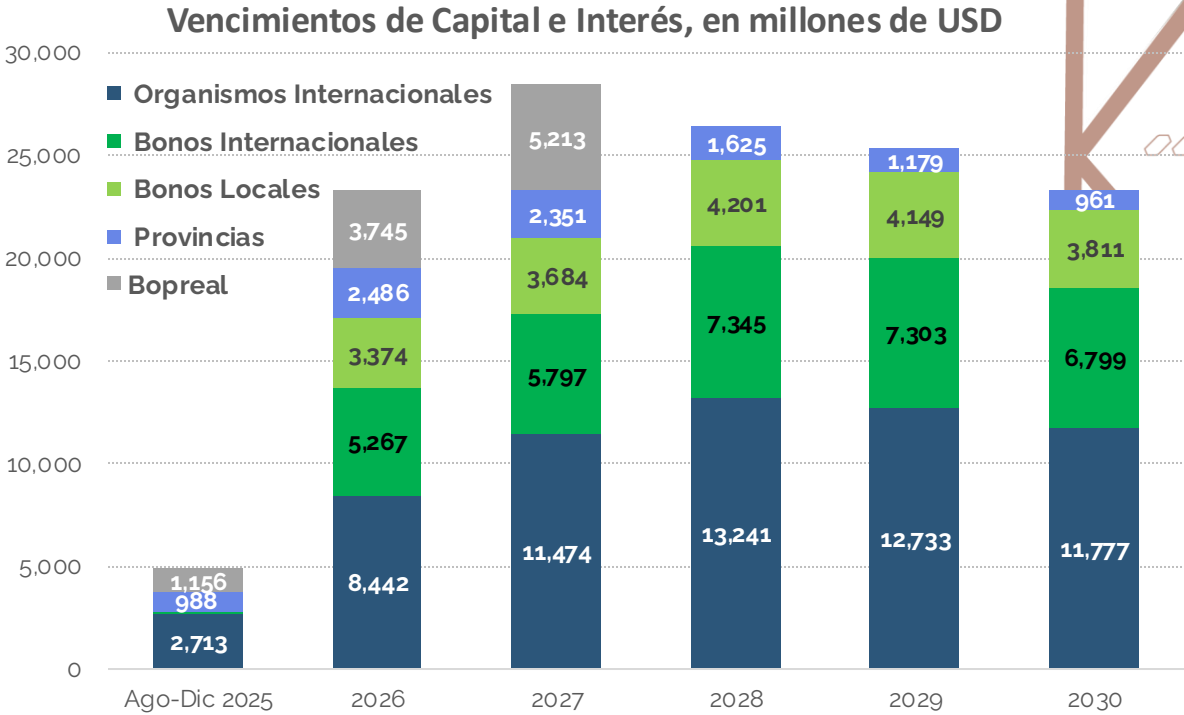
- El riesgo país supera por cerca de 725 pbs el nivel que permitiría acceder a los mercados de deuda internacionales en 2026.
- En julio de 2016 se emitieron USD2.750 millones a una tasa de financiamiento cercana al 7% (tasa de 10 años del Tesoro americano del 1,4% vs 4,2% actual) y con un nivel de riesgo país de 506 pbs. A los valores actuales, implicaría una tasa de financiamiento del 16,4% anual.

CONTINÚA EL DETERIORO DEL BALANCE CAMBIARIO Y EL AUMENTO DE LA FAE DESDE “FIN” DEL CEPO. CAPACIDAD DE REFINANCIAMIENTO TENSIONADA

	2023	2024	Ene-Ago 2025
(A) Cuenta Corriente Cambiaria (A)=(1)+(2)	-3.581	1.707	-2.465
(1) Bienes y Servicios	6.290	13.802	4.335
(2) Intereses y Utilidades	-9.872	-12.095	-6.800
(2.1) Intereses netos	-9.534	-11.850	-6.682
Ingresos	827	965	1.104
Egresos	10.361	12.815	7.786
FMI	3.017	3.098	1.988
Bilaterales y otros Organismos	2.166	2.288	1.263
Otros Sector Público	2.072	4.269	2.217
Otros pagos de intereses	3.106	3.160	2.317
(B) Cuenta Capital cambiaria	12	68	157
(C) Cuenta Financiera total	-18.106	4.302	10.505
IED y Portafolio	919	12	-1.559
Préstamos financieros y títulos de deuda	-5.373	5.513	10.817
FMI	-5.079	927	14.469
OOII	1.134	-2.018	5.343
FAE	-724	2.360	-17.387
Resto	-8.983	-2.493	-1.178
(D) Variación de Reservas Internacionales	-21.675	6.077	8.197
(D)= (A) + (B) + (C)			

Fuente: @SuramericanaV en base a BCRA

- La balanza cambiaria acumulada a agosto de 2025 continuó deficitaria por mayores pagos de intereses y utilidades (-US6.800M) y la reducción del superávit de la cuenta de bienes y servicios (USD4.335M vs USD14.304M a agosto 2024).
- El mayor endeudamiento con el FMI y del sector privado ayudó desde la cuenta financiera a compensar el desequilibrio acumulado en la cuenta corriente y la mayor formación de activos externos (FAE, USD17.387M) que se aceleró desde abril.



Fuente: @SuramericanaV en base a MECON y BCRA

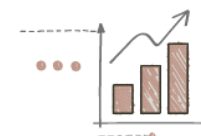
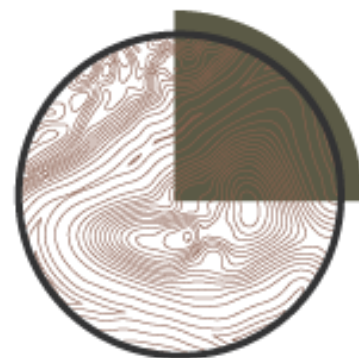
- Los fondos aportados por el FMI aseguraron los pagos en 2025 pero sin acceso a mercados 2026 se vuelve cada vez más exigente.
- El análisis de sostenibilidad de la deuda del FMI supone un acceso promedio de USD5.000M por año (2026-2030) a spreads de entre 450-500 puntos básicos, por lo que se requiere una sensible y rápida reducción del riesgo país desde los niveles actuales (1.220 pbs).

ANEXO | Escenario base de nominalidad

Notas metodológicas:

- Los valores en rojo son proyectados
- Escenario revisado suponiendo rediseño esquema cambiario post elecciones de octubre próximo
- Supone para 2025 una mayor depreciación real del tipo de cambio (20,9%), leve mejora del salario real (7,7%) y estabilidad de la brecha en torno al 3% mensual

Mes	Escenario base con rediseño bandas cambiarias y levantamiento parcial cepo cambiario							
	TCN oficial (promedio mensual)	Devaluación mensual	Devaluación anual acum.	Inflación (var. Mensual)	Inflación (var. i.a.)	Salarios RIPTE (var. Mensual)	Salarios RIPTE (var. i.a.)	Brecha (promedio mensual)
dic-23	628	81,4%	263,9%	25,5%	211,2%	8,3%	149,4%	72,2%
ene-24	818	30,2%	30,2%	20,6%	254,1%	14,7%	175,5%	43,3%
feb-24	835	2,1%	32,9%	13,2%	276,0%	11,5%	183,2%	38,8%
mar-24	850	1,8%	35,3%	11,0%	287,5%	14,0%	194,2%	24,5%
abr-24	868	2,1%	38,2%	8,8%	288,9%	16,1%	211,0%	21,5%
may-24	887	2,2%	41,2%	4,2%	275,9%	7,3%	214,3%	29,0%
jun-24	904	1,9%	43,9%	4,6%	271,0%	6,1%	208,4%	43,3%
jul-24	923	2,1%	46,9%	4,0%	263,0%	6,6%	206,1%	46,3%
ago-24	943	2,2%	50,1%	4,2%	236,5%	3,8%	200,1%	37,5%
sept-24	962	2,0%	53,1%	3,5%	209,0%	4,1%	185,5%	29,5%
oct-24	981	2,0%	56,3%	2,7%	193,0%	6,6%	172,5%	21,3%
nov-24	1.002	2,0%	59,5%	2,4%	166,0%	2,8%	163,7%	13,2%
dic-24	1.022	2,0%	62,6%	2,7%	117,7%	2,0%	148,4%	10,3%
ene-25	1.044	2,1%	2,1%	2,2%	84,5%	2,6%	122,4%	11,7%
feb-25	1.058	1,4%	3,6%	2,4%	66,9%	6,1%	111,7%	13,1%
mar-25	1.069	1,0%	4,6%	3,7%	55,9%	4,1%	93,2%	18,1%
abr-25	1.124	5,2%	10,0%	2,8%	47,3%	2,9%	71,2%	10,9%
may-25	1.149	2,2%	12,4%	1,5%	43,5%	1,9%	62,4%	0,6%
jun-25	1.180	2,8%	15,5%	1,6%	39,4%	2,8%	57,3%	0,4%
jul-25	1.267	7,3%	24,0%	1,9%	36,6%	2,9%	51,9%	0,5%
ago-25	1.329	4,9%	30,0%	1,9%	33,5%	2,3%	49,7%	0,2%
sept-25	1.400	5,4%	37,0%	2,2%	31,9%	2,4%	47,2%	2,0%
oct-25	1.467	4,8%	43,6%	2,0%	31,0%	1,9%	40,7%	3,5%
nov-25	1.529	4,2%	49,6%	1,9%	30,3%	1,8%	39,2%	3,0%
dic-25	1.596	4,4%	56,2%	1,8%	29,2%	2,0%	39,2%	2,8%
ene-26	1.655	3,7%	3,7%	1,7%	28,6%	1,6%	37,8%	2,5%
feb-26	1.708	3,2%	7,0%	1,4%	27,5%	1,5%	31,8%	2,3%
mar-26	1.758	2,9%	10,1%	1,5%	25,1%	1,6%	28,7%	2,5%
abr-26	1.805	2,7%	13,1%	1,4%	23,4%	1,4%	26,8%	2,4%
may-26	1.848	2,4%	15,8%	1,3%	23,1%	1,3%	26,1%	2,3%
jun-26	1.889	2,2%	18,4%	1,5%	23,0%	1,4%	24,5%	2,6%
jul-26	1.925	1,9%	20,6%	1,3%	22,3%	1,5%	22,8%	2,2%
ago-26	1.958	1,7%	22,7%	1,2%	21,5%	1,3%	21,6%	2,1%
sept-26	1.984	1,4%	24,3%	1,1%	20,1%	1,2%	20,2%	2,2%



Fundador y Presidente Martín Guzmán

Equipo de trabajo: Martín Guzmán, Guillermo Hang, Ramiro Tosi

Economista líder del informe: Ramiro Tosi



@SuramericanaV



info@suramericanavision.com.ar