Situación Argentina

Junio de 2025

BBVA Research Argentina

El programa económico en fase 3: recuperación con mejores fundamentos

En el segundo trimestre de 2025 continuó la recuperación económica afianzado por el equilibrio fiscal, una estrategia de re-monetización genuina de la economía y un nuevo régimen cambiario con más flexibilidad. El escenario sigue condicionado por el calendario electoral y la necesidad de consolidar la estabilidad de medio plazo en un entorno global de elevada incertidumbre.

Panorama global: proteccionismo y volatilidad

En los últimos meses, el rasgo dominante del escenario global ha sido el aumento de la incertidumbre, un término recurrente en tiempos marcados por la imprevisibilidad de la política arancelaria de EE.UU. y la ausencia, desde hace casi un siglo, de antecedentes de oleadas proteccionistas de esta magnitud. El efecto sobre la actividad real aún no se ha materializado, ya que el adelanto de operaciones comerciales para evitar futuros aranceles habría compensado parcialmente el deterioro en las expectativas de inversión.

En este escenario, tras crecer 3,4% en 2024, el PIB global aumentará 3,0% en 2025 y 3,1% en 2026. Por geografías, EE.UU. aparece como el país más expuesto dado que los cambios arancelarios afectan a una proporción significativa de sus importaciones, mientras que el resto del mundo se ve impactado en función de su comercio con ese país. Bajo el supuesto de que los aranceles se mantengan en los niveles actuales, se estima que el PIB de EE.UU. crecería 1,7% en 2025 y 2% en 2026, mientras que en China el respaldo de políticas de estímulo permitiría que su economía crezca por encima de 4,5% tanto en 2025 como en 2026. En este contexto, se proyecta que la zona euro mantendría una expansión cercana a 1% los próximos dos años.

En términos de inflación, Europa ha logrado en gran medida contenerla, mientras que en EE.UU. sigue siendo relativamente alta y vulnerable al impacto de los aranceles. El BCE parece haber concluido su ciclo de recortes de tasas. La Reserva Federal, por su parte, mantiene una postura más cauta: no ha bajado las tasas desde fines de 2024 y no se espera que lo haga hasta diciembre. No obstante, será en la segunda mitad de 2025 cuando se conozca con mayor certeza si se sostendrá este escenario moderado o será alterado por el conflicto comercial.

Panorama local: saneamiento macroeconómico y expansión heterogénea de la actividad

Sector Fiscal: equilibrio, con desafíos pero convicción para sostenerlo

El equilibrio fiscal sigue siendo el pilar y principal ancla del programa económico. En los primeros cinco meses de 2025, el Sector Público Nacional acumuló un superávit fiscal primario de 0,8% del PIB. Sin embargo, tras la fuerte contracción del gasto en 2024 el margen para nuevos recortes es más acotado: el gasto público tuvo una suba real de 5,6% a/a en el acumulado a mayo, lo que sugiere una transición desde la fase de licuación a una de reasignación eficiente de las erogaciones con recomposición del gasto en jubilaciones y pensiones (+28,2% a/a) mientras continúa el ajuste de subsidios económicos con una baja de -48,9% a/a en términos reales.

Del lado de los ingresos, el acumulado a mayo mostró una caída real de 2,3% a/a, aunque dispar: mientras que Aportes a la Seguridad Social (27,5% a/a) y Débitos y Créditos (10,8% a/a) apuntalaron la recaudación, cayeron en términos reales Ganancias (-10,0% a/a) e IVA Total (-0,2% a/a). Ahora bien, si miramos hacia adentro de la recaudación tributaria, el IVA interno (DGI) -que tiene una estrecha relación con la actividad económica- creció 7,7% a/a en términos reales en el acumulado a mayo. Monitorear la evolución del IVA, en particular DGI, será clave en los próximos meses, ya que es necesario que el repunte de la actividad se refleje en una mejora en la recaudación de este impuesto para la sostenibilidad del programa fiscal.

En línea con lo anunciado por el gobierno, esperamos un superávit primario de 1,6% del PIB para 2025, por encima de la meta acordada con el FMI (1,3%), que dejaría luego del pago de intereses un resultado financiero ligeramente superavitario.

Sector Monetario: un cambio de esquema superador

En el marco del nuevo programa con el FMI, la autoridad monetaria abandonó el esquema de tope nominal sobre la "Base Monetaria Ampliada" y adoptó una meta sobre el M2 transaccional (circulante más depósitos a la vista no remunerados), estipulando como objetivo de máxima una expansión nominal de 53% en 2025 para este agregado monetario. Este cambio implica un avance hacia la re-monetización de los saldos monetarios de la economía en términos reales. Una economía con más pesos, pero demandados gracias al repunte del crédito y la actividad.

La oferta monetaria crecerá por dos vías: principalmente por el repago en pesos de la deuda del Tesoro Nacional y, en menor medida, por compras de divisas del BCRA en el mercado oficial. A su vez, el gobierno busca alentar la mayor utilización de dólares fuera del sistema para facilitar transacciones internas con lo que llamó el "Plan de Reparación histórica de los ahorros de los argentinos", cuyo objetivo es facilitar las transacciones, reduciendo la supervisión y burocracia

en torno a los pagos minoristas. El impacto de esta medida será positivo para la cantidad y facilidad de las operaciones, pero probablemente con limitado efecto a nivel macroeconómico.

Al mes de mayo, el crédito en pesos creció 117% a/a en términos reales, mientras que los depósitos subieron sólo 15%. El excedente de liquidez que tenía la economía a fines de 2023 se está terminando, lo que genera presión sobre las tasas de interés. En ese contexto, esperamos que las tasas tiendan a mantenerse positivas en términos reales, con espacio para alguna baja nominal en la medida que baje la inflación, pero con cierta estabilidad durante el resto del año.

El gobierno redefinió los instrumentos de política monetaria, al cancelar paulatinamente las LEFIs ("Letras Fiscales de Liquidez", el instrumento clave para el manejo de la liquidez diaria del sistema financiero) a un día por LECAPs a uno, dos y tres meses, con licitaciones del Tesoro cada 15 días. De esta manera el sector público extiende la duración de sus vencimientos y cobra más relevancia la administración de la liquidez a través de otros instrumentos como el mercado de call o el REPO interbancario. El BCRA tiene la potestad de hacer operaciones de mercado con bonos del Tesoro ante episodios de volatilidad o necesidades puntuales de liquidez.

Sector Cambiario: desarme exitoso de gran parte de las restricciones

En abril se eliminaron gran parte de las restricciones de acceso al mercado de cambios. Las limitaciones para individuos fueron prácticamente levantadas por completo. Para las empresas continúa la prohibición de compra para atesoramiento, pero podrán remitir dividendos al exterior desde 2026 con los resultados logrados en el año fiscal 2025. Para la cancelación de deudas comerciales previas a diciembre 2023 o la repatriación de dividendos de 2024 hacia atrás, el BCRA está emitiendo un nuevo BOPREAL con vencimiento en 2028. Además, se levantaron las restricciones de acceso a moneda extranjera para inversores no residentes que ingresen vía el mercado oficial de cambios o compren bonos en pesos en licitación primaria del Tesoro.

Estos cambios gatillaron una rápida compresión de la brecha cambiaria hasta prácticamente a cero tras la flexibilización del 14/4. Además, se implementó un nuevo régimen cambiario, con flotación del peso entre bandas móviles de 1.000 y 1.400 pesos por USD, que se ajustan a razón de 1% mensual (para arriba el límite superior y para abajo el inferior). Este esquema aporta flexibilidad al tipo de cambio a la vez que permite evitar episodios de alta volatilidad que puedan comprometer al proceso de desinflación, ya que el BCRA cuenta con herramientas para atacar desbordes dado el fortalecimiento de las reservas y que el límite superior de la banda luce consistente con el equilibrio externo. El tipo de cambio se ha mantenido cerca del centro de la banda, influido por el ingreso de la cosecha gruesa, el creciente superávit comercial del sector hidrocarburos y la operatoria del BCRA en el mercado de futuros. Esperamos que el tipo de cambio avance gradualmente en el año, acercándose al techo de la banda en la previa de las elecciones, con una dinámica que dejaría la paridad ARS/USD en 1.400 a fines de 2025.

Inflación: desaceleración sorpresiva luego de la flexibilización cambiaria

La inflación continuó desacelerando en el segundo trimestre, bajando en abril a 2,8% mensual respecto del 3,7% que había mostrado en marzo, a pesar de una suba del tipo de cambio oficial de 7% con la flexibilización de las restricciones cambiarias. En mayo la inflación fue de 1,5%, quebrando el piso de 2% mensual por primera vez desde la pandemia. Esperamos que la inflación siga desacelerando hacia adelante. Sin embargo el comportamiento más rígido a la baja de la inflación núcleo (en mayo fue 2,2% m/m) y riesgos asociados al comportamiento del tipo de cambio en el segundo semestre hacen necesario seguir con el monitoreo minucioso para consolidar la tendencia a la baja. Proyectamos que en 2025 la inflación alcanzaría 30% a/a en diciembre, con balance de riesgos sesgado hacia una menor inflación en caso de que el peso permanezca más estable de lo esperado durante todo el año.

Programa con el FMI: más dinero y desembolsos más rápidos de lo esperado

El acuerdo con el FMI en abril involucra un total de USD 20.000 millones, de los cuales ya se desembolsaron USD 12.000 millones. En el segundo semestre, de aprobarse las revisiones trimestrales se recibirán USD 3.000 millones adicionales, y el resto en cuotas pequeñas hasta 2028. En paralelo, el Banco Mundial y el BID han mostrado niveles de apoyo presupuestario significativos (USD 2.000 millones y hasta USD 1.000 millones respectivamente desde abril).

Las condiciones del acuerdo con el FMI lucen alcanzables, fundamentalmente las metas fiscales y monetarias. Los objetivos de acumulación de reservas son más desafiantes ya que implican compras superiores a USD 4.000 millones en el corto plazo, cuando el BCRA ha sido reticente a intervenir en el mercado cambiario mientras el peso permanezca dentro de las bandas de flotación. Además, se estableció una hoja de ruta para la eliminación de impuestos distorsivos (Créditos y Débitos, Retenciones, etc.) sin abandonar el equilibrio fiscal.

El Gobierno recurrió entonces a mecanismos alternativos para acumular reservas. En primer lugar, acordó una ampliación del REPO con bancos internacionales por USD 2.000 millones a una tasa de SOFR+4,5% anual (equivalente a 8,25% anual). Segundo, el Tesoro comenzó a aceptar la suscripción en dólares de sus bonos que tengan plazos superiores a un año, y anunció que colocaría hasta USD 1.000 millones por mes. Es así que Argentina regresó a los mercados internacionales, con una emisión de bonos en pesos por el equivalente a USD 1.000 millones a tasa fija (29,5% hasta 2030) pero integrable en dólares, con opción de rescate en 2027, en la que participaron al principio solo inversores no residentes aunque luego fue habilitada la opción para que participen también inversores locales. Este mecanismo permite al gobierno acumular reservas sin intervenir en el mercado de cambios, ya que se endeuda en pesos e ingresan activos en moneda extranjera en las arcas del Tesoro, extendiendo a la vez la duración de sus vencimientos de deuda sin exponerse al riesgo cambiario que conlleva endeudarse en moneda extranjera.

Actividad y Empleo: recuperación a distintas velocidades

Se mantiene la expansión de la actividad iniciada en la segunda parte de 2024. En el primer trimestre de 2025, el PIB creció 0,8% comparado con el 4T24, medido sin estacionalidad, a pesar de una caída puntual registrada en el estimador oficial mensual de actividad de marzo (-1,8% m/m s.e.). El crecimiento trimestral promedio proyectado para el resto del año se mantiene en 0,9%, compatible con una variación del PIB de 5,5% anual para 2025.

La recuperación sigue siendo heterogénea. Se destacan los avances en hidrocarburos y minería, impulsados por Vaca Muerta en el sur y los proyectos de litio y cobre en el norte y oeste del país. También repunta la intermediación financiera, en línea con la expansión del crédito al sector privado, y las actividades agropecuarias muestran buen desempeño por una mejor campaña y por incentivos fiscales. La industria se expande de forma mixta: crece la producción de vehículos, químicos y alimentos, pero persisten dificultades en textiles, calzado y electrodomésticos. La construcción tiene una recuperación lenta, con menor inversión pública y proyectos privados acotados. El comercio mejora moderadamente, consistente con la recomposición paulatina del salario real.

Tras tres trimestres de mejora en los indicadores laborales, los datos del 1T2025 muestran una moderación. La tasa de desocupación fue de 7,9%, con una leve baja en la tasa de empleo y de participación laboral. Esto puede responder a factores transitorios pero también refleja que la recuperación del mercado de trabajo aún no se consolida plenamente, será clave seguir su evolución en los próximos trimestres. Prevemos que la tasa de desocupación en 2025 sea 7,5%.

Sector Externo: menor holgura en medio de una transformación estructural

La cuenta corriente comienza a mostrar signos de fatiga. El superávit comercial se sostiene por el desempeño de las exportaciones de los sectores agropecuario y energético, pero hay una marcada presión importadora (34% a/a en el acumulado a mayo). En los primeros cinco meses del año, el superávit comercial alcanzó sólo USD 1.572 millones (vs. USD 8.797 millones en el mismo período de 2024), lo que nos lleva a recortar nuestra previsión del saldo comercial para 2025 de USD 11.400 millones hasta los actuales USD 7.700 millones. Para este año esperamos un déficit de cuenta corriente de 1,8% del PIB, un déficit todavía acotado que se encuentra compensado por un mayor ingreso de capitales, fundamentalmente de organismos multilaterales e inversores no residentes. La flexibilización para dividendos podría impulsar la inversión extranjera directa, que se sumaría a los proyectos enmarcados en el RIGI.

Conclusiones

En el segundo trimestre se consolida la recuperación de la economía argentina con una considerable mejora de sus fundamentos macroeconómicos. El frente fiscal se mantiene ordenado y el nuevo acuerdo con el FMI despejó incertidumbre respecto de la solvencia del sector público, a la vez que aportó las reservas (y el respaldo) que permitieron la exitosa eliminación de gran parte de las restricciones cambiarias y la transición al nuevo régimen cambiario. Además, el proceso de desinflación avanza superando expectativas, y la re-monetización de la economía se da de manera genuina en un escenario de tasas reales positivas. En este contexto la actividad continúa recuperándose, destacándose una marcada heterogeneidad entre sectores, que avanzan a distintas velocidades, impulsando la demanda de crédito que lleva a empezar un monitoreo más en detalle de la liquidez del sistema financiero.

Hacia adelante, los inversores y analistas continuarán poniendo el foco en la recomposición de las reservas internacionales, a la vez que las miradas se centrarán también en el ritmo de baja del riesgo país, la consolidación de la recuperación del PIB, la evolución del mercado de trabajo, y, por supuesto, los resultados electorales del segundo semestre del año.

Tabla de previsiones macroeconómicas

TABLA DE PREVISIONES MACROECONÓMICAS - ARGENTINA

	2022	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)
PIB (% a/a)	5,3	-1,6	-1,7	5,5	4,0
Inflación (% a/a fdp)	94,8	211	118	30	18
Tipo de Cambio (vs USD 31/dic)	177,1	808	1.033	1.400	1.633
Tasa de interés mayorista* (% fdp)	69,3	121,2	35,4	28	19
Consumo Privado (% a/a)	9,4	1,0	-4,2	5,8	2,0
Consumo Público (% a/a)	3,0	1,5	-3,2	2,5	2,3
Inversión (% a/a)	11,2	-2,0	-17,4	24,7	19,1
Resultado Fiscal Primario (% PIB)	-2,4	-2,7	1,8	1,6	1,7
Resultado Fiscal Financiero (% PIB)	-4,2	-4,4	0,3	0,3	0,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-0,6	-3,2	1,0	-1,8	-2,5
Deuda Pública (% PIB)	85,0	156,6	83,2	81,3	71,2

*En 2022 y 2023: BADLAR; a partir de 2024: TAMAR.

Fuente: INDEC, BCRA y BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvarsearch.com.