

CITAB

**Centro de Investigaciones Territoriales
y Ambientales Bonaerenses**

Noviembre 2025

ÍNDICE

1.1. POLÍTICA INTERNACIONAL.....	3
1.2. ECONOMÍA INTERNACIONAL.....	5
1.3. POLÍTICA NACIONAL.....	7
1.4. ANÁLISIS DE ENCUESTAS.....	9
1.5 RIESGO POLÍTICO.....	11
1.6 ECONOMÍA NACIONAL.....	13
• Aumentó la diferencia entre precios y los costos: ¿están siendo rentables las empresas?.....	16
• Reformando la causalidad: ¿más reservas para menos riesgo país o menos riesgo país para más reservas?.....	20
• ¿La baja de tasas, puede seguir?.....	25
• ¿De “comprar reservas solo en el piso” a comprar reservas porque si no la economía se va al piso?.....	29
1.7 SALARIOS Y JUBILACIONES.....	33
1.8 INFORME FISCAL.....	35
1.9 MONITOR PRODUCTIVO.....	37

1.1. POLÍTICA INTERNACIONAL.

La geopolítica internacional atraviesa una dinámica que combina acciones políticas y decisiones económicas para marcar el ritmo de un escenario en donde una potencia en ascenso y otra potencia en declive se disputan el espacio del debate internacional. La evolución de la bipolaridad de la guerra fría con el auge keynesiano en materia económica se fue transformando en la hegemonía unipolar de Estados Unidos con la imposición del modelo neoliberal del Consenso de Washington, la caída del muro de Berlín, la extinción de la URSS pero el ingreso sigiloso de la República Popular China a la Organización Mundial de Comercio en el contexto del ataque terrorista a las torres gemelas y otros puntos estratégicos por parte de actores no estatales.

Esta hegemonía unipolar que atraviesa más de dos décadas con un predominio del G7, el debilitamiento militar primigenio de Rusia y un despliegue estratégico de Estados Unidos en el campo militar, político, económico, financiero y tecnológico llega a su fin de manera progresiva con el rearme ruso, el avance tecnológico, científico y económico de China y el surgimiento de un conflicto clave entre Ucrania y Rusia, dos actores estatales, el 24 de febrero de 2022 por la expansión de la OTAN hacia el este y el impacto en la esfera de seguridad de una potencia militar planetaria.

Jeffrey Sachs participa activamente en el debate mundial a través del concepto de esfera de influencia (área geográfica en donde una país/potencia ejerce control directo e indirecto en materia política, cultural o económica) como superador de esfera de seguridad (área geográfica en donde un estado soberano ejerce preocupación legítima sobre su seguridad estratégica y los sistemas de protección preventiva) por parte de las potencias principales mundiales. Tanto la OTAN como el Pacto de Varsovia, o la Doctrina Monroe y el Tratado de Varsovia han sido parte de estos debates históricos a nivel mundial.

El Plan Marshall o la Alianza para el Progreso formaron parte de dispositivos estratégicos de Estados Unidos junto a la radicación de más de 700 bases militares en el mundo, o el despliegue de portaaviones en aguas oceánicas o estrategias de financiamiento de grupos insurgentes para promover por vía indirecta cambios de régimen en países denominados hostiles o no amigables en el marco de la Doctrina de Seguridad Nacional, el Plan Cóndor y la proliferación de recursos de la Agencia Central de Inteligencia (CIA) para la construcción de un modelo de propaganda cognitiva a través de una red internacional junto a estrategias de acción directa para disciplinar mensajes e ideas.

Los valores de democracia y derechos humanos fueron utilizados selectivamente de acuerdo a las alianzas estratégicas en regiones geográficas determinadas imperando el principio de "real politik". La dupla Nixon-Kissinger intervino en los golpes militares de América Latina, en la alianza con Mao Zedong en 1972, en la inconvertibilidad del dólar en 1971 y en las acciones operacionales del conflicto de Oriente Medio entre Israel y Egipto junto al lanzamiento de la "guerra contra las drogas".

El mundo actual exige un diseño multipolar cuya ingeniería institucional no debe herir susceptibilidades entre las grandes potencias a los efectos de restaurar el derecho

internacional a los efectos de impedir la acción deliberada de actores estatales y no estatales en conflictos latentes con proliferación de armas que benefician al entramado del complejo militar industrial administrado por fondos de inversión que estimulan las guerras a través de la profusión comunicacional en redes, líderes de opinión y eliminación de las horrorosas consecuencias de todo incursión bélica: muertos, heridos y destrucción masiva de infraestructura junto a violaciones flagrantes de los derechos humanos e imposición creciente de regímenes autoritarios ilegítimos.

Zelensky gobierna desde mayo de 2023 con ley marcial y en forma ilegítima Ucrania. Los actos de corrupción que se divultan a escala internacional es parte de las operaciones de debilitamiento propugnada por Washington para que acepte el plan de paz de 28 puntos a los efectos de dar vuelta la página y reducir el apoyo norteamericano en materia de armas, inteligencia militar, logística operacional y municiones para enfrentar a un enemigo poderoso.

Desde 2014, el conflicto escala en virtud de estrategias de desestabilización en la autonomía del gobierno de Ucrania que culmina con la apropiación de la península de Crimea por parte de Rusia en el marco de la disputa bajo el principio de integridad territorial. La expansión de los países miembros de la OTAN, pasando de 12 integrantes en 1949 a 32 en 2023 determinan un modelo de corrimiento hacia el este vulnerando esferas de seguridad. La reacción rusa mediante la “operación militar especial” hoy ya se ha cobrado más de 2,5 muertos y heridos de acuerdo a múltiples reportes especiales.

La estrategia rusa maximalista consiste en extender su zona de seguridad con una área de cobertura entre los ríos Dnieper y Volga (1600 km de distancia) con enclave en Moscú para cobertura de sistemas de defensa ante ataques misilísticos, el impedimento de la salida al mar de Ucrania cubriendo el corredor Mariupol, Sevastopol y Odessa, la no pertenencia de Ucrania a la OTAN y la reducción de su personal militar con un tratado de paz con Ucrania y la Unión Europea. La incautación de 300.000 M de dólares de origen ruso por parte de Europa constituye un problema en virtud del apoyo logístico hacia Ucrania con diversas estrategias de financiamiento.

Mientras el reloj del apocalipsis se sitúa en 59 segundos, la popularidad de Trump y de los principales líderes europeos cae a niveles preocupantes jugando con el mero transcurso del tiempo. La guerra arancelaria está dejando de ser una herramienta eficaz de negociación para Trump en un contexto en donde el rol de moneda de reserva del dólar parece no estar en peligro aunque surgen nuevas modalidades de intercambio comercial con sistemas de pagos transaccionales entre países aliados que reemplazan la hegemonía de la divisa estadounidense.

Terminar con el conflicto entre Ucrania y Rusia a partir de los 28 puntos esbozados y encuadrar Medio Oriente en una zona de menor conflictividad relativa implica un desafío clave para Trump de cara a las elecciones de medio término pues la continuidad del gobierno republicano dependerá de su política internacional y de la recuperación económica conjuntamente con un salario que promueva expectativas sociales. Los resultados de elecciones recientes adversas en dos estados y en la alcaldía de Nueva York no parecen expresar satisfacción con su gobierno tal cual lo muestran las recientes y masivas movilizaciones en todo el país.

Tampoco los líderes europeos pueden estar tranquilos. Ni Macrón, ni Starmer, ni Sánchez, ni Merz la tienen fácil con popularidad en caída, gastos en defensa creciente y economía con franco deterioro atizando la protesta de los ciudadanos.

Mientras tanto, el rol de Trump en América Latina muestra de parte de sus líderes dos posiciones: subordinación total o defensa de la soberanía. Los ejemplos más claros son Milei y Lula. La política arancelaria y los acuerdos comerciales determinan que Lula resultó más beneficiado aunque el rol de Trump en las elecciones y el salvataje argentino haya sido desproporcionado. Ni Milei ni Trump son eternos, para eso, existen políticas de estado y un Congreso que debe marcar la cancha que combine valores e intereses en la política exterior. No podemos depender del azar o el humor de un presidente. Dependemos del diseño de buenas políticas públicas y de objetivos con estrategias que nos permitan cumplir las metas comunes.

1.2. ECONOMÍA INTERNACIONAL.

La disputa de la tasa de interés en la FED se encuentra en ebullición pues Trump asedia a Jerome Powell respecto a la necesidad de reducir rápidamente la tasa de interés para estimular la economía norteamericana. Pero Powell se va en tres meses. Y Scott Bessent trata de calmar a Trump para que no tome una medida drástica que ponga en tela de juicio la independencia de la Reserva Federal a riesgo que sea despedido también.

La economía mundial atraviesa una guerra comercial iniciada por Estados Unidos, una guerra de monedas con el aumento de transacciones por parte del grupo BRICS aunque sin un convencimiento generalizado de reemplazar el sistema swift ni tampoco impulsar al renminbi como moneda de reserva mundial en virtud de las desventajas (apreciación de la moneda como consecuencia del mayor flujo de capitales y afectación en la estabilidad monetaria) que esto ocasiona además de las ventajas (menor costo de endeudamiento, aumento de la capacidad prestable).

Muchos países integrantes de los Brics no apoyan esta iniciativa por diferentes razones. India por su estrategia comercial y alianzas estratégicas internacionales, Etiopía y Egipto por el impedimento que significa la ejecución de programas con el FMI, y EAU por razones geopolíticas. La desdolarización de la economía mundial no aparece hoy mismo como un factor disociativo contra el hegemón económico global en virtud de que las instituciones que configuran su accionar son predominantes (el FMI y el BIRF versus el incipiente banco de los Brics), la moneda de reserva sigue siendo el dólar y las cadenas de suministro global (principalmente chips, tierras raras y tecnologías avanzadas) están siendo abordadas en complejas negociaciones globales.

Japón ha lanzado un paquete de estímulos por 135000 M de dólares para reactivar su economía en el marco de un cambio de paradigma demográfico, envejecimiento de la población, reducción de la productividad factorial, reemplazo creciente de trabajo humano por robótica e inteligencia artificial y delegación de su seguridad estratégica a Estados Unidos. Las dos operaciones de swaps por parte de Estados Unidos entre 1985 y 1991 por desequilibrios en la balanza comercial por invasión de productos japoneses al

mercado de Estados Unidos y el financiamiento por la destrucción del tsunami no han logrado resolver los problemas de tasas negativas, deterioro de activos financieros y endeudamiento público y privado que alcanzan al 478 % del PIB. Tampoco la excesiva dependencia de la cadena de suministro que pone al país en un dilema de hierro: dependencia militar de Estados Unidos o dependencia económica de China.

La reducción de la tasa de crecimiento de la economía mundial a niveles inferiores al 2,5%, los desequilibrios del comercio mundial producto de acciones unilaterales y deliberadas por parte de Estados Unidos en el marco de la utilización de la misma como herramienta de negociación geopolítica, la redefinición de las cadenas de suministro global y la volatilidad de los flujos financieros derivados del endeudamiento público y privado y las emisión de instrumentos financieros derivados que superan por 20 veces el PIB global estimado en 120 B de dólares.

La Organización de Cooperación de Shanghai, el G20, la evolución del G7 y el impulso de los BRics junto a la organización de ASEAN determinan la necesidad de observar la problemática del dominio de las tecnologías críticas (44), la disponibilidad de tierras raras, las cadenas de suministro global y la estabilidad de la economía global en el marco de la agudización de las desigualdades sociales y el impacto disruptivo de la IA en el mercado laboral exige nuevas estrategias ante tamañas y significativas amenazas.

Mientras tanto, la depreciación del dólar como moneda global impactará en el aumento de los precios de commodities (energía, alimentos, minerales) redefiniendo el club de ganadores y perdedores pero no de los acumuladores seriales que son los grandes fondos de inversión que se quedan con las ganancias de todos.

La hoja de ruta de la economía internacional está marcada por una disputa interna en la principal potencia del mundo en franco declive en virtud de la agudización de las confrontaciones políticas no vinculadas a la definición de los problemas ni a la consolidación de argumentos sólidos que integren desde el déficit fiscal hasta la voluminosa deuda pública pasando por las condiciones de negociación del shutdown que ha paralizado las finanzas públicas afectando a 1 M de trabajadores públicos con un impacto que se extendió por 43 días quebrando un récord histórico de discordia. La estrategia de Trump es recaudar vía arancelaria a sus socios o aliados los tributos que se eliminan a los más ricos en el país promoviendo una injerencia indebida en elecciones extranjeras (caso de nuestro país) o atacando otros países sin el respeto al derecho internacional.

Las dificultades en la economía estadounidense se perciben en un contexto de inflación no controlada ni en la recuperación del empleo ni tampoco en la consolidación de una cadena de suministros confiables producto de un declive pronunciado en materia de innovación tecnológica, en el resentimiento del consumo y la producción de bienes y servicios, y en una tendencia que se marca como irreversible, esto es, el corrimiento del centro dinámico del capitalismo mundial de occidente a oriente. Pretender apoderarse del petróleo de Venezuela, de la incautación de fondos a Rusia o de tierras raras en países aliados forma parte de un modelo que genera tensiones fronteras adentro.

Mientras tanto, el retorno de la política industrial desde la crisis de las hipotecas subprime agudizado por la pandemia con nuevos exponentes (Rodrik, Ha-Joon Chang y Mazzucato) se inscriben en las grandes transformaciones globales, la transición energética y la 4º revolución industrial.

En la última reunión del G20, la República Argentina haciendo seguidismo de la política exterior norteamericana no suscribió el documento final de la cumbre en Sudáfrica por “falta de consenso” en el marco del boicot de Trump y la ausencia de Milei, Xi Jinping, Scheinbaum y Putin entre otros líderes internacionales. La declaración conjunta aborda dos desafíos más urgentes de la agenda internacional: la protección de la cadena de suministro de minerales críticos y el llamado a una paz justa, integral y duradera de los conflictos armados en el mundo. Esta declaración también refleja el compromiso con el multilateralismo y la cooperación en el marco de las tensiones geopolíticas y las crisis humanitarias.

Tampoco votó en contra de una resolución para prevenir y erradicar la tortura en la Asamblea General de la Organización de las Naciones Unidas (lo hizo junto a Israel y Estados Unidos). En general, las resoluciones de este tipo se votaban en forma unánime pero este año hubo un pronunciamiento en contra de tres países: Argentina, Israel y Estados Unidos.

Finalmente, las coincidencias del voto con Estados Unidos alcanza a 84 % mientras que con Israel las coincidencias alcanzan al 98 % superando las “relaciones carnales” de la década menemista.

1.3. POLÍTICA NACIONAL.

Las elecciones del 26 de octubre han redefinido la conformación del Congreso de la Nación producto de la fagocitación por parte de La Libertad Avanza del electorado de derecha y centro derecha. La Libertad Avanza se disputa con Fuerza Patria la construcción de la primera minoría que depende del grado de estabilidad en la conformación de cada espacio fruto de las negociaciones de cada gobernador con el gobierno de Milei a través de Diego Santilli como Ministro del Interior. Primigeniamente, la bancada de Fuerza Patria estaba constituida por 99 miembros pero al ritmo de la defeción de los gobernadores de Tucumán y Catamarca puede quedar finalmente con 94 miembros igualando la cantidad de integrantes con el oficialismo que sigue colectando diputados radicales y del PRO. La integración del Senado suena estable con 28 miembros dentro del interbloque de Fuerza Patria y 20 miembros de La Libertad Avanza.

El Senado es la arena en disputa en virtud de la potencial conformación de la Corte Suprema de Justicia cuya anomalía consiste en el funcionamiento con tres miembros alineados con grupos corporativos económicos y con claras reminiscencias y lealtades a Macri para disciplinar el resto de las instancias, principalmente del fuero federal y penal. La designación del Procurador General del Ministerio Público Fiscal (artículo 120 de la CN) que exige la mayoría calificada del artículo 99 inciso 4 de la CN junto a las exigencias del artículo 86 de la CN para la designación del Defensor del Pueblo forman parte de una

agenda de tensiones entre las demandas institucionales de cooperación y la pretendida hegemonía de imposición que practica el gobierno de Milei como si fuera de sempiterna mayoría desde sus inicios.

En efecto, el colaboracionismo opositor ha permitido que un gobierno de minoría, sin programa de gobierno, sin mayoría en el Congreso, sin Intendentes y Gobernadores, sin funcionarios competentes para conformar equipos idóneos de gobierno haya podido obtener durante su mandato la delegación de facultades emergentes de la ley 27.742 denominada “Bases y Puntos de Partida para la Libertad de los Argentinos”, haya podido instrumentar el decreto 70/2023 sin bloqueo parlamentario y haya podido gobernar sin presupuesto aprobado por el Congreso de la Nación durante dos años fustigando todo parámetro institucional que el Institucionalismo de Elección Racional pregonó pero no practica.

El programa de gobierno federal ha sido un mero programa de saqueo financiero y de ajuste ortodoxo ficticio con un déficit financiero bien contabilizado equivalente a 2,3% del PIB que se acumula con vencimientos capitalizables cuyo estallido lo tendrá el próximo gobierno acumulando deuda con el FMI por 65000 M de dólares al fin de su mandato con operaciones no registradas ni rendidas al Congreso de la Nación por un total de 100.000 M de dólares en diferentes monedas. Las víctimas del ajuste han sido jubilados y pensionados, las provincias argentinas y la obra pública que condiciona objetivamente la competitividad externa del país y la calidad de vida del pueblo argentino.

El escenario político en el Congreso de la Nación no cambia significativamente en la Cámara de Diputados de la Nación en donde el oficialismo genera una fuerte atracción del espacio de centroderecha acumulando a los radicales “con peluca” alineados con Milei y los miembros del PRO que fluctúan entre discursos vacíos de contenido y asentimientos decisionales gravitantes en el seno de sus respectivas bancas. El Senado marca una diferencia significativa con la pérdida de bancas de Fuerza Patria que en el marco de la conformación del interbloque acumula el equivalente a 28 bancas, número que bloquea la mayoría calificada al oficialismo por las alianzas existentes y por las personalidades no alineadas de Senadores distritales con sus respectivos gobernadores que canjean recursos por votos.

La pérdida de recaudación equivalente a 1800 M de dólares regaladas a las cerealeras con el “cuero” de los productores perjudicando a los “farmers” de Estados Unidos, la disminución de recursos derivados del impuesto a los Bienes Personales no incorporados al Proceso Económico y la eliminación del impuesto PAÍS ha generado la necesidad de un mayor ajuste fiscal en este bimestre Noviembre-Diciembre, por lo tanto, las negociaciones políticas son meras procesas que se van esfumando con el mero transcurso del tiempo.

La injerencia de Trump en las elecciones del 26 de octubre marca una nueva tendencia de la política internacional en donde la falta de respeto al derecho internacional y el desconocimiento de la soberanía de los estados juega un rol tan preponderante como las operaciones de inteligencia y la hegemonía comunicacional y de las redes sociales, pero nada de esto puede sustituir la inoperancia y el desgobierno pues en dos años renunciaron 83 jueces y aún faltan nombrar 609 magistrados entre otras cuestiones institucionales claves.

El justicialismo como expresión clave en la conformación de un polo antagónico y/o adversarial de la política argentina tiende a reconfigurar progresivamente una agenda legislativa con la unidad de los bloques para evitar las fugas territoriales destinado también a potenciar un liderazgo programático que dispute la agenda del gobierno focalizado en imponer una reforma laboral, previsional, tributaria para sostener el programa económico que cada tanto requiere un “service” y una asistencia externa para sobrevivir.

Con unidad y agenda legislativa, la segunda etapa debe promover la movilización de sus afiliados y simpatizantes a través de un debate amplio de rumbo y acuerdo programático para ampliar el horizonte de base territorial y de actores y sectores políticos y sociales que lo conviertan en una fuerza política competitiva a través de encuentros y congresos provinciales y regionales que permita abrir el debate de abajo hacia arriba.

La conjugación de la agenda legislativa con la agenda política permitirá abrir un nuevo horizonte para la construcción de una agenda electoral que debe incluir un sistema de alianzas políticas y sociales y un método de selección de sus respectivos candidatos. Sin identidad y programa es imposible conformar equipos para la gobernanza de un país complejo cuya representación del espacio está encancada en un vector de naturaleza socioeconómica, esto es, demandas de empleo, salarios e infraestructura que resulta incompatible con un país endeudado sin grados de libertad para el diseño y ejecución de políticas públicas progresivas que transformen la realidad inmediata de los damnificados por el ajuste.

Las perspectivas electorales del justicialismo en alianzas con otros sectores políticos y sociales depende del fracaso económico del gobierno en un contexto de crisis social o de una propuesta que implique recrear la lectura correcta de las nuevas demandas de la ciudadanía conjuntamente con la administración estratégica de datos con acción electoral directa y la construcción de sentido en las redes sociales.

Ambas perspectivas dependen de una cuestión insoslayable: la organización. Y como decía Perón: “la organización vence al tiempo y a los números”.

Por último, las encuestas post electorales permiten observar una recuperación de la imagen positiva de Milei y de la gestión del gobierno nacional junto a la reducción del riesgo político como elemento indispensable de la nueva dinámica política hacia las elecciones del año 2027.

1.4. ANÁLISIS DE ENCUESTAS

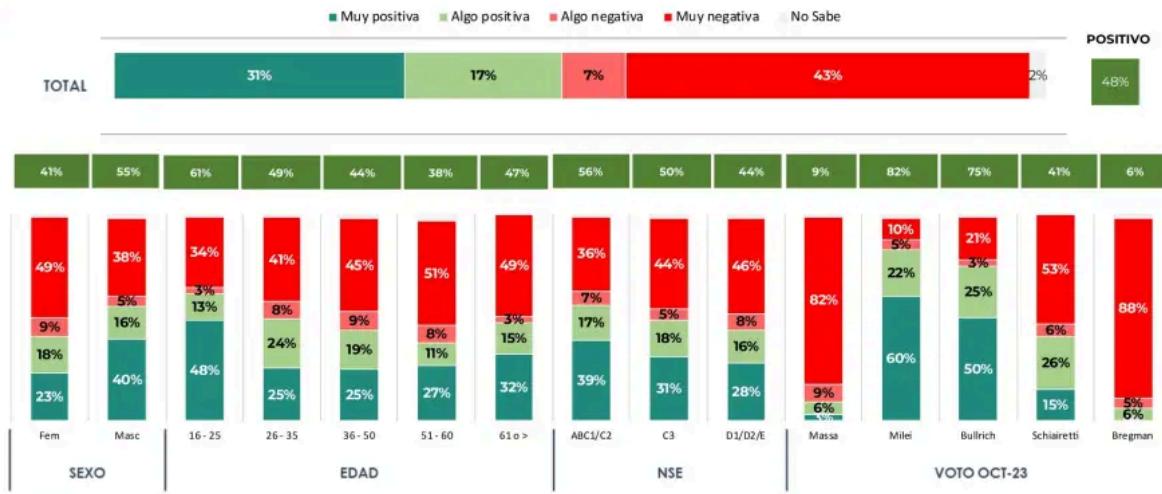
La primera encuesta postelectoral realizada por Opinaia muestra un cambio significativo en las preocupaciones centrales de la ciudadanía tras el triunfo de Javier Milei. El desempleo supera a la inflación como principal problema del país, lo que indica un giro en el malestar social: la atención ya no está puesta únicamente en los precios, sino en la pérdida de empleo, la inestabilidad laboral y el deterioro de los ingresos reales.

¿CUÁLES CONSIDERÁS QUE SON LOS PRINCIPALES PROBLEMAS DEL PAÍS? (RTAS. MÚLTIPLES)

	Primera mención	Resto de menciones	SEXO		EDAD					NSE		VOTO OCT-23					
			Fem	Mas	16-25	26-35	36-50	51-60	61 >	ABC1/C2	C3	D1/D2/E	Masa	Milei	Bullrich	Schiaretti	Bregman
Desempleo	20%	33% 53%	60%	46%	43%	61%	57%	60%	42%	48%	46%	59%	68%	39%	46%	74%	51%
Pobreza	20%	32% 52%	57%	47%	56%	58%	53%	50%	38%	53%	45%	56%	60%	49%	40%	49%	50%
Corrupción	19%	29% 48%	41%	55%	43%	40%	41%	53%	75%	56%	51%	43%	47%	48%	53%	47%	54%
Inseguridad	9%	38% 47%	50%	44%	52%	45%	43%	52%	47%	39%	45%	52%	43%	55%	49%	41%	29%
Inflación	12%	20% 32%	28%	37%	39%	40%	34%	14%	25%	38%	37%	27%	31%	34%	27%	23%	30%
Narcotráfico	5%	28%	30%	27%	24%	18%	28%	38%	40%	27%	25%	30%	26%	32%	41%	8%	12%
Justicia	5%	22% 27%	22%	32%	31%	20%	18%	26%	50%	26%	30%	25%	30%	22%	41%	39%	27%
Salud	1%	23% 24%	26%	22%	18%	32%	26%	23%	17%	22%	28%	22%	21%	24%	21%	26%	45%
Educación	3%	21% 24%	24%	23%	22%	28%	25%	22%	18%	28%	24%	22%	16%	28%	32%	24%	26%
Vivienda	2% 11%	13%	15%	10%	9%	18%	13%	14%	8%	11%	15%	12%	9%	12%	10%	18%	24%
Medio ambiente	4% 4%		2%	7%	13%	2%	2%	1%	3%	5%	8%	2%	3%	7%	1%	3%	8%
Otro	5% 5%		6%	4%	1%	5%	8%	7%	6%	6%	4%	6%	6%	4%	1%	3%	3%

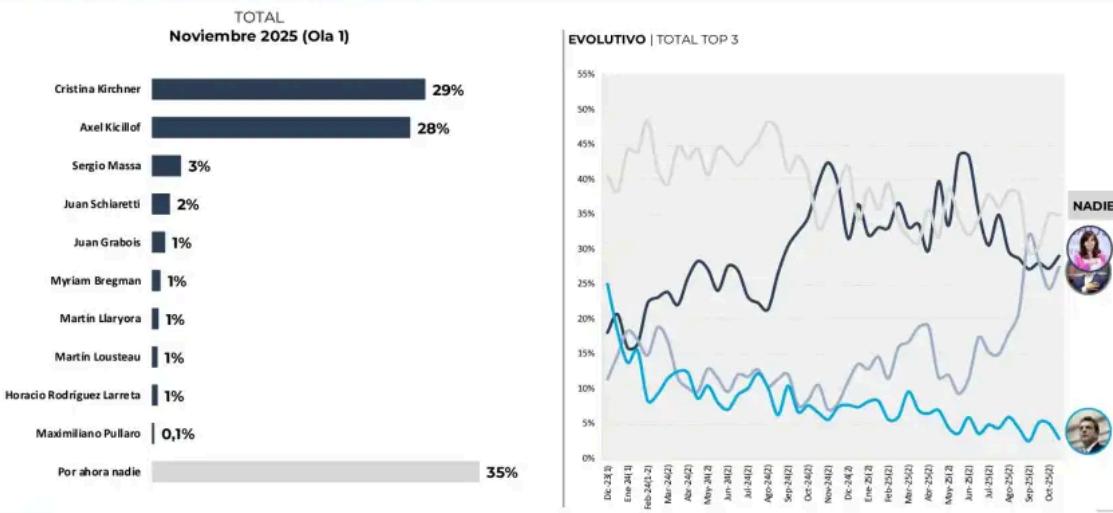
Así mismo, en cuanto a la evaluación del gobierno nacional, la encuesta señala que la imagen positiva de la gestión de Javier Milei se ubica en el 48%, frente a un 50% de negativa.

¿CUÁL ES TU OPINIÓN DE JAVIER MILEI?



El estudio también confirma que persiste una fuerte polarización entre La Libertad Avanza y el peronismo, que continúa siendo el eje estructurante del escenario político. Sin embargo, los datos sugieren que podría estar emergiendo una tercera fuerza competitiva, capaz de retener un segmento relevante del electorado en un contexto de desgaste simultáneo del oficialismo y la oposición tradicional.

¿QUIÉN ES EL LÍDER DE LA OPOSICIÓN AL GOBIERNO DE JAVIER MILEI?



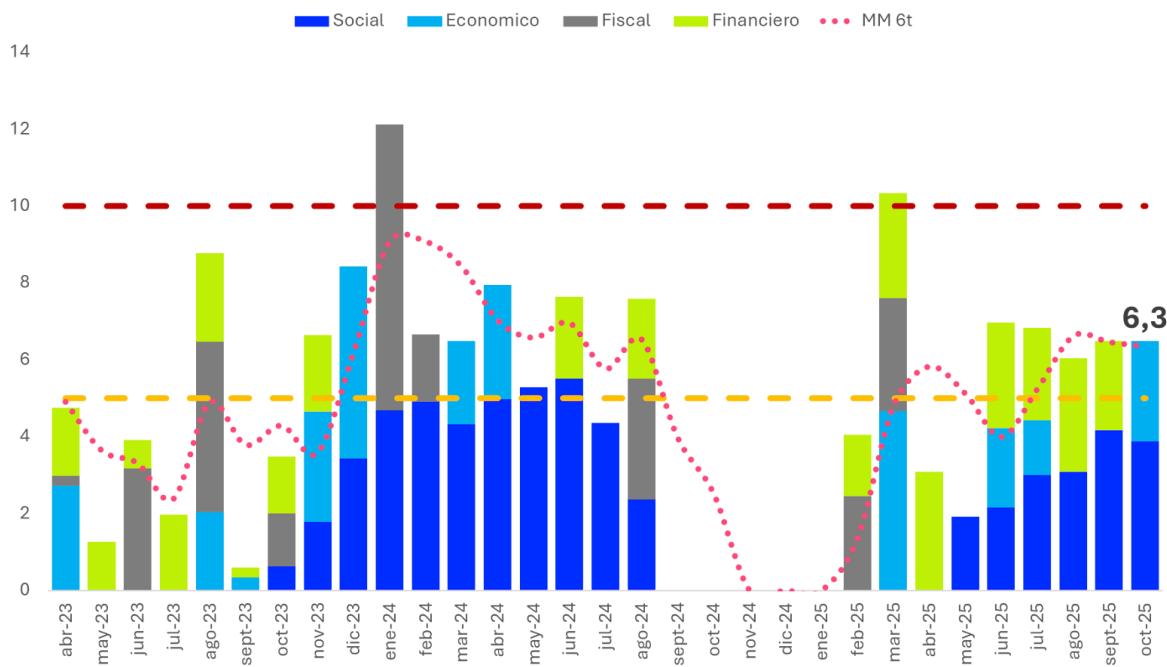
Este nuevo mapa político, más fragmentado y con demandas sociales centradas en el trabajo, plantea un desafío inmediato para el Gobierno: la legitimidad del nuevo ciclo político dependerá de su capacidad para frenar la destrucción de empleo y recomponer expectativas económicas. En paralelo, la oposición enfrenta el reto de articular una alternativa que interprete este cambio en las prioridades ciudadanas, en un contexto donde el humor social se vuelve crecientemente volátil.

En síntesis, la encuesta revela un electorado preocupado principalmente por la situación laboral, un oficialismo que capitaliza el triunfo pero enfrenta límites claros, y un sistema político en proceso de reconfiguración que abre interrogantes de cara a los próximos meses.

1.5. RIESGO POLÍTICO

El índice consolidado de Riesgo Político alcanzó 6,5 en su valor puntual y 6,3 en su media móvil de seis meses (MM6) durante octubre (últimos datos disponibles). Se mantiene por encima del nivel de alerta moderada y confirma el repunte iniciado después del piso observado entre septiembre y noviembre de 2024. El movimiento de la tendencia móvil es consistente con un nuevo escalón ascendente en 2025, impulsado principalmente por el deterioro social y económico, mientras que la mejora financiera sigue siendo puntual y dependiente de factores externos.

La señal estratégica se mantiene intacta: la estabilidad lograda en el segundo semestre de 2024 fue táctica, no estructural. El reacomodamiento de precios, ingresos y expectativas volvió a tensionar al sistema y reposicionó al riesgo político en un nivel creciente.

Riesgo político | media móvil y dato puntual**Dimensión Social — presión persistente y sin señales de alivio**

El estancamiento en la reducción de la pobreza consolidó un piso estructural del 30%, que la mejora macroeconómica no logra perforar. La desaceleración de la pobreza se frenó y los indicadores de bienestar confirman que el rebote productivo sigue sin llegar al frente social.

La inflación volvió a crecer por encima de los salarios privados registrados. El ingreso formal marcó su mínimo real de 2025, desarmando la mejora parcial del verano. Las jubilaciones cayeron 0,8% real y el SMVM retrocedió 2% real, ampliando la brecha entre precios y pisos salariales regulados.

El componente social sigue empujando al alza el riesgo político porque los hogares permanecen en un nivel de consumo bajo, sin capacidad de absorber nuevos shocks. La tensión se profundiza especialmente en el conurbano provincial y entre trabajadores jóvenes, informales y precarizados.

Dimensión Económica — rebote heterogéneo y desinflación estancada

El riesgo económico mostró un aumento significativo. La economía crece, pero lo hace de manera despareja:

- Los sectores transables y de exportación sostienen el movimiento agregado.

- Servicios, comercio minorista y pymes urbanas continúan por debajo de sus niveles pre-corrección.
- El consumo masivo se mantiene débil y sin señales firmes de recomposición.

En paralelo, la inflación volvió a ubicarse por encima del 2% mensual, marcando que la desinflación tocó un piso más alto. Persisten correcciones de precios relativos –tarifas, bienes regulados, alimentos– y el ancla nominal continúa apoyada en expectativas, no en un marco institucional sólido.

Dimensión Fiscal — estabilidad contable, tensión territorial

El componente fiscal permanece relativamente estable tras el ajuste de 2024, pero se observan focos de presión:

- El gasto social sigue contrayéndose.
- La inversión pública opera en mínimos históricos.
- Las provincias trasladan parte del ajuste a salud, educación e infraestructura.

El esquema fiscal cierra en las planillas, pero abre tensiones políticas en los territorios. El riesgo fiscal no se dispara, pero se recalienta a través de la dimensión social, que queda más expuesta al ajuste.

Dimensión Financiera — mejora táctica, no estructural

El riesgo financiero fue la única dimensión que mostró una mejora clara, sostenida por una serie de anclas exógenas:

- Intervención del Departamento del Tesoro de EE.UU. en el mercado cambiario.
- Activación y despliegue del swap, que permitió sostener el tipo de cambio en la parte superior de la banda.
- Recalibración de tasas con bancos internacionales, dando aire a los mercados locales.
- Compras netas de divisas del gobierno en semanas de estabilidad.

Este reacomodamiento estabiliza pero no resuelve. La mejora depende de Washington y no modifica los fundamentos domésticos. La vulnerabilidad sistémica sigue presente.

1.6. ECONOMÍA NACIONAL.

La economía argentina transita un escenario de vencimientos prominentes con bolsillos flacos tanto en pesos como en dólares. Para evitar tensiones de liquidez debe refinanciar al menos 70 % de los vencimientos de deuda por 14 billones con depósitos en el Tesoro del BCRA que apenas superan 4 billones de pesos para el miércoles 26 de Noviembre en

virtud de expectativas que tienden a mejorar con una reducción de las tasas de interés del 22 al 20 % anual con flexibilización de encajes para estimular el crédito a empresas y familias destinadas a reactivar la economía.

La inflación no cede superando el 2,5% de acuerdo a las previsiones de analistas para el mes de noviembre y la oposición advierte respecto a la divulgación de un nuevo índice producto del subregistro de los servicios en la canasta de medición. En efecto, durante el mandato de Milei, los alquileres subieron 547%, Electricidad y Gas 542%, Transporte Público 482 %, Telefonía e Internet 330 %, Combustibles 308 % contra salarios que según el RIPTE tuvieron un incremento del 252%. En fin, los gastos esenciales, subieron un 500 %, más del doble que la inflación registrada, entre los cuales se destacan los aumentos de la carne y del transporte.

Mientras tanto, la gestión es inexistente. No se han adjudicado los 9000 km de rutas a concesionar en el marco de 30000 km de rutas en estado regular y malo (casi el 70 % de la red vial nacional que requiere 7900 M de dólares de inversión cuya asignación anual asciende a 400 M de dólares). Tampoco avanzan las licitaciones para aumentar la oferta de energía. Recién se publica la supuesta licitación para el primer trimestre del año próximo de la firma AYSA con la venta del 90 % de las acciones. Los niveles de cobertura de vacunación bajaron del 95 % al 46 % volviendo enfermedades erradicadas hace 40 años como afirman especialistas.

El panorama para los fabricantes locales es complejo en virtud de los bajos niveles de consumo, la mayor oferta por la apertura comercial (amplia difusión de Temu y Shein como plataformas aceptadas), y tipo de cambio más apreciado. La reactivación de la economía recurriendo al crédito doméstico choca con el récord histórico en el mes de septiembre del 9,1 % de los créditos personales y el 7,4% en tarjetas de crédito en el contexto de un aumento del 75 % del endeudamiento de clientes con bancos y billeteras virtuales alcanzando a 5,6 M de pesos para 6,2 M de personas con una mora conjunta de 8,6%, 20 % de préstamos personales y 27 % en compras de electrodomésticos junto a tasas no bancarias que alcanzaron 129 %. En el turismo se pierden 10 empleos por día, pues en la temporada de invierno la ocupación hotelera nacional ascendió al 50 %.

Las tarifas se ajustan sistemáticamente y el gobierno sostiene que los hogares en promedio pagan 58 % de la electricidad y el 46 % del gas, máxime teniendo en cuenta la caída del 49 % de los subsidios en el presupuesto nacional en virtud del compromiso asumido con el FMI. En muchas provincias argentinas avanzan las audiencias públicas para la suba del precio del boleto del transporte público de pasajeros a 2500 pesos.

La economía real sigue en caída con heterogeneidad sectorial, por ejemplo, la industria metalúrgica cayó 4,6 % en octubre (ADIMRA) con una contracción de autopartes (-2,5%), bienes de capital (-3,9%), equipamiento médico (-3,7%), equipos y aparatos eléctricos (-8,6%), fundición (-12,7%) estando la actividad por debajo del 17,7 % respecto a mediados de 2023 con importaciones creciendo al 70 % anual.

El cierre de empresas marca una impronta en este escenario con 16000 empresas menos y 276000 despedidos con muchas fábricas que se cierran o suspenden o echan personal. Essen en Venado Tuerto y Georgalos en Victoria son ejemplos icónicos de esta oleada.

Menor actividad económica, implica menor recaudación, por lo tanto, muchas provincias han empeorado sus cuentas públicas entre las cuales se encuentra Chaco liderando el ranking con -11,9%, Tierra del Fuego, Chubut, Corrientes, Santa Cruz y Río Negro entre otras.

El salario mínimo de nuestro país es actualmente el más bajo de la región (215 dólares) -habiendo sido el más alto en el año 2015-, con el liderazgo de Costa Rica (729 dólares), seguido por Uruguay (593 dólares), Chile (567 dólares) y Ecuador (470 dólares). La economía popular representa alrededor del 27,1% de la población económicamente activa y el 89,4% de las personas perciben ingresos inferiores a tres veces el salario mínimo alcanzando a 3,5 M de trabajadores.

La deuda bruta de la Administración Nacional creció desde diciembre de 2023 en 83,357 M de dólares incluyendo deuda en moneda nacional, extranjera, créditos recibidos y otros componentes de la deuda. Los vencimientos de deuda para 2026 y 2027 asciende a 15000 M de dólares por año con reservas líquidas equivalentes a 5000 M de dólares y reservas negativas descontando en valor presente todos los flujos equivalentes a -14000 M de dólares.

En síntesis, la caída del PIB en -1,7 % durante 2024 tiende a corregirse con un crecimiento de 3,7% en el transcurso del corriente año 2025, con una inflación del 33 % anualizada y salarios en promedio (públicos, privados y no registrados) menores a 10% y con un impacto heterogéneo en materia de actividad económica. La tasa de desempleo asciende a 7,9 % luego del 5,7% en 2023, siendo la reversión del balance energético de 13000 M de dólares alcanzando un récord de 859.000 barriles/día en un contexto de desaceleración de la inversión extranjera directa equivalente a 1700 M de dólares con 20 empresas multinacionales que dejan sus operaciones en el país.

La hoja de ruta de la economía argentina debe sostener un programa de acumulación de reservas incompatible con el tipo de cambio actual y un modelo de acceso al mercado de capitales que hoy se presenta como una limitante para reducir incertidumbre que permita despejar un horizonte sin nubarrones a la vista. Las reformas estructurales propuestas por el gobierno en materia laboral, previsional o tributaria son inconsistentes con un sendero de crecimiento sostenido de la economía y distribución más equitativa del ingreso.

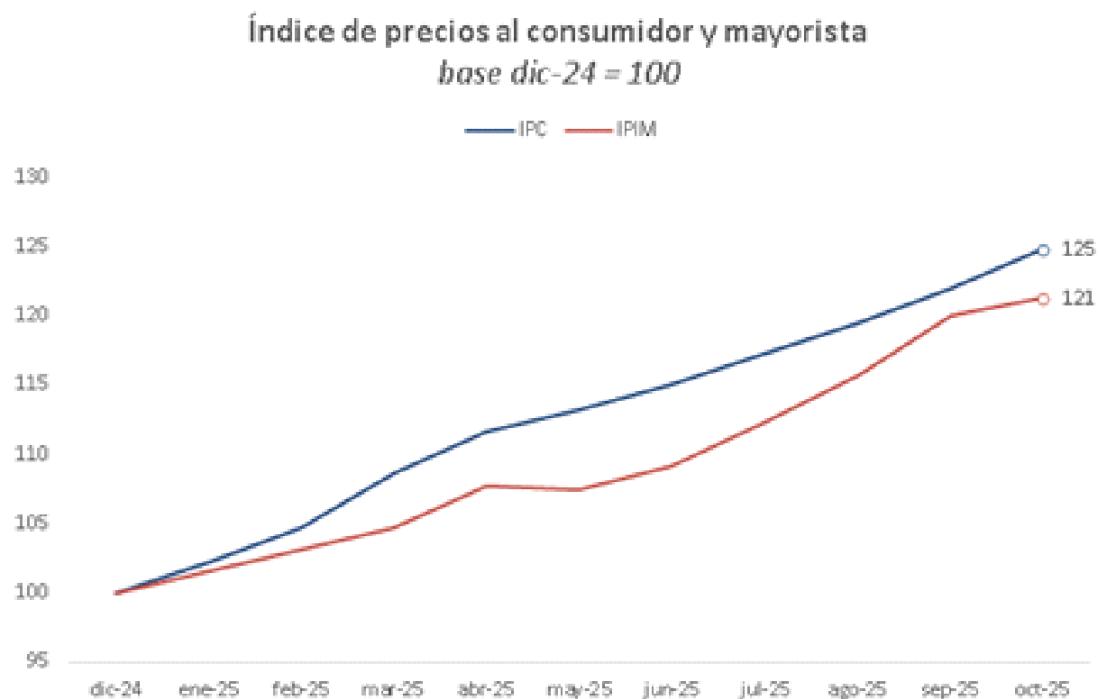
Todos los logros son efímeros sin resolver adecuadamente las restricciones, cumplir progresivamente reglas compatibles con instituciones que funcionen adecuadamente y políticas que contemplen la diversidad del país. Con petróleo, gas, combustible líquido, cereales y oleaginosas, minerales críticos junto a enclaves de la economía del conocimiento no alcanzan a consolidar un país con equilibrio de largo plazo.

La transición de la restricción externa hacia la “enfermedad holandesa” (mayor oferta de divisas por energía, combustibles, minerales y 38 cadenas de valor competitivos) y de una economía cuyo “bonus demográfico” expira en el año 2040 requieren un diseño institucional más adecuado para cumplir con las perspectivas adecuadas no sólo para los inversores sino para los habitantes del país.

El informe publicado por ANSES el 25 de octubre de 2025 pone al descubierto un problema clave: existen 493000 aportantes menos al sistema de seguridad social, lo cual exige extremar acciones y medidas tendientes a incluir a los excluidos para facilitar una distribución intergeneracional del ingreso más equitativa.

Aumentó la diferencia entre los precios y los costos: ¿están siendo rentables las empresas?

Esta semana se publicó el dato de inflación mayorista medida a través del IPIM (Índice de Precios Mayorista) del mes de octubre que dio 1,1% mensual, mostrando una desaceleración relevante desde el 3,7% septiembre. Antes de analizar el dato y su historia, corresponde aclarar que el indicador, a diferencia del IPC (minorista), toma información hasta el 15 de cada mes, por lo que la comparación se realiza contra la mitad del mes de septiembre. En la comparación de esos períodos, la diferencia radica, principalmente, en la volatilidad cambiaria, mucho más fuerte en la primera parte de septiembre (el tipo de cambio mayorista aumentó 11,7% entre puntas, mientras que cayó 6,1% en el mismo período del mes siguiente). Esa volatilidad hizo que los precios de productos importados aumentaran 9% en septiembre, contra una caída de 1,4% hasta la primera quincena de octubre.



De este modo, vemos que el componente importado, directamente asociado al tipo de cambio, afecta mucho la estructura de costos, al menos la parte que no incluye el salario. La siguiente parte, es de componentes nacionales, donde están los productos primarios (también se ven afectados por la cotización del tipo de cambio, porque suelen ser productos de exportación), productos manufacturados (donde el salario y servicios tiene

algo más de pesos en la estructura de costos) y la energía eléctrica (directamente relacionada con la política fiscal).

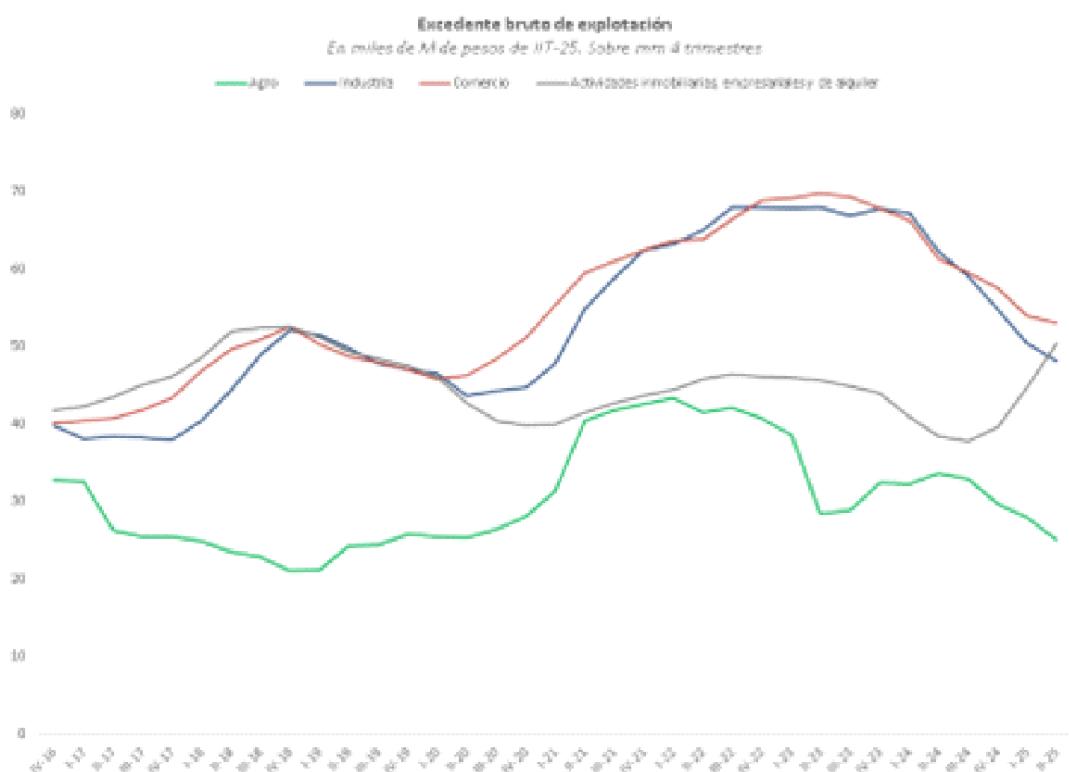
Hacia adelante, la continuidad de la política de actualización tarifaria podría afectar este último componente, principalmente por los aumentos previstos para noviembre en la energía eléctrica.

En el año, luego de esta última separación, los precios minoristas crecieron 3% por encima de los mayoristas. Sin embargo, en lo que va de esta gestión, los precios minoristas aumentaron mucho más que los mayoristas (merced de la baja en los productos importados en un contexto de atraso cambiario y eliminación derechos de importación). La diferencia total acumulada contra noviembre de 2023 es de 241% versus 209%. En principio, esos 31 puntos porcentuales podrían implicar un margen de ganancias a favor del sector productivo, principalmente en bienes, por la menor incidencia de los costos salariales. Cabe aclarar que la brecha a favor de los precios minoristas venía siendo más grande y se comprimió 4 puntos entre junio y septiembre, por el impacto en la suba de precios importados en el período electoral, que no pudo ser convalidada por aumentos en los precios minoristas.

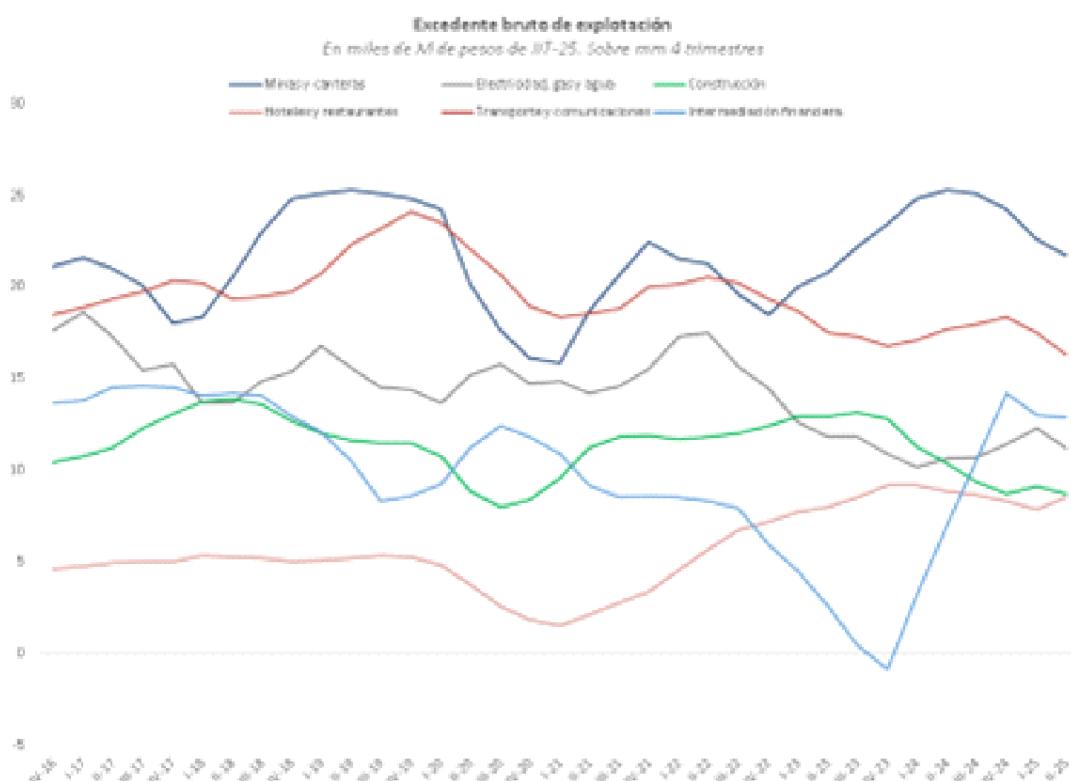
Ahora bien, recomponer los márgenes a partir de la diferencia en precios, no necesariamente implica una mejora agregada en la rentabilidad de las empresas, porque le falta la dimensión del volumen. Subir precios por encima de los costos, puede no ser convalidado por una mayor demanda que, o bien puede estar deprimida por menores ingresos disponibles, o puede estar volcándose hacia productos importados. En principio, como venimos viendo en los semanales anteriores, se refleja en una combinación de ambas variables.

La economía argentina hoy presenta la paradoja que las empresas, a pesar de tener una diferencia favorable entre sus precios de venta (minoristas) y sus costos (mayoristas), están viendo una caída en su rentabilidad agregada (el excedente bruto de explotación)

Con información al segundo trimestre de este año, vemos que el excedente bruto de explotación de las empresas viene comprimiéndose en los principales sectores de la economía. Se trata del valor producido luego de impuestos netos de subsidios y el costo salarial, el margen que le queda a las empresas.



Esta información no dice mucho a nivel sector de la concentración y destrucción de firmas, pero sí que a nivel agregado los márgenes de achicaron sustancialmente en la última gestión. Posiblemente en un contexto en el que el salario disponible para la adquisición de productos de fabricación local no viene acompañando para convalidar la suba de precios por encima de los costos. Así, hay pérdida de márgenes totales, pese a la ganancia en márgenes de precios. En el caso del comercio, la pérdida fue de 24% contra el pico registrado en el segundo trimestre de 2023. En el caso de la industria, la caída fue del 30%. El agro, por su parte, está 42% por debajo del pico de 2022 y continúa deteriorándose pese a la recomposición luego de la sequía. Las actividades inmobiliarias, servicios empresariales y alquileres en cambio mostraron un mejor dinamismo, en un contexto de recuperación de la actividad de la mano del crédito hipotecario. Vale aclarar, aunque no es deducible de estas estadísticas, que la brecha cambiaria favorecía la expansión del excedente en aquellos sectores que lograban un mayor acceso al tipo de cambio oficial y podían vender en el mercado interno a precios que reflejaban más los costos del tipo de cambio paralelo. La reducción de la brecha corta con la capacidad de generar ese excedente.



En el caso de minas y canteras (que incluye el petróleo y el gas), la mejora en la actividad redundó en una mejora en el excedente agregado del sector, pero que se revirtió a partir del segundo trimestre del año pasado, cuando el tipo de cambio real comenzó a retroceder más fuertemente. Otro caso relevante es el de la construcción, donde el excedente se asimila al registro de la pandemia, en un sector que hoy opera muy por debajo de sus capacidades por el contexto de obra pública. El sector financiero, en cambio, mejoró sustancialmente su excedente y opera en valores récord por el dinamismo del crédito. En este caso, la medición es por intermediación financiera, es decir, no necesariamente involucra el negocio total del banco, sino la diferencia entre la captación de depósitos y otorgamiento de crédito.

Si bien la diferencia entre precios mayoristas (como proxy de los costos) y de los precios minoristas (como proxy de los precios de venta) no son un indicador exacto para evaluar los márgenes (especialmente porque hay mucha incidencia de alimentos y servicios públicos), sí nos permiten una orientación para entender que en el último año muchos costos bajaron producto del atraso cambiario y eliminación de aranceles a la importación, que no se verificó en los precios finales al consumidor, en un contexto en que las empresas, a nivel agregado, empeoraron sus excedentes.

Para revertirlo, debería o i) aumentar los precios o ii) aumentar su volumen de negocios, algo difícil de lograr con ingresos estancados. Por otro lado, una corrección del tipo de cambio, aunque podría mejorar los márgenes en algunos sectores netamente de exportación, podría dificultar aún más las ganancias en aquellos vinculados al mercado interno. La salida para que las empresas vuelvan a ser rentables no es sencilla, depende de que la economía vuelva a encontrar un curso de crecimiento donde pueda haber un

sostenimiento de la demanda que permita una estabilidad en la ecuación que contiene ingresos, costos y volumen de demanda.

Principales variables

Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. l.a. % d Diferencia
Actividad					
PBI precios constantes	%	se. y v%e	11-25	-0,7%	0,3%
PIM4F	%	se. y v%e	ag-25	1,3%	2,4%
Salarios Privados					
Salarios minimales INDEC	%	se. y v%e	se-25	1,7%	22,9%
Salarios reales INDEC	%	se. y v%e	se-25	-0,7%	0,5%
Fiscal					
Ingresos totales	% PIB, dif. l.a.	Acum. año	oct-25	13,0%	0,5 pp.
Gasto público	% PIB, dif. l.a.	Acum. año	oct-25	-11,5%	0,2 pp.
Resultado primario	% PIB, dif. l.a.	Acum. año	oct-25	1,2%	-0,3 pp.
Intereses	% PIB, dif. l.a.	Acum. año	oct-25	-2,0%	0,1 pp.
Resultado financiero	% PIB, dif. l.a.	Acum. año	oct-25	0,5%	0,0 pp.
Precios					
PIL Real General Nacional	%	v%am y v%a	oct-25	2,3%	31,2%
PIL Real, Variacional	%	v%am y v%a	oct-25	2,7%	33,2%
Comercio exterior					
Exportaciones (INDEC)	LSC M	Mes y D-	sep-25	795	85,0%
Importaciones (INDEC)	LSC M	Mes y D-	sep-25	7124	75,2%
Balanza comercial (BCRA)	LSC M	Mes y D-	sep-25	9.33	6.80%
Balance cambiario					
Billetes (BCRA)	LSC M	Mes y D-	sep-25	7.003	20,39%
Servicios y rentas (BCRA)	LSC M	Mes y D-	sep-25	-1.213	-20,35%
Cuenta corriente y financiera (BCRA)	LSC M	Mes y D-	sep-25	-5.527	11,62%
Tipo de cambio					
Tipo de cambio A\$500	ARS/USD	Dia i.e.	19-nov-25	1,025	
Tipo de cambio real multilateral	DICOM	Dia i.e.	19-nov-25	1,4	
CFI	ARS/USD	Dia i.e.	19-nov-25	147,7	
CCU real multilateral	DICOM	Dia i.e.	19-nov-25	1,4	
Reservas					
Reservas brutas	LSC M	Dia i.e.	19-nov-25	47.073	
Compra - venta divisas semanal	LSC M	Dia i.e.	19-nov-25	0	
Títulos públicos					
AL30	USD	Dia i.e.	18-nov-25	58,1	
GL30	USD	Dia i.e.	18-nov-25	60,7	
Riesgo País	USD	Dia i.e.	18-nov-25	51	
Monetario					
LEADER más alta	% TEF	Dia i.e.	18-nov-25	1,7%	
IAMAN	% I.E.V	Dia i.e.	18-nov-25	±3,5%	
Internacional					
Real Brasil	BRB/USD	Dia i.e.	7-nov-25	5,3	8,2%
Yuan China	CNY/USD	Dia i.e.	7-nov-25	7,	-5,1%
Euro (€)	USD	Dia i.e.	7-nov-25	4,25	1,3%
WTI (Petróleo)	USD	Dia i.e.	7-nov-25	79,1	-0,8%

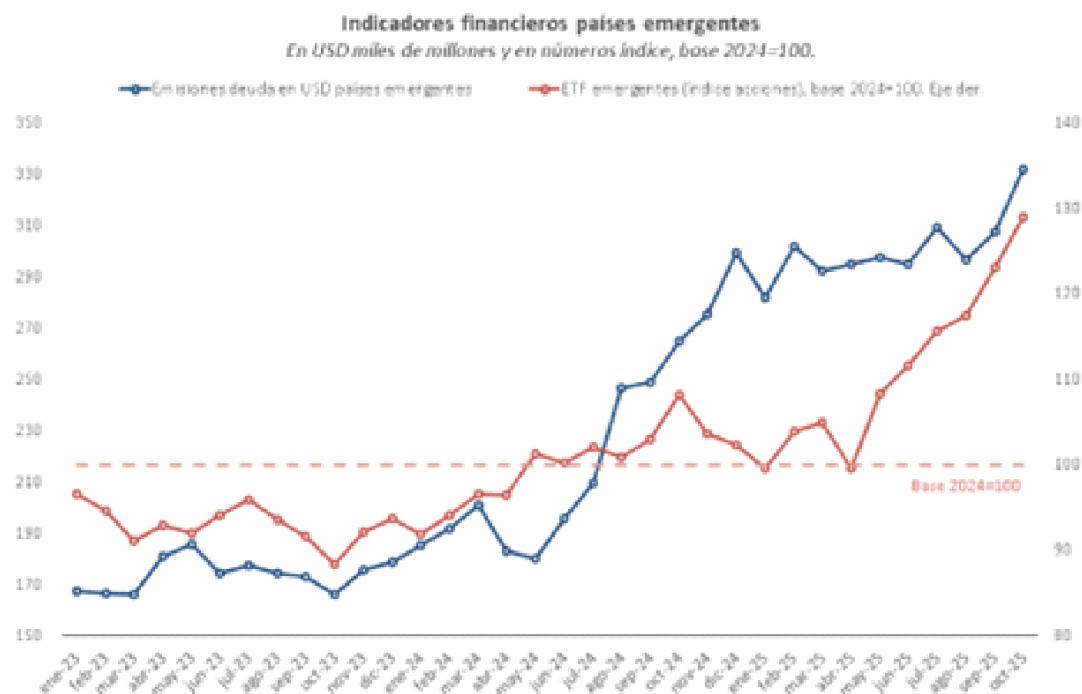
Reformando la causalidad: ¿más reservas para menos riesgo país o menos riesgo país para más reservas?

La discusión sobre el sostenimiento de las bandas cambiarias es, implícitamente, una discusión sobre las posibilidades de financiamiento externo de la economía argentina, tanto del Estado Nacional, y eventualmente provincial, como de las empresas. En el corto

y mediano plazo, la posibilidad de mantener el dólar en estos niveles dependerá de la capacidad del sector privado y público de obtener crédito en moneda extranjera.

En las últimas dos semanas, el riesgo país de Argentina bajó de 1.100 a 600 puntos básicos (p.b.), mostrando una compresión significativa, pero que todavía deja al Palacio de Hacienda fuera de los mercados. Con el costo de financiamiento a diez años del Tesoro de Estados Unidos apenas por encima del 4%, los niveles de riesgo país actuales implican una tasa del 10% para el financiamiento del Estado Nacional. Aunque algunos países emitieron deuda a estos precios -República Dominicana, por caso, colocó USD 9.000 millones (7,4% de su PBI) a esa tasa en febrero de este año-, el gobierno argentino todavía permanece al margen.

En este marco, la pregunta por la disponibilidad de dólares financieros será la clave para entender la dinámica cambiaria -y en buena medida inflacionaria y de actividad- de los próximos meses. En el siguiente informe analizaremos primero las condiciones internacionales, para mostrar cómo su relajación en los últimos meses aumenta las chances de “volver a los mercados”, para pasar a mirar luego las emisiones de obligaciones negociables en moneda extranjera, que se aceleraron en las últimas semanas (USD +1.950 millones entre la última semana de octubre y la actualidad, superando al total emitido entre principios de agosto y la tercera semana de octubre). Por último, cerraremos con un análisis de las necesidades del Estado Nacional, para pensar cuándo podría ser esta “vuelta”, y qué demandará el mercado, para intuir qué podría pasar en el plano cambiario en el cierre del año y el arranque de 2026.



En el gráfico de arriba se observa cómo las emisiones de deuda de los Estados emergentes vienen acelerando de manera sensible en los últimos meses: pasaron de USD 265.000 millones en el acumulado noviembre 2023-octubre 2024 a USD 330.000 millones

entre noviembre del año pasado y octubre 2025 (+25%). En materia de acciones la dinámica fue similar: el ETF de emergentes (Exchange Traded Funds, en inglés, fondo cotizado en bolsa, en español) creció 20% en el último año, reflejando la mayor demanda por activos de esta serie. La asunción de Trump y las mayores tensiones globales aumentaron el apetito por los mercados en desarrollo, en lugar de reducirlo y revertir los flujos hacia los países desarrollados, tal como solía pasar en otros momentos. Por lo tanto, las condiciones externas son mejores que hace unos meses para “volver a los mercados”.

En esta clave, analizamos la situación de los países que incrementaron sensiblemente sus colocaciones de deuda en moneda extranjera este año en relación con el pasado reciente. A priori, resalta que i) son varios (quince) y ii) que la mitad emitió USD 10.000 millones o más, que es el monto que necesitaría el Estado Nacional para refinanciar sus pagos de Bonares y Globales del año que viene. Al sumar las obligaciones de intereses con el FMI y los vencimientos de BOPREAL, el número llega a USD 15.000 millones, y ahí el escenario es un poco más exigente: sólo tres países, y con gran capacidad de generación de dólares -Arabia Saudita, Luxemburgo y Kuwait-, pasaron de emitir poco o nada a más de USD 15.000 millones este año.

Al mirar las tasas de interés y la duración promedio de las colocaciones los números también son razonables: éstas promediaron 6,6% a poco más de diez años. Sin embargo, al mirar los índices de riesgo país se verifica que, con excepción de Kenia, estos se ubican por debajo de los 400 p.b. -y en 12 de 15 casos por debajo de 300 p.b.-. Considerando que el índice de Argentina oscila en torno de los 600 p.b., y que el piso de la gestión Milei fue de 550 p.b. En enero de este año, hay una diferencia con este grupo.

Emisiones deuda en moneda extranjera: países con pocas colocaciones en últimos años.

Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg. En USD miles de millones o como %, según corresponda.

Países	Mes de emisión	2018-2019	2022-2023	2024	2025	Como % del PBI	Tasa de interés (promedio)	Duración promedio de emisión (en años)	Riesgo país (momento de emisión)	Reservas como % del PBI
Arabia Saudita	ene-25	15	11	34	35	3%	5,4%	6	72	37,5%
Luxemburgo	ago-25	0	0	0	24	26%	4,3%	7	4	3,0%
Kuwait	oct-25	0	0	0	23	14%	5,4%	6	135	31,7%
México	ene-25	8	3	0	15	1%	6,8%	15	217	12,5%
Kazajistán	jul-25	0	0	0	11	4%	5,3%	8	92	15,9%
Bahrein	may-25	3	3	7	10	21%	6,9%	10	246	10,4%
Rumania	jul-25	1	8	8	10	3%	6,2%	8	180	19,2%
República Dominicana	feb-25	4	6	2	9	7%	7,2%	21	270	10,8%
Hungría	jun-25	0	10	5	8	4%	6,2%	8	183	20,8%
Kenia	mar-25	2	0	3	7	5%	9,5%	11	522	8,1%
Brasil	feb-25	6	4	2	7	0%	6,6%	10	215	15,1%
Perú	jun-25	0	1	3	4	1%	6,2%	30	183	27,4%
Costa de Marfil	abr-25	5	0	0	4	4%	8,1%	11	380	12,7%
Uzbekistán	may-25	1	0	2	3	3%	7,2%	6	276	35,9%
Bahamas	jun-25	0	0	0	2	13%	8,1%	11	373	15,9%
Resto		169	114	294	100					
Total		215	158	299	271					

Como en otras oportunidades, la explicación del mayor costo de financiamiento pareciera obedecer al bajo stock de reservas: la relación entre Reservas y PBI de los países “re-colocadores” promedia 18,5%, casi triplicando a la de Argentina (6,5%) y superando a la media de la región (15%). Así, caemos en la misma lógica circular de otras veces: no tenemos mercado porque no tenemos reservas, pero a la vez no tenemos reservas porque no tenemos mercado.

En este momento, pareciera que el gobierno apuesta a que la aprobación de su “programa de reformas” baje el riesgo país, y se pueda volver a los mercados sin acumular reservas, es decir, sin sumar demanda al mercado cambiario en un contexto donde la oferta proveniente de las exportaciones es acotada, producto de la baja de retenciones de septiembre.

En contraste, la que surge del endeudamiento de las empresas empezó a acelerar en las últimas semanas. No obstante, si ésta se liquida en el mercado y suma oferta privada sirve para contener el tipo de cambio, pero no para acumular Reservas; al revés, si el Tesoro o el Banco Central compraran estos dólares -como hizo el segundo a fines del año pasado y principios de 2025-, se fortalecería el stock de Reservas, pero no habría un aumento de la oferta privada en el mercado que ayude a contener el tipo de cambio.

En las últimas tres semanas, las empresas emitieron USD 1.950 millones de obligaciones negociables. Para que el endeudamiento en dólares sea atractivo, la tasa de interés en dólares más la devaluación esperada tiene que ser menor que la tasa de interés en pesos. Así, podemos pensar que las empresas que agrandaron su pasivo en moneda extranjera en las últimas semanas tienen pocas expectativas de suba del dólar, especialmente en el caso de las que no son del sector petrolero, donde el financiamiento en moneda extranjera también puede obedecer i) al tamaño del financiamiento requerido, y la profundidad del mercado en pesos es acotada o ii) a la búsqueda por calzar compromisos en dólares con ingresos que también son en esa moneda, ya que provienen de la exportación.

Emisión de obligaciones negociables en moneda extranjera

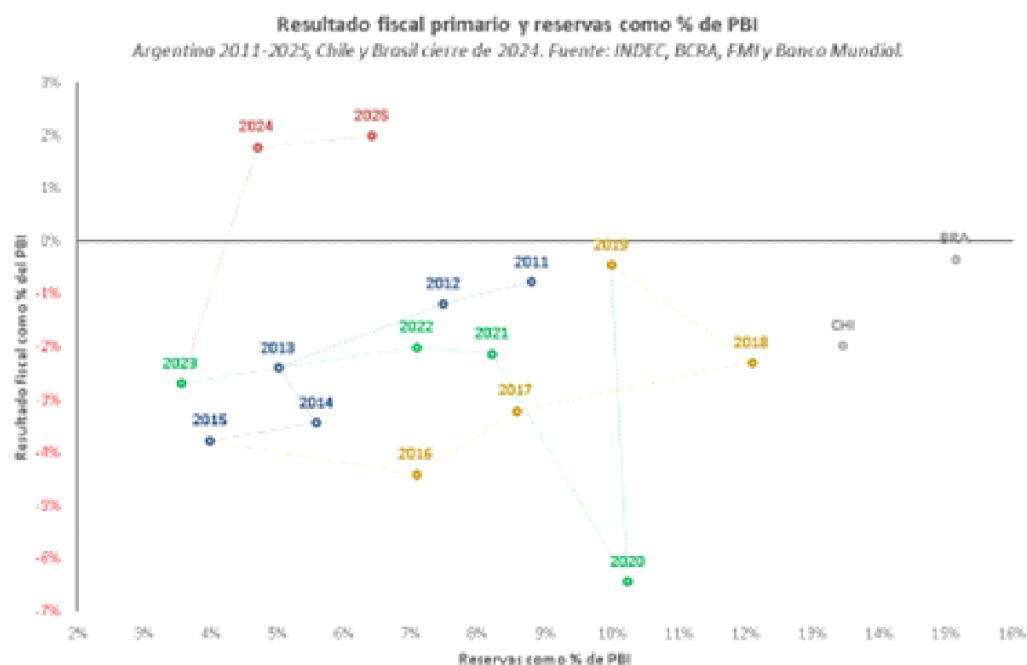
Fuente: elaboración propia en base a CNV. En USD millones.

Fecha	Monto emitido (DN)	Empresas
ene-25	1.979	
feb-25	743	
mar-25	572	
abr-25	222	
may-25	2.336	
jun-25	1.397	
Jul-25	1.534	
ago-25	961	
sep-25	143	
1 al 24-oct	812	
27-oct al 12-nov	1.950	
29-oct-25	750	Tecpetrol
05-nov-25	38	Banco Comafi
07-nov-25	20	Mirgor
10-nov-25	450	Pampa Energía
11-nov-25	47	Banco Patagonia
12-nov-25	500	Pluspetrol
12-nov-25	144	Banco Galicia

En lo inmediato, el gobierno pareciera estar repitiendo la estrategia que había adoptado en la previa electoral: sumar oferta al mercado, de forma tal de contener al dólar. En

respuesta, las reservas siguen moviéndose en torno de los USD 40.000 millones, es decir, 6,5% del PBI, y el riesgo país no termina de comprimir de forma tal de habilitar la posibilidad de acceder a los mercados del Gobierno Nacional. ¿Hace falta algo más o es solo cuestión de tiempo?

Al mirar el derrotero de la economía argentina de los últimos largos años, se verifica que i) la caída del stock de reservas (en relación con el PBI) no fue constante desde 2011, pero sí desde 2018, y ii) que el resultado fiscal ya se ubica por encima de la media de la región, e incluso de los países ya estabilizados (superávit primario de 2% del Producto para Argentina vs. equilibrio para la región). Con estos números, el equilibrio macroeconómico no está recomposto: falta ordenar el sector externo, que los flujos esperados de oferta y demanda de divisas, más los stocks existentes, sean consistentes entre sí. Caso contrario, las presiones cambiarias reaparecerán más temprano que tarde.



La pregunta con qué pesos terminó revelándose errónea: en la Argentina el dólar puede ser un recurso escaso, aun cuando el Sector Público Nacional esté en equilibrio. El gobierno busca que la causalidad entre reservas y riesgo país vaya del segundo al primero, es decir, que la baja de riesgo país permita apuntalar las reservas. Por el momento, el escenario parece ser el contrario: pasado el “ruido político”, las reservas siguen sin crecer y el riesgo país, aunque bajó de manera relevante, no logra perforar los umbrales de colocación.

Las reformas estructurales que empezarían a tratarse en las próximas semanas, ¿servirán para reformar también la dirección de la causalidad entre riesgo país y reservas?

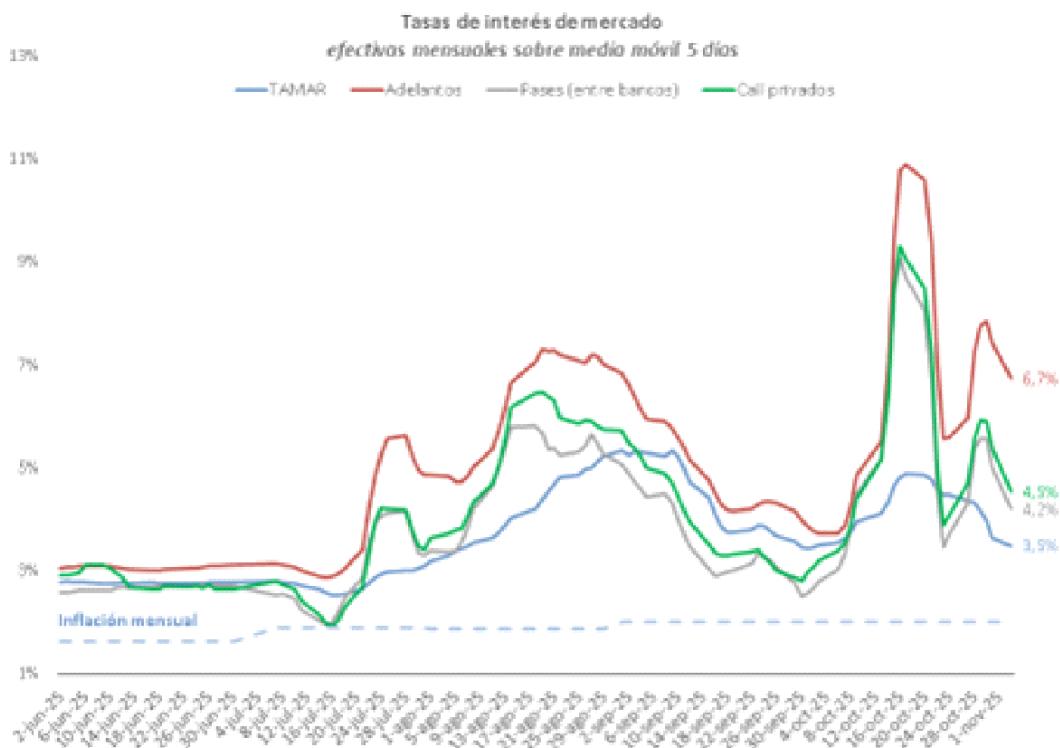
¿La baja de tasas, puede seguir?

El escenario pos electoral trajo consigo un alivio en las tensiones cambiarias. Por lo pronto relajó la demanda sobre los principales instrumentos financieros que se utilizan como cobertura y cuyo precio y volumen dan cuenta de la incomodidad del mercado con el tipo de cambio actual. Este el caso de los futuros de dólar y bonos dollar linked. También mejoraron las valuaciones de los bonos soberanos hard dollar, reduciendo significativamente el riesgo país (mejorando las perspectivas de pago sobre esos compromisos). Sin embargo, no todo lo peor había pasado, porque quedan dos indicadores que no hicieron desaparecer del todo las preocupaciones.

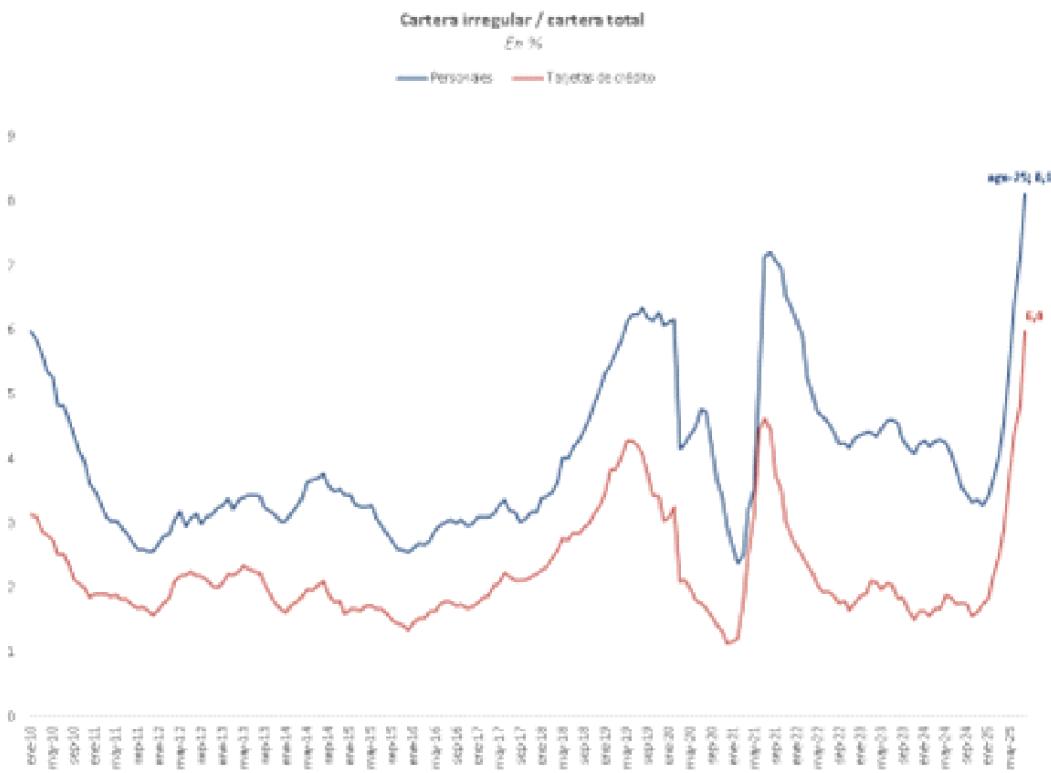
El primero es que el tipo de cambio continúa operando cerca del techo de la banda. Pese a la fuerte dolarización de cartera de los meses previos a las elecciones, la demanda continúa robusta o la oferta fuerte aún no aparece. Una posible explicación a esto último reside en que el agro hizo un aporte muy fuerte a la oferta en septiembre a partir de la baja transitoria de retenciones, algo que podría haber dejado con menor liquidación al sector esperando la cosecha de la fina en diciembre.

El segundo factor que no desapareció en la primera semana es la tasa de interés elevada. La Lecap corta, que venció la semana pasada operaba en torno a 80% n.a, lo propio con las cauciones que alcanzaron los mismos niveles. Esto sin que el tipo de cambio dejara de operar en valores elevados para las bandas establecidas. Habían desaparecido las tensiones, pero con una combinación de tipo de cambio alto y con tasas de interés también demasiado altas. Las intervenciones del Tesoro y la fuerte dolarización de cartera que no desaparecía había dejado sin pesos la plaza, por lo que la demanda que quedaba no encontraba oferta.

Como consecuencia de este escenario, la semana pasada el mercado sólo renovó el 57% de los vencimientos del Tesoro, que ascendían a \$12 billones, dejando en circulación el sobrante (\$5,1 billones), que salieron de los ahorros del Tesoro en el Banco Central (la CUT), generando una nueva emisión monetaria y bajando los rendimientos de los instrumentos en pesos de corto plazo. Por caso, la caución volvió a valores en torno de 24% n.a. Aparentemente, el equipo económico se siente cómodo con esta baja de tasas, tanto es así que el Banco Central bajó la tasa a la que opera en simultáneas 300 p.b. hasta el 22% n.a. Es llamativo que la baja en la tasa de interés de corto plazo no haya generado una respuesta inmediata del mercado de suba en el nivel del tipo de cambio. Sin embargo, es relevante que el resto de las tasas de interés de mercado, en especial de capital de trabajo, hayan bajado también, aunque operan aún en valores muy elevados. Vale destacar que esta semana la renovación de vencimientos alcanzó el 112% de lo que vencía, es decir, apenas una parte de la liquidez que había demandado el mercado en la licitación pasada volvió a la cuenta del Banco Central en el Tesoro.



¿Por qué es relevante la baja de tasas? En primer lugar, porque la falta de pesos venía afectando el costo del capital de trabajo de las empresas. Aunque la mora no viene siendo particularmente alta para las firmas, sí es un factor relevante en la estructura de costos de la producción que hoy ya viene operando en muchos sectores con márgenes acotados. Por otro lado, desde el punto de vista de las familias, las tasas de interés están resultando en un gran problema para el financiamiento del crédito. La mora en los préstamos personales y tarjetas ya alcanza valores récord (8,1% y 6% sobre el total del financiamiento), afectando el negocio bancario por las previsiones, pero también el consumo, por el impacto de la deuda en las familias. El crédito que venía siendo un motor en la recuperación de la economía, tanto por el consumo, como por la producción, se detuvo en el marco de las tensiones cambiarias. Pasó de ser un soporte a los ingresos familiares deprimidos a ser un freno para la recuperación del consumo por el peso de las cuotas en los ingresos.



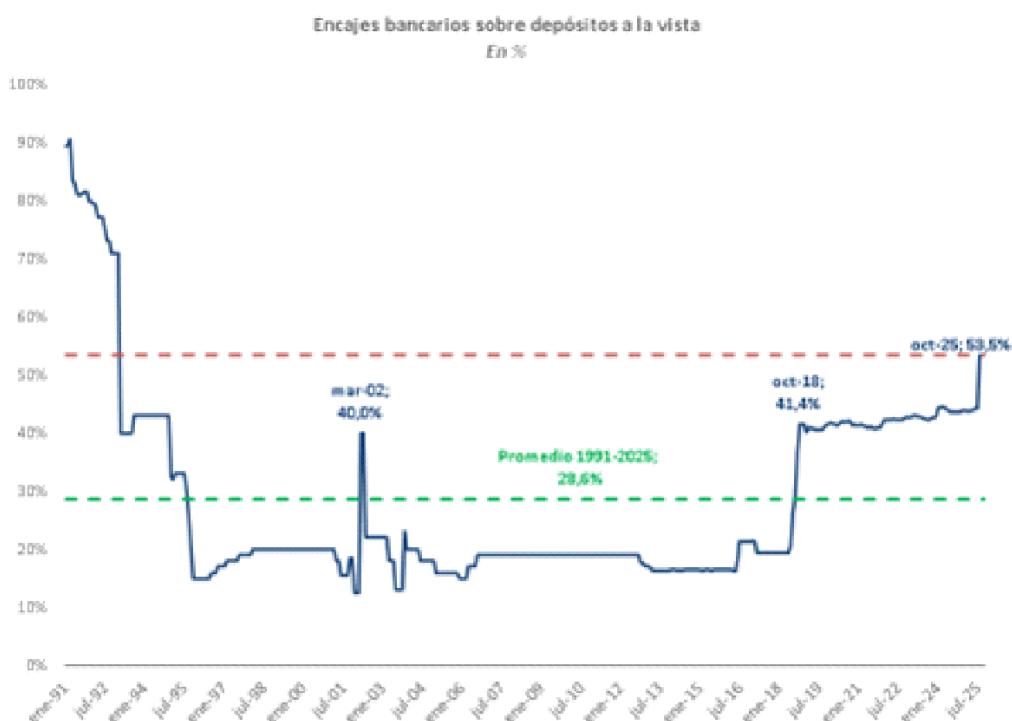
Aunque la baja de tasas es una buena noticia en ese sentido, los niveles continúan siendo muy elevados y la pregunta que cabe hacerse entonces es ¿cuánto más pueden bajar?

La respuesta no es obvia. Depende de que haya más pesos en la economía para satisfacer la demanda de crédito, pero al hacerlo también puede satisfacer la demanda de dólares, presionando una suba en el tipo de cambio que hoy opera cerca del techo de la banda. Esta normalización monetaria podría chocar con el mantenimiento del esquema cambiario. La fuerte baja de tasas a mediados de 2024 que había sido catalizadora de un boom crediticio era bajo el esquema cambiario de crawling peg y cepo cambiario que elevaba artificialmente la demanda de pesos. Luego de la liberación del cepo para personas físicas en abril, había margen para cierta proactividad monetaria cuando el tipo de cambio tenía espacio para flotar por su nivel real en el centro de la banda.

En la actualidad, la relajación monetaria es muy difícil porque el tipo de cambio ya está sobre el techo de la banda y todo peso injectado corre el riesgo de empujar al Banco Central, el Tesoro argentino o al de los Estados Unidos a usar reservas para mantener su valor. Así las cosas, luce difícil que el Tesoro acumule reservas comprando dólares en el mercado cambiario, algo que resulta necesario para volver a salir a los mercados de deuda. Deberá buscar otra alternativa.

Por otro lado, tampoco es menor de dónde van a provenir esos pesos. Hasta el momento venían de la administración del ahorro que tiene el Tesoro en la CUT, pero hoy sólo tiene \$5,4 billones, 50% del vencimiento de deuda de esta semana y 20% de los vencimientos del mes. Esta es la preocupación surge desde lo inmediato.

Desde lo menos inmediato, con una mirada puesta en los meses próximos, advertimos que la salida no parece fácil. Por un lado, una baja en las tasas de interés con mayor dinero circulando es un alivio financiero para las familias endeudadas y para las empresas que tienen costos operativos elevados. Por el otro, tanto una baja en las tasas de mercado, como una recomposición en el nivel de actividad implica una mayor demanda de dólares y hasta el momento no pareciera que aparezca la oferta, por lo menos firme y en el volumen requerido y a este valor del tipo de cambio. Posiblemente esa sea también la visión del Banco Central, porque en este contexto aún mantiene el nivel de encajes bancarios (los depósitos que los bancos no pueden prestar), en récord histórico, afectando el negocio bancario, pero, fundamentalmente, elevando el costo del crédito hacia el mercado, racionándolo.



La preocupación entonces reside en la continuidad o no de este esquema cambiario que, como vimos, depende del financiamiento externo que se pueda obtener, como vimos en el informe anterior, no sólo desde el punto de vista del soberano, que hoy enfrenta mejores perspectivas, pero lejos de lo requerido para hacer una colocación de deuda por mercado, sino también del financiamiento del sector privado a través de bonos corporativos y préstamos en dólares. Desde septiembre de 2024, cuando comenzó el blanqueo, hasta hoy, este mecanismo aportó USD 28.000 millones a la oferta de divisas en el mercado cambiario, el equivalente de una cosecha anual entera.

Como vemos, no están desconectados el mundo cambiario del desempeño del mercado de pesos. Posiblemente el gobierno esté buscando estirar los plazos para buscar alguna nueva alternativa de financiamiento que facilite una transición hacia otro esquema cambiario, que garantice mayor normalidad entre el mercado de pesos y el de divisas. Las transiciones no suelen ser gratuitas y en general tienen impacto sobre los ingresos y la

actividad, por lo que poner financiamiento sobre la mesa es relevante para suavizar el impacto. A la vez, conseguir las reservas para hacerlo por mercado no luce tarea sencilla, dado que el mercado ya está operando cerca de los límites establecidos por el esquema actual.

¿De “comprar reservas solo en el piso” a comprar reservas porque si no la economía se va al piso?

La continuidad del esquema de bandas y el nivel del tipo de cambio están ligados a los márgenes de financiamiento externo que se pueda obtener. En 2026 y 2027, los vencimientos de deuda en moneda extranjera promedian USD 15.000 millones por año, y cancelarlos con superávit de cuenta corriente exigiría una depreciación del peso tan significativa como socialmente regresiva.

El stock de reservas no permite enfrentar los pagos (sin los encajes por depósitos privados, las reservas líquidas rozan USD 5.000 millones), de modo que el nivel de tipo de cambio de corto y mediano plazo quedará estrechamente ligado al flujo de la cuenta capital.

La Argentina le debe USD 57.000 millones al FMI, representando más de un tercio de su cartera. Así, parece difícil ampliar el crédito por esta vía. Por su parte, la inversión extranjera directa está en mínimos de los últimos veinte años en Argentina (USD -1.200 millones entre enero y agosto de 2025), y solo por debajo de 2020 en la región, según este informe de la CEPAL que arranca en 2010. Por lo tanto, tampoco parece una fuente probable.

Por último, la inversión de cartera, que en 2016 y 2017 aportó casi la misma cantidad de dólares que el superávit cambiario de bienes (USD 11.500 millones y USD 12.000 millones, respectivamente), acumuló una salida por USD 350 millones entre abril y agosto -último dato disponible-, y tampoco parece viable reposar acá en el corto plazo. Para que lo sea, la tasa de interés local debería superar a la tasa en dólares más la devaluación esperada (y una prima de riesgo). Las recientes tensiones cambiarias y las necesidades de acumulación de reservas -que desarrollaremos abajo-, alejan sus posibilidades, al menos en el corto plazo.

Queda entonces la opción de reabrir el crédito de mercado como alternativa.

Emisiones deuda en moneda extranjera países emergentes

Fuente: Bloomberg. Expresado en USD miles de millones.

País	2016-2017	2018-2019	2021-2023	2024	2025
Argentina	55	6	0	0	1
Arabia Saudita	20	15	10	34	35
Luxemburgo	0	0	0	0	24
Kuwait	8	0	0	0	23
Corea del Sur	16	10	20	24	18
México	4	8	5	0	15
Turquía	8	9	13	14	12
Hong Kong	10	8	11	12	11
Rumanía	0	1	6	8	10
Bahrein	6	3	3	7	10
Indonesia	14	7	11	16	8
Hungría	0	0	10	5	8
Polonia	1	0	4	15	6
Israel	1	0	0	13	5
Ucrania	4	3	2	30	0
Sri Lanka	3	7	0	21	0
Ghana	1	5	2	19	0
Resto	126	192	70	80	85
Total	275	215	166	299	271

En 2025, los países emergentes colocaron más de USD 270.000 millones de deuda bruta (sin descontar vencimientos) en los mercados internacionales de crédito privados. Esto implica una caída de 9,5% en relación con 2024 (USD 300.000 millones de promedio anual) que se revierte al comparar promedios mensuales: +8,5%, USD 25.000 millones y USD 27.000 millones.

Más importante aún, hay un salto del 60% al comparar con la media 2021-2023 (USD 165.000 millones), reflejando que la liquidez del mercado y el apetito por emergentes creció en el último tiempo. Al revés de lo que pasó en otros eventos de tensión internacional, la escalada de agresiones entre Estados Unidos y el resto del mundo -China, Europa-, movió capitales de los países desarrollados a los emergentes, flexibilizando y abaratando sus condiciones de financiamiento.

Más allá de estos números, la situación de la Argentina merece algunas aclaraciones. En primer lugar, nuestra calidad de cartera es diferente de la mayoría de los países emergentes: como destacamos más arriba, somos el principal deudor del FMI. El Fondo es un cobrador de primera instancia, por lo que los acreedores privados quedarían en segundo lugar -o tercero, si se sumase el Tesoro de Estados Unidos- ante un eventual escenario de reestructuración.

No obstante, existen países con programas abiertos con el Fondo que emitieron deuda en el mercado en los últimos años: Ucrania, Ghana, Angola, Egipto y Kenia. Al comparar sus fundamentos con los de Argentina se observan algunas diferencias: su ratio reservas/PBI

promedia 20% (+6,5% para Argentina), su deuda con el Fondo en relación con sus pasivos totales en moneda extranjera promedia 8% (vs. +20% para Argentina) y su déficit de cuenta corriente alcanza 1,7% del PBI (-3,2% para Argentina). Así, los números de nuestra economía parecieran ser algo más frágiles, y por tanto el crédito de mercado algo más complejo -principio de revelación: por algo, hasta ahora casi no se colocó deuda en dólares-.

Países deudores de FMI

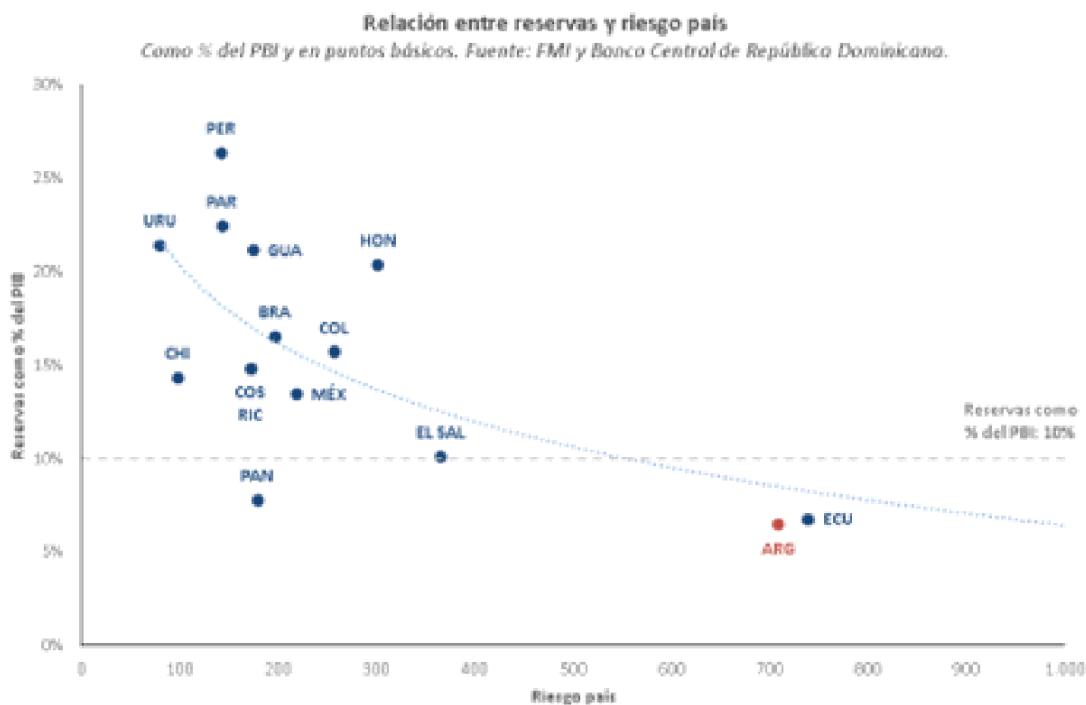
Fuente: FMI, Bloomberg y elaboración propia.

País	Deuda con FMI	Emisiones mercado (doce meses)	Emisiones mercado (tres años)	Resultado de cuenta corriente (% del PBI)	Stock deuda en USD	FMI como % deuda externa	Reservas como % del PBI	Deuda en USD como % reservas	Deuda en USD como % PBI
Argentina	57	1	1	-3,2%	267	21%	6,5%	648%	42%
Ghana	4	0	19	-1,6%	43	6%	43,8%	118%	52%
Ucrania	14	0	30	-5,4%	143	10%	23,0%	327%	75%
Angola	4	3	3	3,8%	60	6%	17,7%	424%	75%
Egipto	9	5	8	-1,2%	163	6%	11,5%	363%	42%
Kenya	4	7	10	-4,0%	42	10%	8,1%	413%	33%
Promedio emisores	7	3	14	-1,7%	90	8%	20,8%	329%	55%
Ecuador	9	1	1	1,8%	61	15%	5,5%	878%	49%
Costa de Marfil	4	4	4	-8,2%	32	13%	5,4%	676%	37%
Pakistán	9	0	3	0,0%	128	7%	4,9%	694%	34%
Bangladesh	4	0	0	-2,6%	97	4%	4,8%	453%	22%
Resto cartera FMI	37	31	54						
Total FMI	162	54	147						

En contraste, la relación deuda en moneda extranjera sobre PBI de la Argentina es menor que la de este grupo (+55% vs. +42%), aunque producto del bajo stock de reservas, la relación deuda/reservas, que es un proxy de la capacidad de pago en moneda extranjera, es el doble en nuestro país que en las economías analizadas. Como resultado, los potenciales beneficios del primer indicador se atenúan.

Con estos valores, y a modo de primera conclusión, podemos decir que los números actuales de la macroeconomía argentina en general, y del Estado Nacional en particular, no alcanzan para emitir deuda en los mercados de crédito soberano, pero sí podrían hacerlo si aumentara el stock de reservas.

En este sentido, vale destacar que, en abril de 2016, cuando tuvo lugar la primera emisión de deuda externa de la gestión Cambiemos por alrededor de USD 7.000 millones, las reservas brutas rondaban los USD 30.000 millones (+5% del PBI de entonces). Por su parte, el riesgo país se ubicaba 430 puntos básicos, en tanto que comprimió a 380 p.b. luego de la colocación. Si bien es cierto que los fundamentos eran otros -la deuda pública en moneda extranjera no llegaba a USD 150.000 millones, menos de 25% del PBI, incluyendo pasivos intra sector público- y no había compromisos con el FMI ni otros acreedores privilegiados, evidentemente es posible colocar deuda en el mercado en contextos de reservas bajas, aunque con perspectivas de recuperación: no importa solo el número actual, sino también el esperado.



Como se desprende del gráfico y hemos insistido en otros informes, hay un umbral de 10% en la relación entre deuda y reservas para que los países tengan acceso al financiamiento externo como regla general, pero que no siempre se cumple. Por caso, Panamá, con un ratio reservas/PBI de 8%, tiene “poco” poder de fuego y un riesgo país menor a 400 puntos básicos (180 p.b.). En el caso argentino, esto implicaría sumar USD 10.000 millones para pasar del 6,5% actual al 8% que surge de mirar los números de la región. Asimismo, para llegar al 10% hacen falta poco más de USD 20.000 millones, es decir, un 50% más de las reservas actuales (USD 40.500 millones).

Asimismo, según el acuerdo con el FMI, el Banco Central debería sumar cerca de USD 8.500 millones de reservas netas para cumplir la meta de fin de año, que destarbaría el desembolso de poco más de USD 1.000 millones de mediados de enero 2026. En este sentido, vale decir que, si colocar deuda en el mercado teniendo un programa abierto con el FMI puede ser complejo, hacerlo con uno “off track” -con uno que se salió del camino- parece bastante más complicado. Por lo tanto, aun cuando la meta pueda flexibilizarse o cumplirse mediante un waiver, tal como pasó en julio de este año y en distintas oportunidades entre 2022 y 2023, el Sector Público Nacional debería comprar algo de reservas si quiere re establecer la solidez externa.

Al igual que después del acuerdo con el FMI de abril, el “problema” de comprar reservas es que le pondría un piso al tipo de cambio, ya que sumaría demanda del Sector Público, pudiendo eventualmente acelerar la inflación -no es lo que pasó entre junio y septiembre, más allá de una suba marginal, cuando el dólar subió más de 20%- Ahora bien, el problema -y acá sin comillas- de no hacerlo, es que, sin reservas, la vuelta a los mercados financieros parece más compleja de lograr y pagar la deuda con reservas más superávit de cuenta corriente en 2026 y 2027 exigiría un dólar sustancialmente más caro que en la actualidad.

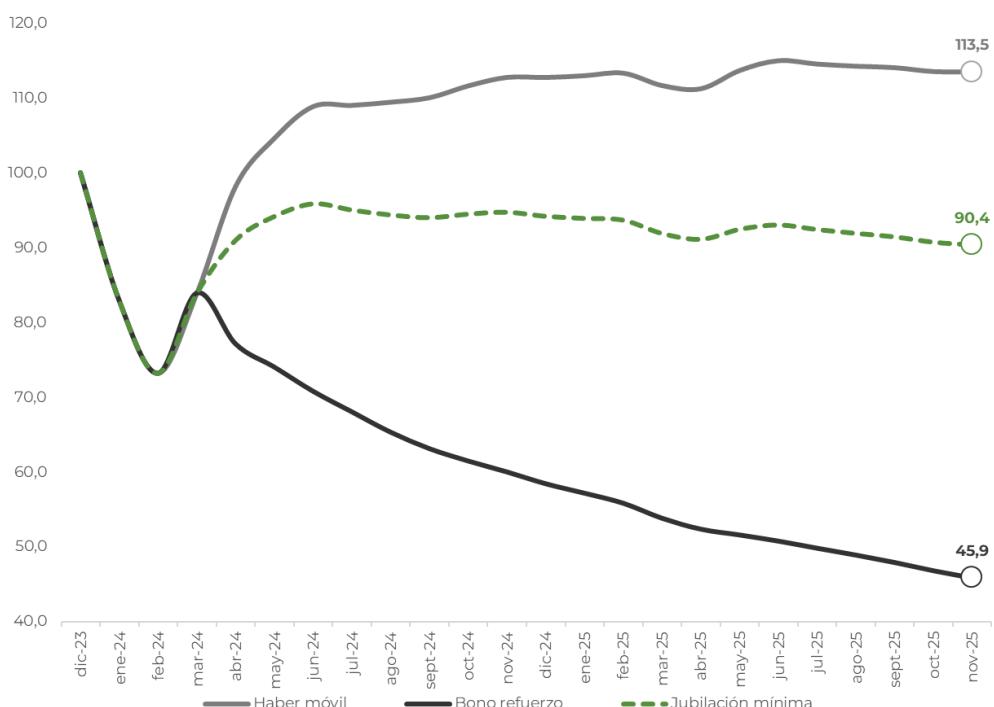
Los vencimientos de deuda de los próximos dos años pusieron a la reapertura del financiamiento externo de mercado como una necesidad de primer orden: si no se logra, será muy complejo que la inflación baje y la economía crezca en la segunda mitad de la gestión Milei. ¿De “comprar reservas solo en el piso” a comprar reservas porque si no la economía se va al piso?

1.7. SALARIOS Y JUBILACIONES.

La jubilación mínima llega a noviembre de 2025 casi 10% por debajo del nivel de diciembre de 2023, incluso después de la recomposición por movilidad. La línea verde del gráfico muestra con claridad que, tras el rebote inicial de marzo-abril de 2024, el poder adquisitivo vuelve a estancarse y retrocede gradualmente durante todo 2025, sin recuperar el punto de partida. Esto implica que los jubilados hoy pueden comprar menos que hace dos años, aun cuando la economía ya transita una fase de menor inflación.

La razón central de esta caída es el congelamiento del bono de refuerzo, que en términos reales se desploma de manera continua: pierde más de la mitad de su valor entre diciembre de 2023 y noviembre de 2025. Mientras el haber móvil se mantiene relativamente estable, el derrumbe del bono arrastra el ingreso total de la jubilación mínima. En otras palabras: sin actualización del bono, el esquema previsional actual consolida una pérdida estructural del ingreso de los jubilados más vulnerables.

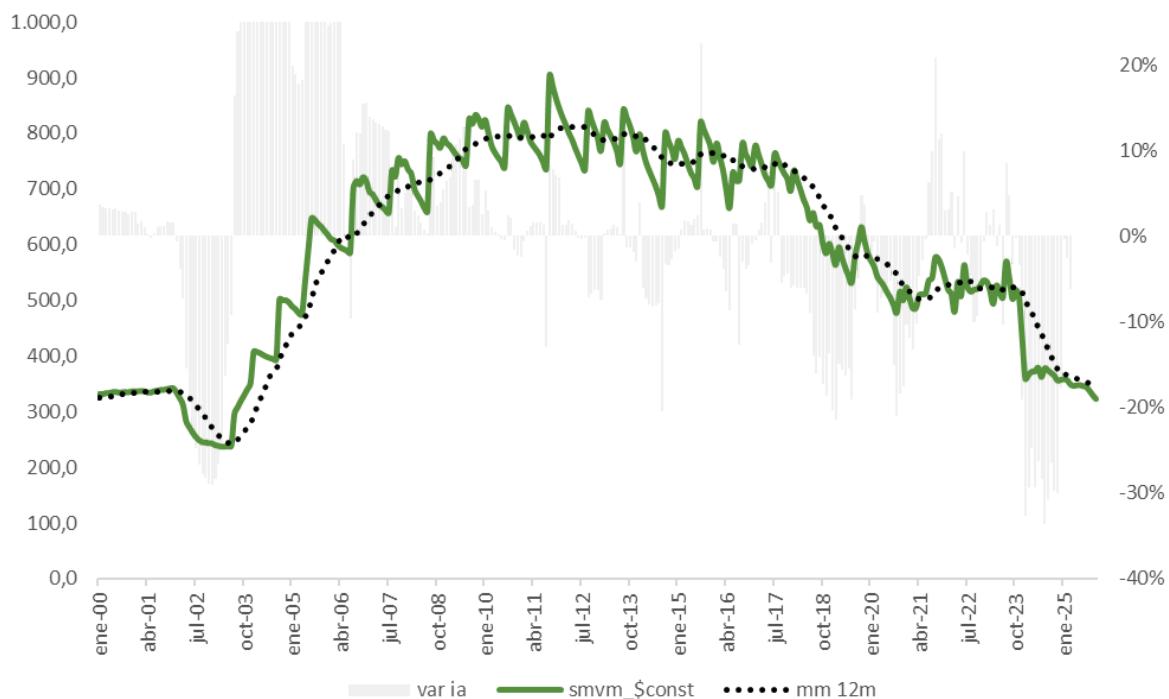
Jubilación mínima, haber mínimo y bono refuerzo | dic 23=100



Por otra parte, el salario mínimo acumula una caída del 9% interanual y del 36% respecto de noviembre de 2023, profundizando un deterioro que no encuentra piso. La línea verde del gráfico muestra con claridad cómo, tras el ajuste real aplicado entre fines de 2023 y principios de 2024, el SMVM continúa descendiendo trimestre tras trimestre. La tendencia de mediano plazo (promedio móvil 12 meses) confirma que el retroceso no es coyuntural: es una contracción persistente del ingreso más bajo del mercado laboral formal.

El nivel actual del salario mínimo es el más bajo de las últimas dos décadas: hay que volver a 2004 para encontrar un poder adquisitivo equivalente. Esto implica que el SMVM dejó de cumplir su rol histórico como ancla de ingresos y referencia para programas sociales, convenios y pisos salariales. En este contexto, el desplome del salario mínimo no solo erosiona el ingreso de los trabajadores más vulnerables, sino que también desestructura todo el esquema de protección laboral y social que depende de él.

Salario mínimo | en pesos constantes, var ia real y media móvil de 12 meses

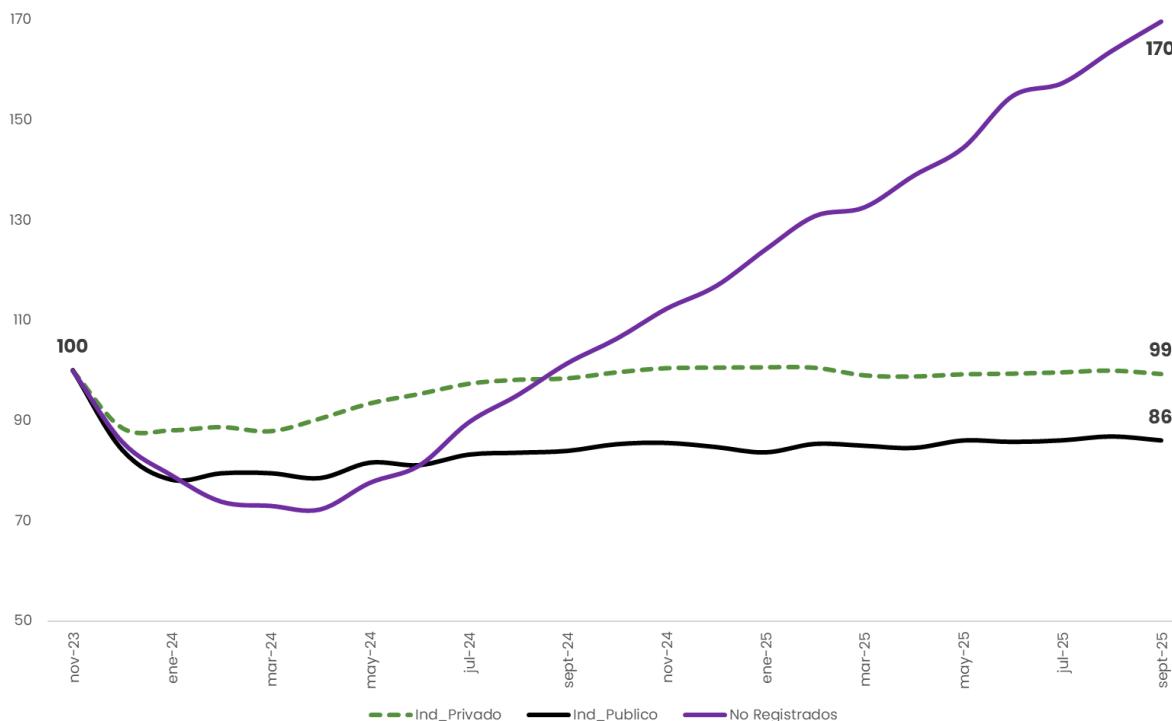


El dato de septiembre confirma que el salario real está virtualmente estancado en el sector privado formal e incluso en caída en el sector público. Los salarios públicos se encuentran 14% por debajo de noviembre de 2023, consolidando la mayor pérdida entre todos los segmentos y mostrando que la recuperación nunca llegó. El sector privado registrado tampoco logra recomponer su poder adquisitivo: se mantiene en torno a 99 puntos, igual que hace un año, aun con una inflación que ya desaceleró.

En contraste, los no registrados muestran la dinámica más acelerada del mercado laboral: trepan hasta 170 puntos, más del 70% por encima de noviembre de 2023. Esta divergencia deja en evidencia un mercado altamente fragmentado: mientras los formales —públicos y privados— absorben el ajuste real, los informales se reacomodan con aumentos más

frecuentes o ajustes vinculados a actividades de mayor demanda. El resultado es un esquema dual donde la mejora del segmento informal convive con un retroceso persistente del salario formal.

Indice de salarios | por segmentos, nov 23 = 100



1.7. INFORME FISCAL

El esquema fiscal de octubre confirma una dinámica de consolidación basada más en la compresión del gasto que en una expansión genuina de los ingresos. En los primeros diez meses del año, los ingresos primarios crecieron apenas 3,7% real acumulado, sostenidos exclusivamente por los tributarios (principalmente aportes y contribuciones, seguido de IVA y derechos de importación), mientras que las rentas y los ingresos no tributarios continúan en terreno negativo. El patrón se repite mes a mes: el fisco logra sostener la recaudación, pero sin una base expansiva que acompañe al nivel de actividad.

Del lado del gasto, el ajuste sigue siendo el ancla central del resultado. Los gastos corrientes avanzan 4,1% real, pero con una composición muy desequilibrada:

- Prestaciones sociales crecen 12,2% real en el acumulado, pero vienen con una trayectoria mensual cada vez más débil.
- Gastos de funcionamiento apenas se mueven por encima del 5%.
- Las transferencias corrientes profundizan su caída (-16,6% real), especialmente las destinadas a provincias y subsidios económicos.

- La inversión pública continúa en contracción real (-7,0%), consolidando un piso históricamente bajo.

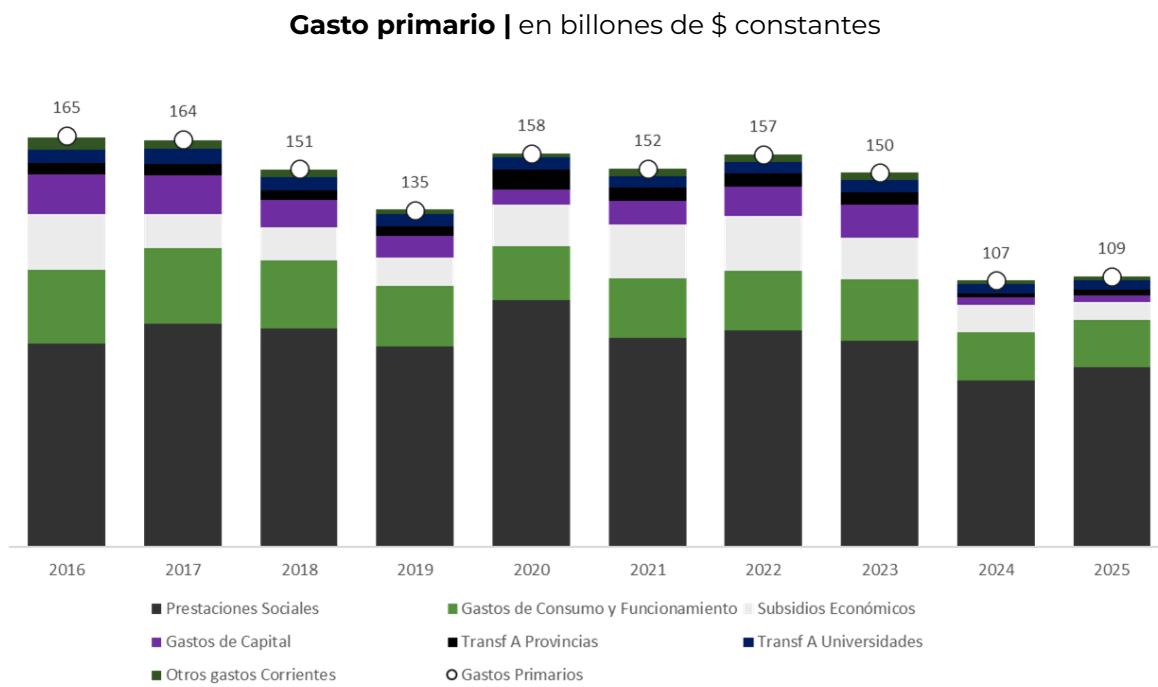
El resultado es un superávit primario sólido (823.925 M\$ en el mes) y su financiamiento se apoya en la licuación de partidas sensibles y en el traslado de tensiones a las provincias y al entramado social.

Informe mensual de Ingresos y Gastos | primero 10 meses y variación real mensual

Concepto	Miles de M\$		Var ia. real acumulado	Variación real mensual					
	oct-25	Acumulado		may-25	jun-25	jul-25	ago-25	sept-25	oct-25
Ingresos Corrientes	11.987.102	111.632.609	3,7%	-13,9%	1,2%	2,8%	-2,7%	-3,4%	-2,5%
Tributarios	10.786.370	102.731.107	3,6%	-14,5%	1,9%	2,4%	-5,9%	-6,8%	-5,3%
Iva Neto de Reintegros	2.628.353	23.040.506	7,4%	-0,4%	7,6%	0,9%	0,7%	1,3%	0,1%
Ganancias	1.082.138	10.141.450	-3,6%	-44,2%	-29,1%	13,0%	5,0%	-7,0%	8,0%
Aportes y Contribuciones	3.876.000	38.949.315	21,9%	14,6%	12,9%	9,7%	5,8%	4,6%	3,5%
Derechos de Exportación	276.898	6.523.952	-0,6%	-37,9%	93,5%	51,0%	-29,8%	-25,6%	-61,8%
Derechos de Importación	660.480	4.547.220	34,4%	22,7%	72,5%	31,7%	35,8%	56,2%	26,2%
Resto de ingresos Tributarios	2.262.501	19.528.665	-22,9%	-22,1%	-24,4%	-28,1%	-29,2%	-30,6%	-18,2%
Rentas de la Propiedad	532.926	3.774.749	-18,5%	-42,6%	-26,6%	-9,0%	64,5%	64,1%	44,1%
Ingresos No Tributarios	399.803	3.028.410	7,9%	-8,8%	9,5%	0,9%	-1,9%	-10,1%	18,3%
Transferencias Corrientes	7.926	221.857	-17,7%	61,4%	4,8%	32,9%	-73,9%	-52,7%	-80,0%
Resto de Ingresos Corrientes	260.077	1.876.486	134,6%	422,1%	35,7%	118,2%	199,3%	253,6%	67,1%
Gastos Corrientes	11.173.273	105.189.239	4,1%	-6,2%	0,5%	-1,6%	-5,1%	-1,3%	-0,8%
Gastos de Consumo y Funcionamiento	1.908.362	17.383.180	5,0%	1,6%	-1,8%	-5,0%	-5,4%	-3,6%	2,9%
Salarios	1.416.199	13.243.502	-1,7%	-5,4%	-7,5%	-10,0%	-6,9%	-10,7%	-7,2%
Bienes y Servicios	492.163	4.139.678	33,8%	31,3%	30,6%	19,7%	-0,9%	22,7%	49,1%
Intereses de la deuda	306.253	8.373.492	-17,0%	-37,2%	-31,4%	-6,9%	-2,5%	-16,0%	4,3%
Prestaciones Sociales	6.891.369	65.530.349	12,2%	9,6%	2,2%	5,6%	2,9%	-0,6%	0,1%
Jubilaciones y pensiones contributivas	4.341.679	41.109.564	22,0%	16,1%	6,6%	16,5%	9,1%	8,9%	8,1%
Asignaciones familiares y AUH	728.476	7.251.582	19,7%	40,4%	4,9%	-4,9%	3,1%	19,6%	1,1%
Pensiones no contributivas	342.647	3.386.762	6,1%	5,9%	-3,2%	-6,5%	-11,0%	-11,9%	-5,6%
Resto	1.478.568	13.782.442	-10,9%	-12,0%	-14,8%	-9,9%	-11,4%	-22,7%	-17,1%
Transferencias Corrientes	1.941.996	12.417.469	-16,6%	-38,1%	1,7%	-15,4%	-33,8%	-2,7%	-10,3%
Subsidios Económicos	1.041.225	6.870.684	-31,6%	-53,8%	-28,4%	-26,6%	-39,2%	3,4%	-3,2%
Transf A Provincias	207.502	2.018.046	37,4%	108,5%	136,5%	99,6%	-51,2%	-36,4%	-29,7%
Transf A Universidades	693.269	3.528.739	4,2%	-7,6%	64,7%	-8,1%	9,3%	3,2%	-12,6%
Transf para Déficit Operativo	0	0	//	//	//	//	//	//	//
Otros gastos Corrientes	125.292	1.484.750	31,9%	85,3%	9,4%	-7,7%	205,9%	85,4%	85,3%
Resultado Económico	813.830	6.443.370		-95,7%	#####	254,9%	1690,5%	7207,7%	4515,1%
Ingresos de Capital	91	74.900	1023,0%	-33,9%	-29,9%	-27,7%	-37,2%	17,3%	-12,2%
Gastos de Capital	296.249	2.374.103	-7,0%	//	//	//	//	//	//
Gastos Primarios	11.163.268	99.189.850	6,0%	-1,9%	0,6%	-1,3%	-6,4%	0,0%	-1,3%
Gastos Totales	11.469.521	107.563.342	3,8%	-6,9%	0,4%	-2,2%	-6,0%	-0,6%	-1,1%
Ingresos Totales	11.987.193	111.707.509	3,7%	-13,9%	1,5%	2,8%	-2,7%	-3,1%	-2,5%
Resultado Primario	823.925	12.517.659							
Resultado Financiero	517.672	4.144.167							

El gasto primario acumulado a octubre de 2025 se ubica en \$109 billones, lo que representa el segundo nivel más bajo de toda la serie y confirma que, tras el ajuste profundo de 2024, el gasto quedó estabilizado en un escalón estructuralmente inferior. La corrección del año pasado redujo el peso relativo de todas las partidas —prestaciones sociales, subsidios económicos, funcionamiento y transferencias— y el dato de 2025 muestra que el rebote fue mínimo: el gasto primario permanece contenido y muy lejos de los niveles de 2016–2023, cuando se movía entre \$135 y \$165 billones en los mismos diez meses. En términos operativos, el sector público funciona hoy con un tamaño mucho menor, sostenido por una combinación de menor inversión, menor gasto territorial y una

desaceleración del gasto social que, en conjunto, configuran el esquema fiscal más contractivo de la última década.



1.8. MONITOR PRODUCTIVO

Precios al consumidor y mayoristas (IPC – IPIM)

En octubre, la inflación mensual se ubicó en 2,3% y acumuló un 31,3% interanual, mientras que los precios mayoristas (IPIM) crecieron 1,1% mensual y 24,1% interanual. Con estos resultados, el IPC acumula en 2025 un incremento del 24,8% a nivel nacional y del 25,1% en el GBA, mostrando una moderación significativa respecto de los valores observados en 2024.

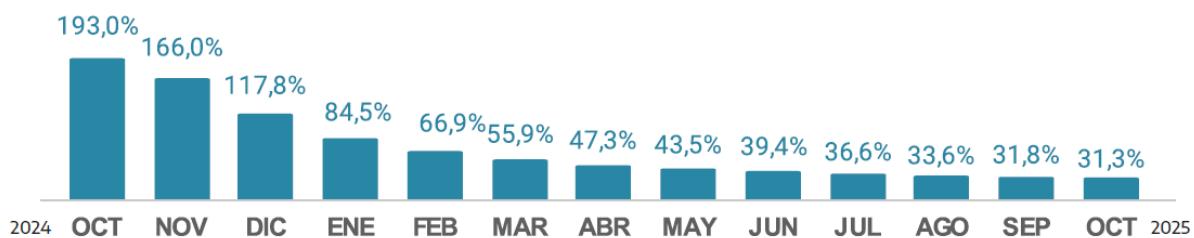
La desaceleración es evidente en ambas series: el IPC mensual converge al rango del 2–3%, y los precios mayoristas mantienen incrementos más acotados. Esto refleja un proceso de estabilidad relativa en los precios, especialmente en comparación con el salto inflacionario del último trimestre de 2024.

IPC - IPIM

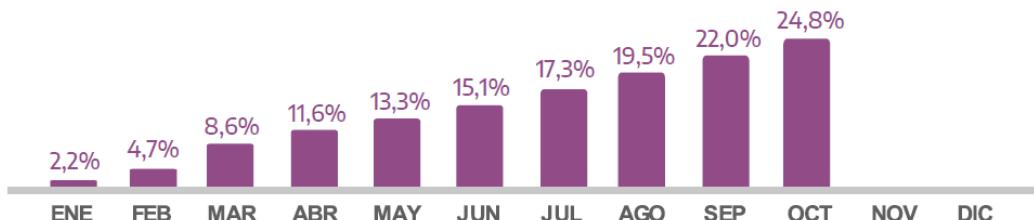
La variación interanual del IPC continúa mostrando un descenso sostenido: pasa del pico de 193% en octubre de 2024 a 31,3% en octubre de 2025. Este proceso de desinflación sostenida atraviesa todos los meses del año y consolida una trayectoria descendente muy marcada.

Por su parte, la inflación acumulada del año asciende a 24,8%, manteniéndose estable dentro del sendero de desaceleración. La combinación de menores variaciones mensuales y una base inflacionaria elevada del año anterior contribuyen a la contracción de la inflación interanual hacia niveles más moderados.

Variación interanual



Variación acumulada 2025

Canasta básica

En octubre, la canasta alimentaria para un adulto equivalente alcanzó los \$176.150, con una variación mensual del 3,1% y un incremento interanual del 25,2%. La canasta total, por su parte, ascendió a \$392.815, con la misma variación mensual y una suba interanual del 23%.

El SMVM se mantuvo sin cambios en \$322.200, mientras que la jubilación mínima subió 1,5% mensual y 26,1% interanual, mostrando una evolución algo superior a la inflación de alimentos (28,6% interanual).

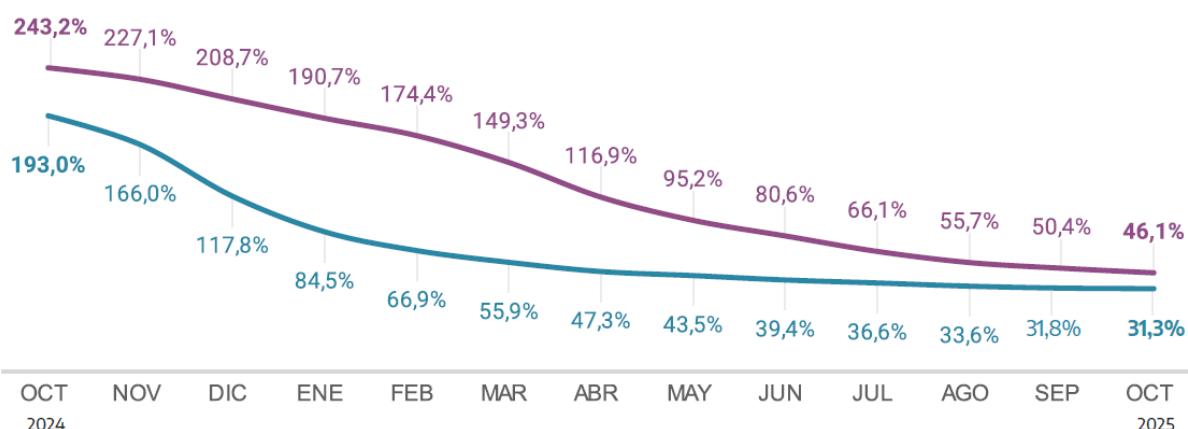
Alimentaria	Total	SMVM	Jubilación Mínima	IPC	Alimentaria y bebidas
\$176.150 Adulto equivalente	\$392.815 Adulto equivalente	\$322.200 Valor en \$ corrientes	\$396.298 Valor en \$ corrientes		
\$544.304 Familia de 4 integrantes	\$1.213.799 Familia de 4 integrantes				
3,1% variación mensual	3,1% variación mensual	0,0% variación mensual	1,5% variación mensual	2,3% varación mensual	2,3% varación mensual
25,2% varación interanual	23,0% varación interanual	18,6% varación interanual	26,1% varación interanual	31,3% varación interanual	28,6% varación interanual

Alquileres

Los alquileres continúan desacelerando su ritmo de aumento interanual: el ICL crece 46,1% frente a un IPC de 31,3%, reduciendo la brecha que había sido extremadamente elevada en 2024.

En GBA Norte, el alquiler promedio de un departamento de 2 ambientes llegó a \$693.268 (40,7% interanual), mientras que en GBA Oeste y Sur se ubicó en \$562.393 (51,9% interanual). Pese a la moderación, los incrementos continúan por encima del nivel general de precios.

IPC - ICL



Costo de la construcción

En octubre, el Índice del Costo de la Construcción registró un aumento mensual del 1,6% y del 29,9% interanual. Los materiales crecieron 2,1% mensual y 20,2% interanual, mientras que la mano de obra aumentó 1,3% mensual y 40,2% interanual, constituyéndose en el componente de mayor presión.

Los gastos generales crecieron en línea con el nivel general (30,9% interanual). En conjunto, el ICC mantiene una trayectoria estable, con incrementos moderados y homogéneos entre sus componentes.

Los productos con mayor aumento interanual fueron el ladrillo común estándar (52,9%), perfil de aluminio (51,6%), porcelanato (50,7%), ladrillo hueco cerámico (38,1%) y vidrio laminado (29,9%).

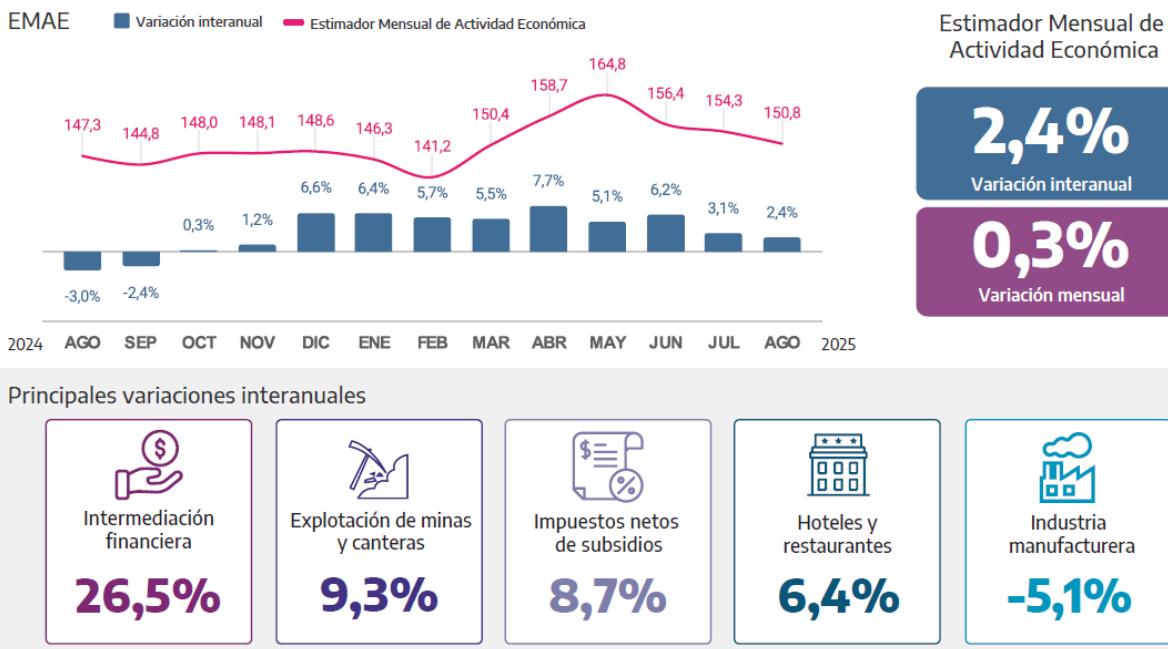
Estos aumentos contrastan con un índice de materiales que crece 20,2% interanual, lo que refleja una fuerte dispersión dentro de la categoría y aumentos concentrados en insumos específicos ligados a la obra gruesa.

Ladrillo común estándar	Perfil de aluminio	Porcelanato 60x60 primera calidad	Ladrillo hueco cerámico 12x18x33	Vidrio laminado 3+3mm
52,9% Variación interanual	51,6% Variación interanual	50,7% Variación interanual	38,1% Variación interanual	29,9% Variación interanual
50,1% Variación acumulada	31,2% Variación acumulada	-20,6% Variación acumulada	65,1% Variación acumulada	16,6% Variación acumulada
10,7% Variación mensual	3,5% Variación mensual	10,6% Variación mensual	-2,1% Variación mensual	-11,6% Variación mensual
ICC Materiales	20,2% Variación interanual	17,7% Variación acumulada	2,1% Variación mensual	

Actividad económica (EMAE)

La actividad económica creció 2,4% interanual en agosto y 0,3% mensual, consolidando cuatro meses consecutivos de variaciones positivas. La recuperación es heterogénea: sectores como intermediación financiera (26,5%), minería (9,3%) y hoteles y restaurantes (6,4%) muestran avances significativos, mientras que la industria manufacturera cayó 5,1% interanual.

La tendencia general del EMAE muestra una recuperación lenta pero continua respecto de los niveles deprimidos de inicios de año.



Préstamos al sector privado (en términos reales)

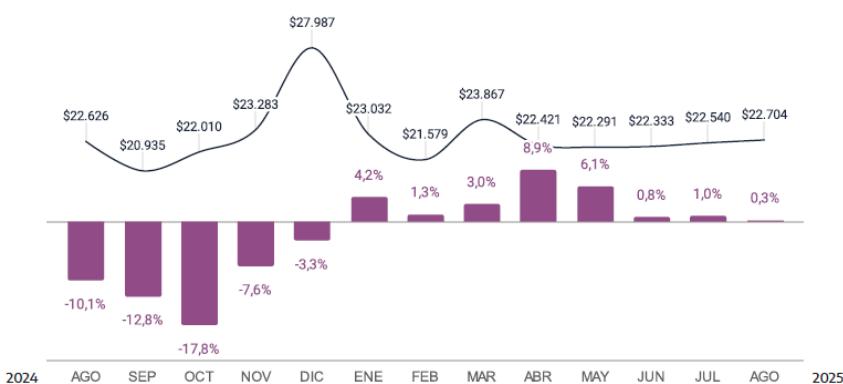
En octubre, los préstamos en pesos al sector privado mostraron una performance muy heterogénea en términos reales. Las líneas de mayor dinamismo fueron los créditos hipotecarios, con un salto interanual de 285,8%, y los adelantos en cuenta corriente, que crecieron 43,9% interanual. También se destacaron las líneas prendarias (+69,9%) y personales (+80,4%), aunque estas últimas registraron una caída mensual de -0,9%.

Pese a la dispersión, el comportamiento general muestra un claro proceso de recomposición del crédito real tras la fuerte contracción de 2024. Las líneas vinculadas a bienes durables o financiamiento del consumo siguen recuperándose desde niveles muy bajos, acompañando la estabilización macroeconómica y la desaceleración inflacionaria.

Ventas en supermercados (a precios constantes)

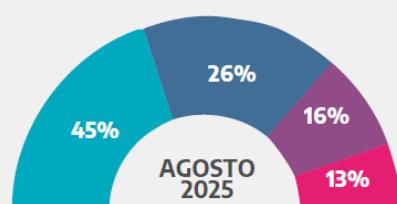
Las ventas en supermercados registraron en agosto un aumento real del 0,3% mensual y un 35,6% interanual en el ticket promedio, aunque el nivel de ventas físicas continúa mostrando variaciones interanuales mixtas según los meses. El empleo en supermercados se mantuvo prácticamente estable, con 99.901 trabajadores (-0,1% mensual).

En cuanto a los medios de pago, se observa una recomposición del uso de tarjetas de crédito, que pasan del 46% al 49% del total entre agosto de 2024 y agosto de 2025, mientras que el uso de efectivo cae del 17% al 13%. Esto sugiere un mayor uso de financiamiento para consumo corriente en un contexto de ingresos ajustados y menor liquidez.

**Ticket promedio****\$30.711**35,6%
variación interanual**Personal ocupado****99.901**-0,1%
variación mensual
1,3%
variación interanual

Ventas totales por medio de pago, composición porcentual.

- Tarjetas de crédito
- Tarjetas de débito
- Efectivo
- Otros medios de pago

**Ventas en autoservicios mayoristas**

En los autoservicios mayoristas, las ventas reales muestran una caída interanual del 3,9%, profundizando la tendencia negativa de meses previos. El ticket promedio, sin embargo, crece 16,3% interanual, lo que indica que la reducción en cantidades vendidas convive con un aumento del gasto por operación. El personal ocupado disminuyó 0,9% mensual, reflejando una contracción leve pero persistente en el sector.

En la composición de medios de pago se observa una tendencia similar a la de supermercados: aumenta el uso de la tarjeta de crédito (del 30% al 33%), mientras que se reduce el efectivo (del 26% al 21%). Esto refuerza la idea de que los hogares dependen más del financiamiento para sostener el nivel de consumo.

**Ticket promedio****\$37.001**16,3%
variación interanual**Personal ocupado****13.791**-0,9%
variación mensual
-3,9%
variación interanual

Ventas totales por medio de pago, composición porcentual.

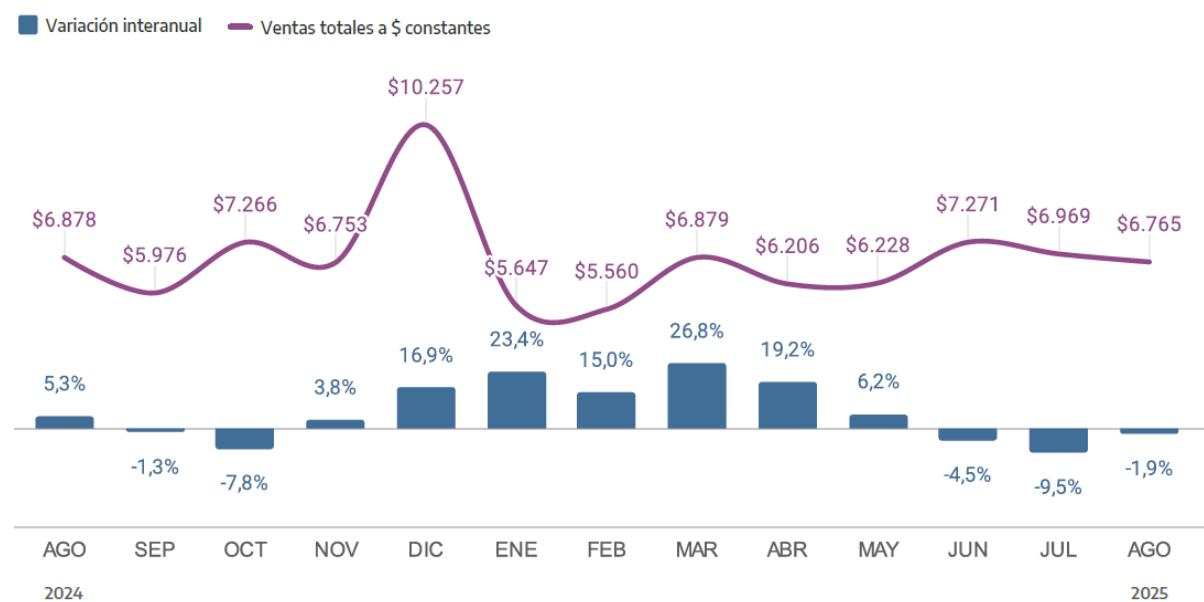
- Tarjetas de crédito
- Tarjetas de débito
- Efectivo
- Otros medios de pago



Ventas en centros comerciales (shoppings)

Las ventas en centros comerciales muestran variaciones interanuales negativas en agosto (-1,9%), afectadas por menores volúmenes en ramas vinculadas al consumo no esencial. Sin embargo, los valores a precios constantes se mantienen relativamente estables respecto de meses previos, con oscilaciones moderadas.

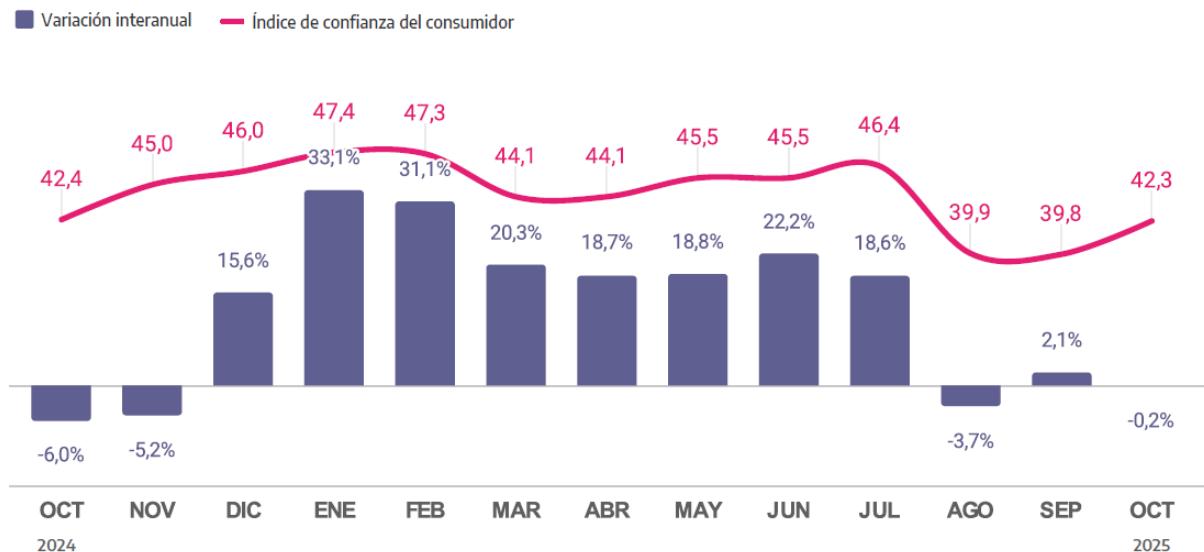
La estacionalidad propia del sector y la lenta recomposición del ingreso real explican la volatilidad observada a lo largo del año. Aunque el índice mantiene niveles superiores a los de fines de 2024, todavía no consolida un proceso de recuperación sostenida.



Confianza del consumidor

El índice de confianza del consumidor cayó 0,2% interanual en octubre, ubicándose apenas por debajo del nivel del mismo mes de 2024. A lo largo del año, el indicador mostró un mejor desempeño entre enero y junio, pero volvió a retroceder durante el tercer trimestre.

El indicador continúa moviéndose dentro de un rango moderado, reflejando expectativas estables pero aún frágiles respecto de la situación económica personal y general.



Comercio electrónico

El comercio electrónico exhibe un crecimiento notable: entre enero y julio de 2025, las órdenes de compra alcanzaron 149,5 millones, lo que representa un incremento del 46% respecto del mismo período de 2024. El segundo semestre de 2025 proyecta un nivel similar o superior al registrado en 2024, consolidando al e-commerce como uno de los segmentos más dinámicos del consumo.

La expansión del canal digital continúa acelerándose, impulsada por mejoras logísticas, mayor penetración tecnológica y cambios en los hábitos de compra. Incluso en un contexto de ingresos ajustados, el comercio electrónico logra sostener altas tasas de crecimiento anual.