

# CITAB

**Centro de Investigaciones Territoriales  
y Ambientales Bonaerenses**

**septiembre 2025**

## ÍNDICE

1.1. ECONOMÍA INTERNACIONAL.....	3
1.2. ECONOMÍA NACIONAL.....	4
1.3. Coyuntura nacional.....	8
El Tesoro de los inocentes: más dólar y mismo superávit fiscal. ¿Los pilares de la economía 2026-2027?.....	8
Los supuestos imaginarios del Presupuesto, ¿por qué conducen a más deuda?.....	15
Estabilidad cambiaria de corto plazo y tensiones de mediano: ensayo general.....	19
La economía real y el empleo tampoco flotan: se caen.....	23
1.4. MONITOR PRODUCTIVO.....	28
1.5. INFORME FISCAL.....	34
1.6. INFORME SALARIAL.....	37

## **1.1. ECONOMÍA INTERNACIONAL.**

La economía internacional transita un período de alta incertidumbre en virtud de la conjugación de tres factores esenciales: i) la guerra arancelaria impuesta por Estados Unidos que involucra a 187 países en el mundo, ii) la emisión de instrumentos financieros derivados que se estima en 2000 B de dólares contra un PIB global de 120 B de dólares con alta volatilidad en la cotización de activos financieros de renta fija y variable en un contexto de deuda pública global cercana al 100 % del PIB, iii) el desempeño de la economía, comercio e inversiones globales en proceso de desaceleración junto a una reducción más lenta de la tasa de interés de la FED.

Este escenario económico se establece en un contexto de disputa geopolítica internacional en donde la bipolaridad de la posguerra hasta la disolución de la URSS en 1991, la unipolaridad de Estados Unidos hasta 2022, y la tendencia a un nuevo diseño que puede ser bipolar, tripolar o multipolar marcan la configuración de futuros escenarios de incertidumbre respecto a la moneda de referencia mundial, al sistema de transferencias o intercambios internacionales y la construcción de un sistema de comercio internacional más justo y equilibrado.

El debate en Estados Unidos respecto a la evolución del PIB y la tasa de inflación determinan la factibilidad respecto a la reducción potencial de la tasa de interés de la FED que con 25 PB menos no alcanza a cambiar preferentemente las expectativas económicas. El dominio de las tecnologías críticas (57 de 64 por parte de China), la disputa de la moneda como reserva de valor internacional y la confrontación del G7 en su fase descendente con una articulación entre BRICs, OCS (Organización de Cooperación de Shangai) y acuerdos euroasiáticos en su fase ascendente determinan no sólo el flujo comercial y financiero del presente y del futuro sino también el nuevo patrón de acumulación del capital internacional.

La evolución de la deuda pública y privada del mundo, la persistencia de los déficits fiscales en 157 países del mundo y el endeudamiento sistemático de las familias con asimetrías en la distribución del ingreso en el mundo marcan un derrotero que invitan a un debate respecto a las condicionamientos de las desigualdades sociales para el crecimiento sostenido de la economía mundial.

La agenda económica internacional involucra la incidencia del cambio climático, el grado de concentración de la economía mundial respecto al precio de los insumos difundidos y el control del precio del transporte, la inestabilidad política derivada de la insatisfacción democrática y la democracia liberal de baja intensidad, las desigualdades sociales, el efecto disruptivo de la IA, los perjuicios del narcotráfico, el terrorismo y los organismos de inteligencia en el mundo, y principalmente la proliferación de armas nucleares, bacteriológicas y biológicas que producen zozobra en la humanidad.

En síntesis, la desaceleración global en virtud de un crecimiento moderado sustancialmente inferior al inicio del Siglo XXI, la disminución progresiva del comercio de servicios producto de la incertidumbre económica, las tensiones geopolíticas, la caída en la cotización del dólar, y el efecto de la política arancelaria constituyen factores que afectan la evolución de la inflación mundial.

La desaceleración del crecimiento económico global, la imposición unilateral de aranceles por parte de Estados Unidos, la ralentización del comercio mundial, las perspectivas negativas en los mercados laborales de los países, y el endeudamiento soberano de los países y de las familias determinan condiciones de incertidumbre que aumentan los riesgos de los activos financieros y reales.

Finalmente, la transformación digital crece a un ritmo acelerado por sobre la economía en general creando nuevos modelos de negocios alineados con las necesidades de los consumidores, lo cual implica que el 40 % de las principales 5000 empresas de América Latina utilizarán la IA como factor competitivo destinados a mejorar sus propias experiencias para mejorar sus resultados. Las industrias de rápido crecimiento son seguridad de 5G, juegos de realidad virtual, software de virtualización, educación digital, análisis predictivo de la atención médica, logística de comercio electrónico y fintech como servicio.

## **1.2. ECONOMÍA NACIONAL.**

La economía argentina ingresó en terapia intensiva recurriendo al salvataje del Tesoro de Estados Unidos en virtud de una corrida cambiaria producto de la mala praxis en el ejercicio de la administración económica.

En efecto, desde la asunción de Milei, independientemente de los componentes que se incorporen, su administración se rifó 85000 M de dólares sin acumular lo suficiente en reservas (tan sólo 22000 M de dólares) para afrontar obligaciones financieras y compromisos que todo gobierno debe contemplar en el marco de la sana administración.

Desde el 12 de diciembre de 2023, para cada semestre, tuvo la posibilidad de generar expectativas económicas y articular puentes destinados a resolver la insuficiencia de oferta de dólares compatible con la demanda expresada en el mercado cambiario. La megadevaluación del 118 %, la liquidación del 80 % en el MULC y el 20 % en el blend con el objeto de reducir la brecha entre dólar oficial y dólares financieros y la fijación de crawling peg de 2 % mensual permitieron acumular un superávit de cuenta corriente superior a 20000 M de dólares en un contexto de elevada inflación autoinfligida, licuación del salario, jubilaciones y pensiones y motosierra deliberada en el sector público nacional y en las provincias.

Este puente llegó hasta los inicios del segundo semestre en donde el blanqueo de capitales permitió el aporte de 23000 M de dólares que mediante la operatoria de préstamos al sector privado y liquidación en el MULC logró la compra de dólares acumulando reservas en el BCRA en el marco del sostenimiento de un tipo de cambio apreciado o sobrevaluado que marcaba dificultades con la sostenibilidad del superávit de la cuenta corriente en el marco de una creciente apertura comercial.

Durante el primer semestre del año 2025 con la euforia libertaria y las expectativas de una victoria electoral el 26 de octubre la persistencia de la demanda de dólares para turismo y por el incremento de importaciones afectaron severamente el comportamiento de la demanda de la economía real que producto de la combinación de caída del salario, aumento del costo de los servicios públicos y de los bienes esenciales de las familias redujeron su poder de compra impactando en la actividad económica de las familias, de las empresas y en la recaudación del estado.

La agudización de los desequilibrios terminaron impactando en la evolución del tipo de cambio luego de la reducción del crawl de 2 a 1 %, que implicó una aceleración de la dinámica de pérdida de reservas, lo cual terminó con la asistencia excepcional del FMI que ya supera en 1300 % la cuota admitida por su Carta Constitutiva. En efecto, la asistencia de 20000 M de dólares con un régimen de desembolsos programado con las condicionalidades de un flotación cambiaria entre bandas (1000-1400 pesos por dólar) y una estrategia de acumulación de reservas para el cumplimiento de los servicios de capital e intereses de la deuda en el marco de una cosecha óptima con liquidación de divisas mediante incentivos en reducción transitoria de retenciones hasta el 30 de junio del corriente año chocó con la liberación de restricciones cambiarias para la compra de

dólares por parte de las personas humanas con limitaciones para personas jurídicas que sin embargo podían comprar dólares a través de la operatoria de CCL o dólar MEP con una brecha prácticamente inexistente que impulsó la demanda de empresas multinacionales.

La persistencia del gobierno de sostener un tipo de cambio en el piso de la banda con el objeto de llegar a las elecciones con una inflación por debajo del 1% mensual chocó con la realidad de los desajustes monetarios derivados de la capitalización del BCRA mediante el reemplazo de LEFI por LECAPs que originaron desfases en el arbitraje entre pesos y dólar con intervenciones múltiples en el mercado de dólar futuro, elevación de encajes bancarios al 53 % y tasas de interés extremadamente elevadas para retener posiciones en pesos para evitar presiones en la demanda de dólares.

El impulso de la demanda de dólares con destino al ahorro para personas humanas, del turismo emisivo en el exterior, junto a la operatoria de empresas con brecha reducida y el impacto de la apertura económica (2 % de aranceles promedio más bajo de 2017) generaron la combinación perfecta de una aceleración de compra de dólares y una oferta restringida que generó un aumento de la tasa de riesgo país en virtud de la percepción de riesgo por parte de los acreedores.

La aceleración de la demanda de dólares en las últimas semanas sin acumulación de reservas por mala praxis y deliberada política económica en un contexto de perforación del techo de la banda superior superando los 1500 pesos por dólar con un aumento de la tasa de riesgo país que también superó 1540 puntos básicos siendo superior a Bolivia y Ecuador en América Latina generó la desesperación del equipo económico y del Presidente Milei para solicitar un rescate del gobierno de Estados Unidos.

Hasta ahora se trata de un anuncio de un paquete de 20000 M de dólares sin la descripción de la letra chica de las condiciones existentes y sin recurrir a la autorización del Congreso de la Nación pero subordinado al resultado electoral y a estrategias diversas que pueden darse a través de un swaps de monedas o mediante recompra de títulos en el mercado secundario.

Lo cierto es que después de las elecciones del 7 de septiembre en la PBA, la suerte del gobierno está echada. El IBP (Índice Consumo del Banco Provincia) arrojó una caída interanual de -7,1% con un registro extremo de -27 % en la venta de supermercados, -24% en ferreterías, -23 % en librerías, -21 % en combustibles y -14 % en perfumerías con aumentos registrados en electrodomésticos, indumentaria, esparcimiento y salud-educación entre otros. El ICE (Índice de Condiciones Externas) al mes de julio se mantiene en el largo plazo en territorio de expansión pero en el corto plazo la desmejora

es significativa siendo el peor registro desde mediados de 2024. La combinación de la industria brasileña, los términos del intercambio, la evolución del comercio mundial y la política monetaria de Estados Unidos marcan una incidencia en la evolución específica del indicador.

Es necesario advertir que las proyecciones macroeconómicas proyectadas en el presupuesto 2026 elevado por el gobierno al Congreso de la Nación son ilusorias e inconsistentes, lo cual merecerá seguramente un debate con la nueva integración a partir del 10 de diciembre de 2025. El déficit de cuenta corriente se proyecta en -5000 M de dólares por año con pagos de deuda en moneda extranjera neta de organismos multilaterales extra FMI y el tramo activado de China-, esto implica llegar para el período 2026-2028 a una necesidad de financiamiento de 20000 M de dólares que sólo dos países del mundo pudieron colocar semejante suma en el mercado de capitales durante los años 2024 y 2025 (Corea del Sur y Arabia Saudita) siendo sus respectivos PIB 50 % más grandes que la Argentina.

La correlación entre riesgo país y resultado fiscal es débil en el mundo pues el déficit promedio en la región fue equivalente a -0,8 % del PIB con un riesgo país de 230 PB en contraste con nuestro país (1,5% de superávit primario y 1100 pb promedio. La correlación entre reservas y riesgo país es mucho más clara y estrecha por menor costo financiero, lo cual implica que el piso de reservas debe enmarcarse en 10 % del PIB, lo cual implica que el BCRA debe acumular 25000 M de dólares adicionales a las reservas para disminuir la tasa de riesgo país y reducir el costo de financiamiento externo.

El problema principal de la economía argentina entre 2025 al 2033 consiste en acumular dólares en las reservas con un tipo de cambio competitivo transformando la dinámica de la estructura productiva para lograr un crecimiento sostenido de la economía con un equilibrio del sector externo de largo plazo. Las obligaciones en moneda extranjera alcanzan 36700 M de dólares entre octubre de 2025 y diciembre de 2027, por lo tanto, el salvataje del Tesoro de Estados Unidos alcanza tan sólo para una parte, esto significa que 16700 M de dólares deben conseguirse en el mercado de capitales siendo que el déficit en cuenta corriente proyecta un saldo negativo de -5000 M de dólares por año.

El mayor saldo en cuenta corriente en los últimos 20 años se verifica en el año 2008 con un monto equivalente a 19000 M de dólares y un tipo de cambio equivalente a 1750 pesos/dólar mientras que entre 2016-2019 sin restricción cambiaria para dólar ahorro la demanda ascendió a 21500 M de dólares (tipo de cambio promedio 1500 pesos/dólar), mientras que en los últimos 12 meses la compra de dólar ahorro sumó 12600 M de dólares. Esto significa observar el dilema que enfrenta el gobierno en sus dos últimos años de

mandato: restringir la compra de dólar ahorro o establecer un tipo de cambio más caro para estimular un saldo de cuenta corriente y moderar la compra para ahorro.

Lo que no se puede hacer es recurrir a más endeudamiento sin la autorización del Congreso o implementar medidas coercitivas o recurrir a operaciones ruinosas que perjudican la percepción de ingresos fiscales por 1700 M de dólares a cambio de liquidación de 7000 M de dólares que sólo benefician a 12 empresas cerealeras y perjudican al conjunto de los productores agropecuarios.

Finalmente, el presidente liberal-libertario predica una cosa y hace otra, lo cual perjudica la confianza y la credibilidad de sus políticas.

### **1.3. Coyuntura nacional.**

#### **El Tesoro de los inocentes: más dólar y mismo superávit fiscal. ¿Los pilares de la economía 2026-2027?**

Esta semana fue de euforia para los activos argentinos: los bonos en dólares subieron más de 25% entre lunes y jueves, el riesgo país bajó 485 puntos básicos (p.b.), el tipo de cambio nominal se apreció 10% y el MERVAL (Mercado de Valores) medido en dólares saltó 15%. Como resultado, los activos registraron su mejor semana en la era Milei en términos de variación.

Sin embargo, más allá de estos importantes movimientos, los niveles no están particularmente por encima de la primera mitad de agosto. Por caso, el promedio de los bonos en dólares pasó de USD 65 a 61,5, el riesgo país trepó de 785 a 950 p.b. y el dólar pasó de 1.330 a 1.340 pesos. Más aún, los bonos se ubican casi 10% por debajo del pico de enero 2025, en tanto que el riesgo país está 400 p.b. por encima. Por su parte, el Contado con liquidación promedió 1.150 pesos en enero, equivalentes a 1.370 pesos de septiembre, pero había tenido un piso de 1.050 pesos, equivalente a menos de 1.250 pesos actuales.

Por lo tanto, se verifica una mejora significativa en la última semana y una reversión del escenario de pánico de la primera mitad de septiembre, pero los números todavía no llegan a los máximos del año, y ni que hablar de la media regional (220 p.b. promedio para el riesgo país de América Latina sin incluir Bolivia y Venezuela, por ejemplo). Dicho de otro modo, si los activos argentinos despejan los riesgos de impago, todavía tienen bastante terreno para recorrer.

Analizar entonces qué cambió esta semana nos permitirá pensar cómo podría seguir el sendero de corto y mediano plazo. Vamos.

Pasó entre lunes y martes, pero parece que fue hace más. El Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Scott Besset, anunció que i) su entidad estaba "lista" para comprar bonos argentinos en dólares en el mercado primario o secundario y ii) para dar un crédito "significativo" a través de su Fondo de Estabilización Cambiaria (ESF, por sus siglas en inglés). Asimismo, afirmó iii) que estaban en negociaciones con "oficiales argentinos" para habilitar una línea de swap por USD 20.000 millones para prevenir volatilidad excesiva. Por último, agregó que iv) estaban trabajando con el Poder Ejecutivo para terminar con la baja transitoria de retenciones para los exportadores de materias primas.

En respuesta, se aceleró la presentación de Declaraciones Juradas por Ventas al Exterior (DJVE), alcanzando los USD 7.000 millones de tope para exportaciones de granos sin retenciones que había definido el lunes a la mañana el Poder Ejecutivo. El equipo económico como un todo -Banco Central y Ministerio de Economía- deberá decidir si compran parte o todos estos dólares o dejan que "vayan" contra precio y fortalezcan al peso.

Considerando los problemas que trajo no comprar Reservas entre abril y junio, además de que esta liquidación one shot será a cuenta de menores ventas en el último trimestre de 2025 -e incluso en el arranque de 2026, según nuestras estimaciones-, lo más razonable sería que el Sector Público comprara buena parte de estos dólares para fortalecer las Reservas y consolidar el frente externo. En este sentido, los últimos datos de la Cuenta Única del Tesoro en el Banco Central reflejan que éste habría adquirido USD 85 millones el pasado martes.

El Banco Mundial anunció esta semana que adelantará USD 4.000 millones a la Argentina. Con este dinero, los pagos de deuda del último trimestre de 2025 quedarían cubiertos: USD 800 millones de intereses al FMI en noviembre y USD 1.000 millones de los BOPREAL del Banco Central.

Por su parte, el año que viene hay compromisos por USD 15.600 millones entre títulos de mercado (USD 8.700 millones), FMI neto de desembolsos (USD 2.500 millones, entre capital e intereses), BOPREAL (USD 2.000 millones) y swap (USD 2.400 millones, este último renegociado en abril de este año). Fuera de esta cuenta, hay vencimientos con otros organismos multilaterales por USD 5.000 millones, que hasta ahora vienen refinanciándose, por lo que podríamos excluirlos de la cuenta.

**Pagos deuda en moneda extranjera (Tesoro Nacional y Banco Central)**

Fuente: elaboración propia. En miles de millones de dólares

Mes	Títulos (mercado)	Fondo (capital, interés y desembolsos)	Bopreal	Swap con China	Total	Acumulado
oct-25	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
nov-25	0,0	0,8	1,0	0,0	1,8	1,8
dic-25	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8
<b>ene-26</b>	<b>4,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>3,3</b>	<b>5,1</b>
feb-26	0,0	0,8	1,0	0,0	1,8	7,0
mar-26	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,0
abr-26	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,0
may-26	0,0	0,8	1,0	0,0	1,8	8,8
jun-26	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,8
Jul-26	4,3	-0,9	0,0	0,4	3,9	12,6
ago-26	0,0	0,8	0,0	0,4	1,2	13,9
sep-26	0,0	0,8	0,0	0,4	1,2	15,1
oct-26	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	15,5
nov-26	0,0	0,8	0,0	0,4	1,2	16,7
dic-26	0,0	0,3	0,0	0,4	0,7	17,4
<b>ene-27</b>	<b>4,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>3,8</b>	<b>21,3</b>
feb-27	0,0	0,8	0,0	0,4	1,2	22,5
mar-27	0,0	0,8	0,0	0,4	1,2	23,7
abr-27	0,0	0,3	0,8	0,4	1,5	25,2
may-27	0,0	0,8	0,0	0,4	1,2	26,4
jun-27	0,0	0,9	0,0	0,4	1,3	27,6
Jul-27	5,2	-0,9	0,0	0,0	4,3	32,0
ago-27	0,0	0,8	0,0	0,0	0,8	32,7
sep-27	0,0	1,2	0,0	0,0	1,2	34,0
oct-27	0,0	0,3	0,8	0,0	1,1	35,1
nov-27	0,0	0,8	0,0	0,0	0,8	35,9
dic-27	0,0	0,9	0,0	0,0	0,9	36,7

Asimismo, en 2027 vencen USD 20.000 millones de deuda en moneda extranjera entre títulos públicos (USD 9.500 millones), FMI (USD 6.000 millones, los pagos de capital empiezan en septiembre de 2026), Bopreal (USD 1.500 millones, si asumimos que los USD 3.500 millones que podrían usarse para pago de impuestos tienen ese fin) y USD 2.400 millones del swap con China. En total, suman USD 36.700 millones entre octubre 2025 y diciembre 2027.

No obstante, las obligaciones con el exterior no necesariamente terminan acá. En los últimos doce meses, el superávit de bienes, servicios y rentas acumuló USD +1.600 millones. En contraste, la compra de dólares billete sumó USD 12.600 millones, y entre ambos arrojaron un neto de USD -11.000 millones.



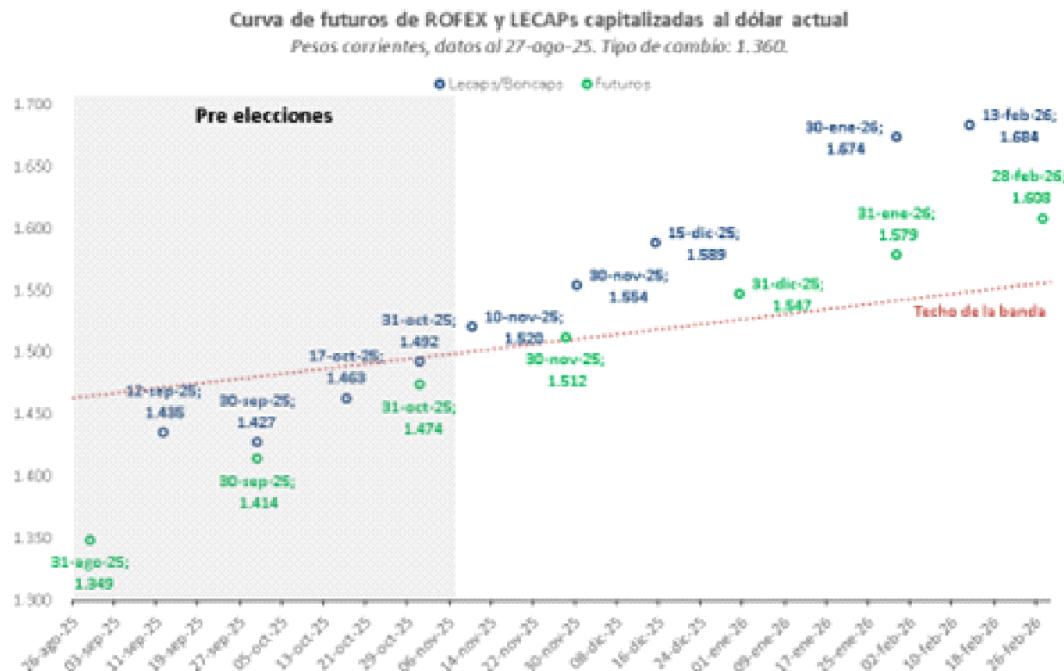
En un escenario donde el Tesoro norteamericano le girara USD 20.000 millones al Tesoro argentino -un ejercicio teórico que toma como base el monto que Bessent anunció para el swap, pero que obviamente podría ser mayor o menor-, y éstos fueran de libre disponibilidad, el Palacio de Hacienda tendría cubiertos sus pagos de deuda en moneda extranjera de 2026, pero debería conseguir financiamiento extra para equilibrar la cuenta corriente con la compra de dólares para ahorro.

En la actualidad, el crédito de mercado sigue cerrado, en tanto que la Argentina explica más 1 de cada 3 dólares que se le deben al FMI a nivel global (USD 57.000 millones sobre USD 164.000 millones), y parece difícil ampliar este stock. En este marco, si el Tesoro norteamericano le prestara USD 20.000 millones al Estado Nacional, todavía harían falta USD 10.000 millones para cerrar el año que viene. Ante esto, el gobierno tendría dos opciones: i) aumentar el superávit de cuenta corriente o ii) reducir la compra de dólares ahorro. Eso podría lograrse a través de un tipo de cambio más alto, o la vuelta de los controles a la compra de divisas, algo que hoy parece difícil.

Por lo tanto, y como primera conclusión, un salvataje de USD 20.000 millones del Tesoro norteamericano no eliminaría las necesidades de obtener dólares por la cuenta corriente, si la vuelta del cepo no es una opción. En otros términos, un salvataje de USD 20.000 millones del Tesoro norteamericano, seguiría necesitando un tipo de cambio más caro para el mediano plazo.

Asimismo, en 2027 vencen USD 20.000 millones adicionales, que si el Fondo y el Tesoro norteamericano no son una fuente posible habría que financiar con el mercado. Para lograr esto, entendemos que hay un piso de ratio Reservas/PBI de 10%, en base a lo que muestran los números de la región. Sin contar Argentina, este cociente promedia 15,5% en la región, y solo uno de los doce países con índices menores a 400 p.b., es decir, con "mercados abiertos", tiene un porcentaje menor al 10% (Panamá: 8%, 2 p.p. más que

nuestro país en la actualidad). El siguiente es El Salvador, con 10,2% de Reservas/PBI y casi 400 p.b. de riesgo país.



Ahora bien, para llegar a ese número, el Banco Central debería sumar USD 25.000 millones a sus Reservas. En un escenario sin controles, si en 2026-2027 la compra de dólares billete promediara la mitad que en 2016-2019 (USD 10.800 millones), la cuenta corriente -neta del pago de intereses- debería aportar más de USD 22.000 millones por año para que el stock crezca en semejante magnitud. Para dimensionar, en 2024 este flujo sumó USD 11.500 millones y su pico histórico fue USD 18.800 millones, en 2008. A precios de hoy, ese año el tipo de cambio promedió poco más de 1.750 pesos.

Por lo tanto, en la segunda mitad de la gestión Milei, el dólar debería ser consistente y permanentemente más caro que en la primera -y también que hoy y el máximo de septiembre-. No obstante, incluso en este escenario las Reservas no llegarían al 10% del PBI, aunque con el respaldo de Estados Unidos, el mercado internacional de crédito podría ir flexibilizar sus exigencias. Por último, la magnitud del esfuerzo necesario será inversamente proporcional al tamaño del salvataje: cuanto mayor sea este, menor será el "superávit de cuenta corriente necesario" para volver a los mercados, y poder pagar las deudas con crédito en lugar de hacerlo exportando mucho o importando poco.

**Ejercicio MULC 2026 y 2027 con salvataje Tesoro de EE.UU.**

(1) Récord 2008. (2) *Mitad* del promedio 2016-2019. En USD miles de millones.

	2026	2027
<b>Salvataje Tesoro</b>	<b>20,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Pagos deuda</b>	<b>-15,6</b>	<b>-19,3</b>
Títulos (mercado)	-8,7	-9,5
Fondo (capital, interés y desembolsos)	-2,5	-5,9
Bopreal	-2,0	-1,5
Swap con China	-2,4	-2,4
<b>Cuenta corriente amplia (incluye compra USD ahorro)</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>
Bienes (1)	20,1	20,1
Servicios (1)	1,1	1,1
Rentas (sin intereses) (1)	-2,3	-2,3
Compra USD ahorro (2)	-10,8	-10,8
<b>Reservas brutas inicio (stock)</b>	<b>39,0</b>	<b>51,4</b>
<b>Reservas brutas fin (stock)</b>	<b>51,4</b>	<b>40,1</b>
<i>Reservas brutas como % del PBI</i>	8,2%	5,8%
<b>PBI en USD</b>	<b>629,7</b>	<b>688,1</b>

En síntesis y a modo de resumen, i) los años que vienen traerán un dólar más caro, que permita acumular reservas a partir de las exportaciones netas de bienes y servicios, descontadas las compras de dólar ahorro. Asimismo, el tamaño de este superávit dependerá inversamente de ii) la magnitud del salvataje del Tesoro -asumiendo que éste se usa para pagar los vencimientos de deuda externa- y iii) eventuales restricciones a la demanda de dólares para ahorro que se fijen. Un superávit fiscal similar, pero más tipo de cambio para acumular Reservas por cuenta corriente, ¿los supuestos de la economía que viene?

## Principales variables

Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. I.a. % o Diferencia
<b>Actividad</b>					
PIB, precios constantes	%	s.e. y v%a	i-25	0,8%	5,8%
EMAE	%	s.e. y v%a	jul-25	-0,1%	2,9%
<b>Salarios Privados</b>					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v%a	jul-25	2,2%	39,8%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v%a	jul-25	0,3%	2,4%
<b>Fiscal</b>					
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ago-25	10,2%	-0,1 p.p.
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ago-25	-8,9%	-0,1 p.p.
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ago-25	1,3%	-0,2 p.p.
Intereses	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ago-25	-0,9%	0,3 p.p.
Resultado financiero	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	ago-25	0,4%	0,0 p.p.
<b>Precios</b>					
IPC Nivel General, Nacional	%	v%m y v%a	ago-25	1,9%	33,6%
IPC Núcleo, Nacional	%	v%m y v%a	ago-25	2,0%	36,1%
<b>Comercio exterior</b>					
Exportaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	ago-25	7.865	82.468
Importaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	ago-25	6.463	72.864
Balanza comercial (INDEC)	USD M	Mes y 12m	ago-25	1.402	9.605
<b>Balance cambiario</b>					
Bienes (BCRA)	USD M	Mes y 12m	jul-25	3.887	13.650
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	Mes y 12m	jul-25	-2.513	-20.497
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	Mes y 12m	jul-25	-2.405	17.483
<b>Tipo de cambio</b>					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diarío	25-sep-25	1305,1	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	Diarío	24-sep-25	1,4	
CCL	ARS/USD	Diarío	25-sep-25	1399,7	
CCL real multilateral	Dic 01=1	Diarío	25-sep-25	1,4	
<b>Reservas</b>					
Reservas brutas	USD M	Diarío	25-sep-25	39.349	
Compra neta de divisas semanal	USD M	Diarío	25-sep-25	0	
Liquidación CARA semanal	USD M	Diarío	24-sep-25	843	
<b>Títulos públicos</b>					
AL30	USD	Diarío	25-sep-25	56,8	
GD30	USD	Diarío	25-sep-25	59,1	
Riesgo País	USD	Diarío	24-sep-25	898	
<b>Monetario</b>					
LECAP más corta	% TEM	Diarío	25-sep-25	2,7%	
TAMAR	% TEM	Diarío	23-sep-25	4,1%	
<b>Internacional</b>					
Real Brasil	BRL/USD	Diarío	25-sep-25	5,4	-3,2%
Yuan China	CNH/USD	Diarío	25-sep-25	7,1	0,8%
Soja (tn.)	USD	Diarío	25-sep-25	372,3	-7,5%
WTI (Petróleo)	USD	Diarío	25-sep-25	65,2	-3,0%

### Los supuestos imaginarios del Presupuesto, ¿por qué conducen a más deuda?

El Presupuesto 2026 permite entrever qué país diseña el gobierno en un escenario optimista: ¿qué Argentina armaría el Poder Ejecutivo si pudiera elegir sin restricciones hacia dónde economía ir?

El grado de irrealdad de los supuestos -por caso, el tipo de cambio debería bajar más de 10% para cerrar en el nivel proyectado para diciembre 2025 o la actividad económica crecer más de 1% mensual entre septiembre y diciembre para que el PBI promedie 5,4% más que el año pasado- no impide analizar las estrategias de crecimiento y cierre del sector externo que planea el Gobierno Nacional. Más aún, justamente por ese grado de irrealdad es que se puede entrever qué esquema llevarían adelante en un escenario “ideal”.

	2024	2025	2026	2027	2028
<b>PBI a precios constantes (2024=100)</b>	<b>100,0</b>	<b>105,4</b>	<b>110,7</b>	<b>116,2</b>	<b>122,0</b>
PBI, v%a	-1,3%	5,4%	5,0%	5,0%	5,0%
Consumo privado	-2,9%	10,2%	4,9%	4,5%	4,6%
Consumo público	-3,8%	-0,2%	1,2%	1,3%	1,3%
Inversión	-17,2%	26,5%	9,4%	9,4%	9,4%
Exportaciones	19,8%	9,0%	10,6%	6,9%	6,1%
Importaciones	-10,2%	33,3%	11,1%	6,2%	9,1%
Elasticidad importaciones/PBI	7,8	6,2	2,2	1,2	1,8
<b>Inflación, v%a</b>	<b>117,8%</b>	<b>24,5%</b>	<b>10,1%</b>	<b>5,9%</b>	<b>3,7%</b>
Tipo de cambio, ARS/USD	1.021	1.325	1.423	1.470	1.488
Tipo de cambio, v%a	59,0%	29,8%	7,4%	3,3%	1,2%
Tipo de cambio deflactado, base 2024	1.021	1.064	1.098	1.013	988
Resultado primario (% PBI)	1,8%	1,5%	1,5%		
<b>Balanza comercial bienes y servicios (USD MM)</b>	<b>16,7</b>	<b>-2,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>-3,7</b>	<b>-7,0</b>
Exportaciones	96,9	103,3	112,7	122,4	131,6
Importaciones	-80,3	-105,8	-118,4	-126,1	-138,6
<b>Deuda en moneda extranjera (USD MM)</b>		<b>9,0</b>	<b>-24,5</b>	<b>-28,2</b>	<b>-26,8</b>
Títulos Tesoro		-6,7	-8,6	-9,5	-11,6
FMI		-3,0	-4,1	-7,2	-8,9
Desembolsos FMI		14,5	2,7	2,5	0,8
Resto de OCII		5,3	-10,2	-4,1	-4,1
BCRA (Bopreal, swap y repo)		1,0	-4,3	-10,0	-3,0
<b>Necesidades de financiamiento (USD MM)</b>		<b>6,6</b>	<b>-30,2</b>	<b>-31,9</b>	<b>-33,7</b>

Como se desprende del cuadro, el Presupuesto tiene un crecimiento mayor al 5% en el promedio anual 2025-2028, donde la inflación baja constante y sistemáticamente y el tipo de cambio sube menos que los precios. Hasta acá todas buenas intenciones -al menos en términos macro-. Ahora bien, ¿cómo planea(ba)n lograrlo? ¿cómo superarán los eventuales desequilibrios y tensiones que permitirían llegar a esa combinación de crecimiento sostenido e inflación en línea con los niveles globales?

La demanda de importaciones depende del tipo de cambio real -con un dólar que sube por debajo de la inflación, los productos extranjeros se abaratan relativamente frente a los argentinos-, a la vez que en una economía que crece, el consumo y la inversión lo hacen más rápido (+14,5% promedio anual para 2025-2028 en el caso de las importaciones vs. +6% para el consumo privado y +13,4% la inversión). El avance de la economía, entonces, estaría liderado por los bienes y servicios extranjeros, en tanto que los locales también crecerían -en este esquema “ideal”-, pero más lentamente.

Por su parte, las exportaciones dependen más de la demanda global y los shocks de oferta que pueda aportar Vaca Muerta -u otros sectores que eventualmente se desarrollen-. Como resultado, en el Presupuesto crecen más lento que las importaciones: +8% i.a. promedio 2025-2028, y el saldo externo se deteriora. Siguiendo con las estimaciones del Mensaje arriba expuestas, el resultado de cuenta corriente pasaría de USD +16.700 millones en 2024 a USD -2.400 millones este año y poco más de USD -5.000 millones promedio 2026-2028.

Retomando el informe anterior (Semana Económica 898), en los próximos años, los dólares no saldrían solo por la economía real, sino que además los vencimientos de deuda promediarán poco más de USD 25.000 millones por año. De éstos, alrededor de USD 10.000 millones podrían refinanciarse -organismos multilaterales de crédito no FMI, como el BID o el Banco Mundial, y la devolución del tramo activado del swap-, quedando USD 15.000 millones pendientes.

Incorporando los USD 5.000 millones de déficit de cuenta corriente que espera el Presupuesto, entonces, la Argentina debería conseguir USD 20.000 millones por año para que esta “economía ideal” funcione.

En este ejercicio de tres variables y cero restricciones, podemos asumir que el riesgo país bajaría -no sabemos cómo, pero tampoco importa: la idea es ver qué economía busca el Gobierno, más allá de si puede o no alcanzarlo-, y la Argentina ¿emitiría deuda en moneda extranjera por USD 20.000 millones promedio anual 2026-2028?

**Emisiones de deuda en moneda extranjera. En USD miles de millones.**

Fuente: Bloomberg. Promedio anual de cada período.

	Prom. 2016-2017	Prom. 2018-2019	Prom. 2021-2023	Prom. 2024-2025	PBI en USD (2024)
<b>Arabia Saudita</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>35</b>	<b>1.084</b>
<b>Corea del Sur</b>	<b>16</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>1.790</b>
Turquía	8	9	13	13	1.437
Luxemburgo	0	0	0	12	97
Indonesia	14	7	11	11	1.430
Hong Kong	10	8	11	11	424
Polonia	1	0	4	10	980
Israel	1	0	0	9	583
Rumania	0	1	6	9	403
México	4	8	5	8	1.693
Hungría	0	0	10	7	237
Bahrein	6	3	3	6	48
Brasil	5	6	4	4	2.126
<b>Argentina</b>	<b>55</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>604</b>
<b>Resto</b>	<b>136</b>	<b>141</b>	<b>69</b>	<b>103</b>	
<b>Total</b>	<b>275</b>	<b>215</b>	<b>166</b>	<b>259</b>	

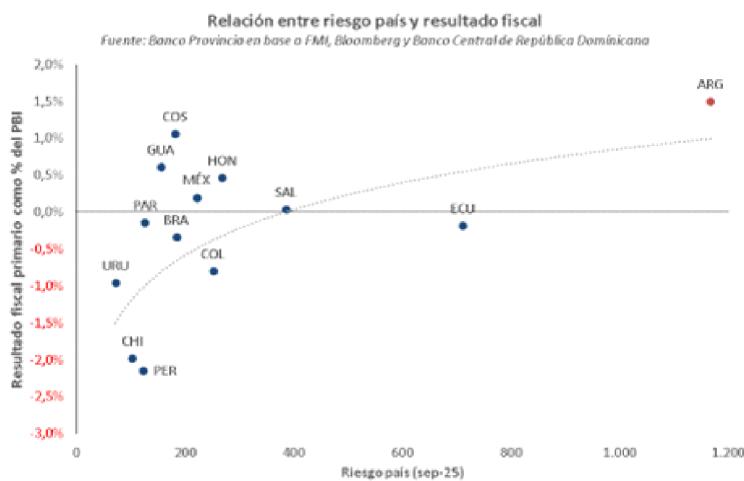
Para dimensionar, en 2024-2025 solo dos países emitieron deuda en moneda extranjera por más de USD 20.000 millones anuales: Arabia Saudita y Corea del Sur (USD +35.000 millones y USD +21.000 millones, respectivamente). Por lo tanto, si la estrategia para financiar las necesidades externas fuera recurrir íntegramente al mercado, la Argentina quedaría, como en 2016-2017, en el top 3 de países emergentes emisores de deuda en moneda extranjera del mundo.

Más aún, y como se observa en la última columna del cuadro de arriba, vale destacar que tanto Arabia Saudita como Corea del Sur tienen un PBI en dólares al menos un 50% más grande que el de Argentina. En consecuencia, sus economías son significativamente mayores que la de nuestro país, y valores absolutos similares no representan, necesariamente, situaciones parecidas en términos relativos.

Ahora bien, vale decir que las emisiones de mercado no son la única opción para que entren dólares más allá de la cuenta corriente: podría haber una llegada masiva de inversión extranjera directa, que sirva para moderar o hasta compensar las necesidades de financiamiento externo.

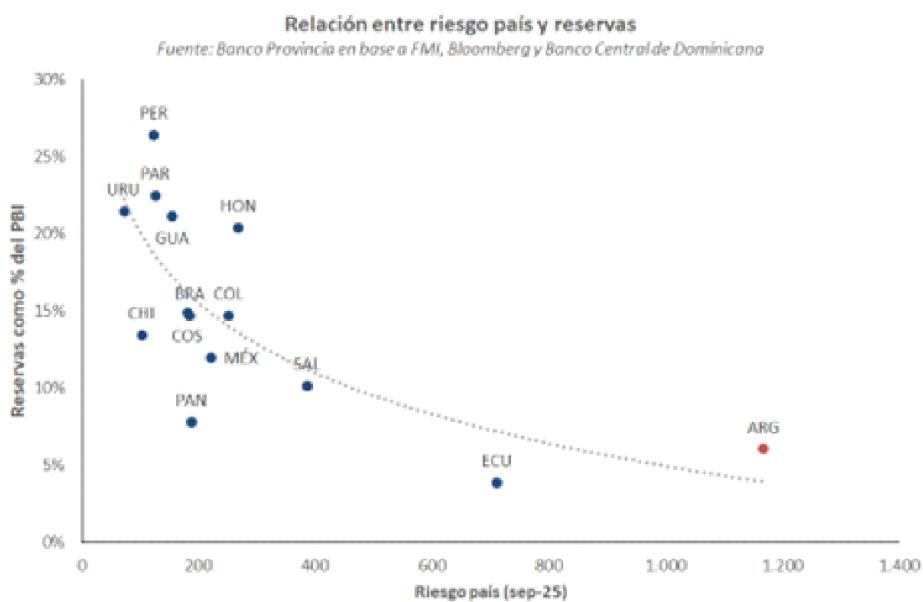
No obstante, la entrada de capitales productivos está en niveles negativos por primera vez desde 2003: USD -1.300 millones en el acumulado 2024 y 2025, por las salidas de HSBC y Petronas, y pareciera ser más un uso que una fuente de dólares. En este caso, el problema no es solo local, sino más bien regional: según el informe de Inversión Extranjera elaborado por CEPAL, el flujo de aportes de capital está en los niveles más bajos desde 2020, de modo que la cuestión trasciende y excede a nuestro país. Aunque esto vuelve las “responsabilidades” un poco menos propias, simultáneamente complejiza el escenario.

Antes de cerrar, podemos notar que la correlación entre riesgo país y resultado fiscal es bastante débil a lo largo del mundo. Excluyendo Argentina, el déficit primario promedió 0,8% del PBI en la región el año pasado, mientras que el riesgo país se ubicó en 230 puntos básicos. En contraste, nuestro país tendría un superávit de 1,5% del PBI este año y un índice de, al menos, 1.100 p.b. Por lo tanto, y como primera intuición, el equilibrio fiscal, como único objetivo de política no garantiza el financiamiento externo -ni la estabilidad, como prueban estos días-.



Más aún, la correlación entre riesgo país y resultado fiscal pareciera ser inversa: los países de menor riesgo país (Uruguay, Chile, Perú y Paraguay) tienen desequilibrios entre moderados -Paraguay, menos de 0,5%- y significativos -Chile, -2%; para comparar: en 2023, Argentina tuvo -2,7%. La causalidad pareciera ir de más margen de financiamiento a mayores necesidades -o sea, de bajo riesgo país a déficit moderado-, ya que es claro que los mercados penalizan este tipo de desequilibrios cuando son permanentes y excesivos, pero los números marcan que de ningún modo i) el equilibrio fiscal “habilita el acceso a los mercados” y ii) mayor superávit fiscal baja el riesgo país. Cierta orden es condición necesaria, pero no suficiente -y la historia del país un poco explica los grados de libertad para tener rojos: Chile no es lo mismo que Argentina en materia de antecedentes-.

En contraste, la correlación entre Reservas (medidas como porcentaje del PBI, para relativizar por el tamaño de cada economía) y riesgo país es mucho más clara y estrecha. En este caso, los países de la región con mayor fortaleza externa tienen los menores costos de financiamiento en moneda extranjera, en tanto que los más débiles -Argentina y Ecuador- son, casualmente, los que más riesgo país tienen. Vale destacar que acá estamos mostrando la correlación, pero la causalidad: así como un financiamiento barato permite sostener un desequilibrio por algo más de tiempo, también permite incrementar las Reservas más rápido y barato. Dicho esto, y como se observa en el gráfico, pareciera haber un piso de 10% del cociente entre Reservas y PBI para poder “emitir deuda en los mercados externos a tasas razonables”: para alcanzarlo, el Banco Central de la República Argentina debería sumar USD 25.000 a sus arcas, y sobre esto el Presupuesto no aporta virtualmente nada.



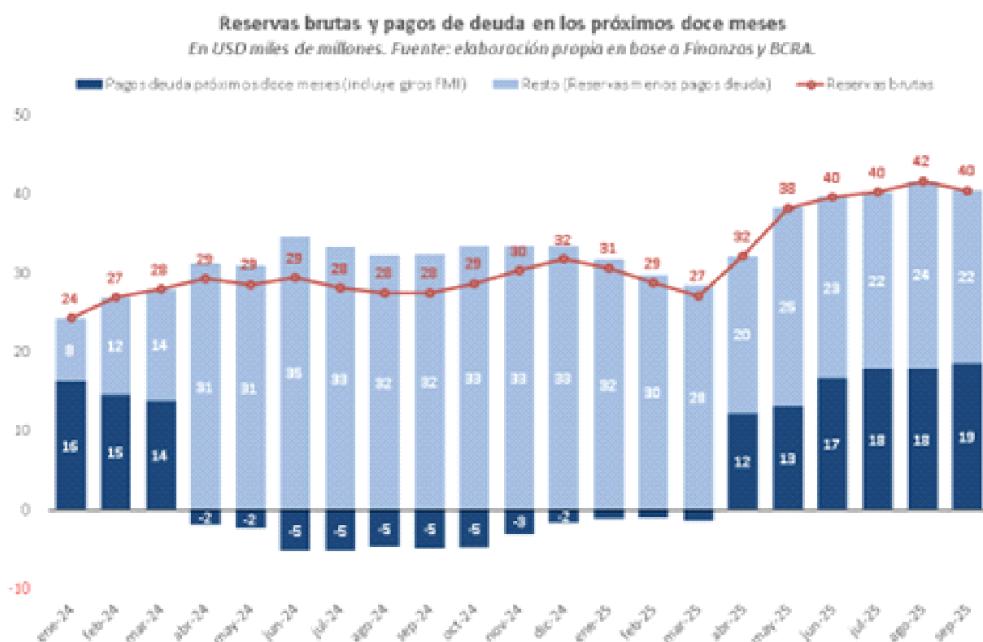
En síntesis, en su irreabilidad de supuestos, el Presupuesto 2026 permite entrever qué economía elegiría el Poder Ejecutivo si pudiera hacerlo sin restricciones. Más allá de los interrogantes del esquema actual, que no son menores, los que suma el Proyecto de Ley presentado esta semana profundizan las dudas: ¿cómo se cubrirían las necesidades de USD 20.000 millones de dólares por año, contando los pagos de deuda ya pactados y el déficit de cuenta corriente que se estima?

### **Estabilidad cambiaria de corto plazo y tensiones de mediano: ensayo general**

En los próximos doce meses hay vencimientos de deuda en moneda extranjera por casi 1 de cada 2 dólares de las Reservas brutas: USD 19.000 millones y USD 40.000 millones, respectivamente.

Del lado de los pagos, tenemos 1) USD 9.000 millones con acreedores privados -mercado- por Bonares y Globales, en dos cuotas de USD 4.500 millones en enero y julio de 2026, 2) USD 3.500 millones por BOPREAL, títulos que emitió el Banco Central entre fines de 2023 y principios de 2024 para absorber pesos inmediatamente después del cambio de gestión, 3) USD 3.200 millones de intereses con el FMI: cuatro cuotas de USD 800 millones, a pagar en noviembre 2025 y febrero, mayo y agosto 2026, y 4) USD 4.000 millones de vencimientos con otros organismos multilaterales, en donde sobresalen el Club de París, el Banco Mundial (BM) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

En contraste, las Reservas brutas cerraron en USD 40.350 millones este jueves 11 de septiembre, y casi la mitad se irá en concepto de pagos de deuda externa en los próximos doce meses.



En estos compromisos de deuda no incluimos los USD 2.500 millones del tramo activado del swap con China en 2023, que habría que cancelar en la segunda mitad del año que viene. Sin tener un refincamiento asegurado, estas obligaciones son más fáciles de reprogramar -de hecho, la devolución del tramo activado del swap ya se pospuso dos veces: el 12 de junio de 2024 y el 10 de abril de 2025, estirando en ambos casos un año el plazo de pago-, y es posible “no haya dos sin tres”. En sentido contrario, los vencimientos con acreedores privados, intereses del FMI y organismos multilaterales, en el corto plazo, se vienen pagando cash. Por lo tanto, tiene sentido pensar que así se seguirá haciendo.

Los encajes por depósitos privados en moneda extranjera suman USD 13.000 millones y los yuanes no activados del swap con China superan los USD 12.000 millones. Así, no es viable para la Argentina una deuda por USD 19.000 millones, cuando las Reservas brutas rondan USD 40.350 millones, y de mínima están los pasivos arriba mencionados. ¿De dónde saldrán los dólares, entonces?

La primera opción podría ser el intercambio de bienes y servicios con el resto del mundo: vender mucho o compra poco. Ahora bien, entre enero y julio de este año, la cuenta corriente del mercado de cambios -exportaciones menos importaciones y pagos por intereses de deuda- acumuló un déficit de USD 1.300 millones, y es difícil pensar que se recupere en lo inmediato. En solo 5 de los últimos 22 años el saldo de la cuenta corriente de agosto/diciembre fue mejor que el de enero/julio: 2016, 2018, 2019, 2022 y 2023. Mientras que en 2018 y 2019 las devaluaciones y la caída del nivel de actividad explicaron la recuperación del resultado, en 2022 y 2023 fue clave el dólar soja, que alteró la estacionalidad de las exportaciones. Sin estas opciones, será complejo lograr un saldo extraordinario en el cierre de 2025

Seguimos entonces con la cuenta capital: i) inversiones reales, ii) financieras de organismos multilaterales de crédito o iii) de mercado.

En los primeros siete meses de 2025, salieron casi USD 1.370 millones netos por inversión extranjera directa -mínimo desde 2003: el anterior piso fue USD +90 millones, casualmente, en 2024- y más allá de anuncios, la entrada de capitales asociados a la economía real no parece ser una fuente viable, ni de producción ni de divisas en el corto plazo. Por el contrario, con la salida del HSBC y Petronas, esta variable está más cerca de demandar que de ofrecer dólares en lo inmediato.

Por el lado de organismos multilaterales, los USD 57.200 que le debe el Estado Nacional al Fondo Monetario Internacional representan un 35% de su cartera (USD 164.100 millones al 10 de septiembre) y más que cuadriplica el total autorizado por la cuota (poco más de USD 18.000 millones), de modo que tampoco parece una fuente viable.

Queda la opción del mercado, entonces. El problema, en este caso, es que el riesgo país está por encima de los 1.000 puntos básicos (p.b.) -es decir, la tasa que paga el Estado Nacional para financiarse en dólares a diez años supera el 14%- , y casi duplica al piso de enero de este año: 560 p.b. Para dimensionar, en enero de 2018, cuando el Tesoro Nacional colocó deuda externa por última vez, este índice se ubicaba en torno de 380 p.b.

Como se desprende del análisis de arriba, los dólares para pagar la deuda externa del próximo año “no están” si no hay un cambio relevante en el precio del dólar o el acceso al financiamiento externo.

Ahora bien, en este escenario de inconsistencia temporal, el tipo de cambio se estabilizó en las últimas ruedas, sin llegar a tocar la banda superior -es decir, sin que sea necesario que el Banco Central venda divisas-. Pasamos así a la segunda pregunta: ¿cómo puede ser que “no estén” los dólares para la deuda, pero que, a la vez, el tipo de cambio haya llegado tan rápido al techo de la banda, pero se haya estabilizado sin intervención directa del Banco Central?

Primero, en el medio de la banda, las posibilidades de intervención son acotadas: USD 1.100 millones que tiene el Tesoro en su Cuenta Única en el Banco Central, o sea, poco más del doble de los USD 500 millones que usó la semana pasada. Con este número, entendemos por qué el tipo de cambio se acercó este lunes tan rápido al techo de la banda, quedando a menos de 3% de la misma.

En contraste, según establece el staff report del Programa con el Fondo publicado en julio, por encima del techo de la banda “The BCRA will enforce adherence to the band by purchasing FX offered at the floor of the band and selling FX at the ceiling of the band. (...) FX sales within the band are not envisaged.”



Como se desprende del texto del acuerdo con el FMI, i) el Banco Central parece “obligado” a vender dólares por encima del techo de la banda, ii) y esos dólares -Reservas- que se pierdan se descontarán de la meta acordada con el FMI, de modo que no será necesarios recomprárselos, al menos para desbaratar los desembolsos del Fondo.

Dicho de otra forma, a diferencia del medio de la banda, por encima de 1.470 ARS/USD el mercado confía en que hay poder de fuego, y por eso las presiones se moderan apenas antes de llegar a ese nivel.

Según nuestras estimaciones, el Banco Central tendría casi USD 25.000 millones de Reservas líquidas, de los que podría usar al menos USD 14.000 millones, es decir, los desembolsos del FMI de abril y julio, para intervenir en el mercado. Para dimensionar este poder de fuego, hicimos el siguiente ejercicio: tomamos las peores semanas de ventas de la autoridad monetaria en el mercado cambiario, y multiplicamos su promedio diario por los 34 días hábiles que van desde el 7 de septiembre hasta el 26 octubre.

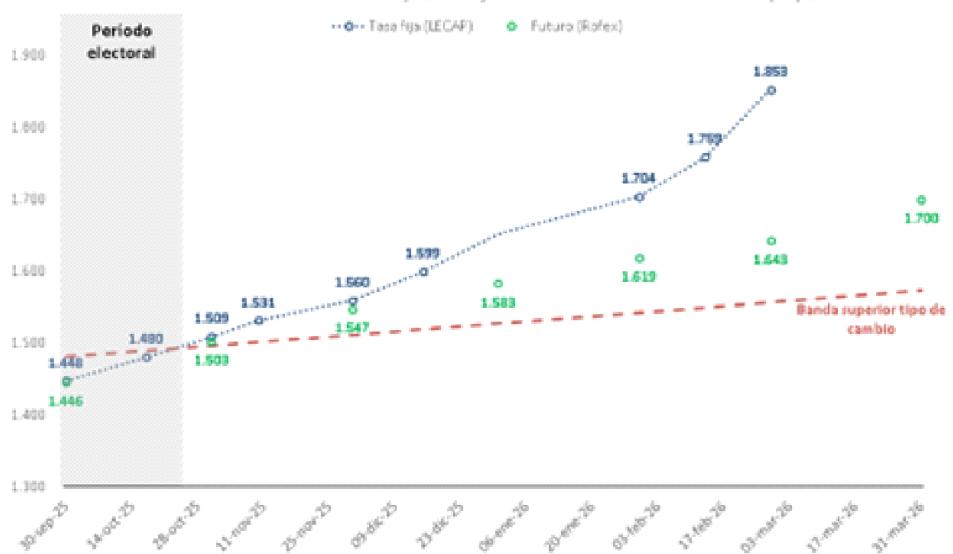
Este número es más pesimista que la realidad: los pesos son finitos, y las “peores” semanas, como su nombre lo indica, son atípicas. Sin embargo, incluso en este test ácido, el BCRA compensa las presiones: solo en dos semanas entre 2003 y 2025, la autoridad monetaria vendió más de USD 450 millones promedio por día -lo que surge de dividir 14.000 millones por 34 días-. En la tercera semana de abril de 2018 y en la tercera semana de octubre de 2019: cuando empezó la primera corrida de la gestión Cambiemos y en las ruedas anteriores a la elección presidencial de 2019. En todo el resto de las semanas, el Banco Central vendió menos de USD 2.250 millones.

De esta forma, se entiende 1) por qué el dólar subió tan rápido al techo de la banda, 2) por qué no la estaría traspasando y 3) por qué, a pesar de las menores tensiones cambiarias, el riesgo país comprimió solo en el margen, ubicándose en los niveles de octubre del año pasado.

Antes de terminar, vale notar que, la “tranquilidad” cambiaria que parece prevalecer en lo inmediato, no logra ir mucho más allá de las elecciones de octubre. Si con 1.420 pesos, en lugar de comprar un dólar compráramos una LECAP que vence el 10 de noviembre, al cierre tendríamos 1.531 pesos. Con el esquema de bandas actual, el tope ese día es de 1.500 pesos. Por lo tanto, si este se mantiene y se cumple, la LECAP debería dar un rendimiento muy positivo en dólares para tan corto tiempo (+2%).

Manteniendo los supuestos, esto debería aumentar la demanda de letras, subir su precio y comprimir su tasa. Sin embargo, no es lo que viene pasando. Más aún, si en lugar de mirar el 10 de noviembre tomamos el título que vence a fines de enero, la diferencia con el techo de la banda llega al 10,5%: en consecuencia, si el tipo de cambio no superase este tope, habría una ganancia en dólares de dos dígitos. Nuevamente, en un escenario de credibilidad del esquema cambiario, esto debería aumentar la demanda de títulos y reducir su tasa. No es lo que está pasando.

**¿Qué pasa sin 1.420 pesos compro una LECAP, cuántos pesos tengo al vencimiento?**  
Rendimientos directos al cierre LECAP y curva de futuros de ROFEX. Fuente: elaboración propia.



En síntesis, tenemos 1) credibilidad para las bandas en el corto plazo, por el poder de fuego que el FMI autoriza al Banco Central, 2) falta de credibilidad para las bandas para -inmediatamente- después de octubre, y acentuada en 2026 y 3) dudas respecto de dónde saldrán los dólares necesarios para afrontar los pagos de deuda en moneda extranjera de la primera mitad del año que viene.

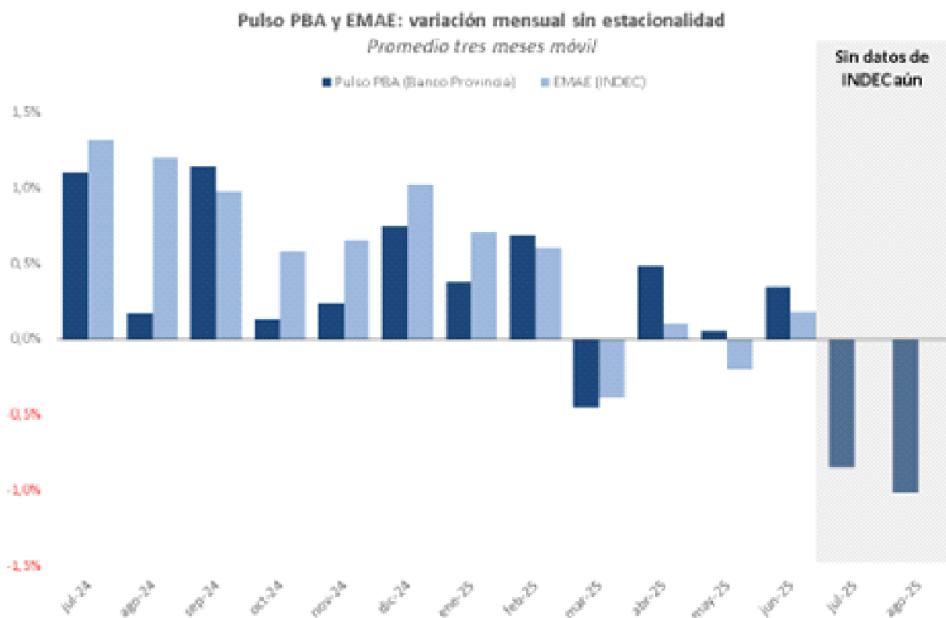
### **La economía real y el empleo tampoco flotan: se caen**

La economía cayó 0,7% en junio, según los datos del EMAE (Estimador Mensual de Actividad Económica) de INDEC. En julio, el dólar subió más de 10% y el deterioro se habría profundizado. Para peor, en agosto, “apretón monetario” mediante, el costo de financiamiento de las empresas saltó de la zona de 60 a la del 80% nominal anual, y el crédito se contrajo más de 1% en el promedio mensual (-9% los adelantos de cuenta corriente y +2,5% los documentos, que al tener plazos más largos tardan más en reaccionar).

Con estos números, la actividad no se habría recuperado en los últimos dos meses. Considerando que septiembre arrancó turbulento en el frente cambiario, y que difícilmente las tasas cedan a lo largo del mes, la economía llegaría a octubre en terreno negativo: al estancamiento del segundo trimestre (+0,1%), le seguiría un rojo en el tercero. Así, la producción estaría virtualmente en recesión -dos trimestres sin crecimiento-, aunque no técnicamente: un trimestre empalado -por el rebote de abril: +1,4%, último mes en terreno positivo, y único entre febrero y el octubre electoral- y otro en clara caída.

En este sentido, conforme a nuestro índice Pulso PBA, que elabora el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco en conjunto con investigadores de la Facultad de Exactas de la UBA , procesando y sintetizando más de 1.200 variables, la actividad cayó 0,3% en julio y 1,4% en agosto en la Provincia de Buenos Aires. En el primer semestre, este

índice se contrajo 0,3%, la mitad que la del EMAE de INDEC (-0,6%), por lo que no suele diferir mucho de los números nacionales.



En este escenario, la economía de la Provincia de Buenos Aires debería crecer más de 5% en septiembre para que el tercer trimestre no cierre por debajo del segundo. Algo que hoy parece poco más que imposible.

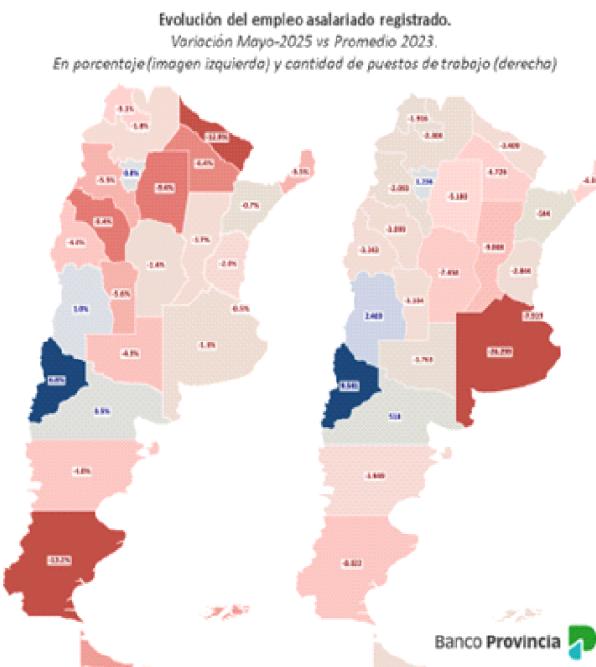
A riesgo de sonar repetitivos: con estas tasas, la dinámica del crédito no permitiría que las empresas se recuperen en el corto plazo. Para conectar con el tema que sigue: con esta creación de empleo y estas paritarias, la dinámica de los salarios tampoco permitiría que las familias se recuperen en lo inmediato. Aunque septiembre recién empezó, con los datos de Pulso PBA de julio y agosto ya podemos afirmar que la economía caerá en el tercer trimestre, y que si no se recupera en el último cuarto del año -algo que parece difícil en la actualidad, dadas las tensiones cambiarias que reflejan los movimientos de dólar futuro y las tasas de LECAP-, podría cerrar el año en recesión, ya no sólo fáctica sino también técnicamente.

La similitud de los movimientos mensuales del EMAE de INDEC y Pulso PBA durante la segunda mitad de 2024 y el primer semestre de 2025 (+5,5% i.a. en junio de 2025 ambos) no se verificó entre enero y junio del año pasado: en tanto que Pulso PBA cayó más de 6% entre noviembre 2023 y junio 2024, el EMAE de INDEC se contrajo "solo" 2%.

En términos de oferta, esto se explica por los sectores que lideraban la economía en ese entonces: minas y canteras, sector agropecuario y hoteles y restaurantes. En tanto que los primeros existen en la Provincia de Buenos Aires, pero su incidencia es menor que a nivel

nacional, el primero tiene una participación virtualmente nula en PBA (0,2% vs. más de 8% en Nación).

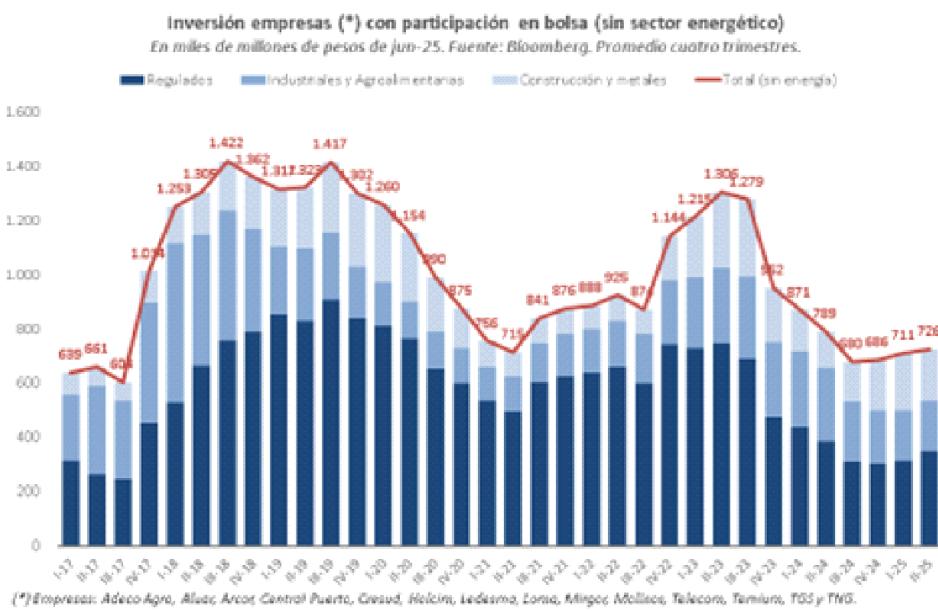
Como resultado, mientras que Pulso PBA cayó 1% entre noviembre 2023 y junio 2025 (-2,7% estirando a agosto) el EMAE de INDEC creció más de 3%. Esta diferencia no solo se observa en materia de producción: también se repite en términos de empleo que publica el Ministerio de Capital Humano de Nación.



A nivel país, los puestos de trabajo formales retrocedieron 2,5% entre mayo 2025 -último dato- y el promedio de 2023. Según esta misma fuente, la contracción es casi la mitad (-1,3%) en la Provincia de Buenos Aires, mientras que Santa Cruz y Formosa lideran los rojos con -13,2% y -12,9%, respectivamente. Del otro lado, solo 4 de las 24 provincias tuvieron más puestos de trabajo en mayo de 2025 que en 2023, donde Neuquén (+6,8%), fue la única con un avance mayor al 1%. Las demás -Mendoza, Tucumán y Río Negro- crearon menos puestos de lo que el crecimiento poblacional exige para mantener constante la proporción trabajadores/población total. Del otro lado, en la mitad de las provincias -12 sobre 24- arroja caídas mayores al 4% entre mayo 2025 y el promedio de 2023.

Por su parte, el poder adquisitivo formal, público y privado, estuvo en junio -último dato- 4,9% por debajo de noviembre 2023 y 6,5% por debajo del promedio 2023. Ahora bien, el salario no es el único factor de demanda que perdió durante la gestión Milei: tomando los datos de los balances publicados a junio 2025 en la Comisión Nacional de Valores, la inversión de las empresas “grandes” (suma de Adeco Agro, Aluar, Arcor, Central Puerto, Cresud, Holcim, Ledesma, Loma, Mirgor, Molinos, Telecom, Ternium, TGS y TNG) del sector

no energético está un 25% por debajo del último trimestre de 2023 y 50% por debajo del pico de Macri.

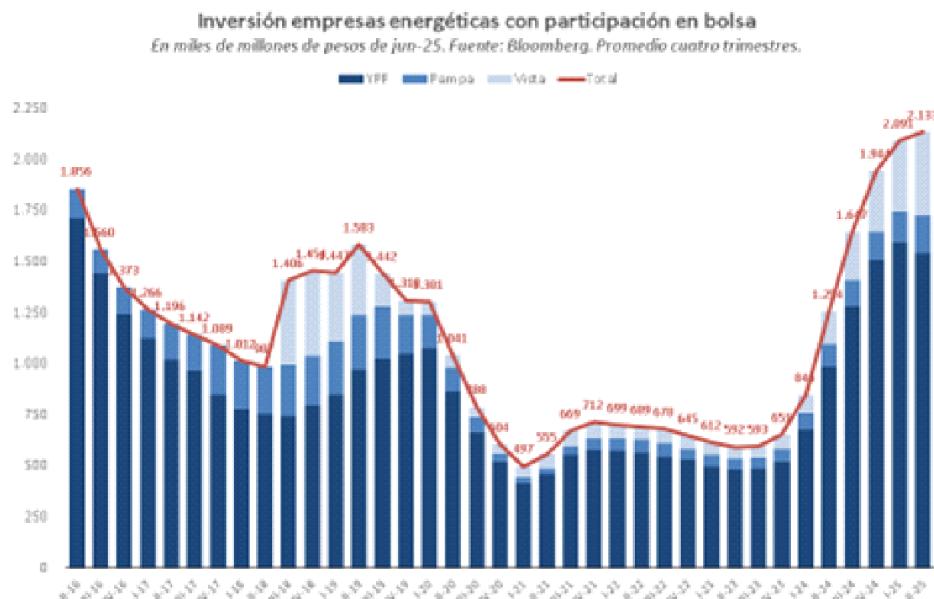


Así, se observa que las principales variables de la “economía tradicional” -trabajadores y empresas no vinculadas al sector energético- retrocedieron en 2024 y el segundo trimestre de 2025, según los datos nacionales, y que esa caída se agravó en mayo y junio según los datos de INDEC y en julio y agosto según la estimación de Pulso PBA.

Ahora bien, Vaca Muerta es una realidad que no se puede obviar, y cambia el escenario: los gastos de capital -inversión- de YPF, Pampa Energía y Vista Energy promediaron más de 2.100 millones de pesos (expresado en valores de junio 2025) en el promedio de los últimos cuatro trimestres, y alcanzaron un pico histórico. Con estos números, ya más que triplican al promedio de 2023 y se ubican 15% por encima del máximo de la gestión Cambiemos.

La baja elasticidad producto/empleo de este rubro se traduce en la caída del nivel de empleo -en tanto que, a nivel nacional, la actividad estaba en junio de 2025 por encima de 2023-, a la vez que su concentración geográfica resalta al mostrar que es Neuquén la única de las veinticuatro provincias que tiene una mayor tasa de creación de puestos de trabajo que de natalidad, o lo que es lo mismo, donde no cae el ratio de empleo por habitante. La apuesta del sector es significativa y es importante no saltarla, la apuesta del sector parece ser la única en esta economía.

Al desagregar entre empresas, se verifican dinámicas heterogéneas: en tanto que YPF está 10% por debajo de los máximos de 2016 y Pampa Energía 30% por debajo del pico de 2019, Vista Energía, que se creó en marzo de 2017, está 20% por encima de los anteriores récord, más que compensando el retroceso de las otras dos empresas.



IPC - IPIM

IPC Acumulado 2025

Total Nacional:  
**19,5%**GBA:  
**19,6%**

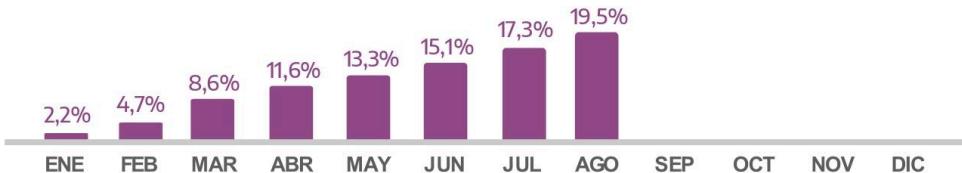
2024 AGO SEP OCT NOV DIC ENE FEB MAR ABR MAY JUN JUL AGO 2025

IPC  
Agosto  
2025**1,9%**  
varación mensual  
**33,6%**  
varación interanualIPIM  
Agosto  
2025**3,1%**  
varación mensual  
**22,1%**  
varación interanual

## Variación interanual



## Variación acumulada 2025



Datos IPC | Fuente INDEC | Índice Dic-16=100.

En materia de consumo básico, la canasta alimentaria para un adulto equivalente alcanzó los \$168.456 y la total los \$357.657, mientras que para una familia tipo de cuatro integrantes prepararon a \$520.529 y \$1.160.780 respectivamente. Esto representa un aumento interanual del 23,5%, con una variación mensual del 1,0%. En paralelo, el salario mínimo vital y móvil (SMVM) se fijó en \$322.000, con un incremento interanual del 22,7%, mientras que la jubilación mínima llegó a \$384.305, con un alza interanual del 30,2%, ambas por debajo de la inflación acumulada (33,6%).

Alimentaria	Total	SMVM	Jubilación Mínima	IPC	Alimentaria y bebidas
\$168.456 Adultx equivalente	\$357.657 Adultx equivalente	\$322.000 Valor en \$ corrientes	\$384.305 Valor en \$ corrientes		
\$520.529 Familia de 4 integrantes	\$1.160.780 Familia de 4 integrantes				
1,0% variación mensual	1,0% variación mensual	1,3% variación mensual	1,3% variación mensual	1,9% varación mensual	1,4% varación mensual
23,5% varación interanual	23,5% varación interanual	22,7% varación interanual	30,2% varación interanual	33,6% varación interanual	27,8% varación interanual

Los alquileres continuaron con fuertes subas: en el GBA Norte el precio promedio de un departamento de dos ambientes alcanzó los \$659.645, con una variación interanual del 46,5%, mientras que en GBA Oeste y Sur el valor promedio fue de \$537.249, con un incremento interanual del 62,2%.

#### Variaciones interanuales

#### IPC - ICL



Fuente: INDEC y BCRA

En el mercado laboral, el índice de salarios registró en junio un aumento interanual del 60,7%, con variaciones significativas entre sectores: el sector privado no registrado lideró con un 166,3%, mientras que el privado registrado y el público mostraron subas del 45,4% y 47,4% respectivamente. No obstante, en términos reales, los salarios apenas lograron estabilizarse tras las fuertes pérdidas de 2024.



Fuente INDEC | Índice Oct-16=100

El costo de la construcción subió en agosto 1,5% mensual y 30,5% interanual, con incrementos destacados en mano de obra (+43,5% ia) y gastos generales (+35,1% ia). Entre los materiales, los mayores aumentos interanuales se verificaron en el vidrio laminado (+70,2%) y el ladrillo común (+36,2%).

En cuanto a la actividad económica, el EMAE de junio marcó una recuperación del 6,4% interanual y una variación mensual del -0,7%, con desempeños heterogéneos: la construcción cayó 74,6% interanual, mientras que la intermediación financiera creció 352,3% y el comercio 50,9%.



2024 JUN JUL AGO SEP OCT NOV DIC ENE FEB MAR ABR MAY JUN 2025

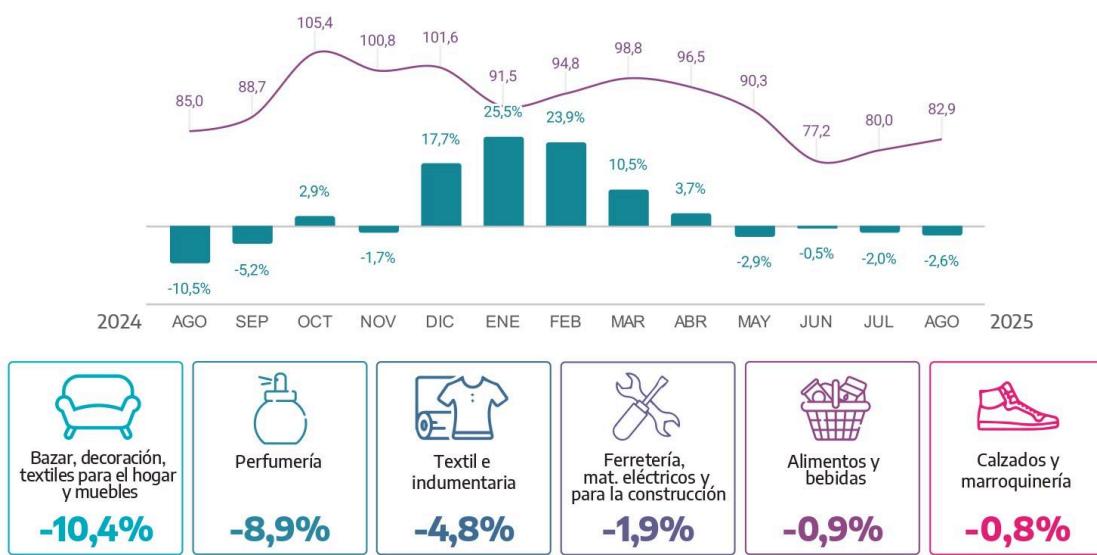
Principales variaciones interanuales



Índice 2004=100| Fuente INDEC

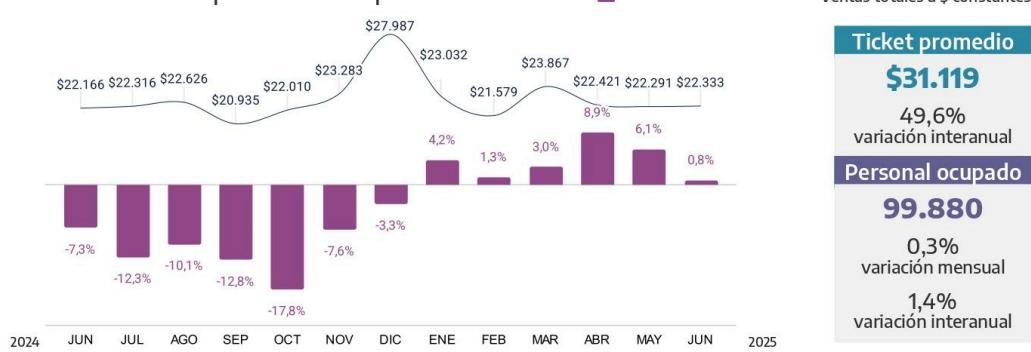
El consumo mostró señales mixtas. Las ventas minoristas medidas por CAME retrocedieron 0,9% interanual en agosto, con caídas más pronunciadas en calzado (-4,8%) y ferretería (-10,4%), mientras que alimentos y bebidas cayeron 8,9%. En supermercados, las ventas reales de junio crecieron 49,6% interanual y en autoservicios mayoristas el aumento fue del 15,8%. Por su parte, las ventas en centros comerciales continuaron en terreno positivo, consolidando la recuperación de volúmenes en comparación con 2024.

#### Índice de ventas minoristas. Variación interanual



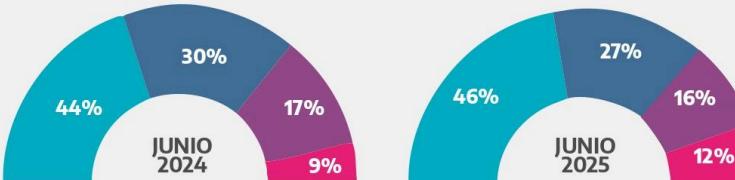
Fuente CAME

#### Ventas totales en Supermercados a precios constantes



#### Ventas totales por medio de pago, composición porcentual.

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



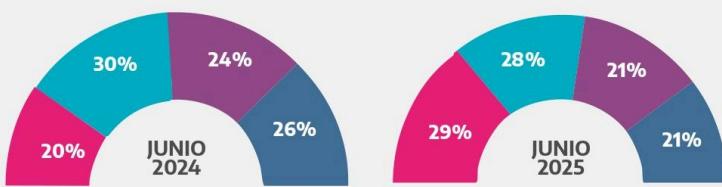
Fuente INDEC

## Ventas totales en Autoservicios Mayoristas a precios constantes



Ventas totales por medio de pago, composición porcentual.

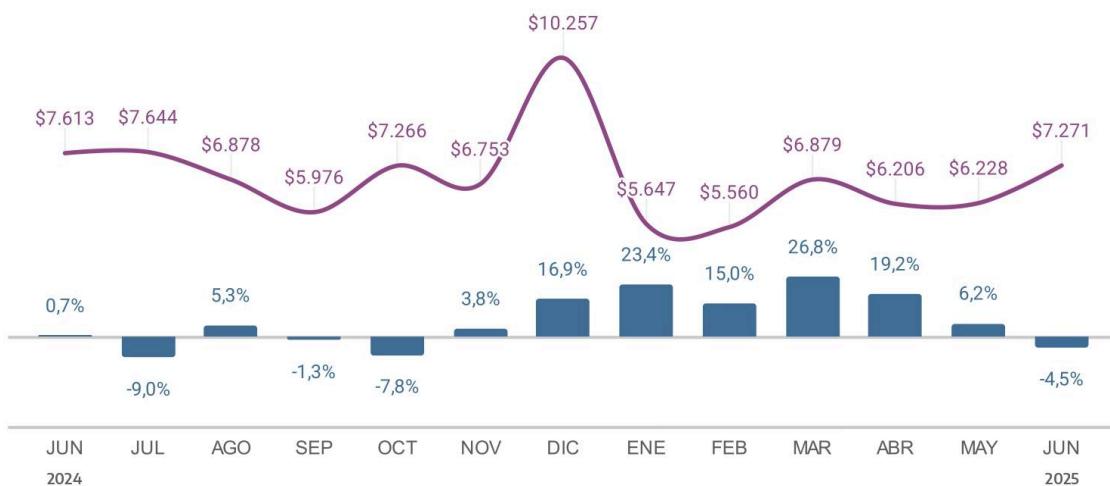
- Tarjetas de crédito
- Tarjetas de débito
- Efectivo
- Otros medios de pago



Fuente INDEC

## Ventas totales en Centros Comerciales a precios constantes

- Variación interanual
- Ventas totales a \$ constantes

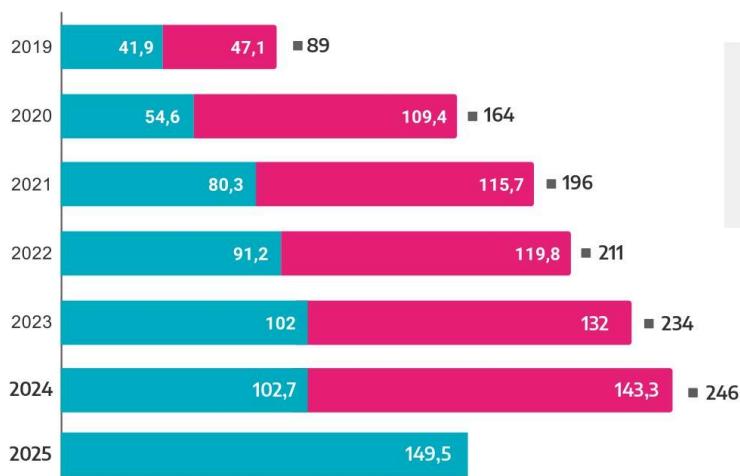


Fuente INDEC

Finalmente, el comercio electrónico mantuvo su tendencia expansiva: en el primer semestre de 2025 las órdenes de compra crecieron un 46% interanual, alcanzando 149,5 millones frente a 102,7 millones en el mismo período de 2024.

### Órdenes de compra en millones

■ Primer semestre ■ Segundo semestre ■ Totales anuales



Representa un crecimiento del +46% respecto a enero - julio 2024

Fuente: CACE

## 1.5. INFORME FISCAL.

En agosto de 2025 los ingresos primarios alcanzaron los \$11,37 billones y acumularon en el año \$88,04 billones, lo que representa un crecimiento real interanual del 1,8%. Dentro de este agregado, los recursos tributarios sumaron \$81,49 billones, con un aumento real del 2,6%, consolidándose como la principal fuente de financiamiento. En contraste, las rentas de la propiedad se redujeron un 35,3% real hasta los \$2,61 billones, mientras que los ingresos no tributarios ascendieron a \$2,32 billones (+5,4%) y las transferencias corrientes cayeron un 8,1%, acumulando \$208.404 millones. El resto de ingresos corrientes mostró un fuerte incremento (+132,6%), totalizando \$1,40 billones. En conjunto, los ingresos totales del período acumularon \$88,09 billones.

Del lado del gasto, los gastos corrientes sumaron \$83,17 billones en lo que va del año, con una suba real moderada de 1,7%. Entre ellos, se destacan los gastos de consumo y funcionamiento, que alcanzaron \$13,75 billones (+2,6%), y las prestaciones sociales, que ascendieron a \$51,59 billones (+12,1%). En cambio, los intereses de la deuda cayeron un 21,4% en términos reales, ubicándose en \$7,68 billones. Las transferencias corrientes acumularon \$8,98 billones, lo que implicó una disminución del 22,5%. Dentro de este rubro, los subsidios económicos cayeron fuertemente (-41,7%), sumando \$4,86 billones, mientras que las transferencias a provincias aumentaron un 72,4% hasta \$1,66 billones y las transferencias a universidades crecieron 7,5% hasta \$2,46 billones. Otros gastos corrientes totalizaron \$1,18 billones (+17,8%).

En materia de inversión, los gastos de capital se redujeron un 14,3% real, con un acumulado de \$1,59 billones, a pesar de un incremento significativo en los ingresos de capital (+598,7%), que sumaron \$45.895 millones. De esta manera, los gastos primarios

alcanzaron los \$77,09 billones (+4,4%), y los gastos totales se ubicaron en \$84,77 billones (+1,3%).

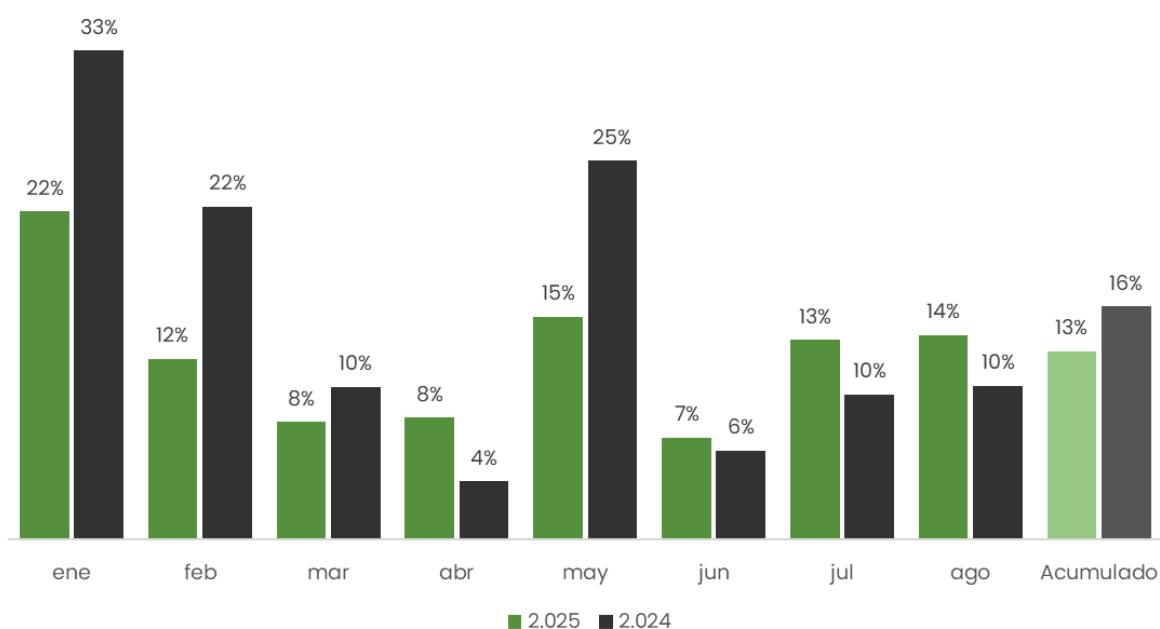
El resultado económico fue de \$4,87 billones, mientras que el resultado primario alcanzó los \$10,99 billones, confirmando la capacidad del sector público de generar superávit antes del pago de intereses. Finalmente, el resultado financiero se ubicó en \$3,32 billones, beneficiado por la reducción en el costo de los intereses de la deuda.

#### Informe Mensual de Ingresos y Gastos | agosto, mensual y acumulado

Concepto	Miles de M\$		Var ia. real acumulado
	ago-25	Acumulado	
<b>Ingresos Primarios</b>	<b>11.365.712</b>	<b>88.039.800</b>	<b>1,8%</b>
<b>Tributarios</b>	<b>10.230.957</b>	<b>81.493.779</b>	<b>2,6%</b>
Iva Neto de Reintegros	2.408.372	17.898.907	5,7%
Ganancias	1.080.636	8.104.981	-8,2%
Aportes y Contribuciones	3.765.603	31.275.030	22,8%
Derechos de Exportación	406.574	5.724.864	7,4%
Derechos de Importación	470.677	3.304.990	28,6%
Resto de ingresos Tributarios	2.099.096	15.185.008	-25,1%
<b>Rentas de la Propiedad</b>	<b>566.743</b>	<b>2.614.361</b>	<b>-35,3%</b>
<b>Ingresos No Tributarios</b>	<b>352.964</b>	<b>2.319.471</b>	<b>5,4%</b>
<b>Transferencias Corrientes</b>	<b>10.804</b>	<b>208.404</b>	<b>-8,1%</b>
<b>Resto de Ingresos Corrientes</b>	<b>204.244</b>	<b>1.403.784</b>	<b>132,6%</b>
<b>Gastos Corrientes</b>	<b>10.763.478</b>	<b>83.174.540</b>	<b>1,7%</b>
<b>Gastos de Consumo y Funcionamiento</b>	<b>1.750.483</b>	<b>13.746.137</b>	<b>2,6%</b>
Salarios	1.292.966	10.564.012	-3,3%
Bienes y Servicios	457.517	3.182.125	28,8%
<b>Intereses de la deuda</b>	<b>1.166.564</b>	<b>7.679.897</b>	<b>-21,4%</b>
<b>Prestaciones Sociales</b>	<b>6.281.983</b>	<b>51.588.322</b>	<b>12,1%</b>
Jubilaciones y pensiones contributivas	4.141.616	32.502.544	21,8%
Asignaciones familiares y AUH	688.762	5.704.784	18,2%
Pensiones no contributivas	327.205	2.713.665	6,6%
Resto	1.124.400	10.667.329	-10,9%
<b>Transferencias Corrientes</b>	<b>1.418.911</b>	<b>8.979.531</b>	<b>-22,5%</b>
Subsidios Económicos	929.331	4.859.641	-41,7%
Transf A Provincias	148.349	1.662.722	72,4%
Transf A Universidades	341.231	2.457.168	7,5%
Transf para Déficit Operativo	0	0	//
<b>Otros gastos Corrientes</b>	<b>145.538</b>	<b>1.180.653</b>	<b>17,8%</b>
<b>Resultado Económico</b>	<b>602.234</b>	<b>4.865.260</b>	
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>356</b>	<b>45.895</b>	<b>598,7%</b>
<b>Gastos de Capital</b>	<b>212.289</b>	<b>1.594.282</b>	<b>-14,3%</b>
<b>Gastos Primarios</b>	<b>9.809.204</b>	<b>77.088.926</b>	<b>4,4%</b>
<b>Gastos Totales</b>	<b>10.975.768</b>	<b>84.768.822</b>	<b>1,3%</b>
<b>Ingresos Totales</b>	<b>11.366.068</b>	<b>88.085.695</b>	<b>1,8%</b>
<b>Resultado Primario</b>	<b>1.556.864</b>	<b>10.996.769</b>	
<b>Resultado Financiero</b>	<b>390.300</b>	<b>3.316.872</b>	

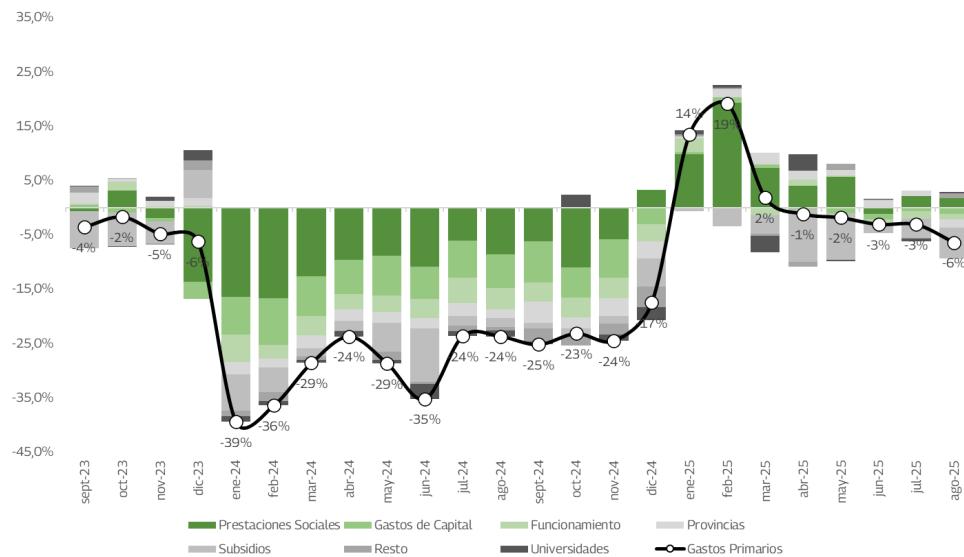
El resultado primario mostró un mejor desempeño en términos de ingresos durante 2024, año en el que la recaudación permitió alcanzar un superávit más elevado respecto a 2025. Mientras que en el presente ejercicio se observa una mejora en los últimos meses, el acumulado anual refleja que la base de ingresos del año anterior fue más sólida, otorgando un margen fiscal más holgado para sostener el resultado primario. Esto resulta relevante frente a un segundo semestre que se espera un menor superávit producto de la estacionalidad del gasto, la reducción de los derechos de exportación y la recesión esperada producto de la incertidumbre electoral y del rumbo económico post elecciones.

#### Resultado primario | como porcentaje de los ingresos totales



El gráfico muestra que las prestaciones sociales, al estar indexadas con un rezago de dos meses respecto de la inflación, se convierten en el principal componente que presiona sobre el gasto primario. Esta dinámica introduce una inercia alcista que, de no corregirse con mayor profundidad en otros rubros —como subsidios, transferencias o funcionamiento—, dificultará sostener al gasto como ancla fiscal en el corto plazo. En consecuencia, aun cuando se verifiquen ajustes en diferentes partidas, el comportamiento automático de las prestaciones obliga a proyectar correcciones adicionales si el objetivo es preservar la consistencia de la política fiscal.

### Contribución a la variación interanual del gasto primario | por rubros del gasto



## 1.6. INFORME SALARIAL.

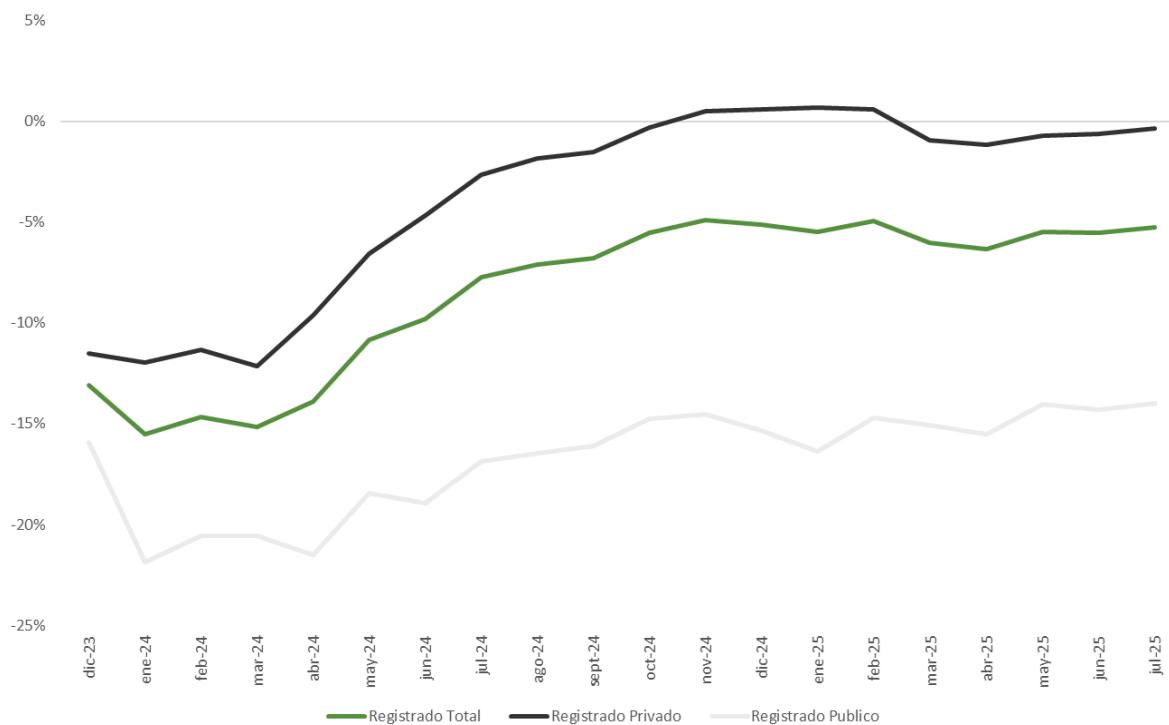
Desde la base de noviembre de 2023, los salarios registrados mostraron inicialmente un retroceso significativo en términos reales, con caídas que superaron el 10% en el promedio total y que fueron aún más pronunciadas en el sector público. Durante el primer trimestre de 2024 se observó el piso de la serie, y a partir de allí comenzó un proceso de recuperación paulatina.

El sector privado registrado lideró esta recomposición: desde niveles cercanos al -10% en la base comparativa, alcanzó hacia fines de 2024 y comienzos de 2025 una virtual estabilidad frente a la inflación, con meses en los que incluso se ubicó levemente por encima de cero.

En cambio, el sector público registrado mantiene una brecha negativa más persistente. Pese a la recuperación parcial desde el piso de fines de 2023, los salarios del empleo estatal continúan alrededor de -15% reales respecto de la base, reflejando el peso del ajuste fiscal y la postergación de recomposiciones. Esta divergencia entre lo privado y lo público marca un contraste relevante en la dinámica distributiva y condiciona la negociación salarial del sector público hacia adelante.

Debido a esto, en promedio, el total registrado acompañó la tendencia, aunque con un rezago de algunos puntos, estabilizándose en torno al -5% real en el primer semestre de 2025.

Var de los salarios registrados | nov 2023 = 100



En agosto de 2025 la jubilación mínima presenta una dinámica dual. Por un lado, el haber actualizado por la fórmula de movilidad creció un 4% interanual real, mostrando cierta recuperación frente al avance de los precios. Sin embargo, al considerar el bono de \$70.000, que permanece congelado desde el año pasado y cuya entrega depende de la discrecionalidad del Ejecutivo, el ingreso total de los jubilados mínimos exhibe una caída del 3% real interanual. Esto evidencia que la mejora formal de la movilidad no logra compensar la pérdida de poder adquisitivo cuando el complemento extraordinario no se actualiza.

Si la comparación se hace contra septiembre de 2023, el deterioro es mucho más profundo: el haber por fórmula acumula una merma del 10% real, el bono perdió más de la mitad de su valor (-53%) y, en consecuencia, el ingreso total retrocede un 23%. Esta brecha refleja que, más allá de los ajustes automáticos de la movilidad, la política previsional quedó condicionada al manejo discrecional del bono, que en la práctica se transformó en un componente central de la jubilación mínima pero sin garantía de actualización frente a la inflación.

### Jubilacion mínima | en miles de pesos

