

INFORME DE COYUNTURA ARGENTINA PRE-ELECCIONES

Octubre 2025

Resumen Ejecutivo

El modelo económico argentino muestra, hasta el momento, luces y sombras desde el punto de vista macroeconómico. Su principal fortaleza radica en el frente fiscal: el gobierno logró un giro estructural desde el primer día, pasando de un esquema deficitario crónico a sostener de manera consistente un superávit primario. A esto se suma una desaceleración significativa de la inflación, que cayó desde niveles superiores al 200% anual al momento de la asunción presidencial hasta ubicarse cerca del 30% anual tras conocerse el dato de septiembre de 2025.

En contraposición, el frente cambiario continúa siendo uno de los puntos más frágiles del programa. Tras apenas cinco meses de vigencia, el esquema de bandas ya enfrentó su primer testeo, obligando al Banco Central (BCRA) a intervenir. El mercado mantiene dudas respecto a la capacidad del gobierno de sostener los actuales niveles del tipo de cambio sin recurrir a shocks externos de divisas. El financiamiento mediante blanqueos de capitales, desembolsos de organismos internacionales, acuerdos con Estados Unidos o reducciones temporales en retenciones se han convertido en recursos recurrentes para sostener la estabilidad nominal.

En paralelo, la actividad económica muestra señales claras de debilidad. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) acumula varios meses consecutivos de contracción, mientras que las tasas de préstamos personales y adelantos a empresas se elevaron de forma considerable, afectando la dinámica del crédito y enfriando la economía real.

En el plano político, el gobierno enfrenta un escenario más desafiante. Los indicadores de confianza evidencian una pérdida de apoyo en comparación con la obtenida en 2023, y si bien Javier Milei continúa siendo la figura con mayor imagen positiva del país, su liderazgo comienza a mostrar algunos signos de desgaste. La derrota más amplia de lo esperado en las elecciones legislativas de la provincia de Buenos Aires fue un shock de incertidumbre, intensificando la volatilidad de muchos activos financieros. Con las elecciones del 26 de octubre en el horizonte, el mercado anticipa un escenario decisivo que definirá el rumbo económico y político de los próximos meses.

Panorama Político

Tras las elecciones legislativas en provincia de Buenos Aires que tuvieron lugar el 7 de septiembre, el escenario político se volvió más incierto. El resultado representó un fuerte revés para el oficialismo. Si bien era esperable que en la provincia ganara la oposición, la diferencia fue aplastante. Muy por encima de lo que las principales encuestas del país estimaban. El partido que representa al peronismo, Fuerza Patria, obtuvo el 47.28% de los votos, mientras que La Libertad Avanza (LLA) obtuvo 33.71% de los votos. La diferencia fue de 13.57 puntos porcentuales entre la oposición y el oficialismo, superando el umbral de los 10 puntos porcentuales, una diferencia que suele considerarse significativa en el contexto electoral argentino.

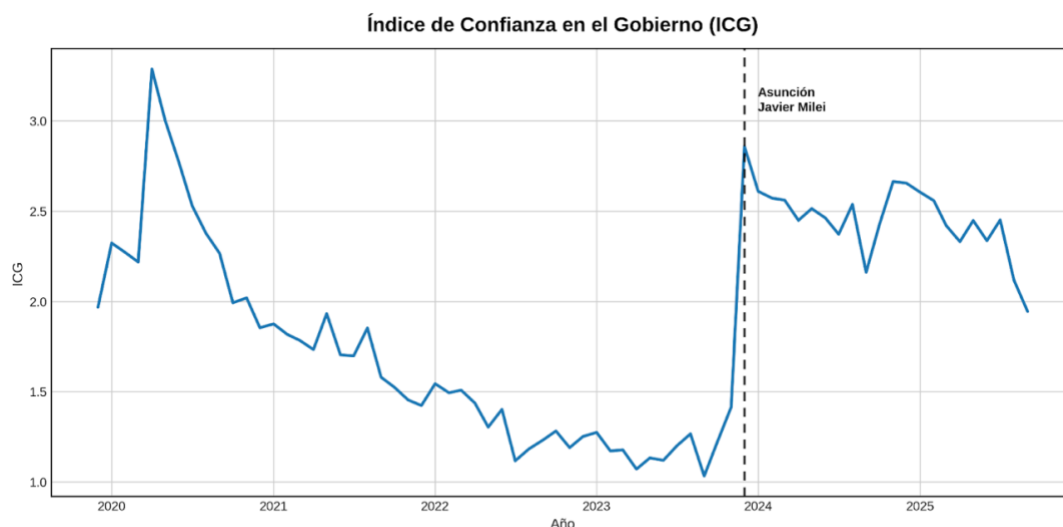
La participación electoral fue del 61%. Hubo una caída de aproximadamente dos millones de votantes con respecto a las elecciones presidenciales de 2023, donde el partido de LLA se vio principalmente perjudicado por la baja participación. Recordemos que en el balotaje de las elecciones presidenciales, Javier Milei obtuvo el 55.7% de los votos. Sin embargo, en las generales del 22 de octubre el ganador había sido Sergio Massa, su principal contrincante. Milei pudo hacerse de la victoria gracias a que entre el balotaje y las generales, sumó más de 6 millones de votos de aquellos votantes que inicialmente habían votado a Patricia Bullrich. Por lo

que es válido decir que en el balotaje hubo un traspaso de votos de votantes del PRO al candidato de LLA.

Lo cierto es que, a pesar de que existía una alianza entre LLA y el PRO (Partido de centro-derecha liderado por el ex-presidente Macri) para estas elecciones legislativas de septiembre en la Provincia de Buenos Aires, ese traspaso de votos que vimos en el balotaje de 2023 no ocurrió. Muchos votantes del PRO, al no sentirse representados por ninguna de las dos fuerzas políticas principales, habrían optado por no participar, lo que explica el declive de más de 15 puntos porcentuales en la participación electoral de 2025 respecto de 2023. Más aún, según la consultora Aresco, en las elecciones legislativas de 2021, entre LLA y el PRO obtuvieron 4,220,186 votos, mientras que en las provinciales de 2025 obtuvieron 2,723,710. La caída en la cantidad de votos fue de 35.45 puntos porcentuales. El peronismo, sin embargo, tampoco incrementó en cuantía la cantidad de votos. Pasó de obtener 3,444,446 votos en 2021 a 3,820,119 en 2025, un incremento levemente por debajo de 11 puntos porcentuales. Esto refuerza la hipótesis de que el resultado se explica, en mayor medida, por la pérdida de votantes del oficialismo.

Tras este desfavorable resultado en la provincia de Buenos Aires, el gobierno se prepara ahora para las elecciones legislativas nacionales del 26 de octubre. Este evento es clave dado que funciona como termómetro del apoyo de la población nacional hacia el gobierno de Javier Milei. Sirve para evaluar la reputación y credibilidad del gobierno nacional tras casi dos años de mandato. Por supuesto también tiene implicancias en términos macroeconómicos. Este evento es fundamental para la formación de expectativas de los agentes, y en cierta forma determina el nivel de volatilidad que observaremos pasadas las elecciones.

En ese sentido, la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT) elabora un índice que tiene como fin último medir la evolución de la opinión pública respecto del trabajo que viene haciendo el gobierno nacional. El índice varía en una escala del 0 al 5. Como vemos en el gráfico, el gobierno de Javier Milei parecería haber tenido su máximo pico en lo que va de mandato en diciembre de 2023, mes de su asunción, cuando alcanzó un ICG de 2,86. Durante 2024, la confianza en el gobierno mostró cierta volatilidad aunque se mantuvo relativamente estable. Sin embargo, a partir de febrero de 2025, comenzó a caer con fuerza, perforando el nivel de 2,0 en septiembre y alcanzando así su valor más bajo desde el inicio del mandato.



Fuente: Índice de Confianza en el Gobierno. Escuela de Gobierno, Universidad Torcuato Di Tella.

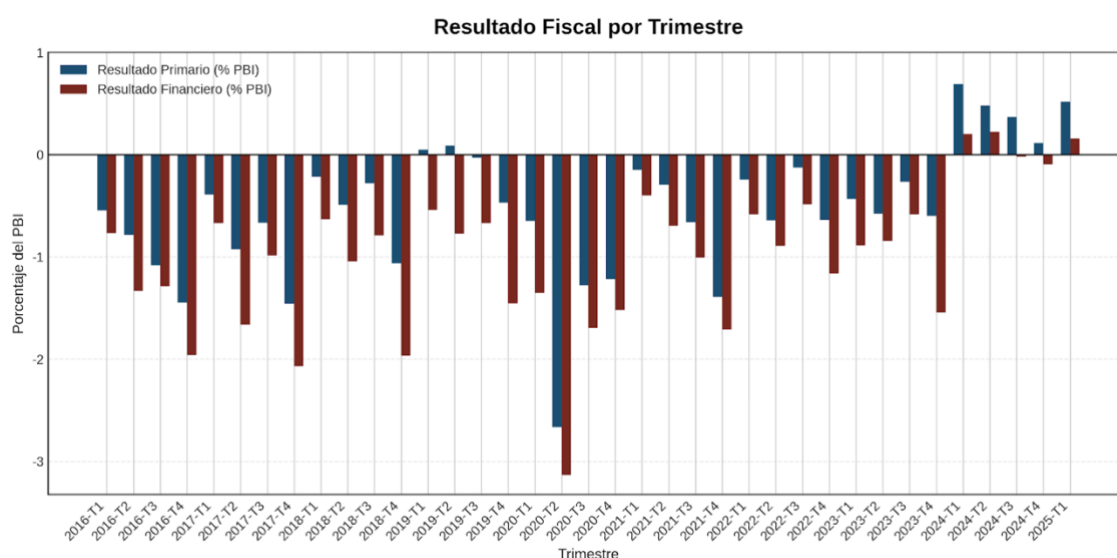
Como explicamos anteriormente, será importante para el resultado del 26 de octubre el desenlace entre el vínculo de Javier Milei y Mauricio Macri, principal referente del PRO. La Libertad Avanza necesita volver a capturar votos de los votantes del PRO si quiere mejorar el resultado que obtuvo en la provincia de Buenos Aires. En el último mes, el presidente y el ex presidente se reunieron en dos ocasiones conocidas públicamente. Tras los encuentros, Mauricio Macri ratificó su apoyo a Javier Milei, quien declaró que, a partir del 27 de octubre, trabajarán en conjunto para avanzar en reformas estructurales.

Situación Fiscal

En el plano fiscal encontramos el ancla del modelo económico de este gobierno. La única regla inamovible que se mantiene con total convicción y no parecería estar sujeta a discusión. En este frente, los resultados son evidentes: desde el primer trimestre de la gestión, el sector público nacional ha mantenido superávit primario de manera sostenida, algo que no se veía en Argentina hacía más de una década.

El resultado primario refleja la diferencia entre los ingresos y los egresos del Estado, excluyendo los pagos de intereses de la deuda. Como se observa en el gráfico, entre el primer trimestre de 2016 y el último de 2023, sólo hubo dos trimestres con superávit, ambos durante el final del gobierno de Mauricio Macri. En otras palabras, Argentina mostró durante años un déficit primario crónico, financiando un gasto público sistemáticamente superior a sus ingresos. Si a ese déficit se suman los pagos de intereses, el resultado financiero, que mide el balance total del sector público, fue deficitario en todo el periodo.

En este contexto, el resultado alcanzado por la administración de Javier Milei marca un cambio de régimen fiscal. La persistencia en el superávit, incluso en contextos de contracción de la economía y costos políticos elevados, evidencia una estrategia orientada a recuperar credibilidad y reducir el riesgo soberano.



El presidente mantiene una postura firme y busca dejar en claro que no hay margen para la discrecionalidad en materia fiscal. Sin embargo, la oposición ha identificado que el equilibrio fiscal es el target a atacar e intenta quebrarlo enviando proyectos de presupuesto. Vimos durante este tiempo un back and forth entre el congreso y el gobierno. El congreso avanza con proyectos de ley que implican mayor gasto, el poder ejecutivo procede a vetarlos y luego las cámaras discuten si esos vetos se mantienen o se revierten.

Muchos de estos proyectos discuten el presupuesto en sectores que provocan vulnerabilidad social. Discusiones de temas sensibles como financiamiento a educación pública (Ley de Financiamiento Universitario), incremento en el presupuesto a discapacitados (Ley de discapacidad) e incremento a jubilaciones. Por lo que el principal riesgo de esta regla fiscal es el descontento social y la consecuente pérdida de apoyo en las urnas. El gobierno logró sostener el veto a las iniciativas previsionales. Según informa la consultora Invecq, esta ley hubiese implicado un costo anual de 2,6% del PBI, poniendo en riesgo el principio de déficit cero. Sin embargo, también sufrió tres rechazos a vetos que tienen un impacto fiscal de 0,7% del PBI: Ley de Discapacidad, Ley de Financiamiento Universitario y Ley Garrahan.

Política Cambiaria

Antes de analizar la situación cambiaria actual, es necesario comprender que uno de los principales desafíos estructurales de la economía argentina radica en la persistencia de los controles de capitales (también conocidos como “cepo cambiario”). Si bien Argentina posee una larga historia de controles de capitales, en la historia reciente el cepo se estableció inicialmente en 2011 con el objetivo de administrar la “escasez de dólares” que la economía enfrentaba. En diciembre de 2015, el entonces presidente Mauricio Macri tomó la decisión de eliminar el cepo a los pocos días de iniciada su gestión. Sin embargo, tras perder la reelección en 2019, el gobierno volvió a implementar el cepo ante la fuerte demanda de dólares provocada por la derrota electoral.

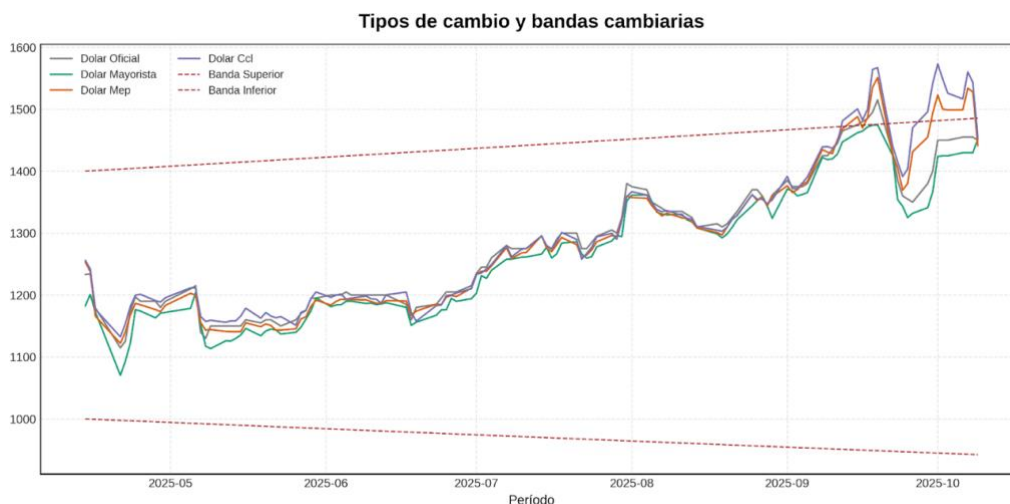
Teniendo esto en consideración, podemos analizar la situación del gobierno actual. Bajo la gestión Milei se pueden identificar dos etapas bien definidas en materia cambiaria. En un contexto inicial de reservas internacionales netas negativas, vencimientos de deuda de corto plazo y una brecha superior al 100% entre el tipo de cambio oficial y los paralelos, el equipo económico dispuso una fuerte devaluación del peso, llevando el tipo de cambio oficial de aproximadamente 350 a 800 pesos por dólar en diciembre de 2023. A partir de entonces, se implementó un esquema de crawling peg con un ajuste mensual del 2%, que buscaba funcionar como ancla nominal para estabilizar los precios luego de la corrección inicial de precios relativos.

No obstante, el esquema de crawling peg comenzó a estresarse a principios de 2024. La inflación se desaceleró, pero a un ritmo menor al esperado, generando una apreciación del tipo de cambio real. El atraso cambiario generó un fuerte deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que en el primer trimestre de 2024 registró el mayor déficit desde 2018.

Como respuesta, en abril de 2025 el gobierno adoptó un nuevo régimen cambiario, acompañado de un paquete de apoyo provisto por el FMI para fortalecer las reservas internacionales.

Argentina implementó un esquema de bandas cambiarias móviles, que se van ensanchando en el tiempo, con el objetivo de dotar de mayor flexibilidad al esquema cambiario, preservando cierta estabilidad nominal gracias al límite superior de la banda. En conjunto con esta flexibilización, el gobierno relajó el cepo: las restricciones a personas físicas quedaron completamente eliminadas, permaneciendo vigente solo el cepo para personas jurídicas.

¿Qué sucedió hasta ahora con el tipo de cambio tras el cambio de régimen?



Como observamos en el gráfico, entre abril y junio el tipo de cambio se mantuvo estable. Incluso llegó a tener una apreciación significativa durante el mes de mayo que acercó al dólar a la zona de los \$1100 pesos. Lo más importante fue que, tras el fin del cepo, la brecha cambiaria desapareció y los dólares financieros convergieron al mismo nivel que el dólar oficial. Recordemos que en Abril Argentina anunció el acuerdo de facilidades extendidas con el FMI por USD 20,000 millones, de los cuales USD 12,000 millones ingresaron de forma inmediata, fortaleciendo las reservas del BCRA. Otros USD 2,000 millones ingresaron en la segunda semana de julio.

Argentina pudo levantar el cepo parcialmente y modificar el régimen cambiario, asegurándose de que la transición fuera ordenada, principalmente gracias al cambio de expectativas y fortalecimiento de las reservas del BCRA que generó este anuncio. Además, junto con este programa, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) anunciaron programas de apoyo por USD 12,000 millones y USD 10,000 millones respectivamente. De igual manera, hubo desembolsos inmediatos por USD 1,500 millones y otros USD 2,100 millones que ingresaron en junio.

Durante el mes de septiembre el esquema de bandas cambiarias sufrió su primer testeo, principalmente como consecuencia de la inestabilidad política generada tras el mal resultado electoral en la Provincia de Buenos Aires. El BCRA se vio obligado a intervenir para defender la banda superior durante tres días entre el 17 y el 19 del mes, acumulando ventas por casi USD 1,100 millones. La presión sobre el techo de la banda cambiaria se agravó por el aumento de la brecha entre el dólar oficial y los dólares financieros, que generó operaciones especulativas ('rulos') que el gobierno trató de frenar con nuevas restricciones cambiarias, limitando la compra de MEP/CCL para personas y empresas y restringiendo el acceso al mercado oficial para quienes operaban con dólares financieros.

En el afán de frenar la corrida cambiaria es que aparecen dos anuncios importantes en el mes de septiembre: en primer lugar, la reducción temporal de retenciones que generó un flujo extraordinario de oferta de dólares por parte del agro. La medida consistió en reducir temporalmente a 0% las retenciones a la exportación de granos y carnes hasta el 31 de octubre, con un límite de USD 7.000 millones. El sector agroexportador alcanzó el límite establecido en tan solo tres días, y el Tesoro logró hacerse de alrededor de USD 2,000 millones del total liquidado. La liquidación del sector agroexportador en septiembre fue la segunda mayor de la historia, solo detrás del “dólar soja” de septiembre de 2022. De esta forma el Tesoro logró hacerse de dólares rápidamente y los utilizó para estabilizar el mercado cambiario, interviniendo en el Mercado Único Libre de Cambios (MULC).

Por otro lado, el anuncio de respaldo del Tesoro de Estados Unidos —aunque tardó algunos días en concretarse— tuvo un efecto inmediato de calma en el mercado, reduciendo la demanda de dólares que se había acelerado en los días previos. El secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Scott Bessent, comunicó la decisión de brindar apoyo financiero a la Argentina mediante una línea de swap con el BCRA por USD 20,000 millones. Además, el 9 de octubre, el Tesoro Americano intervino directamente en el mercado cambiario local comprando pesos, un hecho inédito. Aunque no está claro si se repetirá, esta acción ratifica el compromiso de Estados Unidos de respaldar la estabilidad cambiaria argentina, garantizando el funcionamiento del esquema de flotación con bandas. En conjunto, estas medidas fortalecen el poder de fuego del BCRA y brindan un marco de mayor estabilidad cambiaria, al menos hasta las elecciones legislativas del 26 de octubre.

En conclusión, ¿qué fue lo que impulsó la escalada del tipo de cambio durante estos últimos meses? La principal explicación parece estar en la creciente expectativa de un cambio de régimen tras las elecciones. Aunque el equipo económico insistió en que no habrá modificaciones en la política cambiaria, el mercado anticipa un escenario distinto. Estas expectativas de devaluación debilitaron la demanda de pesos, que cayó con fuerza durante septiembre, y al mismo tiempo presionaron al alza el tipo de cambio, en un contexto de creciente cobertura frente a la incertidumbre política.

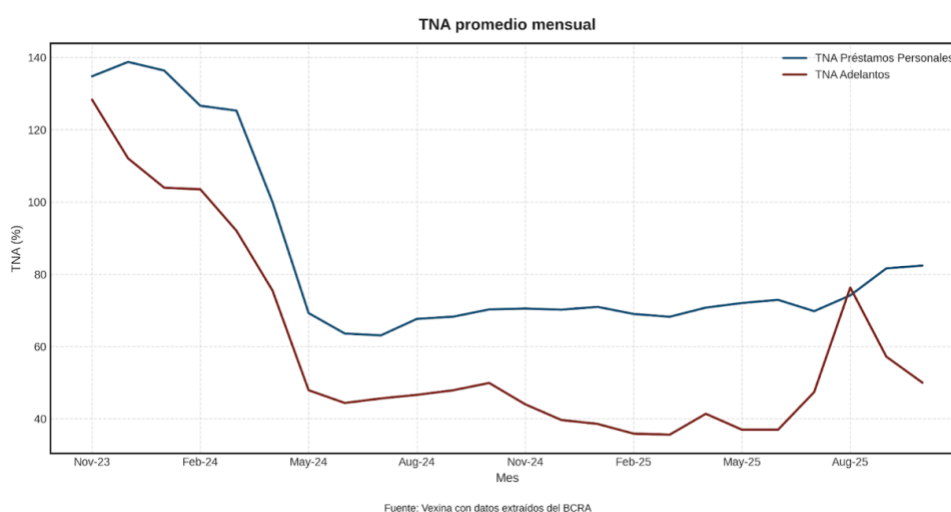
Política Monetaria

La política monetaria bajo el gobierno de Javier Milei se caracterizó por una notable rigidez. El programa económico se estructuró sobre tres anclas: el ancla fiscal, el ancla cambiaria y el ancla monetaria. Esta última estaba determinada por mantener constante la cantidad de dinero de la economía. La cuestión que se plantea es qué variable específica servía de referencia para sostener esa estabilidad.

Para este propósito, tras haber eliminado el déficit cuasifiscal del BCRA en junio del 2024 (se transfirió la deuda del BCRA al Tesoro) el equipo económico definió un agregado monetario llamado “Base Monetaria Amplia” que consistía de tres variables: la Base Monetaria tradicional, las LEFIs (que eran un nuevo instrumento de deuda overnight que el Tesoro mantenía con los bancos) y los depósitos en pesos del Tesoro. Entonces, el objetivo de política monetaria era mantener fija la Base Monetaria Amplia en 47 billones de pesos. ¿Por qué este número? El equipo económico argumentaba que esta era la cantidad de dinero en términos del PBI “de equilibrio”, teniendo en cuenta la situación de la demanda de dinero en momentos de libre

movilidad de capitales. Mientras la BMA se mantenía constante, el objetivo del gobierno era que la base monetaria tradicional aumentara su ponderación dentro de la Base Monetaria Ampliada, a medida que se reducía el peso de las LEFIs. Este proceso reflejaría una mayor demanda de dinero por parte del público y permitiría una remonetización virtuosa de la economía.

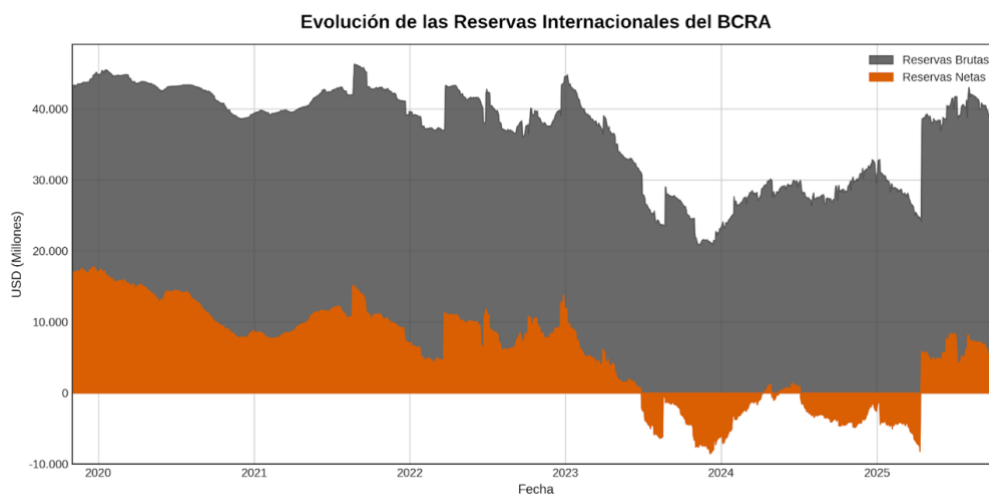
Tras el cambio de esquema de abril, la política monetaria se tornó más difusa. Si bien inicialmente se hablaba de que se pasaría a un esquema de control de agregados donde el M2 sería el target de política monetaria a observar, luego el gobierno mencionó que la BMA fija seguía siendo el objetivo. Como agravante, en junio de este año el gobierno decidió terminar con las LEFIs y reemplazarlas por instrumentos de mayor duración. De este modo, la tasa de referencia overnight dejó de existir, lo que derivó en un aumento de la volatilidad de las tasas de interés y, en consecuencia, un impacto negativo sobre la actividad económica.



En estos últimos meses, lo que caracterizó a la política monetaria fue la discrecionalidad. El principal objetivo pareciera ser mantener controlado el tipo de cambio en la previa a las elecciones, y en línea con eso, la política monetaria ha sido extremadamente contractiva. Esto también se da como respuesta a una notable caída de la demanda de dinero propia del contexto electoral, a pesar de tratarse de elecciones de medio término.

Post elecciones, sería esperable ver algo más de flexibilidad en materia monetaria, ya sea bajo este esquema cambiario o en transición hacia uno menos restrictivo. A medida que se observe recuperación en la demanda de dinero, el BCRA tendrá espacio para liberar algo más de liquidez permitiendo reducir las tasas de interés sin generar presiones inflacionarias.

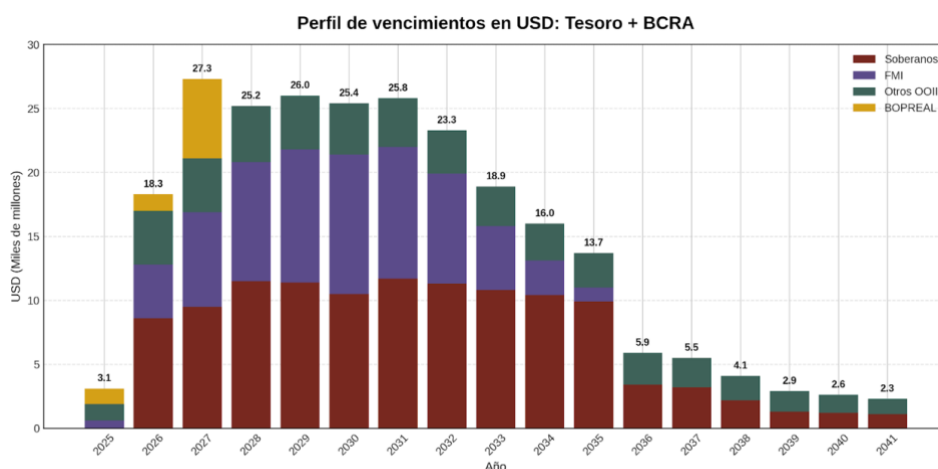
En lo que respecta a las reservas internacionales del BCRA, vemos que ha habido un incremento considerable de las mismas desde el mes de abril principalmente debido a los desembolsos del FMI y otros organismos internacionales. De todas formas, el nivel de reservas netas —es decir, descontando el swap con China, los depósitos de bancos comerciales en el BCRA y los fondos correspondientes a SEDESA— continúa por debajo de los USD 5,000 millones, muy por debajo de los USD 17,000 millones heredados por la administración de Alberto Fernández.



Fuente: Vexina con data extraída del BCRA y Alphacast

El nivel de reservas netas es crucial por la siguiente razón: Argentina tiene un perfil de vencimiento de capital e intereses complejo de cara a los próximos años, verdaderamente desafiante para cualquier gobierno que quiera honrar su deuda. En 2026, el país tiene vencimientos de deuda pública por alrededor de USD 10,000 millones, además de vencimientos de capital e intereses con organismos internacionales por USD 8,500 millones. El perfil de vencimientos en 2027 es incluso más complicado, ubicándose por sobre los USD 27,000 millones. Y si bien en los años siguientes la deuda a pagar es más baja, sigue siendo muy desafiante considerando que entre 2028 y 2032 los vencimientos se encuentran por sobre los USD 20,000 millones.

Por esta razón, la acumulación de reservas internacionales resulta fundamental. Un mayor nivel de reservas refuerza la capacidad de pago del país y reduce la percepción de riesgo entre los acreedores. En consecuencia, disminuye la prima que los inversores exigen a la República Argentina para financiarse en los mercados, lo que a su vez contribuye a reducir el riesgo país. Con un perfil de riesgo más bajo, el país podría recuperar gradualmente el acceso al mercado internacional de crédito y, por lo tanto, disponer de un mayor margen para hacer frente a los próximos vencimientos.



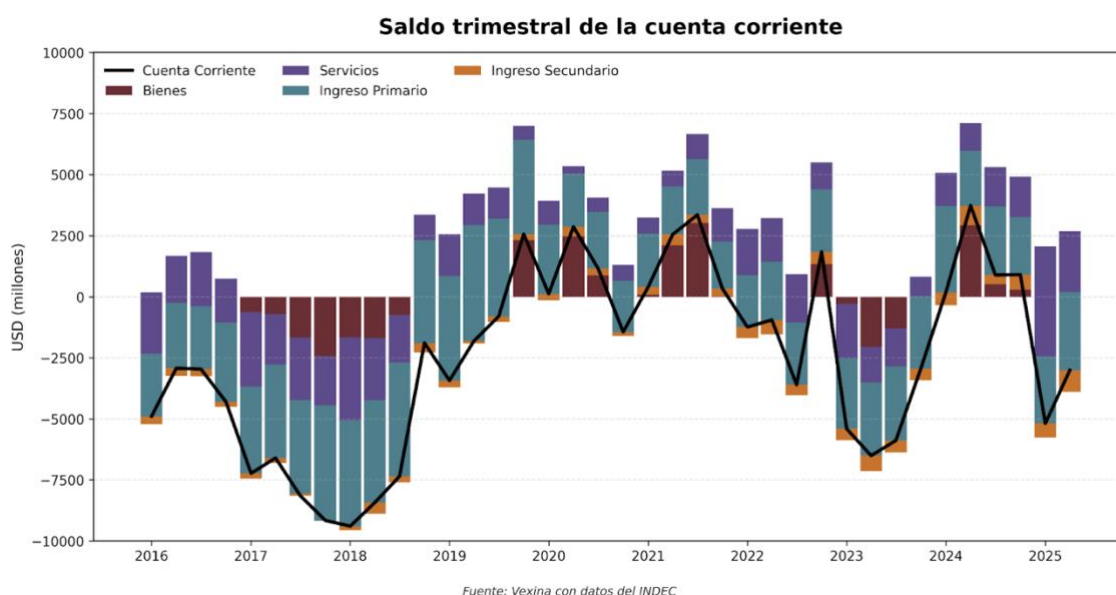
Fuente: Vexina con datos extraídos de la Secretaría de Finanzas

Sector Externo

La dinámica del sector externo bajo la gestión de Milei muestra dos etapas claramente diferenciadas. En 2024, se registró un superávit comercial de bienes récord (USD 18,928 millones), impulsado por la fuerte depreciación inicial del tipo de cambio y la baja demanda de importaciones producto de la recesión de comienzos de año. En 2025, el superávit se mantiene, aunque en niveles considerablemente menores: el saldo positivo acumulado asciende a USD 6,073 millones (frente a USD 15,057 millones en 2024), reflejando una mayor demanda de importaciones asociada a la apreciación del tipo de cambio real y a la recuperación de la actividad económica.

Más allá del complejo agroexportador agropecuario, principal fuente de exportaciones de Argentina, hay un sector que ha destacado durante estos dos años por su fuerte crecimiento: Oil & Gas. La balanza energética (exportaciones menos importaciones de petróleo y gas) marcó en septiembre el tercer mes consecutivo en el que el acumulado de 12 meses alcanzó un nuevo récord histórico, con un superávit de USD 7,204 millones. Este desempeño es resultado del desarrollo de Vaca Muerta, principal cuenca productora del país, que si bien ya es una realidad, aún posee un importante potencial de expansión en los próximos años.

Sin embargo, al analizar el sector externo no alcanza con considerar únicamente el saldo de bienes, ya que si bien Argentina es superavitaria en ese rubro, mantiene un déficit estructural en la cuenta de servicios. En este sentido, el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de registrar un leve superávit a lo largo de 2024 a un marcado déficit durante 2025, especialmente en el primer trimestre del año. El principal factor detrás de este deterioro es el déficit generado por el turismo emisor.



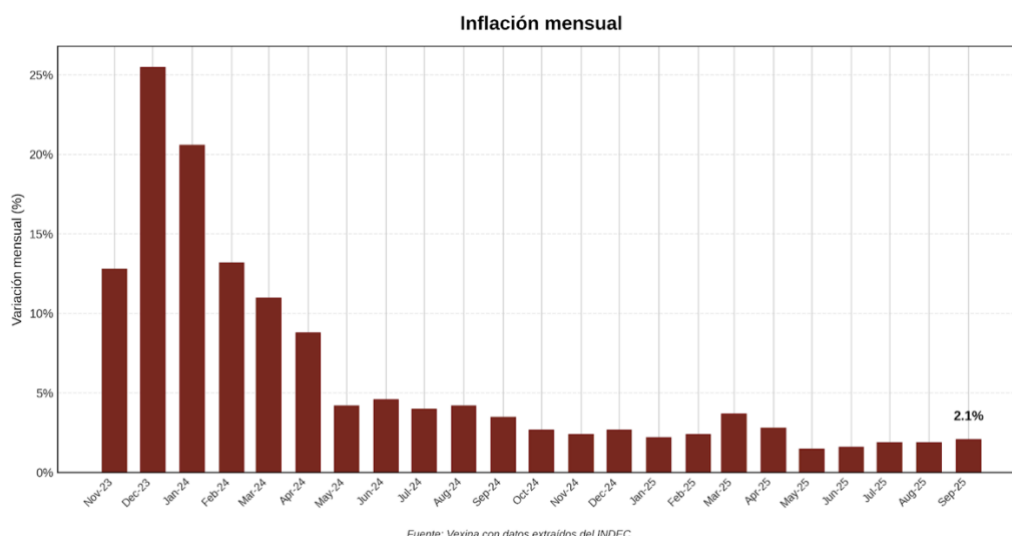
Pese a ello, la situación de la balanza de pagos argentina, si bien manda una señal de advertencia, está lejos de representar un problema de la magnitud observada en 2018. El saldo de la cuenta corriente del primer trimestre anualizado muestra un déficit cercano al 2% del PBI, frente al 5% registrado en aquel año. El saldo de la cuenta corriente del primer trimestre anualizado es consistente con un déficit en torno al 2% del PBI, mientras que en 2018 ese déficit alcanzaba el 5%. El problema argentino es la dificultad para financiar dicho déficit a través de la cuenta capital, dado que las restricciones cambiarias continúan limitando el ingreso de inversiones y el financiamiento productivo.

Tasa de Inflación

En 2023, la inflación acumulada alcanzó 211,4%, el nivel más alto en 32 años. La tasa mensual tuvo su pico en diciembre, cuando el índice de precios subió 25,5%. Este salto respondió principalmente a la devaluación del tipo de cambio oficial --con el fin de reducir la brecha cambiaria superior al 100%-- y a la corrección de precios relativos tras la eliminación parcial de los subsidios a la energía y el transporte.

Durante gran parte del año, las tarifas reguladas y los combustibles habían permanecido fuertemente atrasados. Por ejemplo, en octubre de 2023 el litro de nafta costaba cerca de USD 0.30, ubicándose entre los más bajos de la región. Esta distorsión se trasladó a la economía real hacia fines del año, en un episodio de desabastecimiento de combustible en estaciones de servicio del AMBA, debido a que las petroleras no contaban con acceso al dólar oficial para importar nafta súper y gasoil grado 2. Tras el ajuste de precios, el valor del combustible se normalizó. A día de hoy, el precio de la nafta ronda el USD 1,10/l, en línea con los valores de la región.

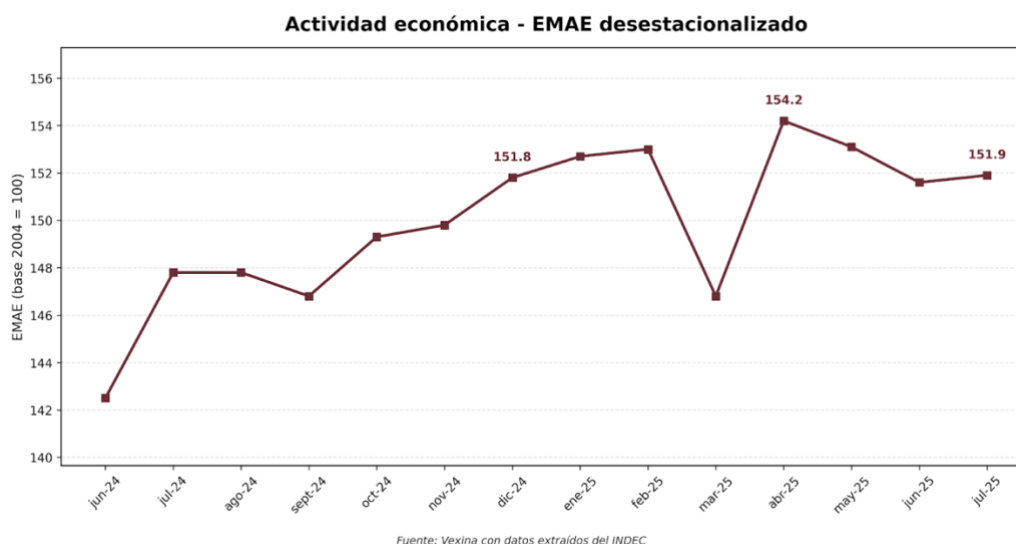
Luego del ajuste de diciembre, la inflación inició una fuerte desaceleración gracias a la combinación de las ya mencionadas “tres anclas” del programa económico. El gráfico evidencia esta tendencia: la inflación mensual descendió de dos dígitos a valores inferiores al 2%, consolidando un proceso de desinflación inédito en los últimos años.



En septiembre de 2025, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una suba de 2,1% mensual, acumulando 22% en lo que va del año y 31,8% en los últimos doce meses. Los servicios lideraron el incremento (+2,3%), con aumentos destacados en “Vivienda, agua, electricidad y combustibles” (+3,1%), “Educación” (+3,1%) y “Transporte” (+3,0%). Entre las categorías, los precios regulados (+2,6%) fueron los que más crecieron, seguidos por los estacionales (+2,2%) y el IPC núcleo (+1,9%).

Actividad Económica

En lo que va del gobierno de Milei, notamos dos periodos bien marcados en lo que respecta a la actividad económica. Tras el ajuste llevado a cabo desde su asunción en diciembre de 2023, la economía sufrió una fuerte contracción hasta mediados de 2024. Luego, comenzó a repuntar alcanzando su pico en abril de 2025. Sin embargo, los niveles actuales muestran un estancamiento de la economía desde diciembre de 2024. Y si nos detenemos en los últimos meses, observamos incluso una contracción de la actividad desde abril de 2025.



El EMAE refleja la evolución mensual de la actividad económica y funciona como un indicador adelantado del PBI, mostrando si la economía se está expandiendo o contrayendo. El gráfico muestra al índice desestacionalizado, es decir, muestra la tendencia real de la economía eliminando los efectos propios de la época del año.

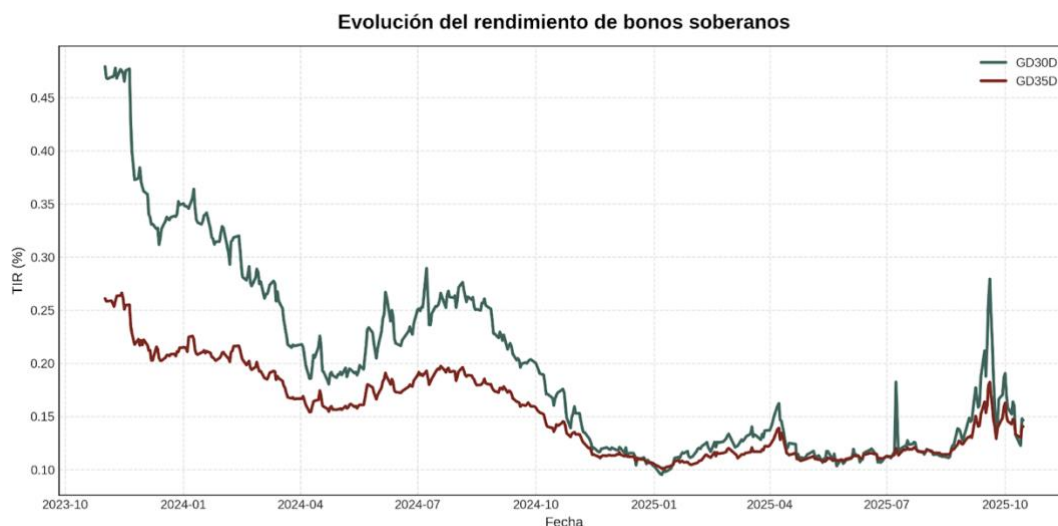
La evolución entre sectores ha sido dispar, con claros ganadores y perdedores en la “era Milei”. El sector minero y de Oil & Gas lideran el crecimiento, con una marcada suba mes a mes prácticamente ininterrumpida desde principios de 2024. Como contrapartida, el principal sector afectado fue el de la construcción, principalmente como consecuencia del parate de la obra pública a nivel nacional, que generaba gran parte de la actividad de esta industria. Entre ambos

extremos se ubican otros sectores que, si bien lograron recuperar la caída inicial posterior a la devaluación, aún operan por debajo de los niveles previos, como el comercio y la industria.

¿Qué podemos esperar de cara a los próximos meses? Sin duda las elecciones serán un punto de inflexión para la economía real. En este sentido, un resultado favorable al gobierno que le permita avanzar con las reformas estructurales que plantea (reforma laboral, reforma tributaria), podría favorecer a sectores más atrasados que necesitan ganar competitividad para poder crecer, tales como la industria y el comercio. Por el contrario, un resultado adverso para el gobierno podría provocar un deterioro mayor, como consecuencia de la incertidumbre política y la probable inestabilidad cambiaria que esto generaría.

Activos Financieros

Resulta interesante observar la evolución tanto de la renta fija como de la renta variable durante el período analizado. En el caso de la renta fija, se consideran los dos bonos soberanos de mayor volumen operado: GD30 y GD35, ambos emitidos bajo ley de Nueva York y con vencimiento en 2030 y 2035, respectivamente.



Al 1° de noviembre de 2023, el GD30, el segundo más corto entre los soberanos globales, presentaba una paridad cercana al 30% de su valor nominal y un rendimiento anual en dólares del 48% (bajo el supuesto de reinversión de cupones a la misma tasa). Por su parte, el GD35 cotizaba con una paridad levemente inferior del 28%, y un rendimiento del 26% anual, evidenciando una fuerte inversión de la curva soberana: el bono más corto de la curva rendía más que un bono de su misma naturaleza con vencimiento posterior. Este fenómeno reflejaba las elevadas expectativas de default y la mayor prima de riesgo asociada al GD30, por ser el primero en comenzar su proceso de amortización.

Tras la asunción de Javier Milei en diciembre de 2023, se observó un cambio drástico en el nivel de confianza del mercado, en línea con la mejora captada por el Índice de Confianza en el Gobierno de la UTDT. El rápido giro en la política fiscal, con un superávit primario y financiero

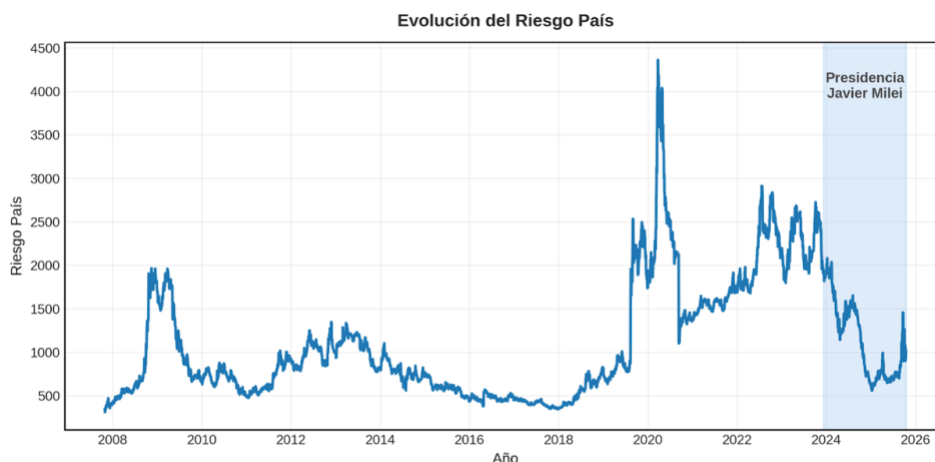
ya en el segundo mes de gestión, junto con la desaceleración de la tasa de inflación, modificó las expectativas de los inversores respecto a la sostenibilidad fiscal y la voluntad de pago. Como consecuencia, aumentó la demanda de estos instrumentos y los soberanos comenzaron a apreciarse, reduciendo así su rendimiento. Para enero de 2025, el GD30 alcanzó una paridad cercana al 80% y su TIR en dólares cayó por debajo del 10% anual, niveles que no se registraban desde antes de la reestructuración de 2020.

Sin embargo, a lo largo de 2025, diversos errores no forzados del gobierno, en conjunto con la contracción de la actividad económica, revirtieron la tendencia. La pérdida de confianza de los inversores se tradujo en una caída en el precio de los bonos y un repunte de sus rendimientos. Hacia fines del tercer trimestre, el GD30 volvió a cotizar con una paridad inferior al 60%, mientras su TIR en dólares superó el 25% anual.

Esto mismo se puede analizar observando el gráfico de la evolución del riesgo país de la Argentina. Se trata del spread que los inversores exigen por invertir en Argentina en lugar de hacerlo en títulos del Tesoro Americano considerados libres de riesgo. También se entiende como la probabilidad de default soberano que perciben los inversores. El gráfico muestra periodos de oscilación violentos, evidenciando la debilidad macroeconómica y el riesgo político e institucional de la Argentina durante los últimos años. El riesgo país llegó a superar los 4.000 puntos básicos, reflejando el máximo nivel de desconfianza del mercado y el virtual cierre del acceso al financiamiento internacional para la Argentina.

El incremento del riesgo país resulta consistente con la dinámica de las reservas internacionales. Es decir, existe una correlación negativa entre la variación de reservas internacionales y el nivel de riesgo país. La variación negativa de las reservas del BCRA reflejan periodos de mayor presión cambiaria y mayor incertidumbre sobre el repago de deuda. De alguna manera tiene impacto en la percepción de los agentes sobre la credibilidad crediticia del BCRA. Entre principios de 2020 y finales de 2023, Argentina pasó de tener reservas netas positivas alrededor de USD 20,000 millones a reservas netas negativas por casi USD 10,000 millones. Este mismo periodo fue el de mayor nivel de riesgo país para la Argentina en los últimos 20 años.

Durante la presidencia de Javier Milei, se observa una mejora en el stock de reservas netas a raíz de los desembolsos del FMI y otros organismos internacionales, aunque mostrando una gran volatilidad en las mismas. Por este motivo, el nivel de riesgo país se contrajo considerablemente, rozando los 500 puntos básicos. Este cambio se tradujo en un incipiente retorno del país al mercado internacional de crédito, materializado en la emisión del Bonte 2030, símbolo del acceso al financiamiento voluntario tras más de siete años de exclusión. Sin embargo, esa puerta quedó temporalmente cerrada tras el nuevo salto en el nivel de riesgo país que observamos en los últimos dos meses.



En lo que respecta a la renta variable: seleccionamos a Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF), el banco Galicia (GGAL) y al índice accionario S&P Merval compuesto por diferentes acciones Argentinas (MERV). En el gráfico también incorporamos al ETF del índice Bovespa (EWZ), compuesto por empresas que cotizan en la bolsa de São Paulo, Brasil. El sector financiero tiene un 36% de ponderación en el S&P Merval, y GGAL es usualmente el banco referente del sector. Energía en cambio tiene un 22% de ponderación en el índice, donde YPF es la empresa más grande del sector Oil & Gas. Además, el sector energético es actualmente uno de los focos de atención más importante por el tremendo potencial que representa el desarrollo de Vaca Muerta, la cuarta mayor reserva de recursos no convencionales del mundo.



Ligado a lo explicado anteriormente con respecto a la confianza en el gobierno y el rápido éxito en la política fiscal y monetaria, el valor accionario de estas compañías se incrementó brutalmente entre finales de 2023 y comienzos de 2025. Galicia fue la mayor beneficiada durante este periodo. El retorno acumulado en dólares de la acción fue de 500%. En otras palabras, el inversor había multiplicado por seis su capital entre estas fechas. Algo similar ocurrió con YPF, pero en menor medida. El retorno acumulado de la acción hasta enero de 2025 era superior al 300%. Naturalmente, como consecuencia de su diversificación, la performance del

índice resultó algo más débil. Pero de todas formas superó el 200% para estas fechas, mientras que el retorno acumulado del principal índice accionario de Brasil era negativo para este mismo periodo.

Sin embargo, la pérdida de confianza en el gobierno que se profundizó a lo largo de 2025, junto con la contracción de la actividad económica y la creciente incertidumbre electoral, derivaron en una fuerte corrección de la renta variable. La caída fue generalizada: no hubo discriminación sectorial ni valoración de fundamentos, reflejando que el flujo vendedor respondió más a factores de riesgo político que a variables microeconómicas. Este comportamiento contrasta con los periodos de estabilidad, donde los flujos hacia la renta fija y la renta variable tienden a responder positivamente a la mejora en las expectativas macro y políticas. En cambio, en contextos de inestabilidad política, los activos argentinos se ven rápidamente penalizados por la salida de capitales y el aumento de las primas de riesgo.

Con respecto al sector Oil & Gas, recientemente hubo un anuncio de una inversión de USD 30,000 millones para proyectos de licuefacción de gas (GNL) bajo el marco del Régimen de Incentivos para Grandes Inversiones (RIGI), con participación de YPF y la italiana ENI. Esta inversión podría representar un punto de inflexión para la balanza comercial energética. De concretarse, el proyecto permitiría incrementar las exportaciones en USD 20,000 millones anuales y al mismo tiempo reducir la dependencia de importaciones de combustibles fósiles o gas. La combinación de exportaciones crecientes y menor necesidad de importar energía puede fortalecer el saldo energético de forma sostenida. El CEO de ENI mencionó que la inversión en infraestructura oscila entre USD 25,000 millones y USD 30,000 millones, y que buscarán levantar financiamiento para cubrir al menos el 70% del costo de infraestructura.

Conclusiones Generales

Lo que vimos en las últimas semanas fue un fuerte sell off de activos argentinos que derivó en un incremento del riesgo país y en una mayor demanda de dólares como cobertura frente a la incertidumbre electoral. En otras palabras, tanto individuos como instituciones decidieron reducir su exposición a activos locales y refugiarse en el dólar, la reserva de valor por excelencia de los argentinos.

Este contexto puso en aprietos al gobierno y a prueba su esquema de bandas cambiarias. El BCRA mostró consistencia al evitar discrecionalidades y respetar su regla de intervención en el techo de la banda, incluso cuando buena parte del mercado la cuestionaba. Aun así, el Tesoro recurrió a asistencia externa de los Estados Unidos en un intento por calmar las aguas.

Las elecciones del domingo 26 de octubre serán decisivas para lo que viene. Marcarán el grado de respaldo político que la sociedad esté dispuesta a concederle al gobierno para enfrentar los desafíos coyunturales. En un escenario adverso para el oficialismo, probablemente veamos mayor presión sobre el tipo de cambio y un BCRA obligado a decidir si mantener su actual regla o modificar la política cambiaria.

La buena noticia para el oficialismo es que, incluso si LLA no gana las legislativas, podría alcanzar —de mantener alianzas estratégicas— el tercio de la Cámara de Diputados necesario para sostener los vetos presidenciales. Esto le permitiría a Milei continuar con la agenda fiscal, que hasta ahora ha demostrado ser el pilar más fuerte de su programa.

Elaborado por:

Equipo de Análisis Económico - Vexina

Lic. Bautista Vexina

Business & Project Analyst – Vexina
bautistavexina@estudiovexina.com.ar

Lic. Marcos Vexina

Economista – Coautor externo
marvexina@gmail.com

Lic. Tadeo Zapata

Economista – Coautor externo
Tadeozapata01@gmail.com