ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO DICIEMBRE

2025

AHK MERCOSUR
Cámara de Industria y Comercio
Argentino-Alemana
Deutsch-Argentinische
Industrie- und Handelskammer

#SOMOSTUPARTNERGLOBAL

Argentina Económica

01. Introducción

02. Panorama

03. Actividad

04. Precios

05. Política Fiscal

06. Sector Externo

07. Política Monetaria y Cambiaría

12/2025

Realizado por:

EcoLatina
CONSULTORA EN ECONOMIA Y EMPRESAS

Si desea auspiciar en “Argentina Económica”, por favor póngase en contacto con Victoria Giannasca: vgiannasca@ahkargentina.com.ar

INTRODUCCIÓN

A continuación, se presentan los principales aspectos del informe.

OBJETIVOS

El estudio presenta un claro diagnóstico de la situación económica actual y de las perspectivas para el año en curso. El informe pone en relieve las restricciones que enfrenta la política económica y sus implicancias en términos de las variables fundamentales (actividad, inflación y tipo de cambio).

CONTENIDO

- Contexto internacional. Cómo jugará el mundo en los próximos años.
- Diagnóstico de la situación económica actual local.
- La política económica luego de las elecciones legislativas.
- Cuáles son los posibles escenarios y sus probabilidades asociadas.
- Proyecciones de las principales variables bajo varios escenarios posibles.

VARIABLES CONSIDERADAS EN LAS PROYECCIONES

- Contexto internacional: crecimiento e inflación de las principales economías.
- Actividad: PBI, consumo privado, inversión, exportaciones, importaciones, tasa de desempleo.
- Precios: Inflación real (IPC Ecolatina).
- Tipo de cambio nominal y real.
- Política fiscal: gasto, recaudación, resultado fiscal, brecha de financiamiento.
- Sector externo: exportaciones, importaciones, superávit comercial.
- Mercado laboral: demanda laboral, desempleo, salario nominal y real.

Para más información:

No dude en comunicarse vía mail a eyf@ecolatina.com.

PANORAMA

Económico: Preparando los motores para el 2026

La **contundente e inesperada victoria del oficialismo en las Elecciones Nacionales de octubre** no sólo reforzó política y legislativamente al Gobierno, sino que también abrió el camino a una euforia financiera, una relativa calma cambiaria (al menos transitoria) y una normalización de las tasas de interés: los activos argentinos se dispararon (el Merval tuvo su mejor jornada en los últimos 30 años), el Riesgo País se desplomó (desde más de 1.000 pbs. a cerca de 650 pbs.), el dólar se alejó del techo de la banda (e incluso perforó momentáneamente los $1.400) y las tasas de interés volvieron a los niveles previos al desarme de las LEFI.

¿Qué estuvo detrás de la baja transitoria del dólar? En primer lugar, la fuerte reducción del Riesgo País abarató el costo de financiamiento internacional y le permitió tanto a empresas (principalmente energéticas) como a provincias **reacceder a los mercados de deuda en USD** (tanto para rollear vencimientos como para financiar inversiones), lo cual incrementó la oferta de USD (compensando las menores liquidaciones del agro por el adelantamiento previo) frente a una demanda que se redujo pasada la incertidumbre electoral. Del mismo modo, las reiteradas **ratificaciones de los funcionarios sobre el esquema actual de bandas cambiarias** ayudaron a reducir la cobertura cambiaria (desarme de DLK emitidos por el Tesoro) y volver a anclar las expectativas de devaluación (los futuros de dólar ya se ubican por debajo del techo de la banda para los próximos meses).

No obstante, si bien la contundente victoria electoral, la euforia de los mercados financieros y el apoyo contingente del Gobierno de E.E.U.U. relajaron las tensiones en el frente externo, **las vulnerabilidades de fondo siguen estando presentes**: el BCRA aún tiene que acumular Reservas para mejorar su posición patrimonial, todavía no se despejaron los vencimientos en USD del Tesoro y la economía cuenta con los pesos suficientes como para generar tensiones cambiarias ante la aparición de un nuevo shock negativo.

Por tal motivo, el dólar mayorista aún no logra alejarse mucho más del techo de la banda (se ubica a un 4% de distancia), el Riesgo País permanece por encima de los 600 puntos básicos y parte del mercado exige una mayor acumulación de reservas y/o una recalibración del esquema cambiario. Frente a estos reclamos, las autoridades optaron por dar señales de que **esperan una recomposición de las Reservas Internacionales en caso de que se incremente la demanda de dinero** (el Tesoro estuvo comprando marginalmente en las últimas ruedas), pero que no están dispuestos a convalidar "**un dólar artificialmente alto**" para conseguirlo, dado que acumular reservas no es el

objetivo prioritario del programa e incluso no es tan necesario si se abren los mercados financieros internacionales.

Si bien el Riesgo País frenó su tendencia bajista en las últimas ruedas, la refinanciación de los vencimientos en USD de enero o la colocación de nueva deuda (ya sea en el mercado o directamente con bancos privados) para abonarlos parece estar a la vuelta de la esquina. De hecho, ya se habló también de aprovechar una eventual apertura de los mercados financieros para **acumular Reservas vía colocaciones de deuda**.

Sin embargo, **la forma en la que se acumulan Reservas no es inocua** para la sostenibilidad del esquema económico y la percepción de los mercados: acumular Reservas por la Cuenta Financiera no necesita de un tipo de cambio real más elevado (necesario para acumular vía superávit de Cuenta Corriente), pero implica una mayor exposición a los flujos financieros internacionales (más aún si la acumulación se da contra deuda pública y no sólo privada). Lo cierto es que la victoria electoral le dio tiempo y margen de maniobra a las autoridades, quienes probablemente apunten primero a solucionar el problema del financiamiento antes de tomar decisiones de política económica. En este contexto, de cara al **2026 la clave en materia cambiaria pasará por el ingreso de USD financieros**, ya sea para sostener el actual esquema cambiario, para acumular Reservas o ambas.

En materia de actividad, **el INDEC revisó al alza el nivel de actividad para los últimos meses**, lo cual refleja que la economía ya habría salido del estancamiento (aunque la corrección al alza se explicaría mayormente por la intermediación financiera). El cambio fue tan drástico que la actividad no sólo no habría caído en el tercer trimestre (caracterizado por la volatilidad financiera y la incertidumbre política) sino que habría revertido la caída del trimestre previo. Hacia adelante, muy probablemente la actividad pueda **retomar la senda del crecimiento en 2026** producto del impulso de sectores estratégicos y la reaparición del crédito.

No obstante, el desempeño sectorial no dejaría de ser **heterogéneo** y la dinámica del **mercado laboral continuaría bajo la lupa**: más allá de que la caída acumulada en algunos sectores no disparó el desempleo en los últimos trimestres, el pluriempleo, la precarización laboral y la informalidad continúan ganando terreno. Justamente, la mayor presión sobre el mercado laboral ayudaría a que **el ancla salarial** siga funcionando como instrumento para reducir o contener una inflación que volvió a subir en octubre y persistiría por encima del 2% en noviembre.

Por último, **diciembre será un mes clave en materia legislativa**. El cambio en la composición del Congreso se dará recién a principios de diciembre y el próximo test legislativo que enfrentará el Gobierno es el tratamiento del Proyecto de Presupuesto 2026. En cuanto a las reformas estructurales, parece que su tratamiento sería secuencial, iniciando en las sesiones extraordinarias, pero continuando gradualmente a lo largo del 2026 en el marco de constantes negociaciones con los Gobernadores y el Congreso.

Político: Segunda mitad de mandato: menos incertidumbre, no exenta de riesgos

1. ***El rango de incertidumbre del ciclo político se redujo significativamente post elecciones.***

El rango de incertidumbre radicalmente amplio que ofrecía este ciclo (con relación a las posibilidades de sobrevivir al intento de sortear el desafío económico) quedó reducido luego del éxito electoral de LLA.

2. ***Pero aún quedan desafíos por resolver para consolidar el ciclo con una reelección.***

Pero los desafíos económicos no se terminaron, y los riesgos de reversión del apoyo social tampoco. Todavía quedan desafíos económicos por sortear, para consolidar el ciclo con una reelección en 2027.

3. ***La principal amenaza será la aparición de un candidato competitivo "desde" el centro.***

Por su posicionamiento (radical en muchos planos), la principal amenaza a la reelección de Milei no provendrá de un candidato competitivo en el extremo opuesto, sino de uno competitivo desde el centro.

Por las condiciones en las que llegó al poder (sin un partido, sin mayorías en el Congreso, sin experiencia y sin equipos), el **rango de incertidumbre que ofrecía este ciclo era extremadamente amplio** frente al gran desafío económico que enfrentaba. La posibilidad de que se logre enfrentar el desafío económico y sobrevivir en el intento era menor a la razonable para este tipo de circunstancias, dado que se iba a tener que intentar lograr el objetivo con escasos recursos (con márgenes decisionales acotados).

No obstante, el resultado electoral exitoso del oficialismo **puso fin a esa etapa de fragilidad política**. Una etapa que coincidió además con la etapa de mayor fragilidad económica del ciclo. Pero a pesar de esa coincidencia, el Gobierno la sorteó con éxito, ganando la elección de medio término y fortaleciéndose en las urnas y el Congreso.

Hoy Javier Milei es un presidente con partido, con experiencia de gestión, con equipos y con una representación legislativa que, aun sin ser mayoritaria, está lo suficientemente cerca como para reunir apoyos y empezar a proyectar la aprobación de leyes en el Congreso.

Sin embargo, **los desafíos económicos no se terminaron**. El mayor orden macroeconómico todavía no produjo resultados satisfactorios en materia de mejora del ingreso disponible o poder adquisitivo, ni resultados en materia de creación de empleos de calidad. De hecho, la opinión pública hoy señala a **la desocupación como la principal preocupación** ciudadana y los indicadores que evalúan la situación presente no dan cuenta de una sociedad que esté disfrutando el momento, sino más bien aguantándolo.

Por todo ello -y, especialmente, porque tras la revalidación del rumbo en la elección de medio término el Gobierno ya no podrá alegar que tiene las manos atadas- **Milei deberá demostrar ahora que el orden macroeconómico es capaz de traducirse en satisfacción microeconómica.**

El desafío económico aún no terminó, será necesario mostrar las razones que lo llevaban al presidente a reclamar apoyo diciendo que "ahora sí vale la pena el esfuerzo". Ese será el desafío para la segunda mitad de mandato, camino hacia el objetivo de la reelección en 2027. Pero el desafío 2027 no solo dependerá de cómo responde Milei a las demandas económicas ciudadanas, sino que también dependerá de **cómo se componga la escena electoral 2027.**

Si de cara a esta contienda se configura un enfrentamiento entre Javier Milei y un candidato como Axel Kicillof (ubicado en el extremo opuesto), los márgenes para imponerse del Presidente serán mayores que si la escena se configura con un Milei enfrentando a alguien posicionado más al centro de la escena (y que pueda barrer todos los apoyos hacia la izquierda). Milei podría tener la ventaja de tener en el extremo opuesto alguien que también tenga interés en centrifugar la escena y erosionar la competitividad de todo lo que se pare en el medio. Sin embargo, si lo que **emerge en el centro** no tiene a nadie medianamente competitivo hacia la izquierda que lo amenace con centrifugar la escena, allí podría haber una amenaza seria para este Presidente.

Por ello, siempre se remarca que la primera pieza de una estrategia electoral es tener en claro qué es lo que hay que evitar enfrente para alinear las acciones a tratar de evitarlo. Para este presidente, extremista en muchas ideas (sobre todo las no económicas), **la principal amenaza estaría en manos de un candidato centrista**. Estos aspectos de la escena se irán configurando a lo largo del 2026 y podrían encontrar su forma final a comienzos de 2027. Allí empezará a jugarse la reelección de este ciclo.

ACTIVIDAD

Sorpresiva mejora en la actividad económica

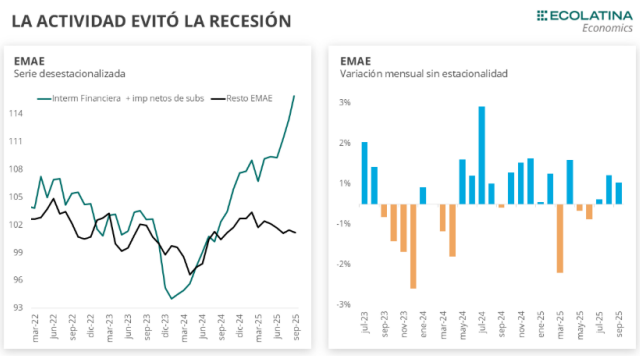
• El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) avanzó 0,5% s.e. en septiembre, ubicándose 5,0% por encima del mismo mes del 2024. De este modo, los primeros nueves meses del año se posicionaron 5,2% arriba del mismo periodo del año pasado. Con este último dato y la corrección hacia arriba de los datos anteriores en la serie desestacionalizada, la actividad acumula tres meses al alza.

• Cinco de los once sectores relevados presentaron caídas en lo que va del año: Agro (-0,7%), Industria (-4,1%), Comercio (-3,6%), Hoteles y restaurantes (-2,1%) y Administración Pública (-0,2%). Entre los sectores que más crecieron se encuentran Intermediación financiera (+31,4%), Pesca (+15,5%) y Extracción de minas y canteras (+3,9%).

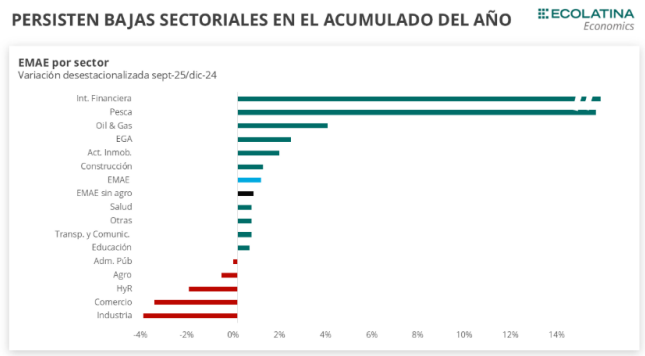
• Por el lado de la construcción, los indicadores volvieron a ser mixtos en octubre: El Índice Construya cayó 2,2% s.e. (+10,1% i.a.) y los despachos de cemento avanzaron 4,8% s.e., cortando una racha de tres meses a la baja. En el mismo sentido, la industria también dio señales mixtas: la producción de acero avanzó 3,7% s.e. y la producción de automóviles cayó 0,6% en octubre. A su vez, el patentamiento de vehículos 0 km subió 0,4% s.e.

El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) avanzó 0,5% s.e. en septiembre, ubicándose 5,0% por encima del mismo mes del 2024. De este modo, los primeros nueves meses del año se posicionaron 5,2% arriba del mismo periodo del año pasado. Con este último dato y la corrección hacia arriba de los datos anteriores en la serie desestacionalizada, **la actividad acumula tres meses al alza.**

Se dio un cambio relevante en la tendencia de la actividad: luego de una leve caída en el segundo trimestre, otro retroceso en el tercero hubiera implicado una recesión técnica, pero el último dato evitó ese escenario y no sólo soprendió al revertir las proyecciones, sino que **alcanzó un nuevo máximo en el año, ubicándose 0,2% por encima del pico alcanzado en febrero.** Al interior, el impulso vino dado por intermediación financiera e impuestos netos de subsidios. Sin estos sectores, el estimador crece 1,2% desde noviembre del 2023, en vez del 5% que presenta el índice total.



El desempeño a nivel sectorial sigue mostrándose heterogéneo en los primeros nueve meses del 2025. **Cinco de los once sectores relevados presentaron caídas en lo que va del año:** Agro (-0,7%), Industria (-4,1%), Comercio (-3,6%), Hoteles y restaurantes (-2,1%) y Administración Pública (-0,2%). Entre los sectores que más crecieron se encuentran Intermediación financiera (+31,4%), Pesca (+15,5%) y Extracción de minas y canteras (+3,9%).



En términos interanuales, solo dos sectores siguen en terreno negativo: Industria (-1,0%) y Administración pública (-0,7%). En contraste, la Intermediación financiera es el sector que mas creció (+39,7%), siendo la principal incidencia positiva, seguido de Impuestos netos de subsidios (+10,5% i.a.).

¿Qué esperamos hacia adelante?

Todo indicaba que la leve suba de agosto no se repetiría en los meses siguientes. Sin embargo, el dato de septiembre sorprendió al alza, a lo que se sumó el ajuste hacia atrás en la serie sin estacionalidad, redundando en su conjunto en un panorama mejor para la actividad. **Un repaso por los indicadores adelantados de octubre presenta señales mixtas, considerando que el mes todavía estaba atravesado por el ruido electoral.**

El Índice Líder elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT), que busca anticipar el ciclo económico creció en octubre 5,9%, tras dos meses de caída. **Por el lado de la construcción, el** Índice Construya cayó 2,2% s.e. (+10,1% i.a.) pero los despachos de cemento avanzaron 4,8% s.e., cortando una racha de tres meses a la baja. En el mismo sentido, **la industria también dio señales mixtas:** la producción de acero avanzó 3,7% s.e. mientras que la producción de automóviles cayó 0,6% en octubre. A su vez, el patentamiento de vehículos 0 km subió 0,4% s.e.

Por el lado del consumo, los datos fueron positivos en octubre. Las ventas minoristas PYME avanzaron 2,8% s.e., luego de tres meses de caída. Por su parte, el crédito al consumo viene moderando su crecimiento mes a mes, al crecer 1,2% s.e. en octubre (+67,9% i.a.).

El ajuste que tuvo la serie de la actividad en los meses previos es lo que nos induce a mejorar nuestra expectativa y prever crecimiento promedio por encima del 4% para 2025, resultado que se explica igualmente en gran medida por el arrastre estadístico de 2024, por lo que la actividad crecería alrededor del 0,5% a lo largo del año.

PRECIOS

La inflación inicia con 2%

• En octubre, el IPC Nacional fue de 2,3% mensual, mostrando una aceleración de 0,2 p.p. respecto al mes anterior y la variación más elevada desde abril. Pese a la aceleración mensual, la inflación acumuló 24,8% hasta octubre (la más baja para el mismo acumulado desde 2017, año en el cual acumuló 19,4% hasta el décimo mes) y de 31,3% en términos interanuales, representando la cifra anual más baja desde mediados de 2018.

• En cuanto a las categorías, la mayor variación se vio en el IPC Estacionales (+2,8%, +0,6 p.p. respecto al mes anterior). Por su parte, los precios Regulados treparon 2,6% (al igual que en el mes anterior), mientras que los precios núcleo -que excluye los datos de precios regulados y estacionales y por ende están más asociados a los cambios en la coyuntura económica- treparon 2,2% en el mes, acelerándose 0,3 p.p. respecto al mes pasado.

• En conjunto, estos factores harán que la inflación mensual del último bimestre al menos inicie con "2%". Así, estimamos que la inflación cierre en torno al 30% en la interanual de 2025, algo por encima de lo esperado hace algunos meses, pero reflejando una importante desaceleración respecto a 2024.

En octubre, el IPC Nacional fue de 2,3% mensual, mostrando una aceleración de 0,2 p.p. respecto al mes anterior y la variación más elevada desde abril. Además, se ubicó levemente

por encima del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), que esperaba una inflación del 2,2% para el mes.

Pese a esto, **la inflación acumuló 24,8%** hasta octubre, siendo la más baja hasta el décimo mes desde 2017 (había alcanzado 19,4%), mientras que **la interanual fue de 31,3% i.a.,** acumulando 18 meses consecutivos de desaceleración y representando el valor más bajo desde julio de 2018.

En cuanto a las categorías, la mayor variación se vio en los **precios Estacionales** (+2,8%, +0,6 p.p. respecto al mes anterior), explicado por la aceleración en frutas (+10,4% a nivel nacional), mientras que prendas de vestir y materiales también contribuyó por el cambio de temporada (+2,5%). Por su parte, los **precios Regulados** treparon 2,6% (al igual que en el mes anterior), explicado por el incremento en transporte público (+3,2% a nivel nacional), combustibles (+3,1%) y tabaco (+3,5%). Por último, el **IPC Núcleo** -que excluye los datos de precios regulados y estacionales- **trepó 2,2% en el mes, acelerándose 0,3 p.p. respecto al mes pasado.** En el año, acumuló 25,8%, la variación más baja desde 2017 (que había acumulado 17,6% hasta octubre).

En términos de bienes y servicios, los primeros subieron 2,3%, mientras que los servicios un 2,5%. Ambos se aceleraron respecto al mes anterior (+0,3 p.p. y +0,2 p.p., respectivamente). Por su parte, en el acumulado se puede observar mejor la divergencia entre ambos grupos, con los servicios trepando por encima (+34,6%) y los bienes acumulando 20,6% hasta octubre.

De todas maneras, se observa como **en los últimos meses tendió a detenerse el ajuste de precios relativos.** Dicho en otras palabras, durante la primera parte del nuevo gobierno existió un periodo de reacomodamiento de precios relativos, que consistió en que los precios de los bienes se mantengan sistemáticamente por debajo de los precios de los servicios (a medida que el tipo de cambio real se iba apreciando), a la par que los precios regulados iban ajustando de manera más pronunciada que los precios estacionales (a medida que el Gobierno iba reajustando los precios de tarifas y servicios públicos). Sin embargo, esta dinámica tendió a amesetarse en los últimos meses, en la medida que la nominalidad se redujo en contraste a meses atrás y la inflación comenzó a ser más "homogénea".

En cuanto a las divisiones, la de mayor aumento fue Transporte (+3,5%), como consecuencia en la aceleración de adquisición de vehículos (+4,4% a nivel nacional) y transporte público (+3,2%). Por su parte, Vivienda, electricidad, gas y otros combustibles (+2,8%) se explicó principalmente por el incremento en alquiler de la vivienda (+3,8% a nivel nacional). A diferencia, las divisiones con menor variación fueron Recreación y cultura (+1,6%) y Equipamiento y mantenimiento del hogar (+1,6%).

Perspectivas del último bimestre

Estimamos que la inflación podría tener una leve aceleración en los últimos dos meses del año. Esto se debe a que está teniendo lugar un aumento en el **precio de la carne,** que añadiría un combustible adicional a la inflación núcleo. La razón es que el precio mayorista de la carne vacuna en el Mercado de Cañuelas mostró una importante suba sobre fines de octubre (14% en la última semana). Si bien los aumentos al mostrador no suelen ser tan lineales dado que también acompaña la dinámica del poder adquisitivo, la cercanía de las fiestas puede hacer que el efecto se sienta más temprano que tarde.

Por otro lado, el Gobierno anunció ajustes en las **tarifas** de gas y electricidad que rondarán 3%-4% a nivel nacional en noviembre. Este otro factor también complicará el reinicio de la desaceleración considerando también los efectos de segunda ronda de los incrementos tarifarios. Finalmente, hay que tener un ojo sobre el precio de las frutas cítricas (ya fuera de temporada).

En esta línea, **el IPC GBA Ecolatina subió 2,8% en noviembre,** mostrando una aceleración de 0,4 p.p. respecto al mes anterior (+2,4% el IPC GBA Ecolatina de octubre). Al interior, destacó la aceleración del capítulo de alimentos y bebidas (+3,0%) como consecuencia de la suba de carne vacuna (+4,5%), que tuvo una marcada aceleración en la segunda quincena y posiblemente tenga un impacto más pronunciado en diciembre, mientras que también destacó la aceleración de frutas cítricas (+6%). Por otro lado, en términos de categorías, los precios Regulados subieron 2,2% en el mes (principalmente por aumentos en gas y electricidad), mientras que

tanto el IPC Núcleo como el IPC Estacionales subieron un 3,0%.

Por su parte, estimamos que **el *pass-through* de la evolución del tipo de cambio oficial** siga acotado e incluso con menor impacto, teniendo en cuenta que ya bajó significativamente la incertidumbre cambiaria, tras las elecciones y el respaldo del Tesoro con Estados Unidos. El sesgo restrictivo de la política monetaria del Gobierno y la continuidad del ancla salarial seguirán ayudando a contener la dinámica de los precios.

Todo esto implica **que la inflación ronde 30% en 2025**, algo por encima de lo esperado hace algunos meses, pero reflejando una importante desaceleración respecto a 2024.

POLÍTICA FISCAL

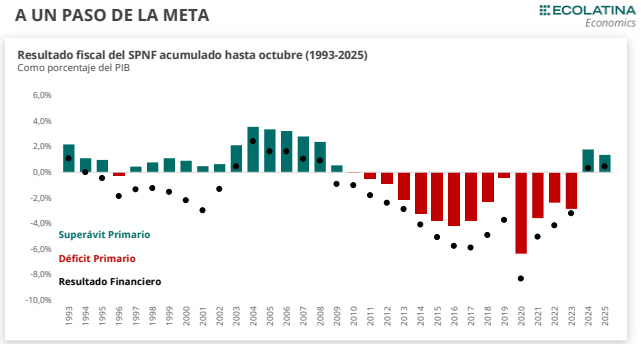
El superávit ya no es novedad

• En octubre, el Sector Público Nacional No Financiero (SPNF) volvió a exhibir un desempeño fiscal sólido. El mes cerró con un superávit primario de $0,82 billones que, descontado el pago de intereses por $0,31 billones, derivó en un superávit financiero de $0,2 billones. Con este resultado, el Gobierno consolida su avance hacia la meta fiscal establecida en el proyecto de Presupuesto 2026: en lo que va del año acumula un superávit primario de 1,4% del PIB y un superávit financiero de 0,4% del PIB.

• La clave de este desempeño radica en la fuerte contracción del gasto en términos reales. Si bien el gasto primario exhibe un aumento nominal de 1,7% respecto de 2024, continúa 28% por debajo del acumulado de 2023 en términos reales. Esta reducción estructural del gasto actuó como el principal driver del resultado fiscal y permitió sostener el superávit pese a la debilidad de los ingresos, que cayeron 1,5% interanual frente a 2024 y se ubican 8% por debajo de los valores acumulados en 2023.

• En paralelo, en las próximas semanas se conocerán definiciones sobre el Proyecto de Ley de Presupuesto 2026, que proyecta un superávit primario de 1,5% del PIB y un superávit financiero de 0,3%. Su aprobación sería una señal institucional relevante, no sólo porque brindaría el marco formal para la ejecución de la política fiscal del próximo año, sino también porque el oficialismo necesita construir mayorías para avanzar con las reformas que puso en agenda: reforma tributaria y reforma laboral.

En octubre, el **Sector Público Nacional No Financiero** (SPNF) volvió a exhibir un desempeño fiscal sólido. El mes cerró con un superávit primario de $0,82 billones que, descontado el pago de intereses por $0,31 billones, derivó en un superávit financiero de $0,5 billones. Con este resultado, el Gobierno consolida su avance hacia la meta fiscal establecida en el proyecto de Presupuesto 2026 (que contempla un superávit primario de 1,5% del PIB): en lo que va del año acumula un superávit primario de 1,4% del PIB y un superávit financiero de 0,5% del PIB.



La clave de este desempeño radica en la fuerte contracción del gasto en términos reales. Si bien el gasto primario exhibe un aumento real de 1,7% respecto de 2024, continúa 28% por debajo del acumulado de 2023. Esta reducción estructural del gasto actuó como el principal driver del resultado fiscal y permitió sostener el superávit pese a la debilidad de los ingresos, que cayeron 1,5% interanual frente a 2024 y se ubican 8% por debajo de los valores acumulados en 2023.

En síntesis, el superávit obtenido no se explica por ingresos dinámicos, sino por un contundente ajuste del gasto, que amortiguó la caída en la recaudación y sostuvo el resultado fiscal en terreno positivo.

El detrás de las cifras del superávit

En octubre, **tanto ingresos como gastos registraron caídas** reales interanuales de 2,4% y 1,2%, respectivamente. No obstante, la dinámica mensual muestra un gasto primario prácticamente congelado frente a ingresos cada vez más condicionados, como nos había adelantado el dato de recaudación.

En esta oportunidad, los recursos tributarios volvieron a caer, con un recorte del 5,2% interanual, completando un trimestre en terreno negativo. Parte de esta merma responde a la comparación contra un octubre 2024 en el que seguía en vigencia el Impuesto PAIS y que explicaba cerca del 5% de la recaudación total. De hecho, al descontar ese efecto, los ingresos totales revierten su signo, mostrando un crecimiento interanual cercano al 2%.

Además, se observa un cambio en la composición tributaria, con mayor protagonismo de los tributos vinculados al nivel de actividad. Las contribuciones a la **Seguridad Social**, que explican el 36% de la recaudación, crecieron impulsadas por la mejora en la remuneración bruta promedio (+3,6% respecto

de octubre de 2024) y acumulan más de un año de expansión ininterrumpida. En la misma línea, el Impuesto a las **Ganancias** -que representa el 10% de los ingresos tributarios- aumentó 8,1% interanual, mientras que el **IVA** -un cuarto de la recaudación- se mantuvo estable en términos reales replicando los niveles de octubre 2024 y de octubre de 2023. Por su parte, el impuesto a los **Créditos y Débitos** registró un crecimiento interanual de 7,6%, con una participación de 12% en los ingresos tributarios.

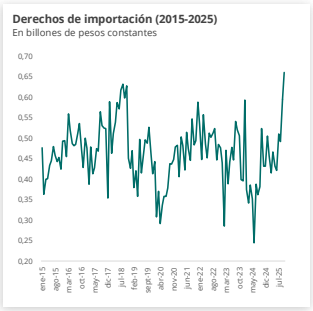
En contraste, **Bienes Personales** profundizó su retroceso y cayó 70% i.a. en octubre, acumulando tres meses en baja. Esto obedece, por un lado, al efecto base generado por el REIBP y, por el otro, a la moratoria vigentes el año pasado.

La recaudación asociada al **comercio exterior** también exhibe cambios significativos. En octubre de 2024, los tributos al comercio exterior explicaban el 11% del total; un año después, su participación se reduce a casi 9%. Dentro de esta categoría se observa un cambio de composición: aumentan los derechos de importación (+1,5 p.p. vs. oct-24) y disminuyen los derechos de exportación (-3,8 p.p.).

Más precisamente, los **Derechos de Exportación** cayeron por tercer mes consecutivo, en línea con la política de reducción de aranceles (Decreto 526/2025 y 682/2025), alcanzando el menor nivel de recaudación desde agosto de 2018. En sentido inverso, los **Derechos de Importación** -en crecimiento interanual desde febrero- alcanzaron en octubre el máximo nivel de recaudación en una década, impulsados por el aumento de las importaciones.

DERECHOS DE IMPORTACIÓN EN MÀXIMOS

ECOLATINA Economics



Del lado del gasto, el gasto primario registró una reducción de 1,2% interanual, pero la magnitud del ajuste se vuelve mucho más evidente cuando se lo compara con el nivel de octubre de 2023: en términos reales, el gasto actual es 24% inferior al de aquel entonces.

Las **Prestaciones Sociales**, rubro principal, se mantuvo prácticamente estable en relación con el año previo (+0,2% real i.a.). Dentro de este agregado, las **Jubilaciones y Pensiones** crecieron 8,2% i.a., y la **Asignación Universal por Hijo** lo hizo en 6,9% i.a.. Si bien ambas partidas vienen recuperándose de manera sostenida desde hace once meses, el gasto previsional se ubica recién en niveles equivalentes a los de octubre de 2023. Por el contrario, la AUH fue la única transferencia que exhibió un aumento exponencial duplicándose en términos reales respecto a 2023.

En cuanto a los **Subsidios Económicos**, el proceso de reducción continuó profundizándose en 2025, tanto en energía como en transporte. En octubre, estos subsidios registraron una caída de 3,1% interanual. En la misma línea, el **Gasto de Capital,** que en septiembre había sugerido una leve recuperación, volvió a retroceder en octubre con una baja de 12% interanual. Su nivel actual equivale a apenas el 26% de lo ejecutado en octubre de 2023.

Perspectivas

A lo largo de 2025, el Ejecutivo Nacional sostuvo sin desvíos el sendero fiscal instaurado desde el inicio de la gestión y logró instalar **una dinámica de superávit como norma más que como excepción.** En este marco, el contundente resultado financiero acumulado hasta octubre permite anticipar que **el cumplimiento de la meta fiscal anual es prácticamente un hecho**, aun considerando que la estacionalidad de fin de año suele jugar en contra. Si bien **diciembre probablemente arroje un déficit** -como es habitual por factores estacionales como el pago de aguinaldos-, **el Gobierno llega con la espalda fiscal necesaria para absorberlo sin poner en riesgo la meta establecida.**

Sin embargo, un análisis centrado en el resultado fiscal puede ocultar un aspecto clave**: el programa financiero y la dinámica de la deuda**. En diciembre vencen cerca de $40 billones y, para hacerles frente, el calendario oficial prevé una licitación el 11/12. Aun así, una parte importante de esos vencimientos está en manos del BCRA y de otros organismos públicos, lo que le permite al Gobierno recurrir nuevamente a operaciones de conversión y canjes para desarmar esos pagos. Habrá que ver si logra mantener un roll over cercano al 100%, tal como ocurrió en la última licitación de noviembre, donde colocó $14 billones frente a vencimientos por $14,5 billones.

Para enfrentar estas exigencias, el Tesoro desplegó un menú ampliado de instrumentos, incluyendo LECAPs, BONCAPs, BONCERs, LETAMs y el regreso de instrumentos CER de corto plazo. En líneas generales, **los inversores se inclinaron por la tasa fija y de menor plazo,** dejando en segundo plano los instrumentos con cobertura. Si bien las últimas subastas se transitaron sin inconvenientes, será relevante seguir de cerca si el frente cambiario empieza a condicionar la estrategia financiera en las próximas colocaciones.

En paralelo, en los próximos días se conocerán las definiciones sobre el **Proyecto de Ley de Presupuesto 2026**, que proyecta un superávit primario de 1,5% del PIB y un superávit financiero de 0,3%. Su aprobación sería una señal institucional relevante, no sólo porque brindaría el marco formal para la ejecución de la política fiscal del próximo año, sino también porque **el oficialismo necesita construir mayorías para avanzar con las reformas que puso en agenda: reforma tributaria y reforma laboral.**

SECTOR EXTERNO

Superávit con impulso energético

El saldo comercial fue de USD 800 M en octubre, acumulando 23 meses consecutivos de superávit. De esta forma, hasta el décimo mes del año alcanzó un saldo por USD 6.846 M, mostrando una caída de -57% i.a. respecto al acumulado del año anterior.

El superávit energético fue USD 708 M en el mes, acumulando USD 7.473 M hasta octubre. Al interior, las exportaciones fueron USD 913 M (+12,8% i.a.) y USD 9.017 M (+12,8% i.a.) acumulado, mientras que las importaciones fueron USD 205 M (+3,1% i.a.) y USD 2.951 hasta el décimo mes (-19,7% i.a.).

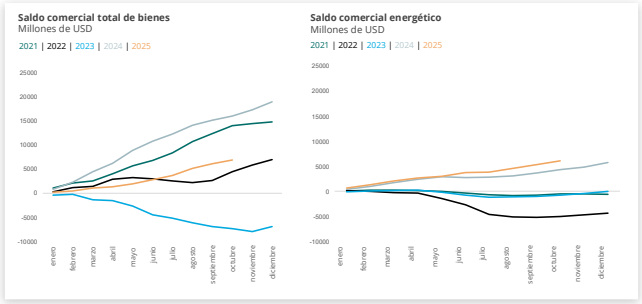
Con dos meses para finalizar el año, estimamos que el sector externo finalice 2025 con un saldo comercial acumulado en torno a los USD 8.000 M, representando una caída de casi la mitad respecto al acumulado del año anterior.

El saldo comercial fue de USD 800 M en octubre, acumulando 23 meses consecutivos de superávit comercial. De esta forma, hasta el décimo mes del año alcanzó un saldo superavitario por USD 6.846 M, aunque mostrando una caída de -57% i.a. respecto al acumulado del año anterior (cuando había acumulado USD 15.969 M).

Haciendo foco en el frente energético, **el superávit de este rubro fue de USD 708 M en el mes,** acumulando USD 7.473 M hasta octubre. Al interior, las exportaciones fueron USD 913 M (+12,8% i.a.) y USD 9.017 M (+12,8% i.a.) acumulado, mientras que las importaciones fueron USD 205 M (+3,1% i.a.) y USD 2.951 hasta el décimo mes (-19,7% i.a.). Este sector exige seguirlo de cerca dado que se ubica como el nuevo rubro que mantendrá un superávit comercial de manera estructural.

Sin contar los años afectados por sequías, otro sector que desde hace décadas se ubica como estructuralmente superavitario es el vinculado al **cultivo de soja**. Puntualmente, en octubre mostró un saldo superavitario por USD 1.973 M, mostrando un crecimiento de 36,3% i.a. respecto al mismo mes del año anterior. En el acumulado del año alcanzó un saldo superavitario por USD 14.817 M. A diferencia, un ejemplo de un sector que suele mostrar un saldo deficitario es el vinculado **al automotriz.** Por caso, en octubre el sector mostró un déficit de USD -763 M, acumulando un saldo negativo de USD -7.528 M hasta octubre (e incrementándose respecto al acumulado del año anterior, que había sido USD -2.689 M).

EL SECTOR ENERGÉTICO CON SUPERÁVIT ESTRUCTURAL



Fuente: Ecolatina en base a INDEC

La mejora se explicó por una aceleración tanto en las Analizando puntualmente a las **exportaciones**, fueron USD 7.954 M (+13,1% i.a.) en octubre, acumulando USD 71.487 M (+8,1% i.a.). Además, mostraron un crecimiento de 13,9% i.a. en cantidades (con caída en los precios de -0,7% i.a.). Destaca que las cantidades de las compras externas se encuentran en niveles máximos de las últimas décadas al observar el acumulado de enero-octubre. Por otro lado, mostraron una leve caída en términos mensuales (-1,7%).

Respecto a los rubros, los **productos primarios** fueron USD 1.906 M (+63,8% i.a.), mostrando un crecimiento de las cantidades por 71,0% i.a. (con precios con caída por -4,3% i.a.). En este sentido, la mejora tan pronunciada continuó siendo explicada por la quita de retenciones transitorias a los granos que se llevó a cabo en septiembre. Por caso, en términos de cantidades en octubre aumentaron un 1053,7% i.a. las ventas externas de porotos de soja.

Por otro lado, las **manufacturas de origen industrial** fueron USD 2.351 M (+8,1% i.a.), mientras que las **manufacturas de origen agropecuario** alcanzaron USD 2.783 M (-3,5% i.a.).

Las **importaciones** fueron USD 7.154 M, trepando 16,9% i.a. en octubre. A su vez, subieron 21,3% en términos de cantidades (-0,3% i.a. en precios). Respecto al mes anterior, mostraron una caída de -2,3% en términos desestacionalizados.

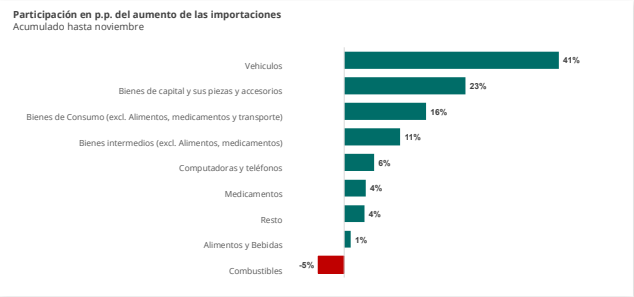
Como en los meses pasados, el rubro con mayor incremento fue **resto de importaciones,** que trepó 236,6% i.a. en el mes (USD 98 M) como consecuencia de los servicios postales puerta a puerta. Por otro lado, **vehículos** treparon USD 545 M (+69,2% i.a.) y los **bienes de consumo** un USD 1.194 M (+48,8% i.a.).

Por otro lado, los **bienes de capital** mostraron importaciones por USD 1.340 M (+20,0% i.a.), los **bienes intermedios** subieron USD 2.372 M (+5,7% i.a.), mientras que las **piezas y accesorios para bienes de capital** un USD 1.400 M (-0,6% i.a.), todos rubros con mejoras menos pronunciadas y que están asociados al proceso de producción.

En lo que respecta al acumulado del año, se observa como el rubro de vehículos explicó la mayor parte de la mejora de las importaciones (explicando el 41%), mientras que le siguió bienes de capital y piezas (23%) y bienes de consumo (16%).

EL AUMENTO DE IMPORTACIONES EXPLICADO POR RUBROS

ECOLATINA Economics



Fuente: Ecolatina en base a INDEC

Por último, **el índice de términos del intercambio**, calculado como el cociente entre el índice de precios de las exportaciones y el índice de precios de las importaciones, alcanzó un nivel de 141,7, lo que representó una suba de 1,7% i.a. De esta manera, si hubieran prevalecido los precios de octubre de 2024, **el saldo comercial habría registrado un superávit de USD 683 M.** Así, se puede ver que el país registró una ganancia en los términos de intercambio de USD 137 M.

Perspectivas

Con dos meses para finalizar el año, **estimamos que el sector externo finalice 2025 con un saldo comercial acumulado en torno a los USD 8.000 M,** representando una caída de casi la mitad respecto al acumulado del año anterior. **Estimamos que en noviembre** nuevamente las exportaciones de soja impulsen las exportaciones totales, tal como sucedió en los últimos dos meses. Según la Bolsa de Comercio de Rosario, el total despachado de poroto de soja alcanzaría un récord de los últimos diez años en el acumulado del año. Puntualmente en noviembre, se alcanzaría un récord histórico (superando las 2 MTn) con China con el 94% de la participación, principalmente impulsado por la baja transitoria de los derechos de exportación, sumado a la mayor demanda de China como sustituto de Estados Unidos. Por el lado de las importaciones, se mantendría una dinámica similar a la observada en los últimos meses: los rubros vinculados al consumo con las mejoras interanuales más significativas.

En los próximos años, el principal foco se mantendrá en el sector energético, minero y agroindustrial, donde las proyecciones actuales estiman que seguirá aumentando la capacidad exportadora del país, haciéndola en términos relativos menos dependiente de factores climáticos.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Una lenta normalización

Finaliza un noviembre caracterizado por una relativa calma en el plano cambiario. El dólar oficial se fue estabilizando en un equilibrio transitorio en la zona de los $1.400-$1.450, lo que implicó que la divisa cotizó en promedio 5,5% por debajo del techo de la banda durante el mes.

Detrás del comportamiento del dólar, se encuentran tres factores: 1) Un mayor anclaje de expectativas producto de la ratificación de las bandas por parte de las autoridades; 2) Una mayor oferta financiera debido a un crecimiento de la colocación de ONs en dólares por parte de las empresas; y 3) El Tesoro retomando las compras en el mercado, lo que puso un piso al dólar en la zona de los $1.400. Por otro lado, el plano monetario trajo novedades: el BCRA bajó la tasa en la que opera en la rueda de simultaneas al 20% TNA y comenzó a normalizar los encajes. La lenta normalización de encajes da un leve espacio para que se expanda el crédito, pero un mayor protagonismo de este requerirá fuentes adicionales de liquidez. Esto trae nuevamente a discusión la recomposición de Reservas del BCRA de cara a 2026, realizando compras en el mercado sin necesidad de esterilizar (es decir, emitir un bono para absorber los pesos).

Hacia adelante, la dinámica monetaria irá asociada al aspecto cambiario. Vemos que la secuencia que busca el Gobierno es un BCRA dando señales de recomposición de Reservas, una baja adicional del Riesgo País y un ingreso a los mercados internacionales de deuda. El eventual retorno a los mercados permite pensar en una Cuenta Financiera que ayudaría a compensar un potencial déficit de Cuenta Corriente, y a un

Central recomponiendo reservas vía endeudamiento y una mayor demanda de pesos. No obstante, para que este proceso virtuoso se produzca se demandará un aspecto cambiario creíble y una Cuenta Financiera más abierta.

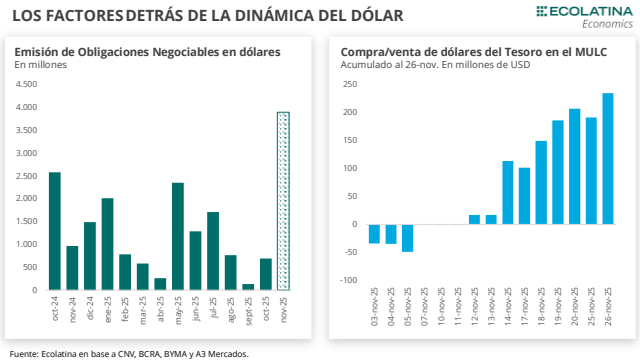
Finaliza un noviembre caracterizado por una **relativa calma en el plano cambiario**. El dólar oficial se fue estabilizando en un equilibrio transitorio en la zona de los $1.400-$1.450, lo que implicó que la divisa cotizó en promedio 5,5% por debajo del techo de la banda durante el mes.

Resumidamente, los factores detrás la dinámica del mercado de cambios son tres. En primer lugar, **la rectificación de las bandas cambiarias** por parte de las autoridades, desde Javier Milei hasta Luis Caputo. En el marco de la Conferencia Anual 2025 de la Fundación FIEL, el ministro de Economía sostuvo que la libre flotación hoy no es mejor que el esquema de bandas, siendo unas de las razones la persistencia de la incertidumbre política y la fragilidad de la demanda de dinero.

En segundo lugar, se dio **una aceleración de la oferta en el mercado de cambios vía flujos financieros**. Tras la elección y la compresión del Riesgo País a la zona de los 600 puntos básicos, las empresas locales salieron al mercado en búsqueda de financiamiento. Algo similar a lo ocurrido durante el último trimestre del 2024 y comienzos del 2025, donde, blanqueo mediante y Riesgo País en descenso, las compañías nacionales tuvieron la oportunidad de obtener financiamiento en dólares a un costo menor.

Puntualmente, se emitieron **USD 3.900 M de Obligaciones Negociales** denominadas en dólares. Para dimensionar, durante el cuarto trimestre del 2024 se emitieron USD 5.000 M. Un punto importante es que esta emisión no implica que se liquidará en su totalidad en el MULC, sino que la potencial oferta estará sujeta a una serie obligaciones de las propias compañías (rollear deuda, por ejemplo) y sólo una porción será liquidada en el mercado de cambios.

Asimismo, un menor Riesgo País y un mayor optimismo permitió también que el Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires salga a los mercados internacionales de deuda y logre colocar USD 600 M (sobre ofertas por USD 1.700 M) a una tasa del 7,8%.



Fuente: Ecolatina en base a CNV, BCRA, BYMA y A3 Mercados.

Por último, el **Tesoro retomó las compras en el MULC**. Con datos parciales hasta el 26/11, el Tesoro habría acumulado compras netas en el mercado oficial por USD 235 M, a lo que se suman USD 1.105 M realizadas al BCRA para afrontar pagos al FMI y Organismos Oficiales. Producto de estas operaciones, se explica por qué el dólar hizo un "piso" alrededor de los $1.400, donde el Tesoro se habría sentido cómodo y salió a comprar divisas cuando se ubica por dicha zona (o incluso la quiebra). Por tanto, nos encontramos transitando un escenario donde la **banda se reconfigura *de facto* en un piso de $1.400 ($927 *de jure*) y un techo de $1.500**.

Por otro lado, se dieron una serie de definiciones en el **plano monetario**. Veníamos destacando que se abría una ventana de oportunidad para que el BCRA comience a normalizar el apretón monetario, producto del vencimiento del aumento transitorio de encajes que se daba a finales de mes. En concreto, **el Central alivió parcialmente la política de encajes**. La autoridad monetaria decidió reducir 3,5 p.p. los encajes para cuentas a la vista y, a la par, aumentar la integración de dichos saldos inmovilizados en 3,5 p.p. para títulos públicos adquiridos en las licitaciones primarias y cuyo plazo sea superior a 60 días. Asimismo, decidió extender los 5 p.p. de encajes que vencían el 28/11/25 hasta el 31/03/26 y reducir la obligación de integración de encajes diaria del 95% al 75% (previo al aumento de encajes, la obligación diaria era del 25% y luego pasó al 100%). Como resultado, los encajes de cuentas a la vista pasaron del 45% a comienzos de agosto al 50% actual, y la integración pasó 40% efectivo y 5% títulos públicos a 28% y 22%, respectivamente.

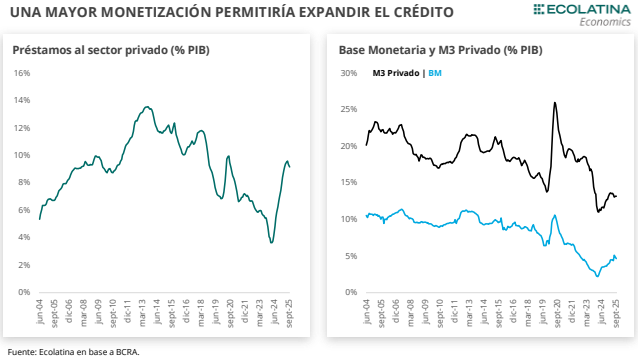
La medida apunta en dos direcciones. En primer lugar, a **facilitar el rollover de Finanzas** (a lo que se suma la baja de tasas del BCRA con la que opera en la rueda de simultaneas al 20% TNA), que en la licitación de esta semana alcanzó el 96,5% tras adjudicar $14 bn sobre ofertas por $14,7 bn. Al interior, la LECAP/BONCAP con vencimiento hasta abril del 2026 acapararon cerca del 50% de lo adjudicado, con una tasa de corte por encima del mercado secundario; al tiempo que la letra TAMAR (M30A6) concentró el 20% fruto de la demanda de los bancos para integrar encajes bancarios vía títulos públicos (como vimos más arriba).

En segundo lugar, la medida apunta a **reducir la volatilidad de tasas**. La necesidad de integración diaria imprimió una volatilidad "estacional" en las tasas de mercado, con la liquidez bancaria tensada de cara a las licitaciones quincenales de Finanzas que eran aprovechadas por las entidades financieras para hacerse de los pesos necesarios para cumplimentar los encajes diarios. En este sentido, ahora los bancos contarán con mayor grado de libertad para gestionar la liquidez a lo largo del mes (el 25% restante se computa como un promedio mensual).

Asimismo, aumenta parcialmente **la capacidad prestable de los bancos**. En el marco de una menor volatilidad de tasas y un equilibrio hacia menores niveles de estas, los bancos contarán con mayores recursos que le permitirían abastecer una mayor demanda de crédito. Desde el cambio de gestión, el despegue del crédito bancario llevó a que **los préstamos al sector privado en pesos casi dupliquen su participación en el producto** (9,2% PIB actual vs 4,8% PIB en dic-23), plasmándose en un nivel de actividad del sector en los primeros nueve meses del año un 17% por encima respecto al mismo lapso de 2023 y 28% respecto a 2024.

No obstante, **para que el crédito continue su marcha serán necesarias fuentes adicionales de liquidez**. Este punto nos lleva a la discusión reciente respecto a **las compras de Reservas por parte del BCRA**. Con sus idas y vueltas, parte del equipo económico y el Ejecutivo mencionaron la capacidad de comprar dólares por parte del Central sin necesidad de esterilizar producto de una demanda de dinero históricamente baja (sin retirar el dinero inyectado en el mercado vía bonos). Vemos difícil que la BM llegue a representar nuevamente el 9% del PIB luego de los cambios tecnológicos y de preferencias que introdujo la alta inflación de Argentina. De todas formas, suponiendo un crecimiento de la actividad del 2,5% en 2026, una convalidación de mayor base ante mayores transacciones implicaría compras aproximadas de sólo USD 600 M. En tanto un escenario de "máxima", donde la BM llega a niveles de 2022 (5,5% del PIB), implicaría compras por USD 9.000 M.

UNA MAYOR MONETIZACIÓN PERMITIRÍA EXPANDIR EL CRÉDITO



Fuente: Ecolatina en base a BCRA.

En cualquier caso, otra **clave será la gestión de la liquidez bancaria**. Para que los bancos expandan su hoja de balance será necesario no sólo una reducción de encajes, sino dotar de mayor liquidez en pesos y una potencial fuente seguirá siendo las licitaciones de Finanzas. En este sentido, para evitar tensiones en el programa financiero, no podemos descartar que la cuenta del Tesoro en el BCRA se robustezca vía una inyección de bancos públicos y principalmente de **un nuevo giro de Utilidades por parte del BCRA**, como los $11,7 bn que se transfirieron en abril de este año. En este sentido, la puerta quedó entreabierta luego de la ganancia que implicó las operaciones de cancelación de Letras Intransferibles que hizo el Tesoro con los desembolsos del FMI al Central, a una cotización mayor a la que presentó el organismo en el Estado Contable de 2024.

Hacia adelante, **la dinámica monetaria irá asociada al aspecto cambiario**. Vemos que la secuencia que busca el Gobierno es un BCRA dando señales de **recomposición de Reservas**, una baja **adicional del Riesgo País** y un ingreso a los mercados internacionales de deuda. El eventual retorno a los mercados permite pensar en una Cuenta Financiera que ayudaría a compensar un potencial déficit de Cuenta Corriente, y a un Central recomponiendo reservas vía endeudamiento y una mayor demanda de pesos. No obstante, para que este proceso virtuoso se produzca se demandará un aspecto cambiario creíble y una Cuenta Financiera más abierta.

Todos los contenidos de esta publicación fueron preparados por LATINCONSULT S.A. para exclusivo uso del destinatario. Los mismos tienen un objetivo exclusivamente informativo y no pretenden ser una oferta y/o solicitud de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero, así como tampoco constituyen una recomendación de inversión y/ o transacción. La información y los análisis expuestos se basan en fuentes públicas y privadas consideradas confiables. Sin embargo, la integridad y exactitud de dicha información no puede ser garantizada por LATINCONSULT S.A. Todas las opiniones y estimaciones mencionadas en esta publicación pueden ser modificadas posteriormente por LATINCONSULT S.A. sin aviso previo. Esta publicación no puede ser reproducida ni total ni parcialmente, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico, fotoquímico, electrónico, por fotocopia o cualquier otro, así como tampoco puede ser distribuida bajo ninguna de estas formas, sin el expreso consentimiento previo por parte de LATINCONSULT S.A

EDITOR
Cámara de Industria y Comercio Argentino - Alemana
Av. Corrientes 327 – C1043AAD Buenos Aires
Tel.: (+54 11) 5219-4000 Fax: (+54 11) 5219-4001
E-mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar
Internet: www.ahkargentina.com.ar
Texto original y estadísticas: Ecolatina
Coordinación: Julieta Barra
Edición: Christina Keim

12
2025
ARGENTINA ECONÓMICA
CÁMARA DE INDUSTRIA Y COMERCIO ARGENTINO – ALEMANA

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS Y PROYECCIONES

	Indicadores Mensuales o Trimestrales							
	Unidad de medida	Fecha	Último Dato	Fecha	Próximo Dato	**2024**	**2025p**	**2026p**
Nivel de Actividad								
PBI Real	Var. % i.a.	II-25	6,3	III-25	**3,5**	**-1,3**	**4,2**	**2,5**
Consumo Total	Var. % i.a.	II-25	8,5	III-25	**4,8**	**-3,1**	**6,1**	**2,5**
Inversión	Var. % i.a.	II-25	32,1	III-25	**15,0**	**-17,2**	**19,6**	**8,9**
Precios								
IPC INDEC Nacional[1]	Var. %	oct.-25	2,3	nov.-25	**2,4**	117,8	**31,0**	**24,0**
Tipo de Cambio								
Nominal de Referencia[1]	ARS / USD	nov.-25	1427,3	dic.-25	**1470,1**	1020,7	**1470,1**	**1747,9**
Real Multilateral, ARS/USD[1]	Dic. 01=100	nov.-25	1,43	dic.-25	**1,39**	1,15	**1,39**	**1,40**
Situación Fiscal, Acumulado Anual								
Ingresos totales [2]	% PBI	oct.-25	13,1	nov.-25	**14,6**	16,8	**16,2**	**16,8**
Gasto Primario	% PBI	oct.-25	11,7	nov.-25	**13,1**	15,0	**14,9**	**15,1**
Resultado Primario Nacional [2]	% PBI	oct.-25	1,5	nov.-25	**1,5**	1,8	**1,4**	**1,7**
Sector Externo								
Exportaciones	USD M	oct.-25	7.954	nov.-25	**7.647**	79.703	**86.585**	**90.255**
Importaciones	USD M	oct.-25	7.154	nov.-25	**6.608**	60.776	**77.698**	**83.853**
Saldo Comercial	USD M	oct.-25	800	nov.-25	**1.039**	18.928	**8.887**	**6.402**
Balance de Pagos								
Cuenta Corriente	USD M	II-25	-3.016	III-25	**-3.109**	**6.285**	**-13.097**	**-12.036**
Tasa de Interés								
Tasa de Política Monetaria[1]	% TNA	nov.-25	20,0	dic.-25	**20,0**	32,0	**20,0**	**20,0**
Tasa BADLAR Bancos Privados[1]	% TNA	nov.-25	30,1	dic.-25	**29,4**	31,9	**29,4**	**21,2**

[1]En indicadores anuales, promedio diciembre

ARGENTINA

ECONOMIC REPORT DECEMBER

2025

MERCOSUR

AHK Cámara de Industria y Comercio Argentino-Alemana
Deutsch-Argentinische Industrie- und Handelskammer

#PARTNERWELTWEIT

Argentinian Economy

01. **Introduction**

02. **Overview**

03. **Activity**

04. **Prices**

05. **Fiscal Policy**

06. **External Sector**

07. **Exchange Rate and Monetary Policy**

12/2025

Redated by:

ECOLATINA
CONSULTORA EN ECONOMIA Y EMPRESAS

If you are interested in advertising in “Argentina Economy” with your company logo,
please contact Victoria Giannasca (vgiannasca@ahkargentina.com.ar).

INTRODUCTION

The most important aspects of the report are the following:

OBJECTIVES

The report presents a diagnosis of the current economic situation and the outlook for the coming year. It highlights the economic policy constraints and their impact on the key variables (economic activity, inflation and exchange rate).

CONTENTS

- International context. How the world will change in the coming years.
- Diagnosis of the current local economic situation.
- Economic policy after the parliamentary elections.
- What are the possible scenarios and the associated probabilities.
- Projections of the most important variables under several possible scenarios.

VARIABLES CONSIDERED IN THE PROJECTIONS

- International context: growth and inflation in the main economies.
- Activity: GDP, private consumption, investment, exports, imports, unemployment rate.
- Prices: real inflation (Ecolatina CPI).
- Nominal and real exchange rates.
- Fiscal policy: expenditure, tax collection, budget outturn, financing gap.
- External sector: exports, imports, trade surplus.
- Labor market: labor demand, unemployment, nominal and real wages.

For more Information

please contact:
eyf@ecolatina.com

OVERVIEW

Economic Outlook: Switching gears for 2026

The ruling party's resounding and unexpected victory in October's national elections not only strengthened the government politically and legislatively, but also paved the way for financial euphoria, relative exchange rate stability (at least temporarily), and a normalization of interest rates: Argentine assets skyrocketed (the Merval had its best day in 30 years), country risk plummeted (from over 1,000 basis points to around 650 basis points), the dollar moved away from the upper limit of the band (and even briefly broke through the $1,400 mark), and interest rates returned to pre-LEFI dismantling levels (with auctions in which the Treasury was able to renew maturities and extend placement terms).

What was behind the temporary decline in the dollar? First, the sharp reduction in country risk lowered the cost of international financing and allowed both companies (mainly energy companies) and provinces to re-enter the USD debt markets (both to roll over maturities and to finance investments), which increased the supply of USD (offsetting lower agricultural settlements due to the previous advance) in the face of reduced demand after the electoral uncertainty passed. Similarly, repeated confirmations by officials of the current exchange rate band system helped to reduce exchange rate hedging (dismantling of DLKs issued by the Treasury) and reanchor devaluation expectations (dollar futures are already below the band ceiling for the coming months).

However, although the resounding electoral victory, the euphoria of the financial markets, and the contingent support of the US government eased tensions on the external front, underlying vulnerabilities remain: the BCRA still needs to accumulate reserves to improve its balance sheet position, the Treasury's USD maturities have not yet been cleared, and the economy has enough pesos to generate exchange rate tensions if a new negative shock to expectations arises.

For this reason, the wholesale dollar is still unable to move much further away from the upper limit of the band (it is 4% away), country risk remains above 600 basis points, and part of the market is demanding greater accumulation of reserves and/or a recalibration of the exchange rate regime. Faced with these demands, the authorities have opted to signal that they expect international reserves to recover if demand for money increases (the Treasury has been buying marginally in recent trading sessions), but that they are not willing to validate “an artificially high dollar” to achieve this, given that accumulating reserves is not the program's priority objective and is not even necessary if international financial markets are opened up.

Although country risk slowed its downward trend in recent trading sessions, the refinancing of January's USD maturities or the placement of new debt (either on the market or directly with private banks) to pay them off seems to be just around the corner. In fact, there has also been talk of taking advantage of a possible opening of the financial markets to accumulate reserves through debt placements (a strategy that we do not rule out).
However, the way in which reserves are accumulated is not harmless to the sustainability of the economic scheme and market perception: accumulating reserves through the financial account does not require a higher real exchange rate (necessary to accumulate via current account surplus), but it does imply greater exposure to international financial flows (even more so if the accumulation is against public debt and not just private debt). The truth is that the electoral victory gave the authorities time and room for maneuver, and they will probably aim first to solve the financing problem before making economic policy decisions. In this context, looking ahead to 2026, the key to the exchange rate will be the inflow of financial USD (private and public), either to sustain the current exchange rate regime, to accumulate reserves, or both.

In terms of activity, INDEC revised the level of activity for the last few months upward, reflecting that the economy has already emerged from stagnation (although the upward correction would be explained mainly by financial intermediation given the high spread of rates). The change was so drastic that not only did activity not fall in the third quarter (characterized by financial volatility and political uncertainty), but it also reversed the decline of the previous quarter. Looking ahead, activity will most likely return to growth in 2026 as a result of momentum in strategic sectors and the reappearance of credit.

However, sectoral performance would remain heterogeneous and labor market dynamics would continue to be under scrutiny: although the cumulative decline in some sectors (industry, commerce, construction, etc.) did not trigger unemployment in recent quarters, multiple jobholding, job insecurity, and informality continue to gain ground. Precisely, greater pressure on the labor market would help the wage anchor continue to function as an instrument to reduce or contain inflation, which rose again in October and would persist above 2% in November.

Finally, December will be a key month in terms of legislation. The change in the composition of Congress will not take place until early December, and the next legislative test facing the government is the consideration of the 2026 Budget Bill. As for structural reforms, it appears that they will be addressed sequentially, beginning in special sessions but continuing gradually throughout 2026 in the context of ongoing negotiations with governors and Congress.

Political Outlook: Second Half of the Term: Less Uncertainty, but Not Free of Risks

1. *Political Cycle Uncertainty Narrowed Significantly After the Elections*

The ample range of uncertainty that had characterized this political cycle (such as surviving the attempt to overcome the economic challenge) was reduced following La Libertad Avanza's electoral success.

2. *But There Remain Challenges That Must Be Addressed to Consolidate the Cycle with a Reelection*

The economic challenges have not disappeared, and the risks of a reversal in social support remain. Key economic hurdles still need to be cleared in order to consolidate the cycle with a reelection in 2027.

3. *The Main Threat Will Be the Emergence of a Competitive Candidate from the Center*

Given Milei's positioning (radical on many fronts), the main threat to his reelection will not come from a strong contender on the opposite extreme, but rather from a competitive centrist candidate.

Because of the conditions in which Milei came to power – without a political party, without a congressional majority, without prior government experience, and without a seasoned team– the **uncertainty surrounding the political cycle was extremely high, particularly given the magnitude of the economic challenges ahead.** The likelihood of the administration successfully navigating those challenges and surviving politically appeared lower than what might be reasonably expected under normal circumstances, given its constrained resources and narrow room for maneuver.

However, the government's **electoral win put an end to that phase of political fragility**, which coincided with the cycle's highest degree of economic frailty. Despite that overlap, the government managed to navigate the situation successfully, winning the mid-term election and strengthening its position both electorally and in Congress.

Now, Javier Milei is a president with a party, government experience, teams in place, and congressional seats which, despite not achieving a majority, are sufficient to allow for coalition-building and to begin steering the approval of bills in Congress.

But the **economic challenges are still present**. Greater macroeconomic order has not yet delivered satisfactory results in terms of improvements in disposable income or purchasing power, nor in the creation of quality jobs. In fact, **public opinion now points to unemployment as the main concern** among citizens, and the indicators that assess current conditions do not reflect a society that is enjoying the moment, but one that is rather enduring it.

For all these reasons —and especially because after the mid-term elections the government cannot longer argue that its hands are tied— **Milei must now demonstrate that macroeconomic order can translate into microeconomic satisfaction**.

The economic challenge is not over yet and the government will need to show the reasons behind the president's claim that "now the effort is worthwhile." That will be the central challenge of the second half of the term and during the road toward the 2027 reelection objective. But the 2027 challenge will depend not only on how Milei responds to citizens' economic demands, but also on **how the 2027 electoral landscape takes shape**.

If the next presidential race turns into a contest between Javier Milei and a candidate such as Axel Kicillof (positioned at the opposite extreme), the president's chances of prevailing will be greater than if the competition features Milei running against someone positioned closer to the center (and able to attract support from the left).

Milei might benefit from having, on the opposite extreme, someone equally interested in polarizing the political landscape and eroding the competitiveness of any option in the middle. However, if the **center** produces a candidate who is not threatened by a moderately competitive contender to the left who polarizes the scene, then a serious threat could emerge for the president.

This is why electoral strategy always begins with clarity about what must be avoided on the opposing side, in order to align actions toward preventing it. For this president, whose ideas are extreme in many dimensions (especially outside economics), the **main threat would lie in the hands of a centrist candidate**. Such elements of the political landscape will take shape throughout 2026 and may reach their final form in early 2027. That is when the reelection battle will truly begin.

ACTIVITY

A Surprising Improvement in Economic Activity

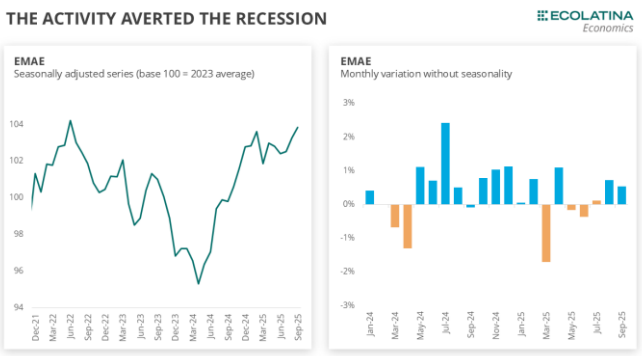
The Monthly Economic Activity Indicator rose 0.5% s.a. in September, standing 5.0% above the same month in 2024. As a result, activity in the first nine months of the year was 5.2% higher than in the same period last year. With this latest figure and the upward revision of previous data in the seasonally adjusted series, economic activity has now accumulated three consecutive months of growth.

Five of the eleven sectors surveyed posted declines so far this year: Agriculture (-0.7%), Manufacturing (-4.1%), Retail (-3.6%), Hotels and Restaurants (-2.1%), and Public Administration (-0.2%). The sectors that recorded the strongest increases were Financial Intermediation (+31.4%), Fishing (+15.5%), and Mining and Quarrying (+3.9%).

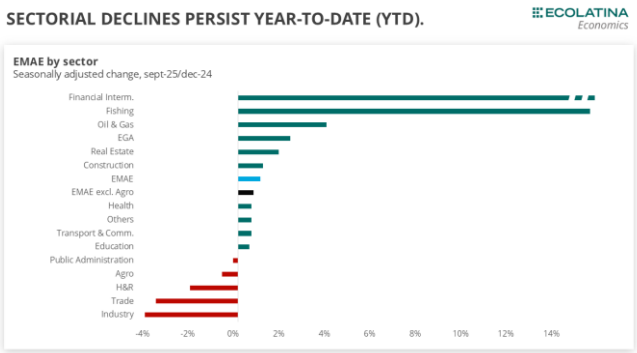
As for Construction, October indicators were again mixed: the Construya Index fell 2.2% s.a. (+10.1% YoY), while cement dispatches rose 4.8% s.a., ending a three-month downward streak. The same pattern emerged in Manufacturing: steel output increased 3.7% s.a., while automobile production fell 0.6% in October. Meanwhile, new vehicle registrations increased 0.4% s.a.

The Monthly Economic Activity Indicator rose 0.5% s.a. in September, standing 5.0% above the same month in 2024. As a result, activity in the first nine months of the year was 5.2% higher than in the same period last year. With this latest figure and the upward revision of previous data in the seasonally adjusted series, **economic activity has now accumulated three consecutive months of growth.**

There was a notable change in the activity trend: after a mild decline in Q2, another contraction in Q3 would have meant a technical recession. However, the latest figure avoided that scenario and not only surprised by reversing previous projections but also **reached a new high for the year, standing 0.2% above the peak recorded in February**. Within the index, the momentum was driven by *Financial Intermediation* and net taxes (taxes less subsidies). Without these sectors, the indicator has increased 1.2% since November 2023, compared with the 5% growth shown by the headline index.



Sector-level performance continued evolving unevenly in the first nine months of 2025. **Five of the eleven sectors surveyed posted declines so far this year**: *Agriculture* (-0.7%), *Manufacturing* (-4.1%), *Retail* (-3.6%), *Hotels and Restaurants* (-2.1%), and *Public Administration* (-0.2%) all fell. The sectors with the strongest increases included *Financial Intermediation* (+31.4%), *Fishing* (+15.5%), and *Mining and Quarrying* (+3.9%).



In year-on-year terms, only two sectors remain in negative territory: *Manufacturing* (-1.0%) and *Public Administration* (-0.7%). By contrast, *Financial Intermediation* is the sector with the fastest growth (+39.7%), representing the largest positive contribution, followed by net taxes (+10.5% YoY).

What Is Expected Up Ahead?

All indications suggested that the mild increase of August would not be repeated in the following months. However, September's figure surprised to the upside, and together with the upward revision of previous data in the seasonally adjusted series, it resulted in a better-than-expected outlook for activity. **A review of October's leading indicators shows mixed signals, considering that the month was still affected by electoral noise**.

The Leading Index measured by Universidad Torcuato Di Tella, which aims to anticipate the economic cycle, rose 5.9% in October after two months of decline. Regardng ***Construction***, the *Construya Index* fell 2.2% s.a. (+10.1% YoY), but cement dispatches increased 4.8% s.a., ending a three-month downward streak. Similarly, ***Manufacturing* posted mixed signs too**: steel output rose 3.7% s.a., while automobile production fell 0.6% in October. Meanwhile, new vehicle registrations increased 0.4% s.a.

October figures were positive on the consumption front. SME retail sales rose 2.8% s.a. after three months of decline. Consumer credit has been moderating its pace of growth month after month, rising 1.2% s.a. in October (+67.9% YoY).

The upward revisions made to previous activity data leads to an improvement in our forecast, which expects average growth above 4% for 2025. This is largely explained by the statistical carryover from 2024, meaning that activity would grow around 0.5% over the course of the year.

PRICES

Inflation Enters 2% Territory

In October, the National CPI stood at 2.3% MoM, an acceleration of 0.2 p.p. compared with the previous month and the highest monthly reading since April. Despite the monthly uptick, inflation reached 24.8% YTD through October (the lowest for this period since 2017, when it had accumulated 19.4% by the tenth month) and 31.3% YoY, marking the lowest annual reading since mid-2018.

Group-wise, the largest increase was recorded in seasonal prices (+2.8%, +0.6 p.p. compared with the previous month). Regulated prices rose 2.6%, the same as in the prior month, while core inflation—which excludes regulated and seasonal prices and is therefore more closely tied to economic dynamics—climbed 2.2%, accelerating 0.3 p.p. from September.

Taken together, these factors suggest that monthly inflation in the last two months of the year will at least begin with 2%. We therefore estimate inflation to end 2025 at around 30% YoY, slightly above expectations from a few months ago but still reflecting a substantial slowdown compared with 2024.

In October, the National CPI stood at 2.3% MoM, an acceleration of 0.2 p.p. compared with the previous month and the highest monthly reading since April. It also came in slightly above the *Market Expectations Survey*, which had anticipated 2.2% inflation for the month.

Despite this increase, **inflation accumulated 24.8% YTD** through October, the lowest reading for the first ten months of the year since 2017 (when it had reached 19.4%). **Year-on-year inflation stood at 31.3%**, marking 18 consecutive months of disinflation and the lowest annual rate since July 2018.

Looking at CPI groups, the largest change was seen in **seasonal prices** (+2.8%, +0.6 p.p. compared with September), driven by faster increases in fruit prices (+10.4% nationwide) and clothing due to the seasonal turnover (+2.5%). **Regulated prices** climbed 2.6%, the same as in the previous month, reflecting increases in public transport (+3.2% nationwide), fuel (+3.1%), and tobacco (+3.5%). Lastly, **core inflation**—which excludes regulated and seasonal prices—**rose 2.2%, accelerating 0.3 p.p. from the previous month**. So far this year, core inflation has accumulated 25.8%, the lowest figure for this point in the year since 2017 (when it had accumulated 17.6% through October).

As for **goods and services**, goods prices rose 2.3%, while services increased 2.5%. Both groups accelerated relative to the previous month (+0.3 p.p. and +0.2 p.p., respectively). The cumulative figures highlight the divergence between the two groups even more clearly, with services rising 34.6% so far this year and goods accumulating 20.6% through October.

In any case, **the adjustment in relative prices appears to have stalled in recent months**. In other words, during the initial phase of the current administration, there was a period of realignment in relative prices: goods prices consistently lagged behind services prices (as the real exchange rate appreciated), while regulated prices (like utilities and public services) rose more sharply than seasonal prices, as the government adjusted their rates. However, this dynamic has largely plateaued recently, as the overall pace of nominal price increases has slowed compared to earlier in the year, and inflation has become more uniform across groups.

Category-wise, the largest increase was in *Transport* (+3.5%), driven by faster increases in vehicle purchases (+4.4% nationwide) and *Public Transport* (+3.2%). Meanwhile, *Housing, Electricity, Gas, and Other Fuels* (+2.8%) was explained mainly by the rise in rent prices (+3.8% nationwide). In contrast, the categories with the lowest rises were *Recreation and Culture* (+1.6%) and *Household Equipment and Maintenance* (+1.6%).

Outlook for the Last Two Months of 2025

We estimate that inflation could see a slight acceleration over the last two months of the year. This is due to the increase in **meat prices**, which could add extra pressure to core inflation. The reason is that wholesale beef prices at the *Cañuelas* market posted a sharp increase toward the end of October (14% in the last week). Although retail prices do not usually mirror wholesale movements exactly—since they also depend on household purchasing power—the holiday season may bring the effect forward.

In addition, the government announced adjustments to **gas and electricity utility rates**, which will rise between 3% and 4% nationwide in November. This will also make it harder for inflation to resume its deceleration trend, especially considering the second-round effects that increases in utility rates have. Finally, citrus fruit prices (now out of season) will also need to be monitored.

Amid this context, **the Ecolatina CPI GBA rose 2.8% in November**, accelerating by 0.4 p.p. compared with the previous month (+2.4% in October). Within the index, the standout driver was the acceleration in *Food and Beverages* (+3.0%), resulting from higher beef prices (+4.5%), which picked up strongly in the second half of the month and may have an even stronger impact in December. Citrus fruits also accelerated (+6%). Group-wise, regulated prices increased 2.2% in the month (mainly due to higher gas and electricity rates), while both Core CPI and seasonal prices increased 3.0%.

Meanwhile, we expect the **pass-through from movements in the official exchange rate to remain limited** and with even less impact, given that exchange-rate uncertainty has dropped significantly following the elections and the U.S. Treasury's backing. The government's restrictive monetary policy stance and the continued wage anchor will also help contain price dynamics.

All this suggests that **inflation will end 2025 at around 30%**, slightly above expectations from a few months ago but still reflecting a significant deceleration compared with 2024.

FISCAL POLICY

Yet Another Month of Surplus

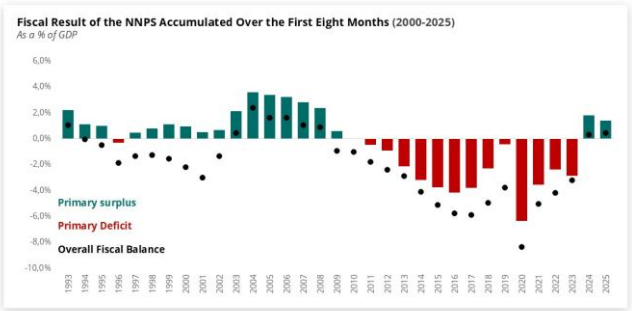
In October, the Non-Financial National Public Sector once again posted a solid fiscal performance. The month closed with a primary surplus of ARS 0.8 trillion which, after deducting ARS 0.3 trillion in interest payments, resulted in a financial surplus of ARS 0.5 trillion. With this outcome, the government continues to make progress toward the fiscal target set in the 2026 Budget Bill draft: so far this year, it has accumulated a primary surplus equivalent to 1.4% of GDP and a financial surplus of 0.4% of GDP.

The key to this performance lies in the sharp contraction of spending in real terms. Although primary spending shows a 1.7% nominal increase compared with 2024, it remains 28% below the cumulative level of 2023 in real terms. This structural reduction in expenditure has been the main driver of the fiscal balance and has allowed the surplus to hold despite weak revenues, which fell 1.5% YoY relative to 2024 and now sit 8% below the cumulative levels of 2023.

In parallel, further details on the 2026 Budget Bill will be released in the coming weeks. The bill projects a primary surplus of 1.5% of GDP and a financial surplus of 0.3% of GDP. Its approval would be an important institutional signal, not only because it would provide the formal framework for next year's fiscal policy, but also because the government needs to build majorities in order to move forward with the reforms it has put on the agenda: tax reform and labor reform.

In October, the **Non-Financial National Public Sector** once again posted a solid fiscal performance. The month closed with a primary surplus of ARS 0.8 trillion which, after deducting ARS 0.3 trillion in interest payments, resulted in a financial surplus of ARS 0.5 trillion. With this outcome, the government continues to make progress toward the fiscal target set in the 2026 Budget Bill draft (which estimates a primary surplus of 1.5% of GDP): so far this year, it has accumulated a primary surplus equivalent to 1.4% of GDP and a financial surplus of 0.4% of GDP.

APPROACHING THE FISCAL TARGET



The key to this performance lies in the sharp real contraction in spending. Although primary spending shows a 1.7% real increase compared with 2024, it remains 28% below the cumulative level of 2023. This structural reduction in expenditure has been the main driver of the fiscal balance and allowed the surplus to hold despite weak revenues, which fell 1.5% YoY relative to 2024 and stand 8% below the cumulative levels of 2023.

In short, the surplus is not the result of dynamic revenues, but rather of a decisive spending contraction that offset the decline in tax revenue and kept the fiscal balance on positive grounds.

Behind the Surplus Figures

In October, **both revenues and expenditures posted year-on-year declines in real terms**, falling 2.4% and 1.2%, respectively. However, on a month-on-month basis, primary spending virtually froze, compared to revenues that are increasingly constrained as already suggested by the tax revenue data.

Tax revenue fell again, with a 5.2% YoY contraction, marking a full quarter in negative territory. Part of this decline reflects the comparison against October 2024, when the PAIS tax was still in force and accounted for nearly 5% of total tax revenue. In fact, once that effect is removed, total revenue reverses direction and shows year-on-year growth close to 2%.

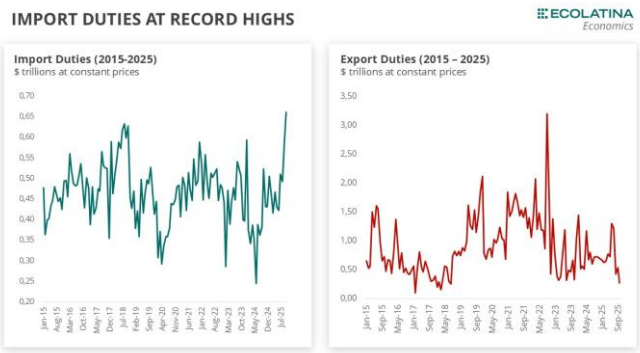
A shift is also visible in the composition of tax revenue, with greater weight coming from taxes linked to economic activity. **Social Security** contributions, which account for 36% of total revenue, grew on the back of an improvement in average gross wages (+3.6% compared with October 2024) and have

now expanded for more than a year without interruption. In the same vein, **Income Tax** —representing 10% of tax revenue— increased 8.1% YoY, while **VAT** —a quarter of tax revenue— remained broadly stable in real terms, matching the levels of October 2024 and October 2023. Meanwhile, the **Tax on Credits and Debits** posted 7.6% YoY growth, with a 12% share of total tax revenue.

In contrast, the **Personal Assets Tax** deepened its decline and fell 70% YoY in October, marking three consecutive months of contraction. This reflects, on the one hand, the base effect from the REIBP (*Special Regime for Advance Payment of Personal Assets Tax*) and, on the other, the tax amnesty that was in place last year.

Revenue linked to **foreign trade** also shows significant changes. In October 2024, trade-related taxes accounted for 11% of total revenue; one year later, their share has fallen to almost 9%. Within this category, the composition shifted: import taxes increased (+1.5 p.p. versus October 24) while export taxes declined (–3.8 p.p.).

More precisely, **Export Taxes** fell for the third consecutive month, in line with the government's tariff-reduction policy (Decrees 526/2025 and 682/2025), reaching their lowest revenue level since August 2018. In the opposite direction, **Import Taxes**—posting year-on-year growth since February—reached in October their highest revenue level in a decade, driven by the increase in imports.



On the spending side, primary expenditure posted a 1.2% YoY decline, but the magnitude of the adjustment becomes much more evident when compared with October 2023 levels: in real terms, current expenditure is 24% lower than it was back then.

Social Security Benefits, the largest spending item, remained broadly unchanged relative to last year (+0.2% YoY in real terms). Within this category, **Pensions and Retirement Benefits** increased 8.2% YoY, while the **Universal Child Allowance** rose 6.9% YoY. Although both items have been recovering steadily for eleven months, pension spending has only now returned to levels equivalent to those of October 2023. By contrast, the Universal Child Allowance was the only transfer that showed exponential growth, doubling in real terms relative to 2023.

As for **Economic Subsidies**, the consolidation process continued to deepen in 2025, both in energy and transport. In October, these subsidies declined 3.1% YoY. Similarly, **Capital Spending**, which in September had hinted at a modest rebound, fell again in October with a 12% YoY contraction. Its current level is equivalent to just 26% of the amount executed in October 2023.

Outlook

Throughout 2025, the national government maintained without deviation the fiscal path adopted at the beginning of the administration and succeeded in **establishing a surplus dynamic as the norm rather than the exception**. In this context, the strong financial surplus accumulated through October suggests that **meeting the annual fiscal target is virtually assured**, even considering that end-of-year seasonality tends to work against the balance. Although **December will likely show a deficit** —as is typical due to seasonal factors such as bonus payments— the government arrives with **sufficient fiscal buffer to absorb a deficit without jeopardizing the target**.

However, an analysis focused solely on the fiscal balance may obscure a key dimension: that of the **financing program and debt dynamics**. In December, close to ARS 40 trillion comes due and, to meet those maturities, the official calendar includes an auction scheduled for 11 December. Even so, a significant share of those maturities is held by the Central Bank and other public-sector entities, allowing the government to once again resort to conversion and swap operations to unwind those payments. It remains to be seen whether it can maintain a rollover ratio close to 100%, as it did in the last November auction, when it placed ARS 14 trillion against maturities of ARS 14.5 trillion.

To meet these requirements, the Treasury deployed an expanded set of instruments, including LECAPs, BONCAPs, BONCERs, LETAMs, and reintroduced short-term inflation-linked instruments. In general terms, **investors favored fixed-rate, shorter-tenor securities**, placing less emphasis on instruments with hedging features. While the most recent auctions proceeded without difficulty, it will be important to monitor whether exchange-rate dynamics start to condition the financing strategy in the upcoming placements.

In parallel, definitions regarding the **2026 Budget Bill** will be released in the coming days. The bill projects a primary surplus of 1.5% of GDP and a financial surplus of 0.3% of GDP. Its approval would represent an important institutional signal,

not only because it would provide the formal framework for fiscal policy implementation next year, but also because the ruling coalition needs to build congressional majorities to **move forward with the tax and labor reforms it has put on the agenda.**

EXTERNAL SECTOR

Energy-Driven Surplus

The trade balance posted a USD 800 million surplus in October, marking 23 consecutive months in positive territory. As a result, by the tenth month of the year the cumulative balance reached USD 6.8 billion, a decline of 57% YoY compared with the same period last year.

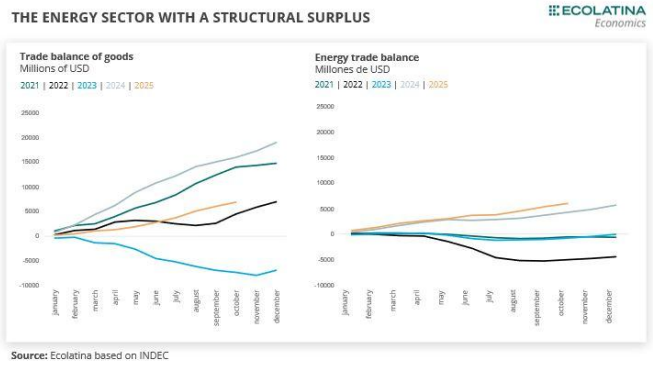
The energy balance recorded a USD 708 million surplus in the month, adding up to USD 7.5 billion through October. Within this category, exports totaled USD 913 million (+12.8% YoY) and USD 9.0 billion YTD (+12.8% YoY), while imports reached USD 205 million (+3.1% YoY) and USD 2.9 billion through October (-19.7% YoY).

With two months remaining until the end of the year, we estimate that the external sector will close 2025 with a cumulative trade surplus of around USD 8.0 billion, which would represent a decline of nearly half compared with the previous year.

The trade balance posted a USD 800 million surplus in October, marking 23 consecutive months in positive territory. As a result, by the tenth month of the year the cumulative balance reached USD 6.8 billion, a decline of 57% YoY compared with the same period in the previous year (when it had accumulated USD 15.9 billion).

Focusing on the energy front, **the surplus in this category reached USD 708 million in October**, accumulating USD 7.5 billion through the tenth month. Within the sector, exports amounted to USD 913 million (+12.8% YoY) and USD 9.0 billion YTD (+12.8% YoY), while imports totaled USD 205 M (+3.1% YoY) and USD 2.9 billion through October (-19.7% YoY). This sector warrants close monitoring as it is set to become the new structural contributor to the country's trade surplus.

Excluding the years affected by droughts, another sector that has been structurally surplus-generating for decades is **soybean production**. In particular, October recorded a surplus of USD 1.9 billion, representing a 36.3% YoY increase compared with the same month last year. Year-to-date, the sector has accumulated a surplus of USD 14.8 billion. In contrast, a sector that typically runs a deficit is the **automotive industry**. For example, in October it recorded a deficit of USD -763 M, accumulating a negative balance of USD -7.5 billion through October, up from USD -2.7 billion over the same period last year.



Focusing specifically on **exports**, they totaled USD 7.9 billion (+13.1% YoY) in October, accumulating USD 71.5 billion YTD (+8.1% YoY). In addition, volumes rose 13.9% YoY, while prices fell by -0.7% YoY. Notably, export volumes reached their highest levels in decades when observing the January–October cumulative period. On a monthly basis, however, exports showed a slight decline (-1.7%).

Broken down by category, **primary products** reached USD 1.9 billion (+63.8% YoY), with volumes up 71.0% YoY and prices down -4.3% YoY. This pronounced improvement continued to be explained by the temporary reduction in export taxes on grains implemented in September. For instance, in October, soybean export volumes increased 1,053.7% YoY.

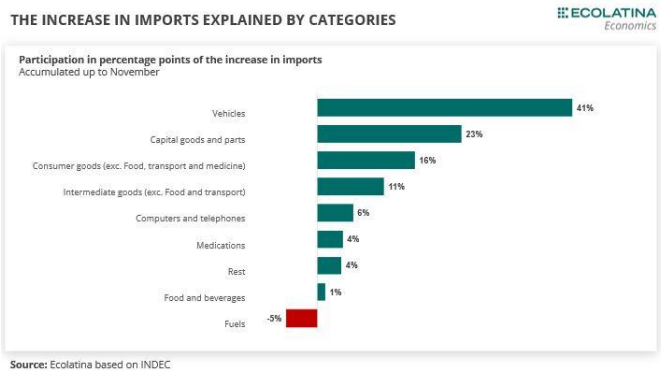
Meanwhile, **industrial products** totaled USD 2.4 billion (+8.1% YoY), while **processed agricultural products** reached USD 2.8 billion (-3.5% YoY).

Imports amounted to USD 7.2 billion, rising 16.9% YoY in October. In volumes, imports increased 21.3% YoY, with prices declining slightly (-0.3% YoY). Compared with the previous month, seasonally adjusted imports fell -2.3%.

As in previous months, the category with the largest increase was ***Other Imports***, which surged 236.6% YoY in October (USD 98 million), driven by direct-to-consumer imports. **Vehicles** increased by USD 545 M (+69.2% YoY) and **consumer goods** by USD 1.2 billion (+48.8% YoY).

Capital goods imports reached USD 1.3 billion (+20.0% YoY), **intermediate goods** rose USD 2.4 billion (+5.7% YoY), while **parts and accessories for capital goods** totaled USD 1.4 billion (-0.6% YoY). All these categories are closely linked to production processes and are showing more moderate growth.

Looking at the **year-to-date** figures, the vehicle category accounted for the largest share of the import increase (41%), followed by capital goods and parts (23%) and consumer goods (16%).



Finally, the **terms of trade index**, calculated as the ratio of the export price index to the import price index, reached 141.7, representing a 1.7% YoY increase. In other words, **if October 2024 prices had prevailed, the trade balance would have recorded a surplus of USD 683 million**. This implies that the country gained USD 137 million in terms of trade.

Outlook

With two months remaining until the end of the year, **we estimate that the external sector will close 2025 with a cumulative trade surplus of around USD 8.0 billion**, representing a decline of nearly half compared with last year's result. We expect **soybean exports** to again drive total exports in **November**, as they did over the past two months. According to the Rosario Board of Trade, total soybean shipments are projected to reach a ten-year record for the year-to-date figure. Specifically in November, a historic record is expected (exceeding 2 million tons), with China accounting for 94% of the volume, driven primarily by the temporary reduction in export taxes and by increased demand from China as a substitute for U.S. grains.

On the import side, the dynamics are expected to remain similar to recent months, with the most significant year-on-year increases concentrated in consumption-related categories.

Over the coming years, the main focus will remain on the energy, mining, and agro-industrial sectors, where current projections indicate continued expansion of the country's export capacity, making it relatively less dependent on climatic factors.

EXCHANGE RATE AND MONETARY POLICY

Sluggish Normalization

November ends with relative calm in the foreign exchange market. The official exchange rate gradually stabilized at a temporary equilibrium in the ARS 1,400–1,450 range, meaning the currency traded on average 5.5% below the ceiling of the band during the month.

Three factors explain November's exchange rate dynamics: (1) firmer expectations following the authorities' confirmation of the band system; (2) greater financial supply due to increased issuance of dollar-denominated corporate bonds; and (3) the Treasury resuming dollar purchases in the market, which set a floor near ARS 1,400. On the monetary front, there were significant developments: the Central Bank reduced the rate applied in its simultaneous trading sessions to a Nominal Annual Rate of 20% and began to normalize reserve requirements. The slow easing of reserve requirements provides limited room for a modest credit expansion, but a more meaningful recovery will require additional liquidity sources. This again brings to the fore the question of rebuilding the Central Bank's foreign reserves heading into 2026, through market purchases without the need for sterilization (that is, issuing a bond to absorb pesos).

Looking ahead, monetary dynamics will remain closely tied to the foreign exchange front. We see the government pursuing a sequence in which the Central Bank signals progress in rebuilding reserves, the country risk continues to decline, and Argentina regains access to international debt markets. A potential return to those markets would support a Financial Account capable of offsetting a possible Current Account deficit, allowing the Central Bank to rebuild reserves through borrowing and increased demand for

pesos. However, for this virtuous sequence to materialize, a credible foreign exchange framework and a more open Financial Account will be required.

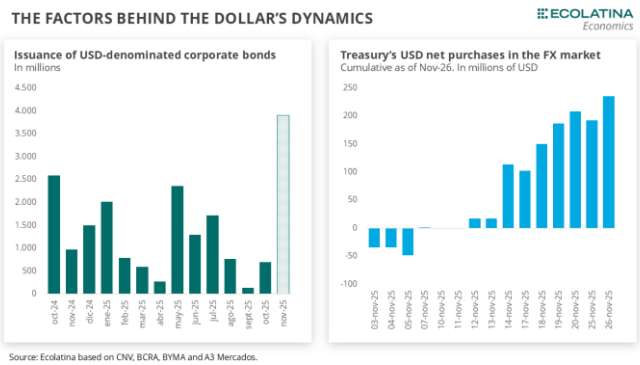
November ends with **relative calm in the foreign exchange market**. The official exchange gradually stabilized at a temporary equilibrium in the ARS 1,400–1,450 range, meaning the currency traded on average 5.5% below the upper limit of the band during the month.

In brief, three factors explain November's exchange rate dynamics. First, the **authorities' reaffirmation of the exchange rate bands** — from President Javier Milei to Economy Minister Luis Caputo. At FIEL's 2025 Annual Conference, the Economy Minister argued that full floating today is not preferable to the band system, in part due to ongoing political uncertainty and the fragility of money demand.

Second, **foreign exchange supply accelerated through financial inflows**. After the election and the decrease of country risk to around 600 basis points, domestic firms tapped the market for funding. A similar pattern occurred in late 2024 and early 2025 when, supported by the tax amnesty plan and declining country risk, domestic companies were able to obtain dollar financing at a lower cost.

Specifically, companies issued **USD 3.9 billion in dollar-denominated corporate bonds**. For context, USD 5.0 billion was issued during Q4 2024. An important point is that these issuances do not imply that the full amount will be realized in the official foreign exchange market. The potential supply will depend on firms' own obligations — such as rolling over debt — and only a share will be realized in the FX market.

Additionally, lower country risk and improved sentiment also enabled the Government of the City of Buenos Aires to return to international debt markets, successfully placing USD 600 million (against USD 1.7 billion in bids) at a rate of 7.8%.



Lastly, the **Treasury resumed dollar purchases in the foreign exchange market**. Based on partial data through 26 November, it is estimated that the Treasury accumulated net purchases of USD 235 million in the official forex market, in addition to USD 1.1 billion acquired from the Central Bank to meet payments to the IMF and to other official institutions. These operations help explain why the exchange rate found a floor near ARS 1,400, a level at which the Treasury seemed comfortable and stepped in to buy foreign currency when the rate hovered around (or even dipped below) that zone. As a result, we are effectively seeing **the band being reconfigured with a *de facto* floor at ARS 1,400 (versus ARS 927 *de jure*) and a ceiling of ARS 1,500**.

On the **monetary front**, several key decisions were made. We had highlighted that a window of opportunity was opening for the Central Bank to begin unwinding the monetary tightening, given that the temporary increase in reserve requirements was set to expire at the end of the month. Specifically, **the Central Bank partially eased reserve requirements**, reducing reserve requirements on demand deposits by 3.5 p.p. and, at the same time, increasing by 3.5 p.p. the share of those immobilized balances that can be met with holdings of government securities purchased in primary auctions with maturities exceeding 60 days. Additionally, it decided to extend the 5 p.p. reserve requirement increase that was due to expire on 28 November 2025 until 31 March 2026, and to lower the daily reserve requirement fulfilment ratio from 95% to 75% (before the increase, the daily requirement was 25%, and it was later raised to 100%). As a result, reserve requirements on demand deposits rose from 45% in early August to the current 50%, while their composition shifted from 40% cash and 5% government securities to 28% and 22%, respectively.

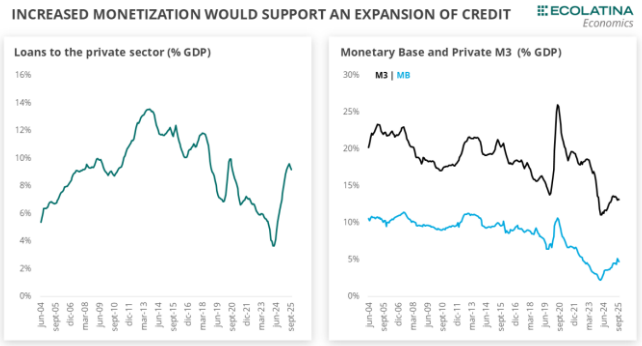
The measure targets two objectives. First, **it aims to facilitate the rollover of Treasury debt** (supported by the Central Bank's reduction of the rate applied in its simultaneous trading to a Nominal Annual Rate of 20%). In the auction from the last week of November, rollover reached 96.5%, with ARS 14 trillion awarded out of ARS 14.7 trillion in bids. Within that total, LECAP/BONCAP bonds maturing through April 2026 accounted for around 50% of the amount placed, with a cut-off rate set at a rate above the secondary market. Meanwhile, the TAMAR bill (M30A6) accounted for 20% of placements, driven by banks' interest in using government securities to meet reserve requirements (as discussed above).

Second, the measure also **seeks to reduce rate volatility**. The daily reserve requirement had generated "seasonal" volatility in market rates, as banks faced liquidity tightness ahead of the Treasury's biweekly auctions, which they used to obtain the pesos needed to meet daily reserve requirements. Under the new framework, banks will have greater flexibility to manage liquidity throughout the month (the remaining 25% is calculated as a monthly average).

The change also partially **increases banks' lending capacity**. In an environment with less rate volatility and a trend toward lower rates, banks will have additional resources that could support higher credit demand. Since the change in administration, the rebound in bank lending has resulted in peso loans to the private sector nearly doubling their share of GDP (9.2% of GDP currently vs. 4.8% of GDP in December 2023). This has translated into sector activity during the first nine months of the year running 17% above the same period of 2023 and 28% above 2024.

However, **further progress in credit expansion will require additional sources of liquidity**. This brings us to the recent debate regarding the **Central Bank's reserve purchases**. With shifting messages, part of the economic team and the executive branch have pointed to the Central Bank's ability to purchase dollars without the need for sterilization due to historically low money demand (i.e., without issuing bonds to withdraw the pesos injected into the market). We find it unlikely that the Monetary Base will return to 9% of GDP, given the technological and behavioral changes triggered by Argentina's high inflation. Even so, assuming economic activity grows 2.5% in 2026, validating a higher Monetary Base to accommodate greater transactions would imply purchases of only about USD 600 million. A "maximum" scenario — where the Monetary Base returns to 2022 levels (5.5% of GDP) — would imply purchases of USD 9.0 billion.

INCREASED MONETIZATION WOULD SUPPORT AN EXPANSION OF CREDIT



Source: Ecolatina based on BCRA.

In any event, **another key factor will be the management of bank liquidity**. For banks to expand their balance sheets, it will be necessary not only to reduce reserve requirements, but also to provide greater peso liquidity, with a potential source continuing to be Treasury auctions. In this regard, and to avoid strains on the financing program, we cannot rule out the strengthening of the Treasury's account at the Central Bank through an injection from public banks and, above all, through **new Central Bank profit transfers** to the Treasury, similar to the ARS 11.7 trillion transferred in April 2025. In this sense, the door was left ajar following the gain generated by the Treasury's operations canceling Non-Transferable Bills using the IMF disbursements and executed at an exchange rate higher than the one the Central Bank reported in its 2024 Financial Statement.

Looking ahead, **monetary dynamics will continue to be closely linked to the foreign exchange front**. We see the government pursuing a sequence in which the Central Bank signals progress in **rebuilding reserves**, **country risk declines further**, and Argentina **regains access to international debt markets**. A potential return to those markets would support a Financial Account that could help offset a possible Current Account deficit, and would allow the Central Bank to rebuild reserves through borrowing and greater demand for pesos. However, for this virtuous sequence to materialize, a credible foreign exchange framework and a more open Financial Account will be required.

All contents of this publication have been prepared by LATINCONSULT S.A. for the exclusive use of the recipients. It is for information purposes only and does not constitute an offer of and/or solicitation to buy or sell any financial product or instrument or a recommendation to invest and/or transact. The information and analyses presented are based on public and private sources that are considered reliable. Nevertheless, LATINCONSULT S.A. cannot guarantee the completeness and accuracy of this data. All opinions and estimates mentioned in the publication are subject to change without notice by LATINCONSULT S.A.. No part of this publication may be reproduced in any form or by any means, mechanical, photochemical, electronic, photocopying or otherwise, nor may it be distributed in any of these forms without the prior express permission of LATINCONSULT S.A..

PUBLISHER
German-Argentinean Chamber of Industry and Commerce
Av. Corrientes 327 – C1043AAD Buenos Aires
Tel.: (+54 11) 5219-4000 Fax: (+54 11) 5219-4001
E-Mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar
Internet: www.ahkargentina.com.ar
Original text and statistics: Ecolatina
Coordination: Julieta Barra
Edition: Christina Keim

ECONOMIC INDICATORS AND PROJECTIONS

	Monthly or Quarterly Indicators					Annual Indicators		
	Unit of measure	Date	Last Data	Date	Next Data	2024	2025p	2026p
Activity								
GDP	YoY %	II Q 25	**6,3**	III Q 25	3,5	-1,3	**4,2**	**2,5**
Total Consumption	YoY %	II Q 25	**8,5**	III Q 25	4,8	-3,1	**6,1**	**2,5**
Total Investment	YoY %	II Q 25	**32,1**	III Q 25	15,0	-17,2	**19,6**	**8,9**
Prices								
INDEC National CPI[1]	YoY %	oct.-25	**2,3**	nov.-25	2,4	117,8	**31,0**	**24,0**
Foreign Exchange								
Nominal FX[1]	ARS / USD	nov.-25	**1427**	dic.-25	1470,1	1020,7	**1470,1**	**1747,9**
Real Multillateral. ARS/USD(1)	Dec. ´01=100	nov.-25	**1,43**	dic.-25	1,39	1,15	**1,39**	**1,40**
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	oct.-25	**13,1**	nov.-25	14,6	16,8	**16,2**	**16,8**
Primary Expenditures	% GDP	oct.-25	**11,7**	nov.-25	13,1	15,0	**14,9**	**15,1**
National Primary Balance[2]	% GDP	oct.-25	**1,5**	nov.-25	1,5	1,8	**1,4**	**1,7**
Foreign Sector								
Exports	USD BN	oct.-25	**8,0**	nov.-25	7,6	79,7	**86,6**	**90,3**
Imports	USD BN	oct.-25	**7,2**	nov.-25	6,6	60,8	**77,7**	**83,9**
Trade Balance	USD BN	oct.-25	**0,8**	nov.-25	1,0	18,9	**8,9**	**6,4**
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	II Q 25	**-3,0**	III Q 25	-3,1	6,3	**-13,1**	**-12,0**
Interest Rates								
Monetary Policy Rate[1]	%	nov.-25	**20,0**	dic.-25	20,0	32,0	**20,0**	**20,0**
Private Banks BADLAR[1]	%	nov.-25	**30,1**	dic.-25	29,4	31,9	**29,4**	**21,2**

(1)Annual Indicators. December Average

(2)Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources