+541143943890 / +541143943863
+541152174101 / +541152174102
@macronalistas

Informe Nº 38 - 2025
10 de noviembre

INTERNACIONAL

- Recientemente el Banco Central Europeo llevó a cabo su anteúltima reunión de política monetaria, en la cual decidió dejar las tasas inalteradas, es la tercera reunión consecutiva donde toma dicha decisión.
- La inflacion en la zona del euro se encuentra claramente cercana al objetivo del BCE. Con el sector servicios explicando en gran parte la inflacion del índice núcleo, lo que se suele observar en periodos de estabilidad de precios.
- La actividad económica durante el tercer trimestre del año continuó aumentando en la zona del euro, y acelerando con respecto al segundo trimestre del año. Francia y España crecieron significativamente, Italia decreció apenas por segundo trimestre consecutivo y Alemania se mantuvo.

ARGENTINA

- Luego de haberse desmonetizado fuertemente durante los meses de septiembre y octubre, la economía comenzó la semana pasada a volver a hacerse de pesos. En particular, los bancos han comenzado a recomponer rápidamente sus tenencias en cuentas corrientes.
- Hasta ahora, la remonetización se ha dado a través de la recompra de deuda por parte del gobierno, que ha dejado vencer grandes montos en la licitación de la semana pasada. El BCRA ha esterilizado en buena parte estas inyecciones de liquidez.
- Si el gobierno busca abastecer la mayor demanda de pesos vía compra de reservas por parte del Tesoro, los depósitos que mantiene en el BCRA suponen un límite. Si bien pueden tomarse medidas para sortear esto, debe tenerse presente que la acumulación de grandes compras de reservas no parece una urgencia del corto plazo.

*El presente informe está dirigido a los clientes del estudio **Arriazu Macroanalistas,** con el objetivo de informar sobre la evolución de los principales indicadores económicos y las noticias más relevantes del ámbito nacional e internacional. Constituye una herramienta complementaria al asesoramiento que brindamos y no contiene proyecciones ni un análisis completo de la dinámica económica. El material presentado no debe tomarse como guía para la realización de inversiones.*

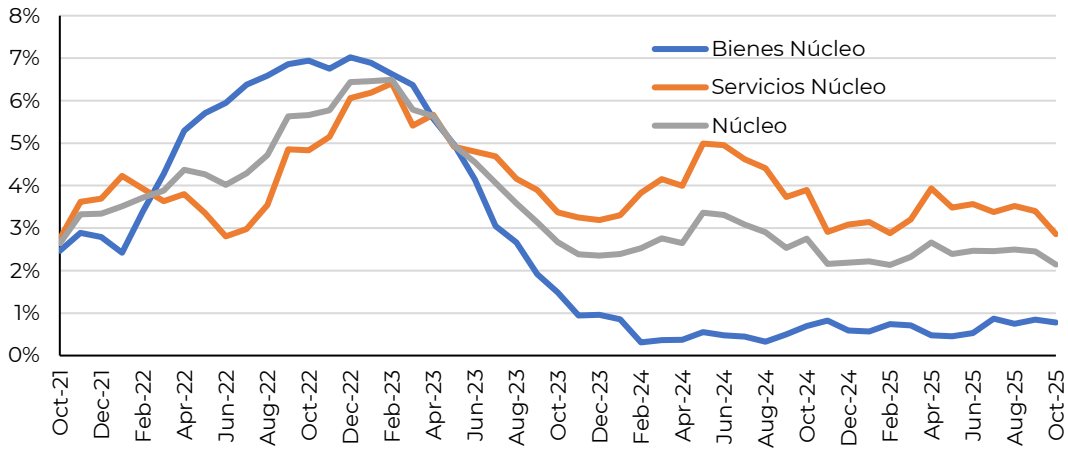
Zona del euro

Política monetaria e inflación

- **Recientemente el Banco Central Europeo mantuvo la tasa de política monetaria por tercera reunión consecutiva.** Recientemente el BCE llevó a cabo su séptima reunión de política monetaria en el año, en la cual decidió dejar la tasa inalterada por tercera reunión consecutiva. La tasa de política monetaria se mantiene en 2,15%, mientras que el corredor de pases en 2% y 2,4%. Resta una reunión más en el 2025 que se dará a mediados de diciembre, y se espera que mantenga los niveles actuales de tasas. El BCE comenzó a reducir sus tasas de política monetaria hacia junio del 2024, y desde entonces prácticamente en todas las reuniones bajó la tasa, en junio del corriente año detuvo la baja de tasas hasta el momento.
- **La inflacion se encuentra en un nivel muy cercano al objetivo del BCE.** La inflacion interanual registrada en el mes de octubre fue del 2%, lo que representa el objetivo de largo plazo del BCE, mientras que la inflacion núcleo fue del 2,4% interanual. Al analizar la evolución semestral las mismas ambas se encuentran en 2,1%. Concretamente en el mes de octubre la inflación anualizada fue del 2,2%, y la inflacion núcleo fue del 3,1%, donde destacó el aumento de los servicios.
- **La inflacion de octubre fue impulsada por los precios de los servicios principalmente**. Al analizar los componentes de la inflacion se ve que la misma fue principalmente impulsada por los servicios, concretamente en el mes de octubre los precios del rubro aumentaron un 4,8% anualizados y desestacionalizada, mientras que bienes industriales no-energéticos cayeron un -0,7%. Por otro lado, los precios de los alimentos y los precios energéticos, los rubros que se encuentran por fuera del índice núcleo, aumentaron un 1,2% y cayeron un -2% respectivamente.

Inflación Núcleo Desagregada

Inflación semestral anualizada



- **Asimismo, los servicios impulsaron la inflacion núcleo a lo largo del último año.** Asimismo, al analizar la evolución de la inflacion para periodos más largos se observa que los servicios también representan el rubro con mayor contribución. Concretamente, los precios de los servicios aumentaron un 2,9% en el semestre y un 3,4% en el último año, mientras que los bienes industriales no-energéticos hicieron lo propio en 0,8% y 0,6% respectivamente. Por otro lado, el rubro energía muestra caídas de –0,2% y -1,9%, mientras que alimentos de 3% y 2,5% respectivamente.
- Esta composición de la inflacion núcleo es similar a otros periodos de estabilidad de precios, donde los precios de los servicios tienden a aumentar por encima de los precios de los bienes, aproximadamente en 3% y 1% respectivamente.
- La inflacion semestral muestra una baja con respecto al mes pasado, provocada principalmente por el rubro servicios, esto se dio en parte también por un efecto arrastre, donde la inflacion de abril en servicios fue superior al 8% anualizado, sin embargo, la de mayo fue negativa en 1,5%, por lo que se espera que para noviembre la misma tienda a aumentar levemente.

Empleo y actividad económica

- **El mercado laboral se encuentra sólido en la zona del euro, con desempleo en niveles mínimos y salarios creciendo en términos reales.** El desempleo en la zona del euro fue del 6,3% para el mes de septiembre, niveles cercanos al mínimo de 6,2% que se vio hacia fines del año pasado. Asimismo, el empleo continuó aumentando en el primer semestre del 2025 a un ritmo anualizado del 1,1% creando casi 500 mil puestos de trabajo. Las vacantes de empleos se encuentran en niveles mínimos desde el 2021 de 2,3%. En el segundo trimestre del año los salarios aumentaron por encima de la inflación, pero muestran una desaceleración con respecto al primer trimestre del año y al año pasado.
- **La actividad económica aumentó durante el tercer trimestre del año, acelerando con respecto al segundo trimestre.** El PBI de la zona del euro creció en el tercer trimestre un 0,9% desestacionalizado y anualizado, lo que representa una aceleración con respecto al 0,5% del segundo trimestre del año. Dentro de las economías más relevantes Alemania mantuvo su nivel de actividad, no creció ni decreció. Por otro lado, Italia cayó un -0,1%, lo que representa el segundo trimestre consecutivo de caída del PBI, dado que en el segundo trimestre del año cayó un -0,2%.
- **Francia y España, por su parte, crecieron un 2% y un 2,6% respectivamente.** Francia muestra una aceleración con respecto al 1,3% del segundo trimestre del año, y al analizar los componentes de su crecimiento se ve que el sector externo representa uno de los impulsores más sólidos, aportando un 3,6%, mientras que la demanda agregada privada creció levemente un 0,6%, y la menor acumulación de inventarios contrajo -2,1%. España, por otro lado, fue principalmente impulsado por la demanda agregada privada, con un 4%, y el sector externo tendió a la contracción con un -2,2%.

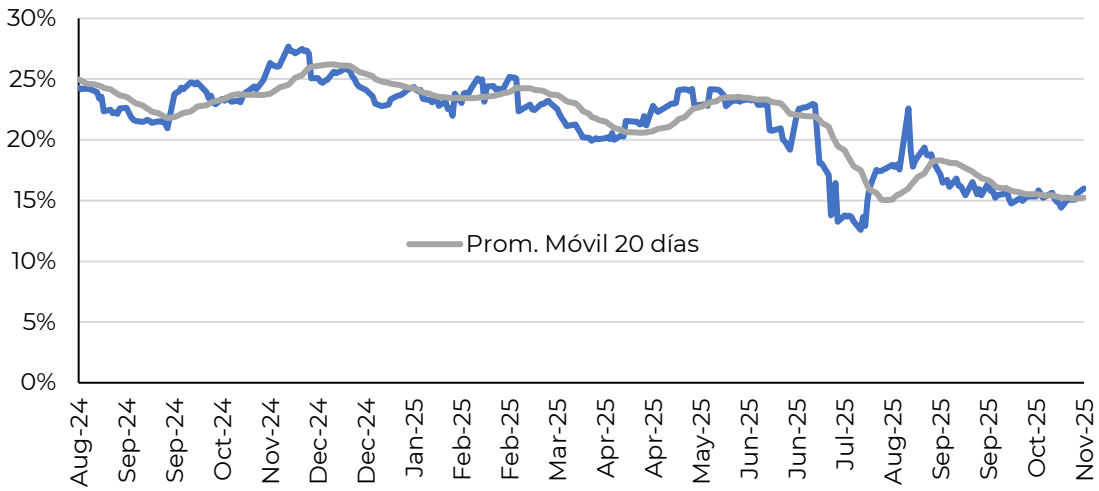
Remonetización y compra de reservas

El gobierno ya ha comenzado a reintroducir liquidez al sistema

- **Pasada la incertidumbre electoral, el gobierno ha avanzado en la remonetización de la economía.** En nuestro último informe detallamos como el ambiente de altísima incertidumbre y la búsqueda de refugio en el dólar habían dejado a la economía fuertemente desmonetizada en los días previos a las elecciones. ahora, una vez disipados los temores políticos, el gobierno ya ha comenzado a progresivamente normalizar las condiciones de liquidez. Puntualmente, al lunes de esta semana ya se ve una expansión de 2.0 billones de pesos en la base monetaria con respecto al viernes previo a las elecciones, aumento reflejado enteramente en las cuentas corrientes de entidades en el BCRA. Esta expansión permitió que la liquidez de entidades (suma de tenencias de efectivo y cuentas corrientes), que el 24 de octubre había tocado un mínimo de 14.4% de los depósitos en el sistema, vuelva a ubicarse en 16% (nivel similar al de mediados de septiembre).

Liquidez en Entidades Financieras

Activos líquidos como % de depósitos



- **Hasta el momento las inyecciones de liquidez se han dado a través de la recompra de deuda del tesoro.** El desarme de los depósitos en pesos que mantiene el Tesoro en el BCRA explica con creces la expansión monetaria registrada hasta ahora, siendo que la variación acumulada en esta cuenta desde el 24 de octubre alcanza los -6.5 billones de pesos. La inyección de este monto en el sistema de dio a través de la recompra de títulos públicos, tanto en el mercado secundario como en el primario; en particular, el tesoro dejo vencer unos 4.5 billones de pesos en la licitación liquidada el viernes 31 de octubre. Sin embargo, las intervenciones del BCRA en las ruedas simultáneas de BYMA han permitido a la entidad monetaria esterilizar buena parte de estos aumentos de liquidez, lo que explica que finalmente la expansión de base haya sido mucho más moderada.

- **Sin embargo, la última licitación de títulos públicos va en la dirección contraria.** Tras su última operación de canje de deuda con el BCRA (algo que se ha convertido en una regularidad previa a las licitaciones primarias), el Tesoro enfrenta vencimientos por unos 7.6 billones de pesos entre el 9 y el 10 de noviembre. Sin embargo, en su última licitación (llevada a cabo el pasado miércoles) logró colocaciones por 8.5 billones. De esta manera, la licitación acabará teniendo un efecto neto contractivo de unos 0.9 billones.
- **El equipo económico puede abastecer parte de la mayor demanda de pesos acumulando reservas.** La compra de reservas genera un efecto monetariamente expansivo cuando es llevada a cabo directamente por el BCRA, o también cuando es llevada a cabo por el Tesoro utilizando liquidez que se encontraba fuera del sistema.
- **Si el tesoro ha de ser el encargado de llevar a cabo estas operaciones, su stock de depósitos fuera del sistema pone un límite a la remonetización por esta vía.** El sistema de bandas cambiarias implica, en principio, que el BCRA solamente puede actuar como comprador de divisas cuando el tipo de cambio toca la banda inferior del esquema, actualmente ubicada por debajo de los 940 pesos por dólar. Si el Tesoro ha de ser entonces el encargado de remonetizar la economía vía compra de reservas, el primer límite a este proceso se encuentra en el stock de depósitos que mantiene en el BCRA. Actualmente, la cifra se encuentra en torno a los 5.2 billones, equivalente a unos 3660 millones de dólares al tipo de cambio actual.
- **El tesoro podría usar recursos de fuentes alternativas para comprar reservas, pero esto no permitiría ampliar la liquidez de la economía.** Lógicamente, el tesoro podría hacia adelante destinar la liquidez de otras fuentes a la compra de dólares en el mercado; entre ellas, la sobrecolocación de títulos públicos (como la vista esta semana), su superávit fiscal (aunque el mes de diciembre seguramente resulte deficitario), y también sus depósitos en el sistema financiero, que al cierre de agosto (último dato oficial disponible) ascendían a 18.6 billones de pesos. Sin embargo, operaciones de este tipo implicarían simplemente una transferencia de liquidez entre agentes dentro de la economía, sin impacto sobre el nivel de liquidez en el agregado. Por lo tanto, si bien el Tesoro estaría acumulando reservas, no estaría abasteciendo la mayor demanda de pesos en el proceso.
- **Alternativamente, el BCRA podría reajustar sus parámetros de intervención, o transferir liquidez al Tesoro de alguna manera.** Un ajuste hacia arriba de la banda inferior podría permitir que el BCRA sea el encargado de la compra de reservas en un nivel de tipo de cambio más cercano al actual. Alternativamente, el Tesoro podría recurrir al uso de adelantos transitorios o algún instrumento similar para que el BCRA transfiera liquidez a su cuenta.
- **Dicho esto, debe tenerse presente que el gobierno no enfrenta actualmente una urgencia que le imponga una rápida acumulación de reservas.** El orden macroeconómico, la disipación del riesgo político, el respaldo que ofrece el swap con el gobierno americano, y un gradual proceso de acumulación de reservas creemos será suficiente para continuar observando una caída en el riesgo país, que hoy se estima en torno a los 650 puntos. Esto a su vez permitirá al gobierno reinsertarse en los mercados internacionales de capitales, y refinanciar los vencimientos de deuda de mercado más próximos.

Resumen Financiero

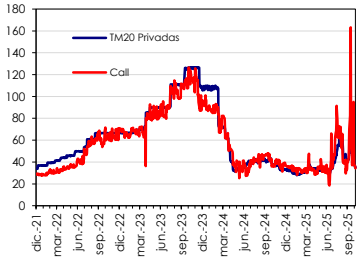
+541143943890 / +541143943863
+541152174101 / +541152174102
@macronalistas

10-Nov-25

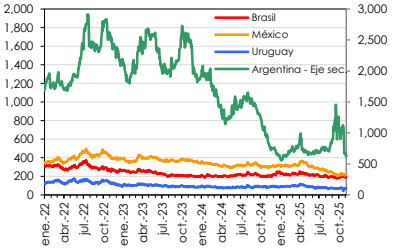
COTIZACIÓN DÓLAR ($/US$)	7-nov.-25	31-oct.-25	31-dic.-24	Variación diaria	Variación semanal	Variación fin de mes	Variación 31-Dec-24
Oficial	1454.66	1475.11	1061.83	-1.5%	-1.4%	-1.4%	37.0%
Turista	1878.50	1917.50	1368.25	-2.0%	-2.0%	-2.0%	37.3%
Contado c/ liquidación	1471.30	1506.53	1186.93	-1.5%	-2.3%	-2.3%	24.0%



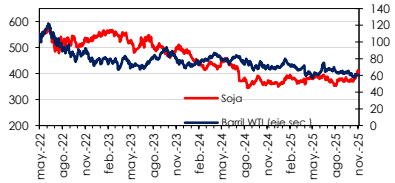
TASAS DE INTERÉS (Tasa Nominal Anual)	5-nov.-25	31-oct.-25	31-dic.-24	Variación diaria	Variación semanal	Variación fin de mes	Variación 31-Dec-24
Call Bancos Privados	34.20	37.34	39.25	-43	-2282	-314	-505
Pases entre terceros	27.80	32.60	35.73	-21	-2122	-480	-793
Badlar Privada	34.06	37.19	31.94	-94	-713	-313	213
Tamar Total	36.63	38.81	33.88	-119	-850	-219	275
Tamar Privada	36.31	38.31	34.25	-125	-831	-200	206
Personales	82.59	82.35	73.33	127	7	24	926
Adelantos	42.70	61.52	39.00	-320	-4173	-1882	370
Plazos Fijos USD - 30 dias	1.84	1.95	0.57	-4	-6	-11	127



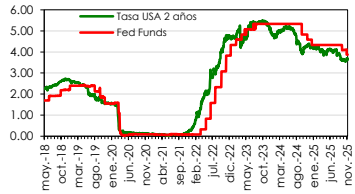
RIESGO PAÍS (Puntos Básicos)	6-nov.-25	31-oct.-25	31-dic.-24	Variación diaria	Variación semanal	Variación fin de mes	Variación 31-Dec-24
Argentina	641	662	635	17	-30	-21	6
Brasil	195	187	246	6	5	8	-50
México	224	212	319	6	8	12	-96
Uruguay	73	66	84	2	7	7	-12
Colombia	252	251	330	3	-3	0	-78
Chile	100	92	117	5	7	8	-17
Latino	327	318	427	6	4	9	-100
Global	244	236	297	6	4	8	-53



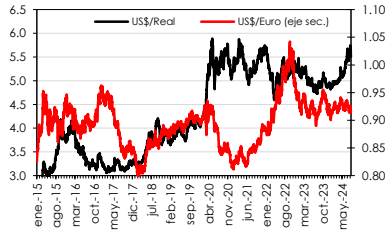
PRECIOS INTERNACIONALES (Commodities - US$)	7-nov.-25	31-oct.-25	31-dic.-24	Variación diaria	Variación semanal	Variación fin de mes	Variación 31-Dec-24
Oro onza NY	4,001.3	4,024.5	2,624.5	0.6%	-0.6%	-0.6%	52.5%
Petróleo barril WTI	502.7	516.6	406.0	-0.2%	-2.7%	-2.7%	23.8%
Trigo Ton. Chic.	168.2	168.4	180.5	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-6.8%
Maíz Ton. Chic.	404.8	399.4	366.8	0.9%	1.4%	1.4%	10.4%
Soja Ton. Chic.	59.8	60.7	71.7	0.5%	-1.5%	-1.5%	-16.7%



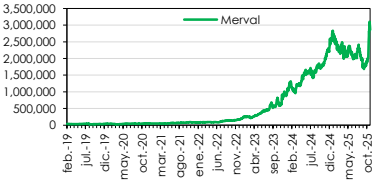
TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES (TNA-Variación en puntos)	7-nov.-25	31-oct.-25	31-dic.-24	Variación diaria	Variación semanal	Variación fin de mes	Variación 31-Dec-24
Fed Funds %	3.87%	3.87%	4.33%	0.00	0.00	0.00	-0.46
Tasa Alemania 2 años	1.99%	1.98%	2.08%	0.00	0.01	0.01	-0.09
Tasa USA 2 años	3.79%	3.76%	4.38%	0.01	0.03	0.03	-0.58
Tasa USA 10 años	4.10%	4.09%	4.57%	0.01	0.01	0.01	-0.47



TIPOS DE CAMBIO POR DÓLAR	7-nov.-25	31-oct.-25	31-dic.-24	Variación diaria	Variación semanal	Variación fin de mes	Variación 31-Dec-24
Dólar/Euro	1.16	1.16	1.04	0.2%	0.1%	0.1%	11.7%
Peso mexicano	18.45	18.55	20.83	-0.7%	-0.5%	-0.5%	-11.4%
Peso chileno	945.70	942.38	994.92	0.2%	0.4%	0.4%	-4.9%
Real	5.33	5.38	6.18	-0.3%	-0.9%	-0.9%	-13.7%
Dólar/Libra	0.76	0.76	0.80	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-4.9%
Yen	153.42	154.17	157.20	0.2%	-0.5%	-0.5%	-2.4%
Yuan	7.12	7.12	7.30	0.0%	0.1%	0.1%	-2.4%



BOLSAS MUNDIALES	7-nov.-25	31-oct.-25	31-dic.-24	Variación diaria	Variación semanal	Variación fin de mes	Variación 31-Dec-24
Merval	2,864,647	2,793,520	2,533,635	-3.7%	2.5%	2.5%	13.1%
Bovespa	154,064	148,780	120,283	0.5%	3.6%	3.6%	28.1%
Mexbol	63,376	62,890	49,513	0.4%	0.8%	0.8%	28.0%
Dow Jones	46,987	47,522	42,544	0.2%	-1.1%	-1.1%	10.4%
Nikkei	50,276	52,411	39,895	-1.2%	-4.1%	-4.1%	26.0%



ARRIAZU
Macroanalistas