vectorial

INFORME SEMANAL

Semana #44/2025 | 31 de octubre de 2025 | Tiempo de lectura: 15m

EL "SEGUNDO GOBIERNO" DE MILEI Y SU PROPIA HERENCIA

Se acabaron las excusas. Con la **contundente victoria del oficialismo** en las elecciones de medio término **se despeja el factor de riesgo político**, por lo cual todo el peso de la responsabilidad sobre lo que pase en 2026 y 2027 recaerá sobre la administración actual. **Ya no puede culparse a la herencia** ni a "la oposición golpista". Los resultados de la política económica del gobierno serán totalmente responsabilidad de cómo recalibren el modelo que el propio BCRA ha definido como "de transición".

La primera reacción al resultado electoral fue de entusiasmo por parte del mercado. El índice Merval tuvo su **mayor suba diaria en la historia**, y el Riesgo País se redujo en 500 puntos básicos. La reacción inicial se ha sostenido durante la semana, mostrando un **panorama de mayor optimismo** que el visto durante el último año, desde los máximos de enero.

Riesgo país



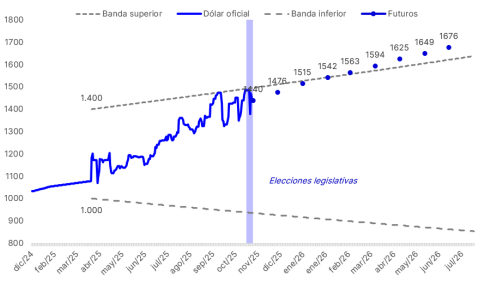
Fuente: Vectorial, a partir de datos del JP Morgan.

Por el contrario, **el mercado de cambios se ha mostrado reacio**. La baja inicial del 10% que registró el dólar el lunes siguiente a la elección se vio corregida en la misma jornada y durante el martes **el precio del dólar incluso estuvo cerca de tocar la banda superior**. Al día jueves, el mayorista continúa oscilando alrededor de los $1.430, con **los futuros por encima de la banda superior a partir de febrero 2026**.

EN DOS MINUTOS

Tras la contundente victoria del oficialismo en las elecciones de medio término, se disipa el riesgo político y todo el peso de la responsabilidad económica recae sobre la administración Milei. El mercado financiero celebró con récords en el Merval y una fuerte baja del riesgo país, pero el frente cambiario volvió a tensarse, mostrando que la confianza sigue incompleta y la estabilidad es precaria. Con tasas en retroceso y un discurso de "transición" por parte del BCRA, el Gobierno enfrenta ahora la obligación de transformar la aparente calma financiera en recuperación real. Sin embargo, los salarios continúan planchados —utilizados como ancla antiinflacionaria— y la demanda interna se resiente, frenando la actividad. El repunte del comercio exterior se apoya casi exclusivamente en los productos primarios y la energía, mientras las importaciones de consumo crecen a tasas de tres dígitos, anticipando tensiones futuras. En este escenario, la economía post electoral se enfrenta a un dilema clásico: cómo sostenerla calma cambiaria y el equilibrio fiscal sin sacrificar el poder adquisitivo ni volver a depender del endeudamiento externo.

Tipo de cambio y Futuros



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA y del mercado.

El día miércoles s**e llevó adelante una abultada licitación con vencimientos por $12 billone**s. El resultado mostró el estrés del sistema financiero, con un **roll-over de 57%**. Esto implica que el día viernes entrarán al sistema $5 billones. Estos se suman a alrededor de $1 billón que el BCRA volcó mediante recompra de Letras en el mercado secundario. Con este impulso, **las tasas comprimieron considerablemente a la baja.** Actualmente **todas las letras a tasa fija operan por debajo del 3% mensual**.

Un riesgo país en caída, fortaleza política para llevar adelante las reformas que el Gobierno pretende, tasas más bajas que deberían empujar el crédito y el apoyo de EEUU en caso de emergencia. Con este cóctel, la responsabilidad del equipo económico por lograr el crecimiento económico y la estabilidad se maximiza. En caso de que esto no suceda, deberá buscarse culpables entre las propias rigideces de su programa.

Por ahora **no han habido señales de flexibilización del esquema cambiario**. Ni en términos de ajustar la banda superior (que durante el proceso electoral se demostró insuficiente, con la necesidad de que el Tesoro americano inyectara 2.100 millones de dólares para sostenerla), ni en términos de mayor apertura de los controles cambiarios (de hecho se mantiene la restricción cruzada implementada en los peores momentos de la campaña electoral), ni en términos de compra de reservas, aunque en este sentido **el vicepresidente del BCRA realizó una presentación en Washington indicando que en el 2026 se encararía la remonetización de la economía mediante compra de reservas**. Esto, por ahora, ha quedado en los papeles, sin intervención en el mercado de cambios.

Otro probable obstáculo para la estabilización es la **creciente opacidad en la gestión de la política monetaria**. Sin comunicación oficial alguna, las estadísticas de la entidad mostraron que **durante octubre se ofreció un nuevo Pasivo Remunerado al Tesoro americano a cambio de la venta de dólares llevada adelante en el MULC**. Se desconoce tanto la tasa que devenga dicho instrumento como su duración. U**na de las principales lecciones de la macroeconomía global, además de ser una de las buenas prácticas en el manejo de los bancos centrales, es que la comunicación del *policy maker* y la formación de expectativas son cruciales para la estabilización**. Actualmente, a pesar de la buena racha que ha conseguido en el mercado, **el BCRA avanza en el sentido opuesto**.

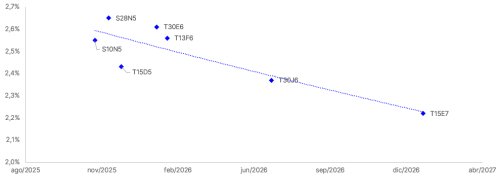
Más allá de estos obstáculos, el resultado electoral y sus impactos positivos en los mercados allanan el camino para la estabilización de algunas variables macrofinancieras. Sin embargo, **persiste el desafío de si será suficiente para encaminar la economía real**.

En ese sentido, **la evolución reciente de los salarios deja entrever que el impulso a la economía real es una asignación pendiente.**

En agosto **los salarios registrados crecieron tímidamente por segundo mes consecutivo**, al 0,5% o 0,4% según la inflación utilizada para medir esta variación (con los ponderadores de la ENGHO 2004-2005 o los de la más reciente en 2017-2018). Estos **incre-**

Bonos a tasa fija

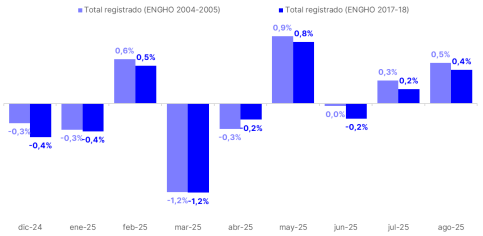
Tasa efectiva mensual



Fuente: Vectorial, a partir de datos del mercado.

Salarios registrados (privados y públicos)

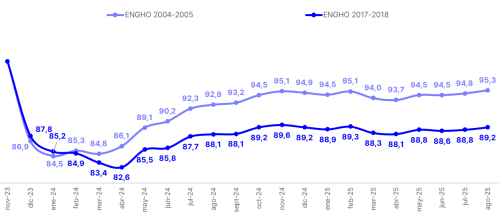
Variación real



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Salario real del sector registrado

Índice base noviembre-2023=100



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

mentos a cuentagotas muestran una velocidad de recomposición excesivamente lenta, en línea con la **estrategia del Gobierno Nacional de utilizar a esta variable como un ancla anti inflacionaria.**

No obstante, esto tiene un **costo evidente en materia de actividad.** En las mismas encuestas de tendencia de negocios del INDEC, tanto para el caso de las ventas en supermercados como para la industria manufacturera, los empresarios entrevistados señalaron que **el principal obstáculo para mejorar su situación es la demanda interna insuficiente**. Por este motivo, **la quietud relativa en los ingresos de los trabajadores no solo termina siendo un ancla a los precios sino también a las cantidades**.

Así, los salarios registrados aún se encuentran, en promedio, un 4,7% por debajo de noviembre de 2023. Esta caída sería del 10,8% si se deflacta por la inflación actualizada por la ENGHO más reciente.

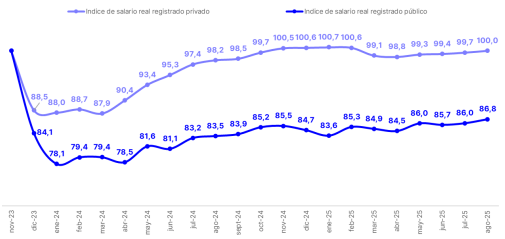
Por su parte, **los trabajadores públicos son quienes se llevan la peor parte del retraso salarial, con un 13,2% de pérdida** y con un ascenso excesivamente lento. Tampoco se observa una mejora para el caso de **los trabajadores registrados privados, que recién en agosto vuelven a tener niveles similares a los de noviembre de 2023**, mientras que lo que va del 2025 se encuentran orbitando en un 1% por debajo de estos valores.

En este aspecto, **una noticia que reviste importancia se encuentra vinculada a la implementación de los salarios dinámicos**. Esta propuesta por parte del Gobierno Nacional, en el marco de una reforma laboral más ambiciosa aún no tiene las suficientes aclaraciones respecto a su naturaleza. No obstante, **la idea ronda en fortalecer los ítems variables de los acuerdos salariales, en donde los incrementos se guíen más por el cumplimiento de objetivos (a determinar por las empresas) que por la evolución de la inflación y los propios acuerdos paritarios sectoriales**. Si bien el Gobierno aclara que esta medida fortalecerá a los ingresos de los trabajadores, **parece ser un eslabón más en la misma estrategia llevada adelante desde la asunción de Milei de desvincular los salarios de la inflación y que estos sirvan como ancla estabilizadora**.

Justamente como venimos señalando desde hace varios meses, **el segmento en donde el Gobierno no tiene injerencia debido a las características intrínsecas del mismo (los no registrados) es en donde mayores avances se obtuvieron**. Con holgura, los salarios de los trabajadores no registrados superan el periodo base, teniendo ganancias del 20,4% o del 13,1% según los ponderadores utilizados.

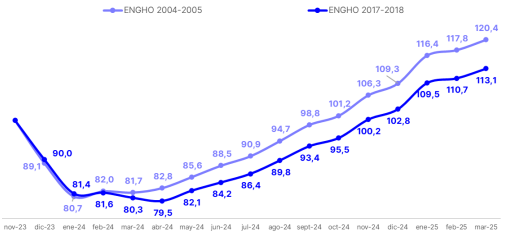
Si bien los salarios en agosto experimentaron una leve suba en términos reales, **el ingreso disponible de los trabajadores continúa en descenso**. En promedio, el ingreso disponible de los salarios se encuentra 24 puntos por debajo del nivel que registraba en noviembre de 2023. Sin embargo, **sectores particulares de la población asalariada registran comportamientos disímiles en lo que se refiere a este indicador**. Mientras que los asalariados del decil 10

Salarios reales del sector registrado privado y público. ENGHO 2004-2005.
Índice base noviembre-2023=100



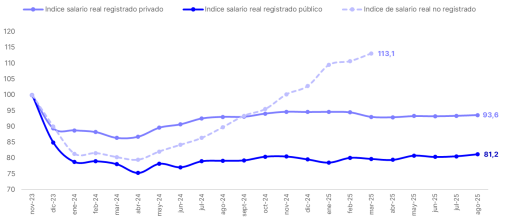
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Salario real del sector no registrado
Índice base noviembre-2023=100



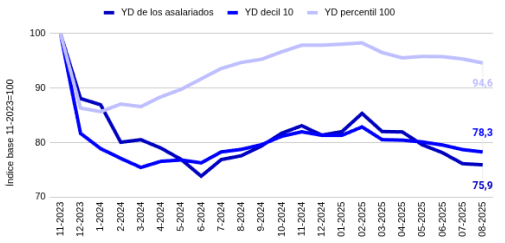
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Salario real en base a la inflación con los ponderadores de la ENGHO 2017-2018
Índice base noviembre-2023=100



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Ingreso disponible (YD) de los asalariados (antes de impuestos directos) ajustado por IPC Nacional (reponderado según ENGHO 2017)
Índice base 11-2023=100



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC y del mercado.

(el de mayores ingresos) mejora relativamente respecto al promedio (se encuentra "solo" 22 puntos por debajo del nivel de noviembre 2023), los asalariados del percentil 100, es decir **el 1% más rico de los trabajadores asalariados registra un ingreso disponible apenas 5% menor al que registraba en el mes previo al cambio de gobierno**. Aún dentro del empeoramiento general de los ingresos, **las inequidades distributivas son evidentes,** lo cual posiblemente explique la disminución de las ventas de consumo masivo y el achicamiento generalizado de la dinámica del mercado interno.

Así como un desafío post electoral se vincula a la recuperación de los ingresos de toda la sociedad, e**l otro gran desafío aparece (cuándo no) por el lado de las cuentas externas, y en particular, el balance comercial**.

Si bien **en septiembre el superávit comercial fue de 921 millones de dólares**, **existen señales de evidente agotamiento. Las exportaciones registraron un crecimiento anual del 16,9% en septiembre (7,5% acumulado), un desempeño explicado casi en su totalidad por el impulso de los productos primarios (43,0% en septiembre) que se vieron beneficiados de la eliminación temporal de las retenciones**. En segundo lugar, combustibles y energía (25,0%) y manufacturas de origen agropecuario (11,2%) también contribuyeron al aumento de las exportaciones. Como contracara, **las manufacturas de origen industrial crecen solo 3,5% en septiembre, siendo el segmento de menor incremento**.

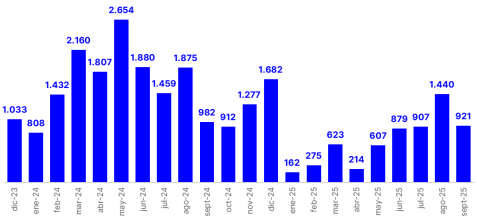
Por su parte, **las importaciones se disparan a ritmos alarmantes, especialmente en categorías de consumo**: vehículos automotores de pasajeros con un crecimiento acumulado del 122,9%, bienes de consumo (64,9% acumulado), bienes de capital (67,3% acumulado) y la categoría 'Resto' que crece explosivamente a 376,1% en septiembre (debido a que incluye a las plataformas de compras *online* en el exterior).

Más allá de que por el momento el superávit comercial parecería estar garantizado, **el rol que juega la balanza energética es determinante para explicar este resultado**. Incluso, durante el primer cuatrimestre del año, se hubiera registrado un déficit comercial de no ser por el desempeño del sector. En particular, para el mes de septiembre, el balance comercial energético aportó el 84% del saldo comercial total.

De esta manera se profundiza una configuración productiva y comercial que, si bien muestra resultados favorables, aumenta la exposición de las exportaciones a los vaivenes de los precios internacionales de estos productos.

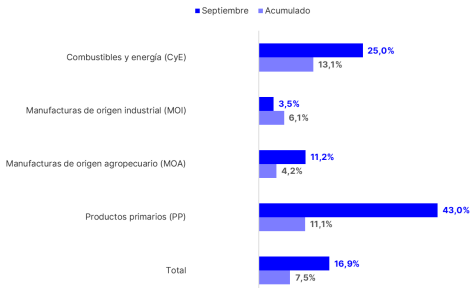
En conclusión**, el gran desafío que plantea la economía post electoral se define en el repunte de la actividad económica y del consumo masivo que, a su vez, puede redundar en una avalancha importadora de bienes de consumo dañando así el balance comercial y requiriendo, cada vez más, del ingreso de flujos de ca-**

Saldo del intercambio comercial argentino
Millones de USD



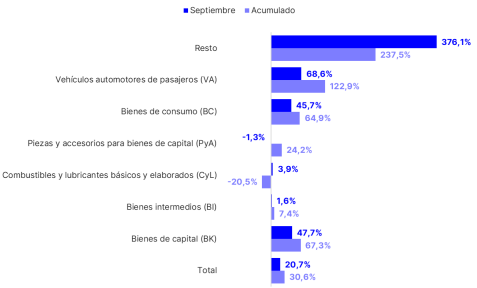
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Variación anual de las exportaciones por grandes rubros



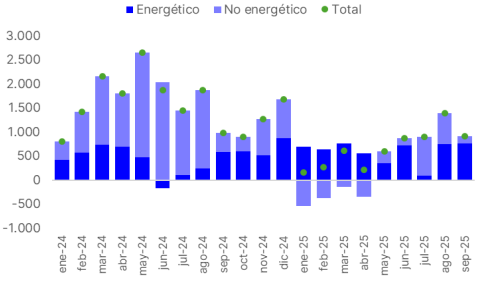
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Variación anual de las importaciones por uso económico



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Saldo comercial energético y no energético
Millones de dólares



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

pitales del exterior para sostener una estabilidad -todavía- precaria.

vectorial | hola@vectorial.com.ar | vectorial.com.ar | X: @vectorial_AR | 11-5952-3252

Eduardo Hecker Director + Federico Sánchez Director Ejecutivo + Haroldo Montagu Economista Jefe

Staff de economistas: Kevin Castillo + Federico Machado

DISCLAIMER: la información contenida en el presente reporte se elabora a partir de datos provenientes de organismos oficiales (públicos y privados) y por lo tanto se trata de información pública que Vectorial considera confiable y recopila de manera sistemática. No obstante, dicha información no necesariamente está exenta de errores y/u omisiones por los cuales Vectorial no se hace responsable, ni tampoco se hace responsable por el uso que clientes y terceras partes le den a la información provista en este informe. Ningún cliente o tercera parte debe asumir que la información presentada y/o puesta a disposición en este reporte comporta un sustituto de asesoramiento individual y personalizado en materia de inversiones por parte de Vectorial y cualquiera de sus empleados. Está prohibida la distribución y/o reproducción parcial o total de este informe sin el expreso consentimiento de Vectorial.