

INFORME SEMANAL

Semana #45/2025 | 7 de noviembre de 2025 | Tiempo de lectura: 16m

LUEGO DE LA EUFORIA POSELECTORAL, RETORNO A LA INCERTIDUMBRE

Despejado el impulso de mercado post-elecciones donde se internalizaron en precios los anuncios del apoyo de Estados Unidos, **empiezan a reaparecer las dudas sobre cómo continuará hacia adelante el programa económico del Gobierno.**

Un gran interrogante que surge, es si efectivamente se abrirá el acceso al mercado internacional de crédito, que hasta ahora se ha mostrado reticente al segundo mandato de Luis Caputo. **El Riesgo País se estacionó en torno a los 650 puntos y parece esperar (aún más) novedades para converger hacia niveles más atractivos.** Estas novedades podrían venir por el lado de la **acumulación de Reservas o, alternativamente, por anuncios de recompra de la deuda de corto plazo.**



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

En cuanto a la acumulación de Reservas, **tanto el BCRA como el propio Milei empezaron a virar en su discurso durante la semana pasada, planteando que con la recuperación de la demanda de dinero que se espera en 2026 la economía necesitará remonetizarse, y que eso podría hacerse comprando reservas.** Es decir, se admite la posibilidad de emitir pesos contra compra de dólares, algo que hasta ahora era considerado un desvío del programa. Sin embargo, **es la propia rigidez del esquema cambiario la que atenta contra esta idea,** dado que **si el BCRA se introduce como comprador en el mercado de cambios, probablemente empujará al ti-**

EN DOS MINUTOS

Tras el entusiasmo inicial post-electoral, los mercados comienzan a recalibrar sus expectativas ante la falta de definiciones concretas sobre la próxima etapa del programa económico. El acceso al crédito externo continúa vedado y el riesgo país se estabiliza en torno a los 650 puntos, a la espera de señales más claras sobre la estrategia de acumulación de reservas y la sostenibilidad del esquema cambiario. Aunque el Gobierno insinúa una futura remonetización mediante compras de divisas, la rigidez del sistema actual limita esa posibilidad. En paralelo, la compresión de tasas en pesos y la Formación de Activos Externos reflejan tensiones crecientes en la cuenta financiera. Por el lado fiscal se presentan más desafíos, la recaudación volvió a caer en términos reales (-3,5% interanual en octubre) marcando el peor desempeño para ese mes desde 2017, dejando en evidencia el agotamiento de recursos extraordinarios y la pérdida de capacidad tributaria estructural en el marco de una economía que no logra despegar del todo. De esta manera, el ajuste del gasto sigue siendo, por ahora, la única válvula para mantener un precario -pero sostenido- equilibrio primario.



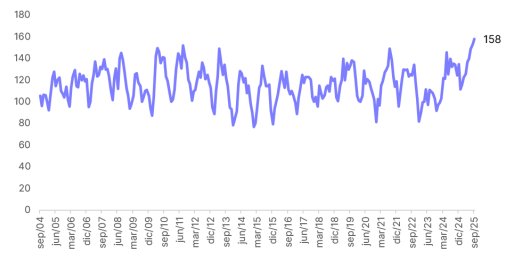
Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA y del mercado.

po de cambio contra la banda superior, donde tendría que pasar a vender.

Entonces, para que veamos una política sostenida de compras deben pasar una de dos cosas: **o se desplaza hacia arriba la banda superior (transformando el techo actual en un piso), o aparece suficiente oferta privada de divisas para mantener al dólar al interior de las bandas aún con el BCRA comprando en cantidad.**

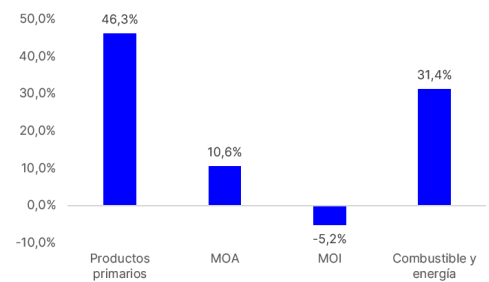
Respecto a la oferta privada, **el Gobierno se muestra discursivamente optimista, dado que señalan que las cantidades exportadas, de acuerdo al registro de septiembre, "se encuentran en máximos"**. Este dato se encuentra fuertemente influido por el desarrollo de Vaca Muerta (el *game-changer* en materia de comercio exterior) pero además por la **baja transitoria de las retenciones en septiembre (factor meramente coyuntural)**. De hecho si descomponemos en índice por rubro, vemos que **la variación interanual es liderada por productos primarios (soja), seguido por combustibles y energía**. Las manufacturas de origen agropecuario muestran un desempeño mucho más moderado, mientras que **las cantidades exportadas manufacturas de origen industrial directamente se están reduciendo.**

Índice de cantidades exportadas
Base 2004=100



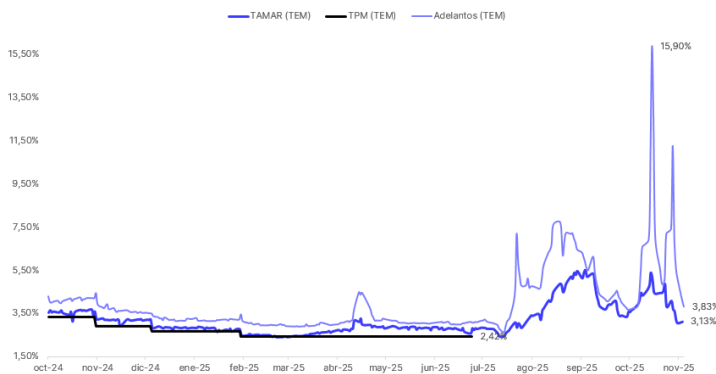
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Cantidades exportadas por rubro. Septiembre 2025.
Variación interanual



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Tasas en pesos
Tasa efectiva mensual

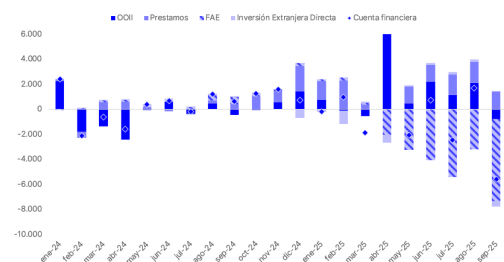


Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

En cuanto al carry-trade, venimos viendo una **considerable compresión de tasas en pesos**. Incluso el BCRA bajó la tasa de simultáneas del 25% al 22% (equivalente al 1,8% mensual, es decir, negativa según los últimos sondeos de inflación). **El propio Tesoro de los Estados Unidos "desarmó" su posición de carry, dado que los 2.000 millones de dólares que estaban colocados en una letra en pesos en el BCRA ahora figuran como en el rubro "otros pasivos",** lo cual indica que probablemente haya sido una **activación del tramo del swap con EEUU**. El menor atractivo de las tasas en pesos permitirá una **mejor recuperación de la actividad económica, pero sin duda desalienta esa canilla para sostener al tipo de cambio.**

De hecho, **el balance del mercado de cambios muestra una cuenta financiera deficitaria desde mayo en adelante, con un rol sobresaliente de la Formación de Activos Externos. La misma alcanzó en septiembre un déficit neto de -6.577 millones y acumula desde abril la suma de -24.496 millones.** Parece difícil que sin se-

Cuenta financiera del balance cambiario
Millones de dólares



Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA.

ñales claras para confiar en la moneda doméstica pueda esperarse o una reversión del resultado de la cuenta financiera o, aún más difícil, que la cuenta corriente alcance para cubrir tales déficits.

Por lo tanto, **la posibilidad de acumular reservas mediante compras se ve limitada por la configuración del esquema actual**, por lo cual **un regreso a los mercados internacionales de capitales inminente sólo sería posible si el Gobierno logra concretar una importante operación de canje/reestructuración que deje espacio durante los próximos años**. Si ese es el caso, el equipo económico podría verse tentado a cometer **los mismos errores de intentos de estabilización anteriores (la convertibilidad, el macrismo): sobreendeudarse para robustecer la posición financiera del Estado sobre bases muy poco sólidas, que probablemente se vuelvan en contra en el marco del proceso electoral 2027**.

Al igual que con el esquema financiero/cambiario, **el otro gran desafío que viene enfrentando el gobierno es el tributario y, por ende, el fiscal**.

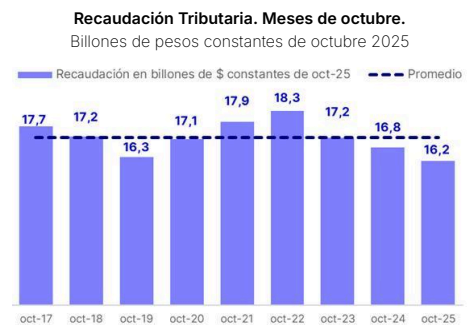
La recaudación de los tributos nacionales mostró una leve contracción en octubre del 3,5% real anual, resultado que si bien representa una mejora respecto a la abrupta caída en septiembre (-8,7%), continúa **evidenciando las dificultades estructurales que enfrenta la cuestión fiscal de la administración Milei**. **Este cuarto tropiezo del año, aunque de menor magnitud que los anteriores (a excepción de agosto), se produce en un contexto donde la comparación interanual está artificialmente deprimida por los ingresos extraordinarios de octubre de 2024**. Sin estos efectos base, que incluyen el REIBP, la moratoria y el extinto Impuesto PAIS, la variación habría sido positiva en torno al 4,5%.

La comparación histórica revela un panorama inquietante: **el mes de octubre del corriente año se posiciona como el peor octubre desde 2017**, por debajo incluso de octubre de 2019 durante la crisis final del Gobierno de Macri. Más relevante aún, **la recaudación se ubicó por debajo del promedio histórico de los últimos nueve años y significativamente por debajo de los niveles alcanzados en 2021 y 2022**. Sin dudas, se verifica un **retroceso temporal en la capacidad recaudatoria del Estado limita el margen fiscal del gobierno** y que, a su vez, de acuerdo a los preceptos libertarios, **obliga a continuar por la senda del recorte del gasto público para mantener el superávit primario**.

La contracción real del -3,5% respecto al mismo mes del año pasado en la recaudación total refleja un **escenario de claroscuros donde los crecimientos moderados de algunos tributos resultaron insuficientes para compensar los derrumbes de bienes personales y derechos de exportación** (como así también del Impuesto PAIS ya inexistente). **El efecto base juega un rol protagónico en este resultado**: en octubre 2024 ingresaron recursos extraordinarios del REIBP, pagos de la moratoria (Ley 27.743) con condonación del 50% de intereses resarcitorios y punitivos, y recaudación del Impuesto PAIS que actualmente no existe.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se estimó una inflación del 2,2% para el mes de octubre.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se estimó una inflación del 2,2% para el mes de octubre.

El Impuesto sobre Bienes Personales experimentó un severo desplome del -67,8%, profundizando la esperable tendencia negativa que arrastra desde la implementación del REIBP. La cancelación anticipada de obligaciones fiscales hasta 2027 continúa erosionando este tributo, que en octubre 2024 había recaudado \$137.708 millones entre bienes regularizados y no regularizados del régimen especial, además de ingresos provenientes de la moratoria. Este año, con solo \$96.702 millones recaudados, **el impuesto evidencia el agotamiento de la medida extraordinaria y plantea serios interrogantes sobre la sostenibilidad de la recaudación de este gravamen en los próximos años.**

Los Derechos de Exportación registraron un colapso real del -65,9%, consolidándose como uno de los principales elementos contractivos del mes. Este derrumbe responde a una **combinación de factores de política económica y efectos calendario que se potenciaron mutuamente.** La baja de aranceles dispuesta por el **Decreto 526/2025 operó como factor contractivo permanente,** mientras que el adelantamiento de pagos debido a la **reducción transitoria de alícuotas (Decreto 38/2025, vigente hasta junio)** generó ingresos extraordinarios en meses previos que ahora impactan negativamente en la comparación. El golpe definitivo provino del **Decreto 682/2025, que suspendió las alícuotas y provocó que pagos habitualmente efectuados en octubre fueran "cancelados a alícuota cero" en septiembre.** Ni siquiera el incremento del tipo de cambio logró atenuar este desplome, evidenciando la magnitud del efecto combinado de estas medidas de desregulación comercial.

En contraposición, **los Derechos de Importación y Otros lideraron el crecimiento real con un robusto 44,4%, impulsados por el incremento sostenido del tipo de cambio y el significativo aumento del volumen de importaciones respecto del año anterior.** Este desempeño extraordinario se consolidó como el único tributo con expansión real vigorosa, beneficiándose de la recuperación sostenida de las compras externas que caracteriza esta etapa del ciclo económico.

El Impuesto a las Ganancias mostró una expansión real del 13,3%, superando ampliamente su desempeño de septiembre. Este crecimiento se explica por la modificación en el **Régimen de Anticipos** implementada por RG 5.685/2025, que elevó la alícuota del quinto anticipo para sociedades de cierre diciembre del 8,33% al 11,11%. Adicionalmente, **este año operó el vencimiento del segundo anticipo de Ganancias Personas Humanas, prorrogado el año pasado a diciembre, y se registró un incremento en retenciones impositivas.** Sin embargo, **estos factores positivos fueron parcialmente atenuados por los anticipos extraordinarios ingresados en octubre de 2024 por el sector financiero y por la recaudación de la moratoria de ese año, lo que limita la magnitud del crecimiento comparativo.**

El IVA registró un crecimiento real prácticamente nulo del 0,4%, evidenciando un estancamiento en términos reales a pesar de su variación nominal del 31,7%. El componente aduanero se benefi-



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se estimó una inflación del 2,2% para el mes de octubre.

ció del incremento del tipo de cambio y del aumento de las importaciones, pero el desempeño del IVA Impositivo fue limitado por mayores devoluciones a exportadores y del Régimen de Comercialización de Granos, la derogación desde marzo 2025 de la suspensión de certificados de exclusión que redujo las percepciones aduaneras, los ingresos de moratoria del año anterior, y el mayor acogimiento a planes de pago. Este estancamiento del IVA, representa una señal de alerta sobre el dinamismo de la actividad económica interna.

El Sistema de Seguridad Social creció apenas 1,3% en términos reales, desempeño modesto que refleja el aumento de la remuneración bruta promedio atenuado por los ingresos de moratoria del año anterior y el mayor acogimiento a planes de facilidades de pago. Este crecimiento marginal resulta insuficiente para compensar las necesidades crecientes del sistema previsional. Por su parte, el Impuesto a los Créditos y Débitos registró un crecimiento real del 7,7%, desempeño positivo que refleja el incremento en la actividad transaccional de la economía.

A la hora de analizar el **reparto efectivo de estos fondos, octubre presenta un panorama de deterioro generalizado aunque con matices importantes. La Administración Nacional sufrió una contracción del -7,5% real anual, la más severa de las jurisdicciones analizadas y la que marca la tercera caída consecutiva desde agosto. Las provincias, por su parte, registraron una mejora del 0,2%, prácticamente en terreno neutral pero que igual representa un retroceso después de que las caídas llegaron a superar el -10% en septiembre.**

Esta **distribución desigual del deterioro fiscal coloca al gobierno nacional en una posición particularmente delicada.** La caída del -7,5% en los recursos de la Administración Nacional **no solo supera ampliamente la contracción promedio del -3,5%, sino que además de continuar esta tendencia fuertemente a la baja le dejará poco margen para apuntalar el gasto** en un final de año caliente como históricamente lo son diciembre (a nivel social) pero que este año contará con un adicional: el gobierno pretende discutir el presupuesto para el año siguiente con la nueva conformación en el Congreso y probablemente requiera la aprobación de mayores transferencias a las provincias.



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON y del INDEC. Se estimó una inflación del 2,2% para el mes de octubre.