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

Informe Nº 40 - 2025
01 de diciembre

INTERNACIONAL

- La creación de empleo para la economía americana aceleró en septiembre. Sin embargo, continúa encontrándose fuertemente concentrada en pocos sectores de baja sensibilidad al ciclo económico. El desempleo aumentó marginalmente, y posiblemente haya continuado aumentando entre octubre y noviembre.
- Las últimas minutas del FOMC destacan la debilidad del mercado laboral, así como la creciente disparidad entre los patrones de consumo a través de distintos deciles de ingresos. La aparente resiliencia del gasto privado responde principalmente a los hogares más ricos, y no se da de manera generalizada.
- El último discurso del vicepresidente de la FED minimiza los riesgos sobre inflación, y parece inclinar la balanza hacia un nuevo recorte de tasas en la reunión de diciembre. El mercado de futuros de tasa ya ha tomado nota de esto.

ARGENTINA

- La confianza y la previsibilidad son factores claves para sostener cualquier esquema económico. El ancla fiscal y cambiaria trajeron previsibilidad, pero con el levantamiento de las restricciones cambiarias, el nuevo esquema cambiario, las elecciones y el desarme de las LeFis la previsibilidad disminuyo fuertemente, y con ella la confianza.
- Cabe destacar el caso de Brasil que logró acumular reservas internacionales en el banco central con un déficit de cuenta corriente. La acumulación se dio por la monetización de la economía, pero también por la caída del crédito interno neto impulsada por la constitución de depósitos del Tesoro en el BCB.
- Será importante para la credibilidad del programa y para que el déficit en cuenta corriente no represente un potencial problema de solvencia intertemporal que el mismo sea virtuoso y que redunde en un aumento en la capacidad productiva de la economía.

*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.*

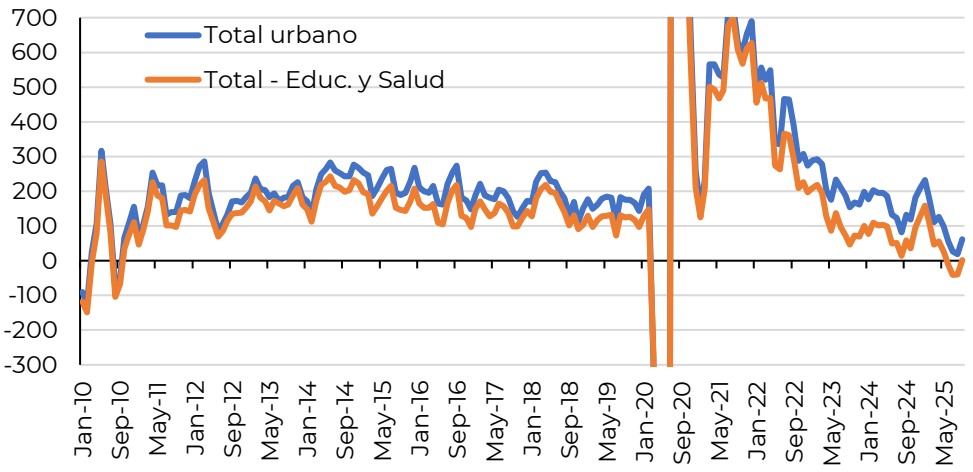
Estados Unidos

Las balanzas se inclinan hacia un nuevo recorte de tasas en diciembre

- **Levantado el cierre parcial del gobierno federal, se dieron a conocer los datos oficiales de empleo para el mes de septiembre.** Si bien hasta el momento ciertos informes privados sumados a los indicadores publicados por la FED de Chicago habían permitido contar con un termómetro para el estado de situación general, los datos oficiales de BLS terminan de pintar la imagen del mercado laboral con mayor precisión.
- **Si bien la creación de empleo fue relativamente robusta en septiembre, continúa viéndose concentrada en unos pocos sectores.** Durante el mes de septiembre la creación de empleo asalariado no agrícola habría ascendido a los 119 mil puestos, a la vez que los datos de julio y agosto fueron corregidos ambos a la baja, en conjunto por un total de -33 mil puestos. Dada esta corrección, agosto muestra la primera caída mensual en el nivel de empleo (-4 mil) desde diciembre 2020.
- Si bien el dato de septiembre muestra una mejora respecto a meses previos, las contrataciones vuelven a verse concentradas en unos pocos sectores; puntualmente, Salud y Ocio y hospitalidad explican 106 mil de los 119 mil nuevos puestos. Dicho esto, septiembre sería el primer mes de los últimos 5 en el que no hubo destrucción neta de empleo para el total excluyendo estos dos sectores. Para tomar mayor perspectiva de la concentración sectorial en el mercado de trabajo, cabe notar que en solo 3 de los 10 sectores de la actividad privada hubo creación de empleo entre julio y septiembre.

Dinámica de la creación de empleo asalariado no agrícola

Creación promedio de los últimos 3 meses



- **El desempleo mostró una leve suba, en línea con lo que anticipábamos.** El desempleo aumentó al 4,4% (contra 4,3% en agosto), en línea con lo que podía anticiparse siguiendo la evolución de tasas de separación y de contrataciones publicadas por la FED de Chicago. Dadas las dinámicas estimadas para octubre y noviembre, posiblemente se vea algún ligero aumento adicional en el desempleo durante este período. El 16 de

diciembre se publicarán conjuntamente los datos preliminares para ambos meses.

- **Las últimas minutas del FOMC apuntan al debilitamiento del mercado de empleo, y a la heterogeneidad en el consumo por deciles de ingreso.** La semana pasada también fueron publicadas las últimas minutas que sintetizan la discusión del comité de política monetaria durante su última reunión. En ellas, los comentarios respecto al mercado laboral apuntan a su gradual enfriamiento, y a la expectativa de que los próximos meses debiera mantenerse una dinámica de rotación baja, con bajas contrataciones pero también bajos despidos.
- Se destaca que hasta el momento el efecto de la menor demanda de empleo sobre la desocupación se ha visto suavizado por la menor participación laboral, pero que a su vez cualquier debilitamiento adicional podría generar subas abruptas en el desempleo. Asimismo, en línea con nuestro propio análisis, se comenta que la creación de empleo se ha concentrado en sectores poco sensibles al ciclo económico, como lo son la Salud y la Educación.
- En la misma línea, varios miembros del FOMC habrían mencionado que si bien el consumo privado parece mostrar resiliencia a pesar de los altos niveles de incertidumbre, también es cierto que ha continuado ampliándose la brecha entre los patrones de consumo de los deciles de mayores ingresos y el resto de la población. En particular, mientras que aproximadamente el 20% más rico se ha visto fuertemente beneficiado en el último tiempo por la revaluación de sus activos financieros, el resto no ha tenido este mismo efecto ingreso, y ha mostrado una creciente sensibilidad a los cambios de precios, y un mayor ajuste frente a la incertidumbre laboral.
- **El último discurso del vicepresidente de la FED parece inclinar la balanza hacia un recorte de tasa en la próxima reunión.** John Williams, vicepresidente de la FED y presidente de la sede de Nueva York, parece haber inclinado notablemente la balanza hacia un recorte de tasas en diciembre durante su último discurso. Williams estimó que la contribución a la inflación de las tarifas rondaría en términos anualizados los 0,5 – 0,75 puntos porcentuales, apuntando a que de excluir este efecto la inflación núcleo ya se encuentra prácticamente sobre el objetivo de 2%. Asimismo, minimizó el riesgo de ver efectos de segunda vuelta sobre los precios una vez digerido el impacto directo de las tarifas, apuntando a la estabilidad de las expectativas (de inflación) para el mediano plazo, la ausencia de problemas generalizados en cadenas de suministro, y un mercado laboral en proceso de enfriamiento.
- Con respecto al mercado laboral, evaluó que los riesgos a la baja sobre el empleo han aumentado recientemente, mientras que los riesgos sobre inflación parecen haberse reducido en cierta medida. Mirando hacia adelante, concluyó que existía margen para continuar acercando la tasa de política monetaria a su nivel neutral en el corto plazo.
- **El mercado de futuros ha tomado nota de esto.** Desde el miércoles pasado, las cotizaciones de futuros de tasa se han acomodado en respuesta a los comentarios de Williams. Actualmente, la probabilidad implícita de una baja de tasas en la reunión de diciembre se ubica cerca del 87%.

La confianza es la clave

El rol de la confianza y la reversión electoral

- **La confianza/desconfianza es el principal determinante del éxito o fracaso de un plan económico.** La confianza tiene que ver con la capacidad de planificar que tiene una persona y una economía, el futuro es incierto, pero se toman decisiones basándose en las perspectivas que se tengan, lo que finalmente definirá lo que ocurra con las variables económicas. La incertidumbre no es una buena aliada en una economía, sobre todo en la argentina.
- **El gobierno ha logrado mantener la confianza en la economía principalmente incluyendo dos anclas que aportan previsibilidad, la fiscal y la cambiaria.** El ancla cambiaria ha tenido un especial efecto sobre la previsibilidad dada la característica bimonetaria que presenta la economía local. En un principio a través de la depreciación fija del 2% y luego del 1% el esquema resultaba previsible, pero la apertura de las restricciones cambiarias y la implementación del sistema de bandas añadieron incertidumbre. La cercanía con las elecciones legislativas y un desordenado desarme de las LeFis agudizaron el clima de imprevisibilidad, y esto dinamizó un proceso de demanda de dolarización y depreciación del tipo de cambio.
- **El periodo pre-electoral fue caracterizado por una alta demanda de divisas para formación de activos externos**. En el periodo entre abril y octubre del año en curso según las estadísticas del MULC se demandaron más de USD36.300M para formación de activos externos. Esto impulsó al tipo de cambio hasta la banda superior, llevando a las autoridades a intervenir (tanto de manera directa como indirecta) en el mercado cambiario, y a ingresar en una seguidilla de anuncios que variaron desde acuerdos con el tesoro americano hasta rebajas transitorias de retenciones, en un intento de calmar las presiones dolarizadoras.
- **El relativamente bajo stock de reservas en el Banco Central es probablemente la variable económica que limita la confianza actualmente.** Actualmente las reservas brutas superan apenas los USD41.000M, lo cual es estructuralmente bajo para una economía con el PBI de Argentina y, sobre todo, con la volatilidad y relevancia que tiene el tipo de cambio en nuestro país. Las reservas representan apenas el 7% del PBI, mientras que economías como Chile, Brasil y Uruguay tienen el doble o incluso el triple (13,5%; 16,7% y 24,6% respectivamente) con una relevancia mucho menor del tipo de cambio en la determinación de los precios locales.
- **El mercado quiere que el BCRA acumule reservas a través de la cuenta corriente, pero ignora la relevancia de la cuenta capital**. Existe un consenso en que el BCRA debe acumular reservas, sin embargo, algunos consideran que debe hacerse a través de la cuenta corriente, esto es, aumentando las exportaciones de bienes y servicios y reduciendo las importaciones. Consecuentemente, consideran que depreciando el tipo de cambio esto se

podrá llevar a cabo, ignorando la relevancia que tiene la sostenibilidad del esquema cambiario en la confianza sobre la economía, y por consecuencia, en la cuenta de capitales.

El caso de Brasil

- **Brasil logró acumular una gran cantidad de reservas aun con un fuerte déficit de cuenta corriente.** En el caso de Brasil, en el periodo 2007-2012 el BCB acumuló cerca de USD300.000M de reservas internacionales. Este aumento de las reservas internacionales se dio con un déficit de cuenta corriente de USD-330.000M en el periodo, por lo que la acumulación de divisas se dio enteramente mediante la cuenta capital, que sumó un superávit cercano a los USD600.000M. Cabe señalar que, si bien afectado por la evolución del tipo de cambio, este monto representó más del 50% del PBI del año 2006, y que la diferencia entre estadísticas del BCB y la balanza de pagos se debe al efecto precio de los activos del BCB.
- **La acumulación de reservas será consecuencia de lo que ocurra con la cuenta corriente y la cuenta capital, pero también, consecuencia de lo que ocurra con la demanda de base monetaria y el crédito interno neto.** Las reservas que el BCB acumuló en este periodo en gran medida tuvieron impacto monetario, esto significa que fueron contra emisión de moneda que finalmente fue demandada por el público, o mediante la reducción del Crédito Interno Neto. Concretamente, en este periodo el aumento en la base monetaria fue equivalente a USD173.000M, de manera que más de la mitad de la acumulación de reservas fue gracias al aumento en la demanda de base monetaria.
- **La demanda de base monetaria se encuentra fundamentalmente explicada por los encajes del sector financiero.** Del total del aumento de la base monetaria los aumentos de cuentas corrientes en el BCB explican USD114.000M, mientras que el circulante solo USD59.000M. En este periodo los depósitos privados en el sistema financiero aumentaron el equivalente a casi USD1.200.000M, lo que naturalmente llevó al aumento de los encajes en BCB.
- **El crédito interno neto cayó por la fuerte emisión de pasivos del BCB, a pesar de un importante aumento en los activos.** Por otro lado, el crédito interno neto se redujo en casi USD-126.000M, con un aumento de los activos superior a los USD393.000M, y un aumento de los pasivos en el BCB por USD522.000M. En gran medida los aumentos del activo y del pasivo están explicados por pases pasivos del banco central, que tienen un activo como colateral, principalmente bonos del Tesoro, que deben aportar las instituciones financieras. Adicionalmente, la mayor demanda de títulos públicos por parte de las entidades fue esterilizado como depósitos del Tesoro en el BCB, lo que explica el aumento de pasivos del BCB y la baja del CIN.
- **El caso de Brasil sirve para entender cómo se pueda dar el proceso de recomposición de reservas en el BCRA.** Se debe reconocer que la argentina es una economía bimonetaria, mientras que Brasil no, por lo que sostener un esquema cambiario cobra mayor relevancia para generar confianza y aumentar la demanda de activos en pesos. El sistema financiero en Argentina tiene poca penetración actualmente y mucha capacidad de crecimiento en los próximos años, lo que debiera impulsar el crecimiento y la demanda de base monetaria, y finalmente la recomposición de reservas.

Dicho aumento de las reservas puede darse incluso con un déficit de cuenta corriente, siempre y cuando la confianza y las perspectivas económicas impulsen la entrada de capitales en Argentina.

- **Será importante para la credibilidad del programa que el déficit en cuenta corriente sea "virtuoso", y que la disciplina fiscal se mantenga como ancla.** Un desequilibrio en cuenta corriente implica que la economía se encuentra gastando por encima de sus ingresos, deteriorando su posición de inversión internacional. Para que sostener un déficit en cuenta corriente no represente un potencial problema de solvencia intertemporal, es importante que el gasto excedente sea destinado en buena medida a inversión productiva, que redunde en una mejora en la capacidad de producir y recomponer el patrimonio financiero en el futuro.
- Mantener la disciplina fiscal, tanto a nivel nacional como a nivel provincial, forma una parte clave de esto. Una postura fiscal contracíclica que morigera el impacto de la entrada de capitales sobre la demanda agregada será importante para limitar el déficit en cuenta corriente, moderar la apreciación del tipo de cambio real, y enviar una clara señal de que la economía se encuentra preparada para suavizar el impacto de un empeoramiento en sus condiciones de financiamiento.

Resumen Financiero

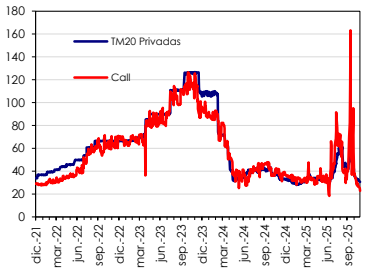
+541143943890 / +541143943863
+541152174101 / +541152174102
@macronalistas

28-Nov-25

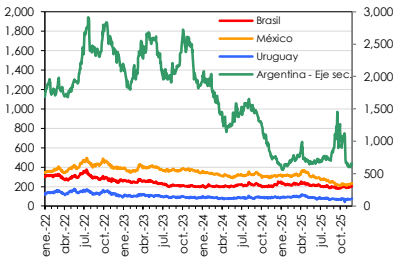
COTIZACIÓN DÓLAR ($/US$)	27-nov.-25	31-oct.-25	31-dic.-24	Variación diaria	Variación semanal	Variación fin de mes	Variación 31-Dec-24
Oficial	1474.55	1475.11	1061.83	0.0%	1.7%	0.0%	38.9%
Turista	1917.50	1917.50	1368.25	0.0%	1.7%	0.0%	40.1%
Contado c/ liquidación	1523.74	1506.53	1186.93	-0.6%	2.1%	1.1%	28.4%



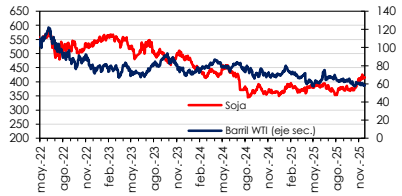
TASAS DE INTERÉS (Tasa Nominal Anual)	26-nov.-25	31-oct.-25	31-dic.-24	Variación diaria	Variación semanal	Variación fin de mes	Variación 31-Dec-24
Call Bancos Privados	22.96	37.29	39.25	-217	-397	-1433	-1629
Pases entre terceros	20.95	32.60	35.73	-21	-302	-1165	-1478
Badlar Privada	29.81	37.19	31.94	-31	-238	-738	-213
Tamar Total	31.44	38.81	33.88	-13	-194	-738	-244
Tamar Privada	31.69	38.31	34.25	-38	-213	-663	-256
Personales	71.45	82.35	73.33	-419	-315	-1090	-188
Adelantos	34.06	61.51	39.00	21	-135	-2745	-494
Plazos Fijos USD - 30 dias	1.71	1.96	0.57	0	-35	-25	115



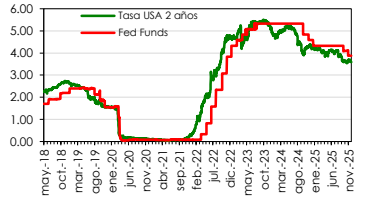
RIESGO PAÍS (Puntos Básicos)	26-nov.-25	31-oct.-25	31-dic.-24	Variación diaria	Variación semanal	Variación fin de mes	Variación 31-Dec-24
Argentina	651	662	635	-4	49	-11	16
Brasil	202	187	246	-1	5	15	-43
México	235	212	319	1	8	23	-85
Uruguay	77	66	84	2	8	11	-7
Colombia	283	251	330	0	42	31	-47
Chile	102	92	117	1	7	10	-15
Latino	327	318	427	-1	9	10	-99
Global	248	236	297	-1	9	12	-48



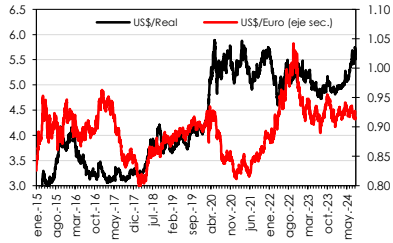
PRECIOS INTERNACIONALES (Commodities - US$)	27-nov.-25	31-oct.-25	31-dic.-24	Variación diaria	Variación semanal	Variación fin de mes	Variación 31-Dec-24
Oro onza NY	4,157.6	4,024.5	2,624.5	-0.1%	2.0%	3.3%	58.4%
Petróleo barril WTI	519.4	516.6	406.0	0.0%	2.9%	0.6%	27.9%
Trigo Ton. Chic.	170.0	168.4	180.5	0.0%	1.2%	0.9%	-5.8%
Maíz Ton. Chic.	415.8	399.4	366.8	0.0%	0.8%	4.1%	13.3%
Soja Ton. Chic.	58.7	60.7	71.7	0.0%	-0.8%	-3.4%	-18.2%



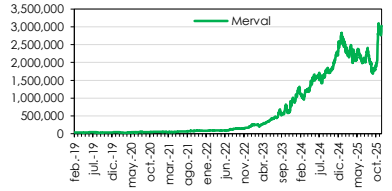
TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES (TNA-Variación en puntos)	27-nov.-25	31-oct.-25	31-dic.-24	Variación diaria	Variación semanal	Variación fin de mes	Variación 31-Dec-24
Fed Funds %	3.88%	3.87%	4.33%	0.00	0.00	0.01	-0.45
Tasa Alemania 2 años	2.03%	1.98%	2.08%	0.01	0.01	0.05	-0.05
Tasa USA 2 años	3.75%	3.76%	4.38%	0.02	-0.04	-0.02	-0.63
Tasa USA 10 años	3.99%	4.09%	4.57%	0.00	-0.09	-0.10	-0.57



TIPOS DE CAMBIO POR DÓLAR	27-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	0.0%	0.6%	0.4%	12.0%
Peso mexicano	18.35	18.55	20.83	0.0%	-0.2%	-1.0%	-11.9%
Peso chileno	928.94	942.38	994.92	0.3%	-0.1%	-1.4%	-6.6%
Real	5.35	5.38	6.18	0.4%	0.4%	-0.5%	-13.3%
Dólar/Libra	0.76	0.76	0.80	0.0%	-1.3%	-1.0%	-5.5%
Yen	156.31	154.17	157.20	-0.1%	-0.7%	1.4%	-0.6%
Yuan	7.08	7.12	7.30	0.0%	-0.5%	-0.5%	-3.0%



BOLSAS MUNDIALES	27-nov.-25	31-oct.-25	31-dic.-24	Variación diaria	Variación semanal	Variación fin de mes	Variación 31-Dec-24
Merval	3,020,019	2,793,520	2,533,635	1.2%	5.9%	8.1%	19.2%
Bovespa	158,360	148,780	120,283	-0.1%	1.9%	6.4%	31.7%
Mexbol	62,695	62,890	49,513	-0.9%	1.7%	-0.3%	26.6%
Dow Jones	47,427	47,522	42,544	0.0%	3.7%	-0.2%	11.5%
Nikkei	50,167	52,411	39,895	1.2%	0.7%	-4.3%	25.7%



ARRIAZU
Macroanalistas