vectorial

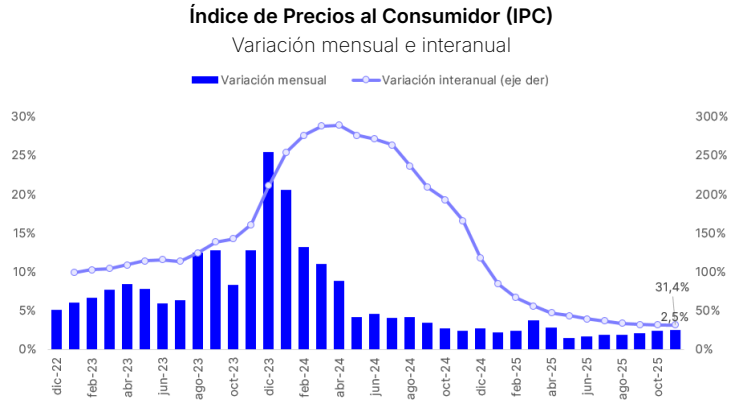
INFORME SEMANAL

Semana #50/2025 | 12 de diciembre de 2025 | Tiempo de lectura: 20m

ALERTA AMARILLA

La inflación del mes de noviembre no solo arrojó un mal dato, sino que resultó una mala señal, quizá una de las peores de la gestión de Milei hasta la fecha, en tanto **muestra seis meses consecutivos de aceleración de la inflación y por primera vez desde mayo del 2024 aceleración de la inflación interanual**.

El dato mensual se situó en 2,5%, siendo el más alto desde abril (2,8%) mes en el cual se levantó el CEPO cambiario para personas humanas. No solamente eso, sino que **la canasta alimentaria subió en el mes 4,1% y la canasta básica 3,6%, indicando lo obvio: los mayores aumentos de precios golpean en mayor medida a los sectores más desprotegidos**.



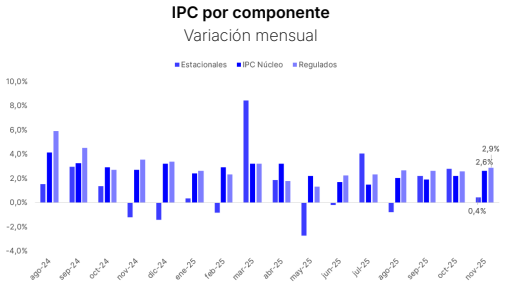
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

La inflación núcleo volvió a mostrar un fuerte alza, alcanzando el 2,6% (lejos del piso de 1,5% que había alcanzado en junio) y **los regulados fueron los que más subieron alcanzando el 2,8% mensual**. El número general pudo ser más alto, pero tuvo **alivio por el lado de los precios estacionales, que subieron apenas 0,4%**.

El **indicador nacional se comportó de forma análoga a su par de Ciudad de Buenos Aires, donde el índice general marcó 2,4%** con núcleo del 2,5%, regulados 2,7% y estacionales 0,9%. En la Ciudad la inflación interanual resulta un poco más alta, del 32,6% pero se

EN DOS MINUTOS

La semana deja dos señales negativas para el Gobierno. En primer lugar, la inflación de noviembre sorprendió para mal: el 2,5% mensual no solo marcó el registro más alto desde abril, sino que confirmó seis meses consecutivos de aceleración y, por primera vez desde mayo de 2024, un repunte de la inflación interanual, con alimentos creciendo por encima del promedio. En segundo lugar, la primera colocación de deuda en dólares desde 2018 arrojó un resultado decepcionante: el bono AN29 apenas logró captar USD 910 millones al 9,26%, cubriendo solo un tercio de los vencimientos de enero a pesar de las flexibilizaciones regulatorias previas que buscaban apuntalar un buena performance. El contraste entre expectativas oficiales y resultado efectivo dejó expuesta la dificultad del Ejecutivo para reconstruir credibilidad en un contexto donde la actividad industrial continúa en retroceso, la demanda interna se debilita y la economía exhibe crecientes signos de fatiga.



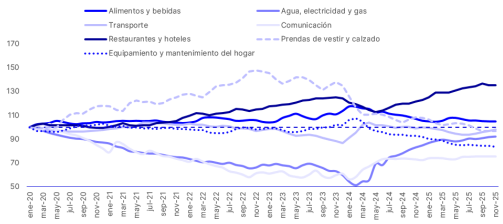
Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

mantiene con tendencia descendente (había sido del 33,6% en octubre).

A nivel nacional, **las tarifas lideraron las subas, en primer lugar Vivienda, electricidad y gas (3,4%), en segundo lugar transporte (3,0%), pero en tercer lugar se sitúan alimentos y bebidas (2,8%)**. Los rubros con menos aumentos son aquellos que están siendo asediados por la apertura importadora: equipamiento del hogar (1,1%) y prendas de vestir y calzado (0,5%).

En términos de los precios relativos, **claramente noviembre fue un mes para ajustar los precios con mayor elasticidad al tipo de cambio (regulados y exportables)**, lo cual podría asociarse con una confirmación de que **el nuevo nivel del tipo de cambio oficial "llegó para quedarse" (no se trató de una suba transicional por las elecciones) o al menos que se no espera una apreciación en el corto plazo**.

Precios relativos por capítulo
Índice base diciembre-2019=100



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Dentro de la lógica monetarista del Gobierno, este aumento del índice de precios debe asociarse a una de las siguientes dos causas: **o aumentó la oferta de dinero (el ancla monetaria no está siendo operativa) o cayó la demanda de dinero (es decir, la confianza en el peso y por ende en el plan económico se deteriora)**. El mes de noviembre se enmarca en la victoria oficial de las elecciones legislativas por lo cual acudir a **este tipo de explicaciones resulta un tanto limitado**.

Desde una visión más amplia, la aceleración de la inflación podría asociarse a un plan económico que pierde credibilidad: a pesar de haberse despejado el riesgo electoral **las reservas internacionales se mantienen en terreno negativo, los controles cambiarios permanecen y el Gobierno parece reacio a aplicar modificaciones** en el esquema que permitan recuperar la confianza perdida.

Algo de esa desconfianza en el plan económico pudo haberse reflejado en la primera excursión al mercado de capitales desde el 2018, año que marcó el colapso del plan financiero de Macri-Caputo debido a los altos niveles de endeudamiento de corto plazo.

El Gobierno realizó esta semana una emisión de deuda en dólares bajo Ley Local con la expectativa de cubrir al menos parcialmente los vencimientos del mes de enero. La elección de la legislación local, en esta oportunidad, fue más bien una condición que una elección, **una emisión de deuda bajo legislación extranjera no sólo hubiese sido más apetitosa para inversores sino que además hubiese pagado un tasa menor, pero hubiese obligado al gobierno a pasar por el Congreso** ya sea para debatir los topes de endeudamiento en el Presupuesto Nacional o para obtener una aprobación en el marco de la "Ley Guzmán" que obliga al Ejecutivo a contar con el apoyo del Legislativo para nuevas emisiones de deuda. **Pese al buen resultado electoral de medio término, no había tiempo para que la propuesta desfilara por ambas cámaras.**

Así, el nuevo bono AN29 se ofreció bajo una estructura *bullet* (amortiza todo su capital el 30 de noviembre del 2029) y paga in-

tereses de forma semestral, con un cupón del 6,5% anual. Una vez ofrecido al mercado, el resultado estuvo lejos de ser un festejo. **La colocación terminó siendo por 910 millones de dólares al 9,26%, lo que significa tan solo el 34% del capital con vencimiento en enero**. Si bien es un primer paso, **resulta decepcionante el marco de las expectativas que había generado el propio Gobierno**. Caputo señaló que esperaban conseguir al menos 1.000 millones a una tasa menor al 9%, es decir que **no se cumplió el propio objetivo del Ministro**.

El mal desempeño de la emisión empeora aún más al evaluarse en el marco de las medidas que se tomaron previo a la licitación con el afán de obtener un buen resultado. No sólo se permitió a aseguradoras **tomar caución en dólares para suscribir títulos públicos**, sino que además, **se "liberaron" los dólares atrapados por la "restricción cruzada" (operar en el oficial y en el MEP/CCL)** con la condición de mantener el título en cartera 15 días (es decir, que no las aseguradoras no salgan inmediatamente al mercado secundario a rematar el título y, de esa manera, destrozar su cotización). **A pesar de todas esas "libertades", el monto logrado es bajo teniendo en cuenta el perfil de vencimientos en dólares**.

El Gobierno podría sacar pecho respecto al nivel de tasa. Si bien es más alto que el objetivo trazado ("menos del 9%"), resulta menor al que corresponde según el Riesgo País, que estaría en torno al 10,5% para un bono como el AN29. **En las próximas jornadas veremos quien miente: si la curva hard dollar comprime al nivel del nuevo Bonar, haciendo caer el Riesgo País en torno a los 550 puntos, o en cambio (más probablemente) el AN29 sale a cotizar por debajo de su precio de colocación**.

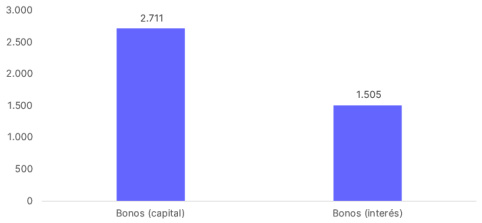
Las semanas previas CABA y Santa Fe salieron también a colocar deuda en moneda extranjera. La Ciudad obtuvo 600 millones a una tasa del 7,8% y Santa Fe 800 millones a una tasa del 8,1%. En ese sentido, el *spread* con la Nación suena "lógico", pero **dificulta creer que podrá rollearse el 100% del capital en 2026 (que totaliza 11.155 millones de dólares)**.

Por el lado de la deuda en pesos, **el Gobierno enfrentó el día de ayer vencimientos muy considerables por un total de $20,8 billones, si bien se estima que $13 billones corresponden a tenencias del sector privado**. En este marco, el Gobierno ofreció una variada cantidad de instrumentos: 4 bonos a tasa fija (abril 2026, mayo 2026, noviembre 2026 y mayo 2027), 4 atados a inflación (mayo 2026, noviembre 2026, mayo 2027 y junio 2028), 1 bono TAMAR (agosto 2026) y 1 bono dólar linked (abril 2026).

Los resultados arrojaron **un *rollover* del 102%**. En un contexto donde las tasas han comprimido considerablemente **se vio más apetito por los instrumentos atados al CER, que en su conjunto se llevaron el 50,3% del monto adjudicado** con tasas de 6,3% al 8,8%. Las LECAP, por su parte, cerraron en tasas entre el 2,3% y el 2,4% mensual.

Vencimientos de Bonares y Globales en enero de 2026

Millones de dólares



Fuente: Vectorial, a partir de datos del MECON.

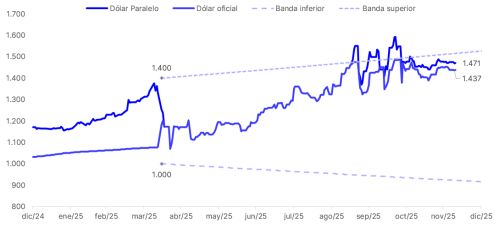
Riesgo País



Fuente: Vectorial, a partir de datos de JPMorgan.

En términos cambiarios la semana fue tranquila, con un tipo de cambio estacionado alrededor de los $1.440. **El anuncio de la baja de retenciones no tuvo mayor efecto en la oferta de divisas. Con un nuevo pico de la demanda turística en puerta, cuesta pensar que el BCRA encontrará una mejor oportunidad para comprar dólares**, al menos antes de la cosecha gruesa. **Esperar hasta abril con las reservas en rojo podría resultar una mala decisión**.

Tipo de cambio



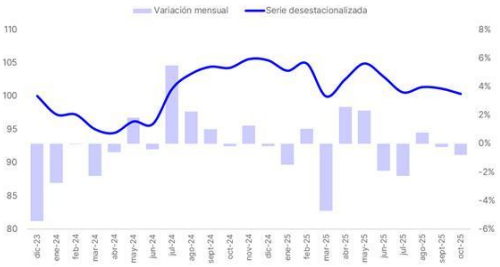
Fuente: Vectorial, a partir de datos del BCRA y del mercado.

Las dificultades que evidencia el plan económico no sólo se reflejan en los mercados financieros, sino y particularmente, en la esfera de la economía real. En ese sentido, **la industria manufacturera se encuentra entre los sectores más afectados**.

El INDEC publicó los datos de producción industrial correspondientes a octubre de 2025, confirmando que **el entramado manufacturero continúa operando en terreno recesivo, sin lograr tocar un piso desde el cual rebotar**.

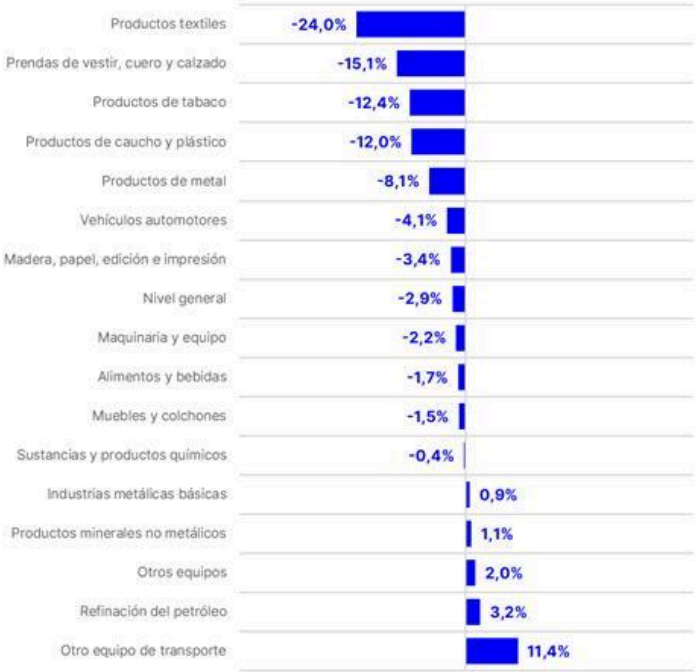
El Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPIM) del INDEC registró una contracción anual del 2,9%. Si bien este dato muestra una desaceleración en la caída respecto al -4,3% de agosto, **la dinámica de corto plazo continúa encendiendo luces de alerta**: la serie desestacionalizada del índice exhibió un **retroceso mensual del 0,8%, marcando el sexto mes de los diez transcurridos en donde hubo una caída**. Asimismo, desde junio se vienen experimentando **bajas consecutivas mensuales**, a excepción de agosto, lo cual termina de definir un **segundo semestre de desindustrialización avanzada**.

Índice de Producción Industrial Manufacturero
Base 2004=100



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

Índice de Producción Industrial Manufacturero por principales rubros
Variación interanual



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

El análisis desagregado expone un deterioro heterogéneo pero profundo, liderado por los sectores más sensibles a la competen-

cia externa y al poder adquisitivo de los salarios. El rubro *Productos textiles* fue el más castigado, con un desplome del 24,0% interanual. Al interior del sector, la caída en *tejidos y acabados* llegó al 34,1%, mientras que los *hilados de algodón* retrocedieron un 34,7%. El mismo INDEC destaca que **esta parálisis obligó a realizar paradas de planta, consecuencia directa de la falta de ventas**. Un escenario similar atraviesa el sector de ***Prendas de vestir, cuero y calzado*, que cayó un 15,1%, golpeado por una "pinza" de menor demanda local y mayor ingreso de productos importados**.

Esta retracción en el consumo masivo impactó de lleno en la cadena de insumos, particularmente en *Productos de caucho y plástico*, que registró una baja del 12,0%. La caída del 9,7% en *manufacturas de plástico* no es casual: responde directamente a una menor demanda de envases (bandejas, films) y botellas para la industria de alimentos y bebidas, así como a una baja en pedidos de autopartes y artículos de limpieza. Es decir, **la industria del plástico está actuando como un termómetro de la caída en las ventas de productos de primera necesidad**.

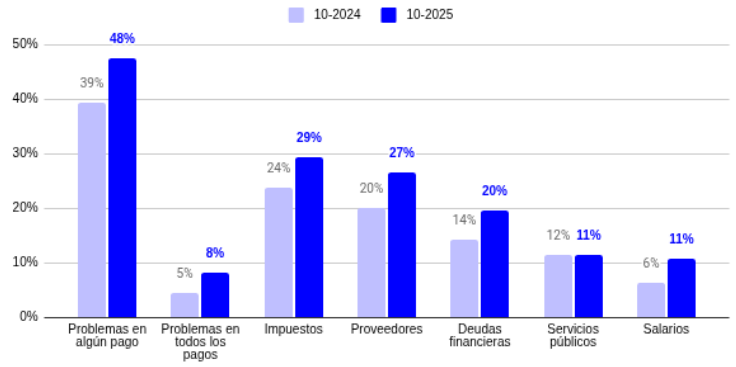
La caída moderada del 1,7% del agregado *Alimentos y bebidas*, esconde dinámicas preocupantes en su interior. Rubros básicos mostraron fuertes retrocesos: la elaboración de galletitas y panadería cayó un 7,0% y la producción de bebidas (cervezas, gaseosas) se contrajo un 6,8%. **El sector vitivinícola no escapó a la tendencia, con una baja del 9,7%** explicada por el descenso tanto en los despachos al mercado interno como en las exportaciones. Por su parte, la carne vacuna cayó un 4,8%, afectada por un consumo interno que disminuyó un 5,1% y exportaciones que, a diferencia de otros momentos, también retrocedieron un 3,4%. **La única excepción positiva fue el rubro lácteo, que creció un 10,4% impulsado exclusivamente por una mayor oferta de leche cruda primaria (+9,4%)**.

La industria pesada y de bienes durables también operó en rojo. La fabricación de *Productos de metal* cayó un 8,1%, arrastrada por el ingreso de importados y la menor demanda de envases metálicos (-17,4%) y productos estructurales (-8,2%). Esto se vincula estrechamente con la **situación de la industria automotriz**. Si bien la fabricación de vehículos mostró una caída del 4,1% (con una baja del 7,7% en unidades terminadas), los datos comerciales son alarmantes: **las ventas a concesionarios de unidades nacionales se derrumbaron un 26,5%, y las exportaciones de automóviles se desplomaron un 39,3%**, afectadas por la menor demanda de Brasil y Centroamérica según informa la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA).

A diferencia de la homogeneidad negativa de meses anteriores, **octubre presentó excepciones puntuales. El rubro *Otro equipo de transporte* (+11,4%) y la *Refinación del petróleo* (+3,2%) lograron esquivar la tendencia general**. Asimismo, se observaron leves rebotes técnicos en Otros equipos (+2,0%), Minerales no metálicos (+1,1%) e Industrias metálicas básicas (+0,9%).

La dinámica reciente de la industria manufacturera no sólo sintetiza lo que ocurre en el resto de la economía argentina, sino que además lo amplifica: la actividad exhibe una heterogeneidad extrema, donde a**penas un conjunto acotado de sectores —agro, energía, minería e intermediación financiera— mostró crecimiento en los últimos meses**, mientras el resto transita retrocesos o estancamiento. E**sa misma lógica se replica puertas adentro de la propia industria, donde las distintas ramas presentan comportamientos profundamente disímiles, reflejo tanto de la diversidad de encadenamientos que articulan a la manufactura con construcción, comercio y servicios, como de un proceso más profundo de reconfiguración del entramado productivo**. El resultado es un mapa sectorial partido, con trayectorias divergentes que anticipan **una transformación estructural de largo alcance**.

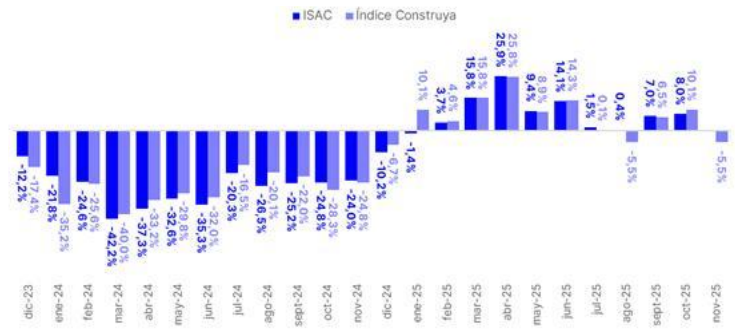
Empresas industriales con dificultades para el cumplimiento de sus pagos



Fuente: Vectorial, a partir de datos del Centro de Estudios de la UIA.

La debacle industrial no sólo se ve afectada por lo que sucede en los demás sectores productivos, sino que además, potencia los problemas hacia afuera, como muestra u**n reciente informe de la Unión Industrial Argentina (UIA) en donde se refleja el aumento de la cantidad de empresas industriales que declaran dificultades para el cumplimiento de sus pagos** ya sean impuestos, proveedores, deudas y hasta salarios. Hacia octubre de este año c**asi la mitad de las empresas relevadas registraban dificultades** en al menos algún pago. En el mismo mes del año pasado el valor alcanzaba al 40%.

Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción e Índice Construya
Variación interanual

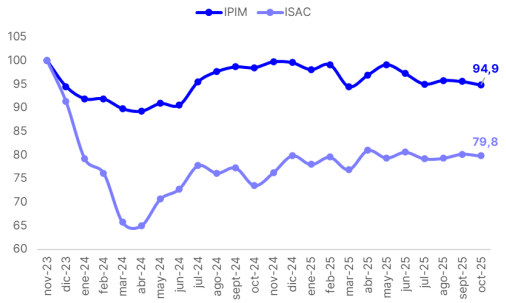


Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC y del Grupo Construya.

En relación a los demás sectores de la economía, **el dato más sorpresivo del mes provino de la construcción, que parece haberse "desacoplado" de la suerte industrial**. Tras el estancamiento de agosto, octubre marcó un quiebre significativo: el ISAC registró un salto interanual del 8,0%, mientras que el Índice Construya trepó un 10,1%. Esta aceleración, que ya se insinuaba en septiembre, contrasta con el enfriamiento fabril aunque resta ver si este dinamismo podrá sostenerse en el tiempo sin una recuperación de los ingresos reales. A priori, **el dato para noviembre del índice Construya vuelve a marcar una caída considerable del 5,5%**.

Aún con está dinámica heterogénea y errática, **la industria manufacturera y la actividad de la construcción medidas por el INDEC se encuentran 5 y 20 puntos, respectivamente por debajo del nivel previo al cambio de gobierno**. Mientras que en la industria existen sectores que impulsan su crecimiento compensando a la mayoría de ramas que exhiben caídas, la construcción no cuenta con ningún rubro que sirva para compensar la caída generalizada.

Índice de Producción Industrial Manufacturera (IPIM) e Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC)



Fuente: Vectorial, a partir de datos del INDEC.

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.