

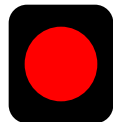


Panorama macroeconómico

OCTUBRE 2025



EL SEMÁFORO DE LA ECONOMÍA DURANTE OCTUBRE



En las semanas previas a las elecciones el dólar se acercó a la banda superior y el Tesoro americano intervino con ventas por unos USD2.000 millones y los pesos quedaron en el BCRA en una letra no negociable. El tipo de cambio cerró en \$1.443 y acumuló en octubre un alza del 5,6% para ubicarse un 3,5% por debajo del techo de la banda cambiaria.



En agosto la actividad económica, medida por el EMAE, subió inesperadamente 0,3% mensual, la primera alza luego de tres caídas consecutivas. Sin embargo, en base trimestral, el tercer trimestre caería un 0,1/0,2% y así se evidenciaría una leve y corta recesión.



La mayoría de los puntos de venta volvieron a mostrar menores ritmos de caída en agosto, sin evidenciar todavía una recuperación positiva de las ventas en términos reales, salvo Supermercados (+0,3%).



Luego de los picos observados a mediados de mes las tasas pasivas comienzan una progresiva normalización, pero dada la política monetaria contractiva todavía se ubican cerca de 10 p.p. por encima de los niveles previos al desarme de las LEFI a mediados de julio pasado.



El 2025 se encamina a cerrar con un déficit de la cuenta corriente en torno al 1% del PIB con apreciación del tipo de cambio real. Convivir en forma sostenida con esa combinación ha mostrado ser difícil debido a las dificultades de financiamiento.

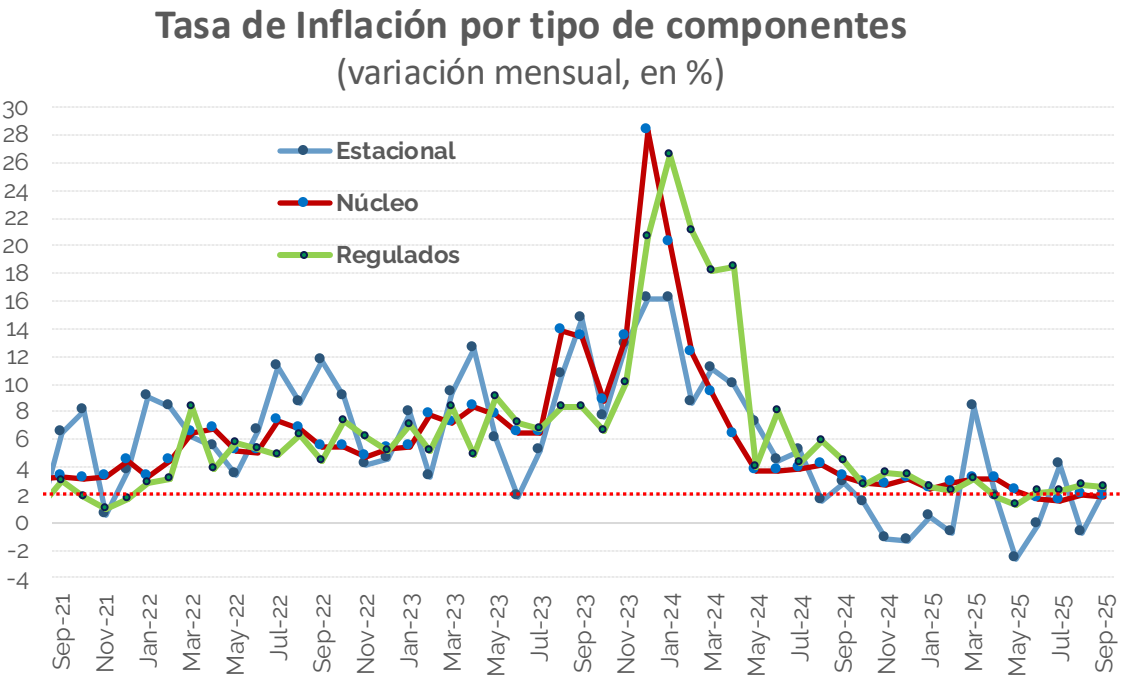


El último dato del SIPA (julio) mostró una nueva alza real (0,8%) aunque de menor cuantía que el mes previo (+1,1%). Sin embargo, en niveles reales los salarios están apenas 3,8% por encima de noviembre '23 y un 1% arriba de junio '19.

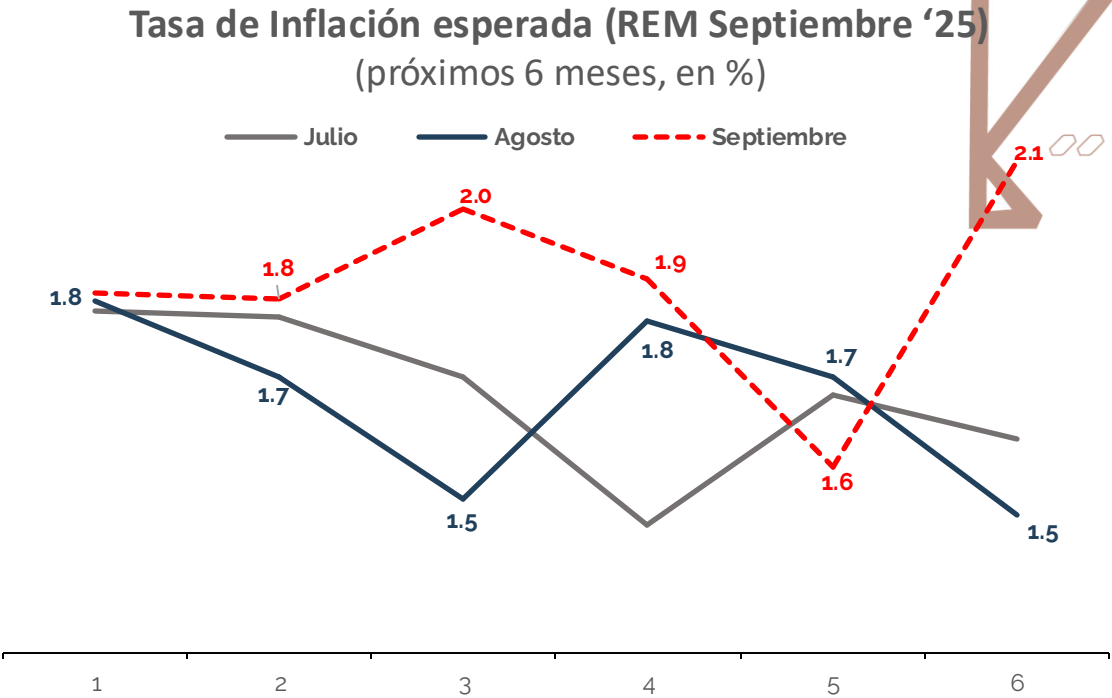


Nuevo superávit primario durante septiembre que acumula en 2025 un resultado del 1,3% del PIB.

OCTUBRE VOLVERÍA A MOSTRAR UNA INFLACIÓN MAYOR AL 2% Y SE TRASLADA A 2026 EL OBJETIVO DE PERFORAR ESE NIVEL EN FORMA SOSTENIDA



Fuente: @SuramericanaV en base a INDEC



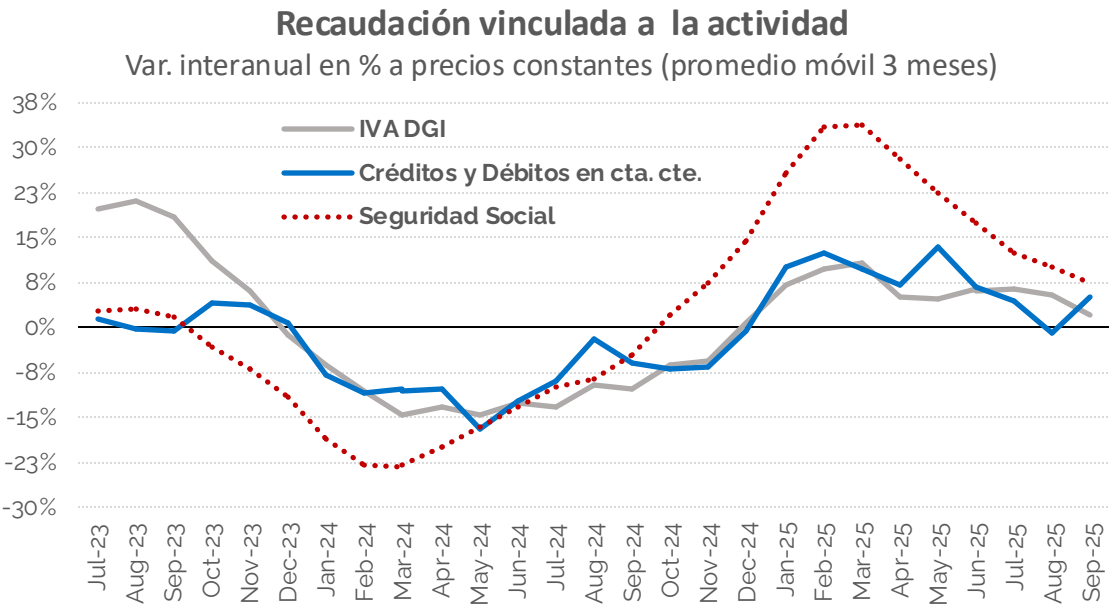
Fuente: @SuramericanaV en base a BCRA

En septiembre la tasa de inflación mensual aceleró el 2,1% luego del 1,9% del mes previo, a pesar del alza del 5,4% promedio a lo largo del mes del dólar oficial. En tanto, continuó su descenso en la medición interanual desde 33,6% en agosto al 31,8% en septiembre (el menor registro desde julio de 2018). En el acumulado anual de 2025 suma 22%.

Continúa la lenta baja de la inflación a partir de un descenso más rápido en los precios de los bienes (+1,7% promedio últimos 3 meses) respecto a los servicios (+2,6% promedio últimos 3 meses). Tanto el componente núcleo como los regulados siguen oscilando alrededor del 2% mensual que se ha evidenciado difícil de perforar sostenidamente.

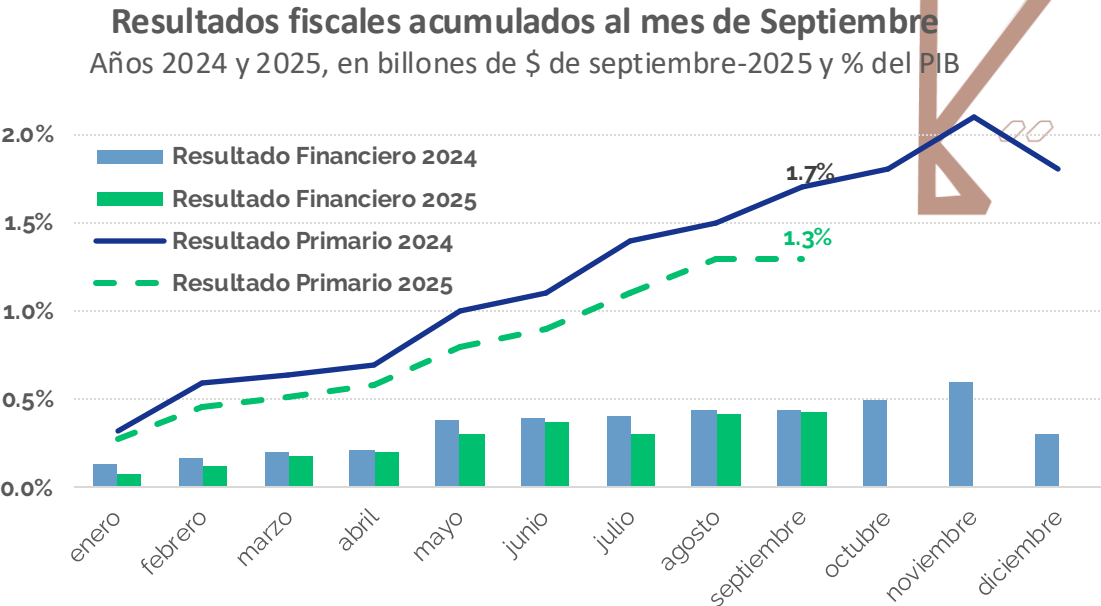
Los datos del REM de Septiembre (último publicado al 6.10) mostraba una expectativa de inflación del 1,8% para octubre y una tasa mensual para los próximos meses de alrededor del 1,9% promedio. El año 2025 cerraría en el 29,6% anual.

SE MANTIENE EL ANCLA FISCAL CON EXPANSIÓN REAL DEL GASTO Y MAYOR MODERACIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA RECAUDACIÓN TRIBUTARIA EN 2025



Fuente: @SuramericanaV en base a ARCA e INDEC

- La recaudación vinculada al nivel de actividad si bien continúa mostrando variaciones positivas, en términos reales, respecto a igual período de 2024 continúa evidenciando señales de desaceleración.
- En el caso del IVA DGI continúa la moderación, con una tasa de crecimiento de 1,9% en el último trimestre móvil, afectada por el enfriamiento de la actividad en los últimos meses.
- Los ingresos vinculados a la Seguridad Social crecen 7,5% en el último trimestre, desde tasas de crecimiento superiores al 33% en los meses de febrero y marzo.

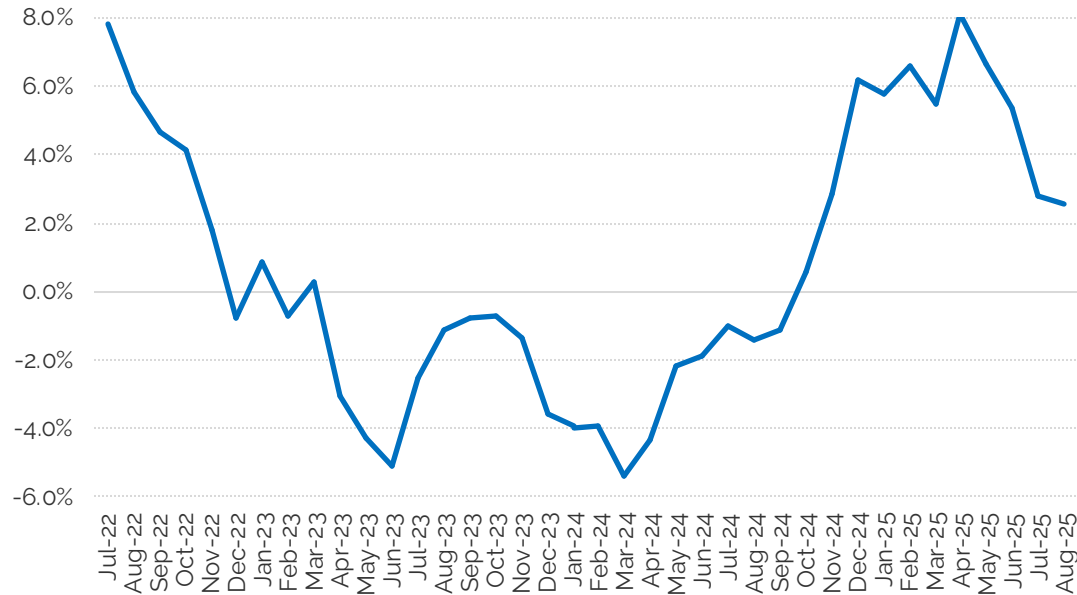


Fuente: @SuramericanaV en base a ARCA e INDEC

- El Sector Público Nacional (SPN) volvió a registrar superávit primario en septiembre y acumuló 2025 un 1,3% del PIB que se compara con el 1,7% en igual período de 2024.
- En el contexto del período electoral, el Gobierno Nacional aumentó el gasto en subsidios de energía (36,5% i.a.) y transporte (46,4% i.a.) por sobre el nivel de inflación (31,8% i.a.).
- Por el lado de los ingresos destacan los derechos de importación, que crecieron en septiembre un 105,8% a valores corrientes.

LA ECONOMÍA SIGUIÓ MOSTRANDO SEÑALES DE ESTANCAMIENTO AFECTADA POR EL ALZA DE LAS TASAS DE INTERÉS Y LA VOLATILIDAD FINANCIERA

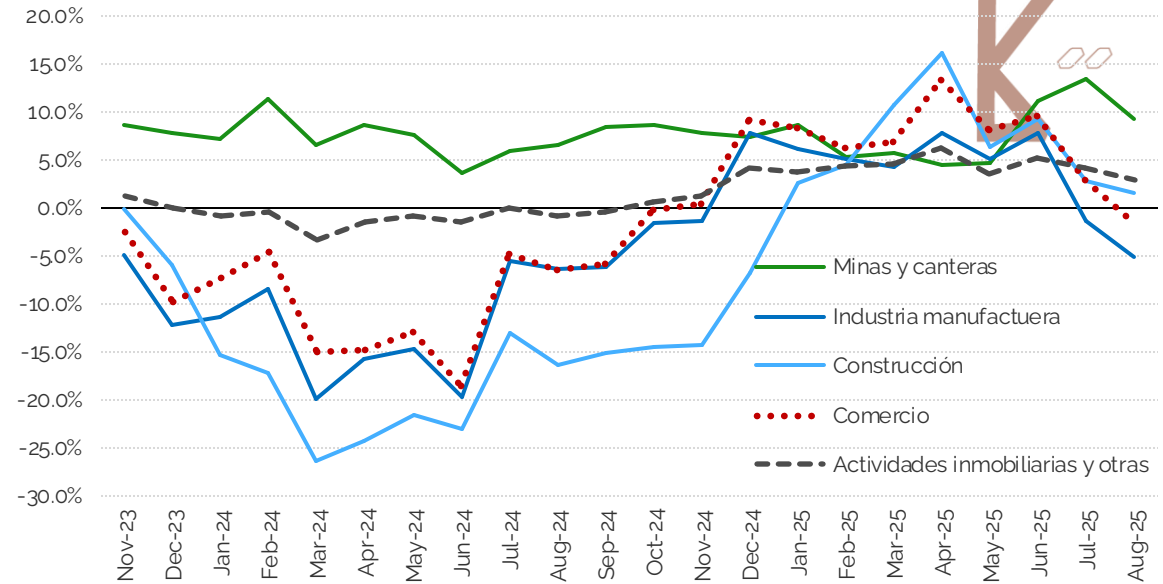
Estimador Mensual de la Actividad Económica
Variación anual (%) de la serie desestacionalizada por mes



Fuente: @SuramericanaV en base a INDEC

- En agosto la actividad económica, medida por el EMAE, subió inesperadamente 0,3% mensual, la primer alza luego de tres caídas consecutivas. En tanto, respecto a igual mes de 2024 el alza se volvió a moderar al 2,6% (vs 2,8% en julio).
- En base trimestral, el tercer trimestre caería un 0,1/0,2% y así se evidenciaría una leve y corta recesión.
- El arrastre estadístico para 2025 se redujo al 4,0% y a falta de 4 meses difícilmente se supere el 4,2/4,3%.

Estimador Mensual de la Actividad Económica
Variación interanual en % , principales 5 sectores sin Agro

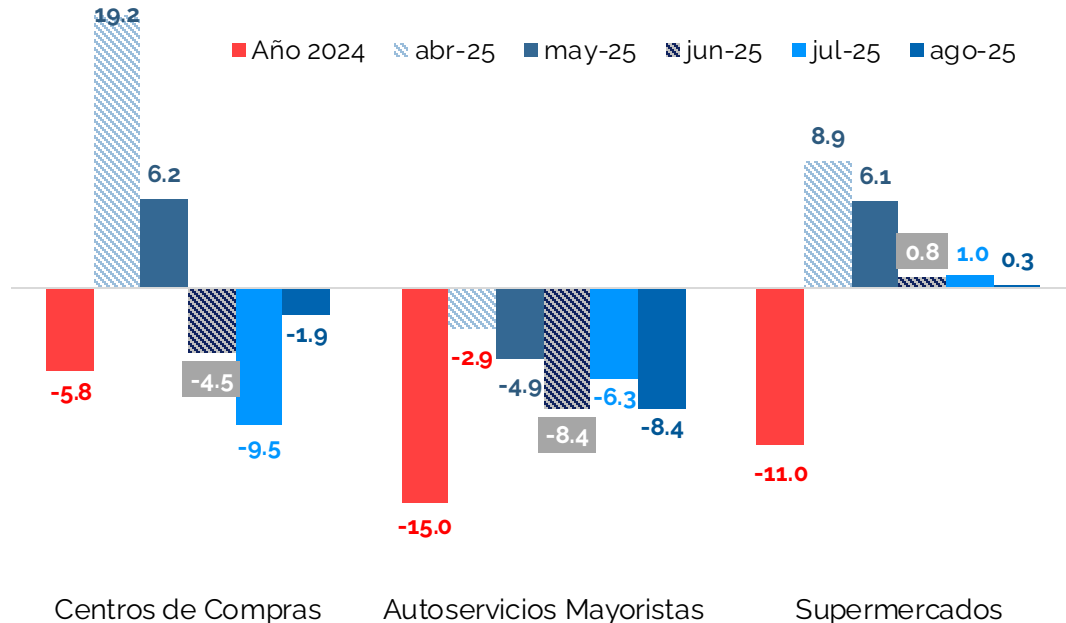


Fuente: @SuramericanaV en base a INDEC

- Los datos interanuales siguen mostrando **reducción en el ritmo de crecimiento** de la mayoría de los sectores.
- En agosto se destacaron los crecimientos de Intermediación financiera (26,5%) y Hoteles y restaurantes (6,4%). Por noveno mes consecutivo, desde marzo de 2023, la Construcción registró un alza interanual, pero a un ritmo del 1,5% (vs 2,8% en julio) que resultó el menor desde noviembre de 2024. La industria aceleró su caída al 5,1% (vs -1,3% en julio).

EL CONSUMO SIGUE AFECTADO EN SU RITMO DE RECUPERACIÓN Y LOS SALARIOS PROMEDIO REGISTRADOS SIGUEN EN NIVELES REALES BAJOS

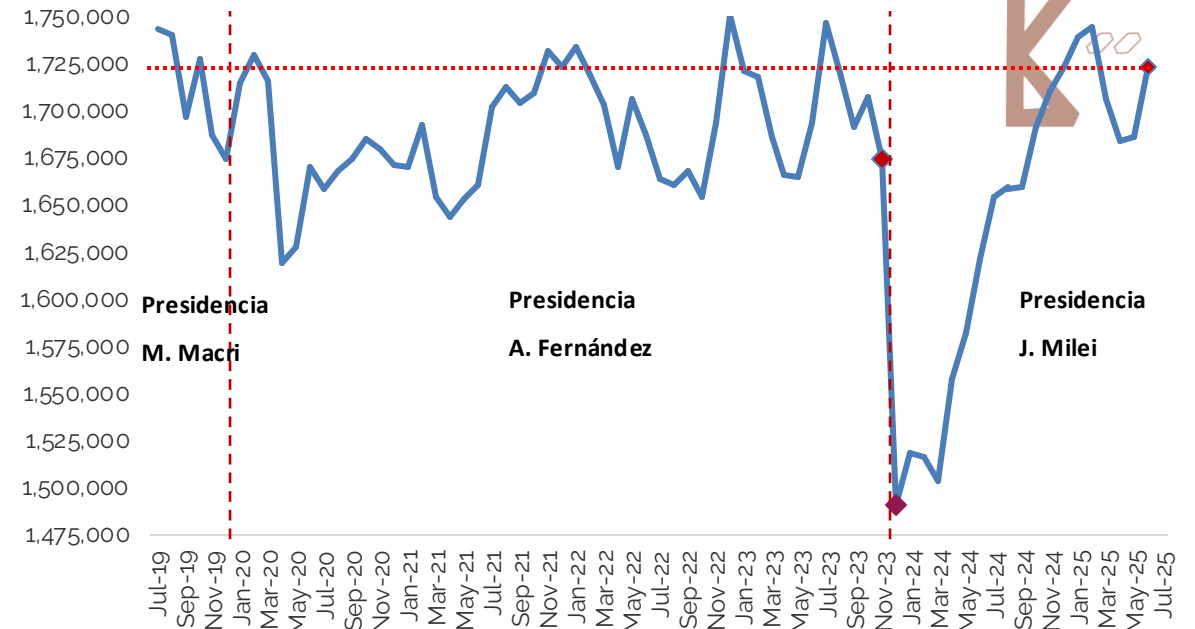
Ventas de consumo masivo a precios constantes
(Variación interanual)



Fuente: @SuramericanaV en base a INDEC

- La mayoría de los puntos de venta volvieron a mostrar menores ritmos de caída en agosto, pero sin evidenciar todavía una recuperación positiva de las ventas en términos reales, salvo Supermercados (+0,3%).
- El menor ritmo de recuperación de los salarios reales, la caída del ingreso disponible de los individuos y el alza de las tasas de interés afectan el consumo de los hogares en distintos canales de venta masivo.

Salario promedio de asalariado registrado privado (SIPA)
(últimos 6 años, en \$ constantes de julio de 2025)



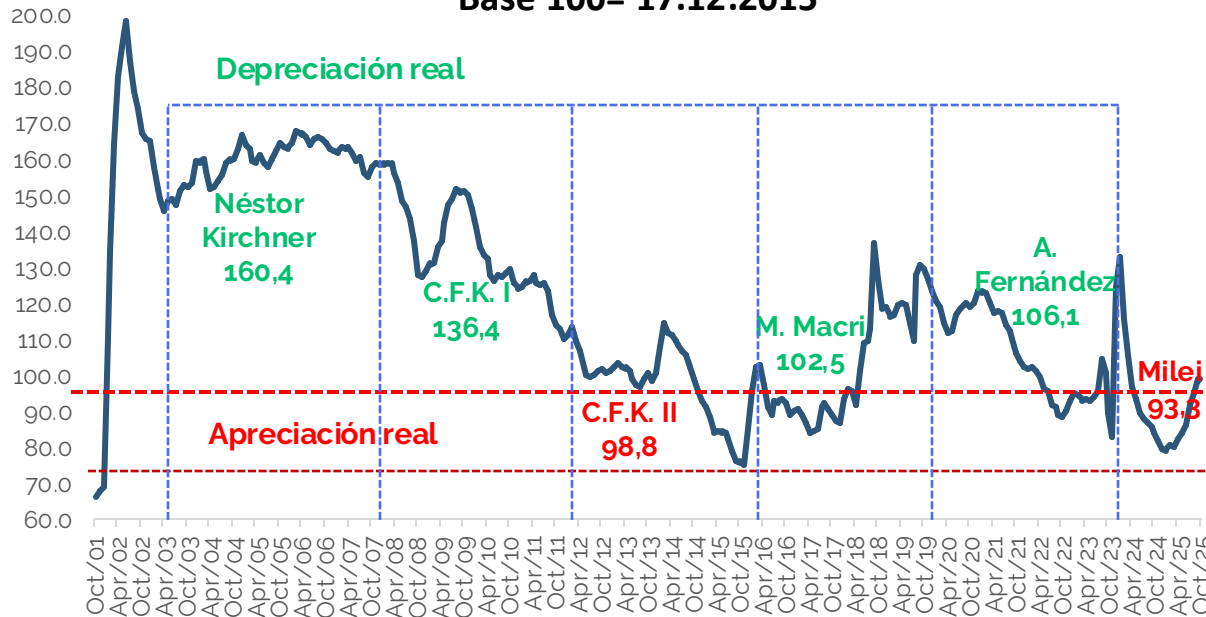
Fuente: @SuramericanaV en base a Ministerio de Capital Humano

- En julio el salario promedio de los salarios del sector privado, ajustado por estacionalidad (SIPA) sumó \$1.737.165 y subió en términos reales 0,8% respecto al mes previo, aunque acumula en 2025 una suba de apenas 0,8%.
- En niveles, el SIPA de julio sube 5% respecto a igual mes de 2024 y apenas un 3,8% por encima de los niveles de noviembre 2023. En tanto, respecto a junio 2019 recién en julio de 2025 se logró un registro 1% positivo.

MEJORÓ DESDE JULIO PASADO, PERO LA ECONOMÍA SIGUE CON UN TIPO DE CAMBIO REAL QUE HA PERDIDO COMPETITIVIDAD EN TÉRMINOS HISTÓRICOS

Tipo de cambio real multilateral promedio mensual

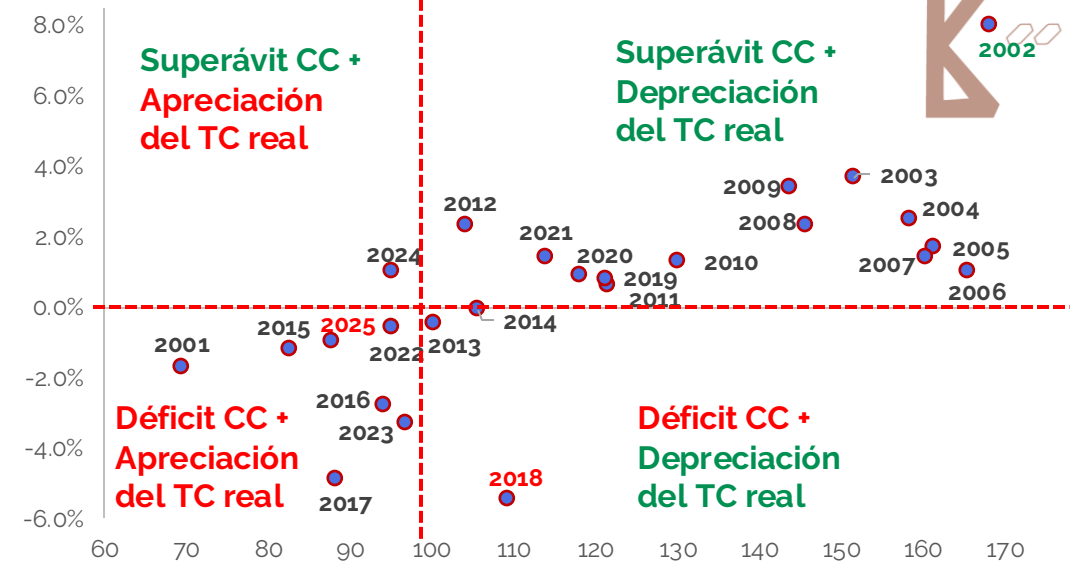
Base 100= 17.12.2015



- Al observar la serie histórica del tipo de cambio real **multilateral** (ITCRM) resalta la alta volatilidad y dificultad para sostener un nivel de competitividad.
- En lo que va de la gestión de Milei, a pesar de la mejora que se evidencia desde julio pasado, el promedio del TCRM es uno de los más bajos en dos décadas por lo que se necesitará recuperar a través de distintas herramientas de política la pérdida de competitividad que sufre la economía real.

Nivel de Tipo de cambio real y Cuenta Corriente

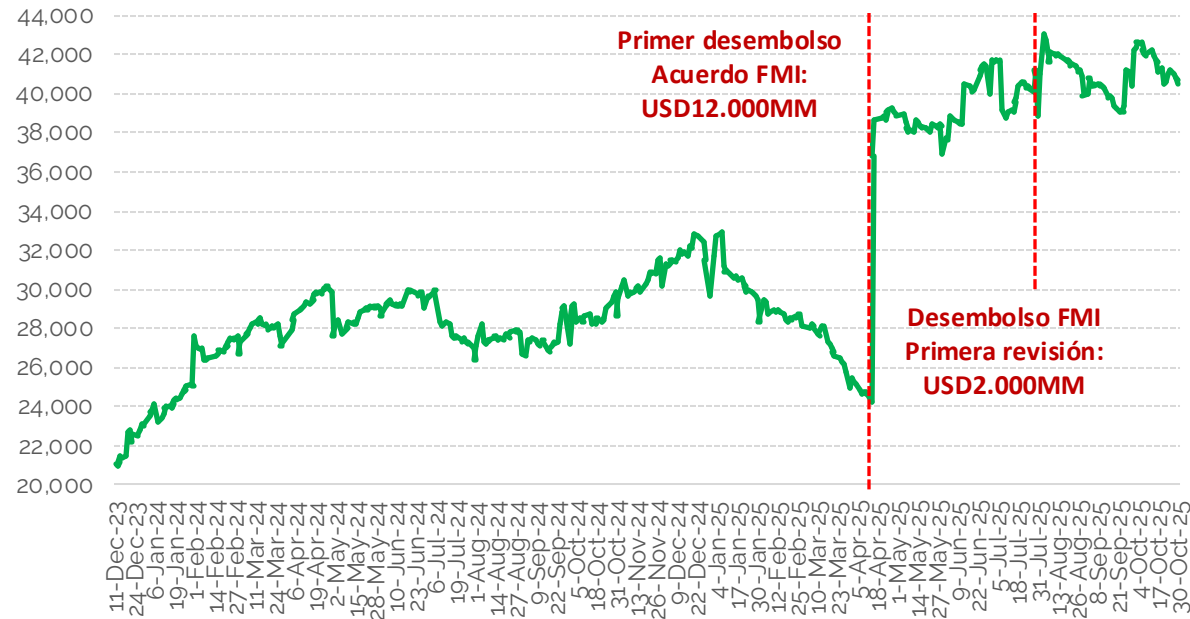
Promedio anual TCRM y Resultado CC en % del PIB



- El 2025 se encamina a cerrar con un déficit de la cuenta corriente en torno al 1% del PIB con apreciación del tipo de cambio real.
- La economía argentina ha mostrado dificultades para convivir en forma sostenida con déficit de cuenta corriente y apreciación real debido a las dificultades de financiamiento que esa combinación requiere.

LAS RESERVAS EN OCTUBRE SE MANTUVIERON CASI CONSTANTES POR VENTAS DEL TESORO ARGENTINO Y AMERICANO QUE ABASTECIERON DOLARIZACIÓN PRE-ELECTORAL

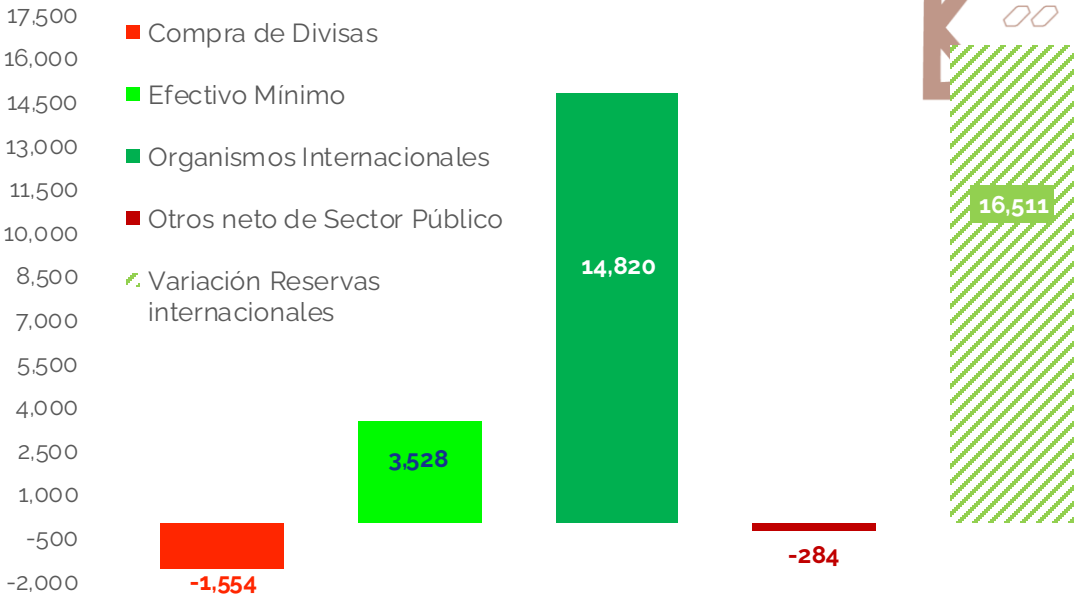
Reservas internacionales brutas del BCRA
(total diario, en millones de USD)



Fuente: @SuramericanaV en base a BCRA con datos al 30.10

- Las reservas brutas del B.C.R.A. al 30.10 totalizaban unos USD40.495 millones y acumularon una baja de USD2.544 millones desde el segundo desembolso del FMI (4.8).
- EL Tesoro vendió en siete jornadas del mes unos USD2.000 millones que había acumulado a fines de septiembre por la baja temporal de retenciones al 0%. La dolarización pre-electoral compensó gran parte de esa caída de reservas dado el aumento de los depósitos privados en USD.

Factores variación de reservas brutas del B.C.R.A.
(acumulado desde 14.4.25, en millones de USD)



Fuente: @SuramericanaV en base a BCRA. Datos al 24.10

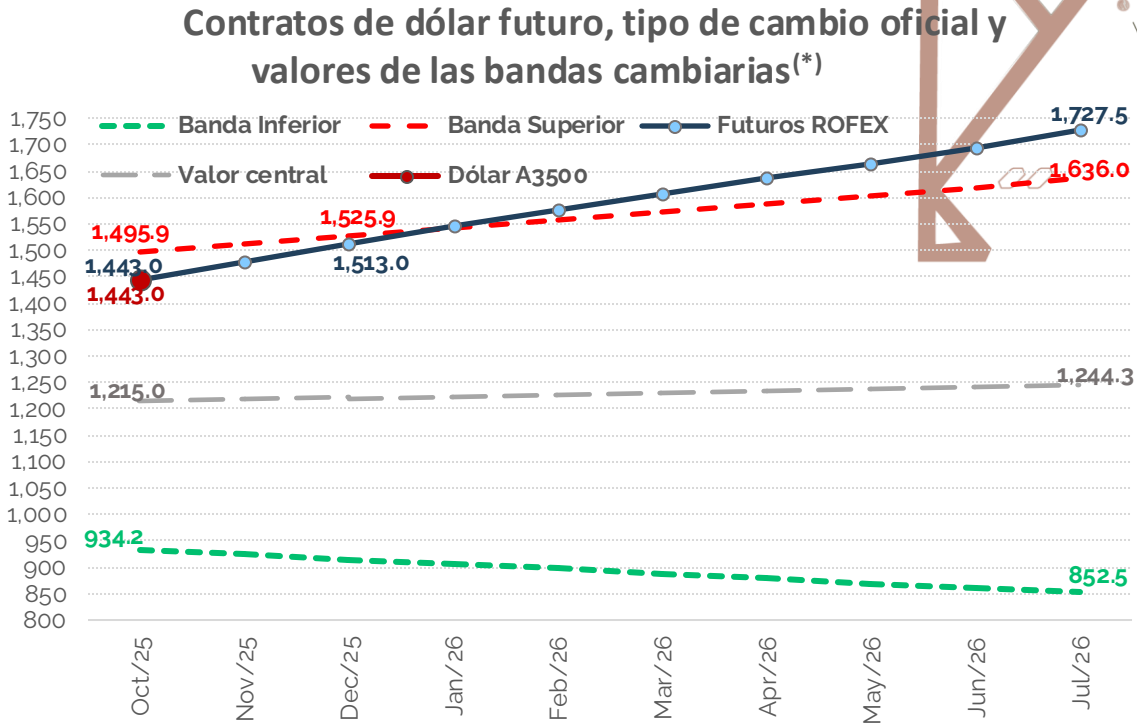
- Desde el día previo al desembolso inicial del acuerdo con el FMI (15.4) y hasta el pasado 24.10 las reservas brutas acumularon una suba de USD16.511 millones.
- La recuperación, a diferencia del año 2024, se explica casi en su totalidad por el programa de endeudamiento con el FMI y los desembolsos de otros organismos internacionales más el aumento de encajes en dólares producto de la dolarización pre-electoral.

INTERVENCIONES DEL B.C.R.A. EN FUTUROS Y DEL TESORO AMERICANO EN EL CONTADO PARA SOSTENER EL RÉGIMEN CAMBIARIA HASTA LAS ELECCIONES



(*) Datos al 31.10 Fuente: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

- En las semanas previas a las elecciones el dólar se acercó a la banda superior y el Tesoro americano intervino con ventas por unos USD2.000 millones y los pesos quedaron en el BCRA en una letra no negociable.
- En octubre el tipo de cambio cerró en \$1.443 y acumuló en el mes un alza del 5,6% para ubicarse un 3,5% por debajo del techo de la banda cambiaria. En 2025 sube el 39,8% con el grueso del alza (33,8%) registrada desde el debut de las bandas cambiarias el pasado 11.4

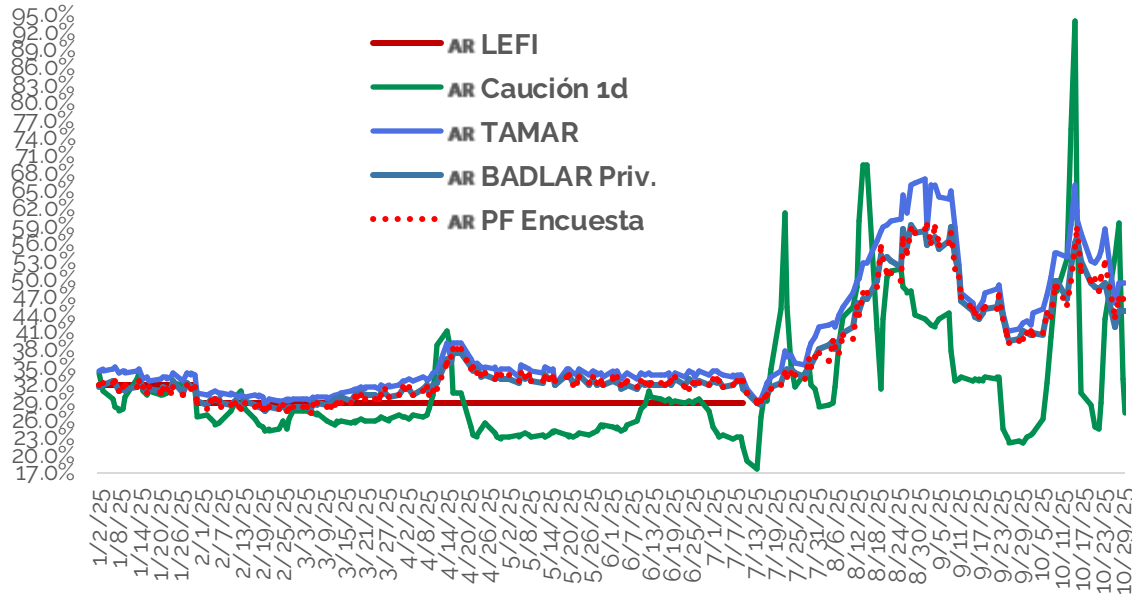


(*) Datos al 31.10 Fuente: @SuramericanaV en base a ROFEX y B.C.R.A.

- Los contratos de dólar futuro en ROFEX siguen reflejando, aunque con menor intensidad, un tipo de cambio que en 2026 seguiría un ajuste superior al 1% mensual de las bandas cambiarias.
- EL BCRA acumuló ventas en futuros por unos USD8.000 millones con gran proporción en los vencimientos cortos y vendió títulos *dollar-linked* en su cartera previo a las elecciones para contener las presiones en el tipo de cambio.

PROGRESIVA NORMALIZACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS LUEGO DE LA VOLATILIDAD PRE-ELECTORAL PERO TODAVÍA DESDE ALTOS NIVELES

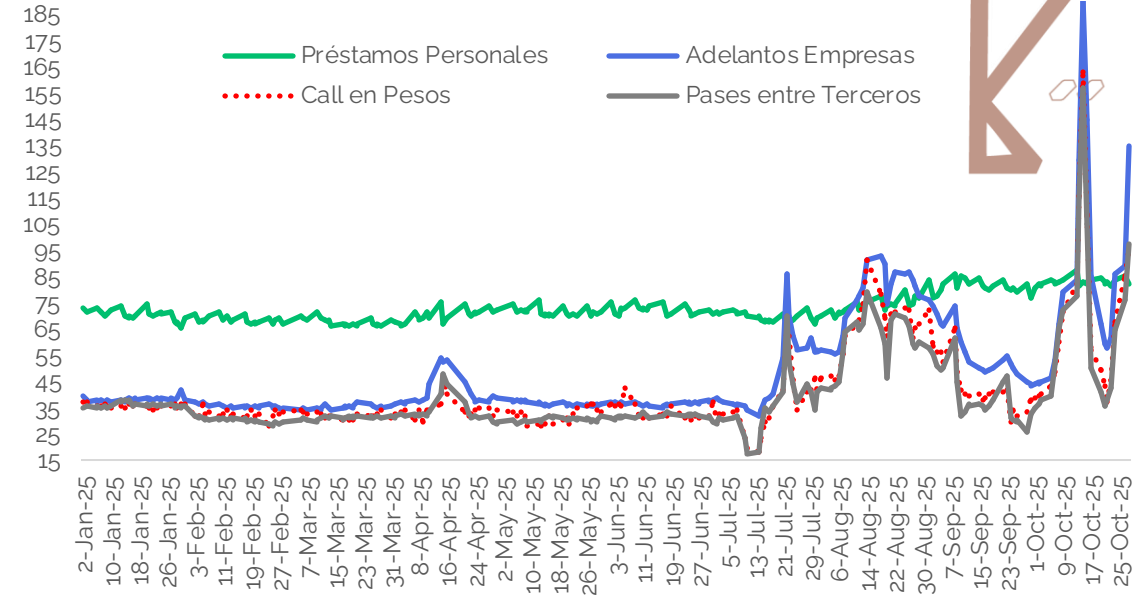
Tasas de interés pasivas de referencia
En T.N.A.(%), datos diarios



Fuente: @SuramericanaV en base a BCRA

- La tasa de caución evolucionó con alta volatilidad acorde a la política financiera del Tesoro "liberando" pesos luego de sus licitaciones programadas.
- Luego de los picos observados a mediados de mes las tasas pasivas comienzan una progresiva normalización, pero dada la política monetaria contractiva todavía se ubican cerca de 10 p.p. por encima de los niveles previos al desarme de las LEFI a mediados de julio pasado.

Tasas de interés activas
En T.N.A. (%), datos diarios

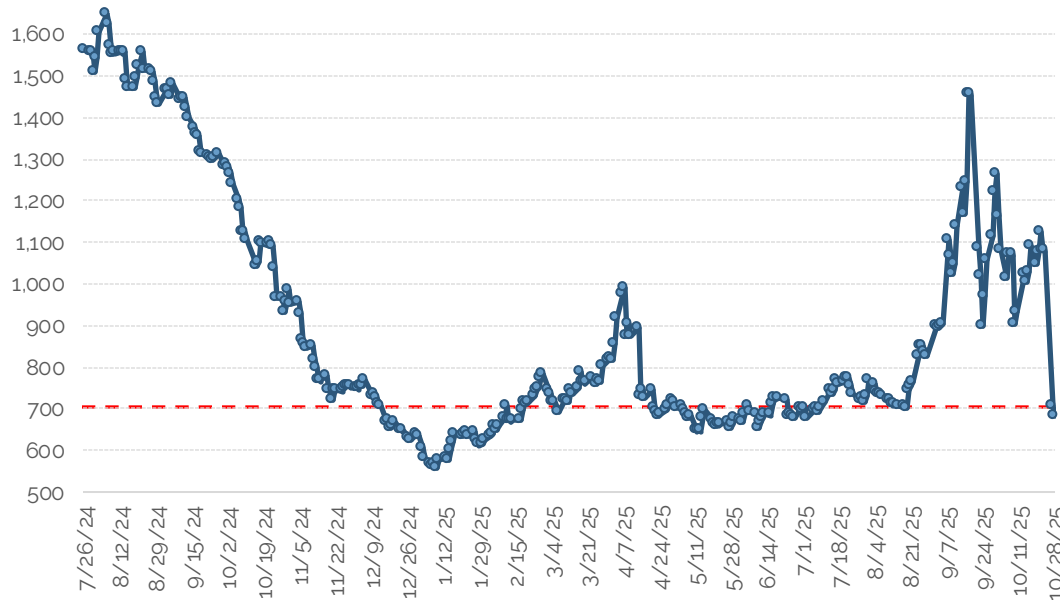


Fuente: @SuramericanaV en base a BYMADATA y B.C.R.A.

- La volatilidad pre-electoral llevó a las tasas activas a niveles superiores al 90% anual. En las próximas semanas deberíamos ver una estabilización en niveles de 10-15 p.p. menores.
- Sin embargo, hasta tanto el BCRA no modifique la agresiva suba de encajes que inició en agosto pasado la demanda de crédito seguirá afectada y no permitirá un repunte de la actividad como en el primer semestre.

EL RIESGO PAÍS VOLVIÓ A NIVELES POST-ACUERDO FMI Y DEBE LOGRAR CONSOLIDAR SU BAJA PARA ACCEDER A LOS MERCADOS DE DEUDA EN 2026

Riesgo País Argentina - Índice EMBI+ (en puntos básicos) -

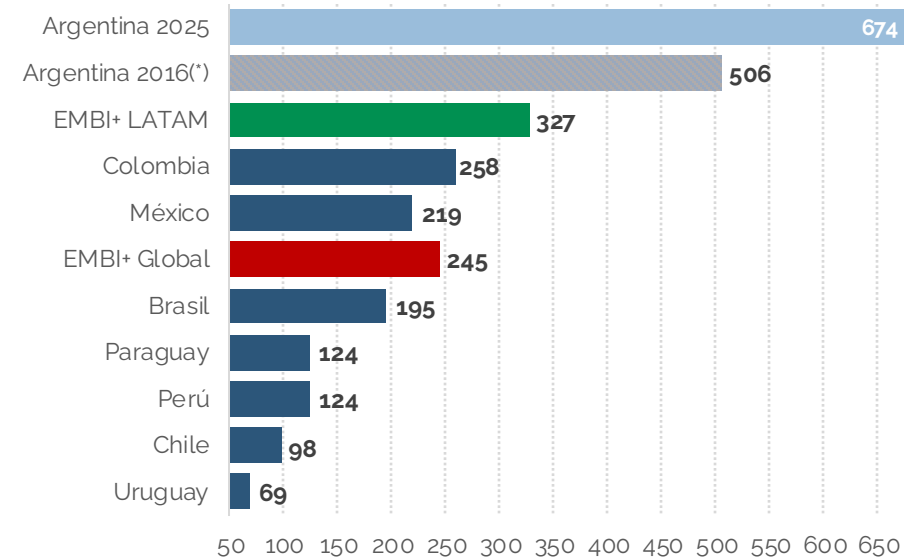


Fuente: @SuramericanaV en base a J.P. Morgan

- Luego de la victoria en las elecciones legislativas el riesgo país bajó cerca de 400 pbs y volvió a niveles similares a los registrados luego del acuerdo con el FMI (11.4) en torno a los 675 pbs.
- El nivel actual de riesgo país (674 pbs) se ubica 40 pbs por encima del cierre del año 2024 y a unos 115 pbs del mínimo de 559 pbs alcanzado luego del pago del cupón (9.1) de los bonos reestructurados.

Riesgo País comparados con acceso a mercados

Datos al 29.10



Fuente: @SuramericanaV en base a J.P. Morgan

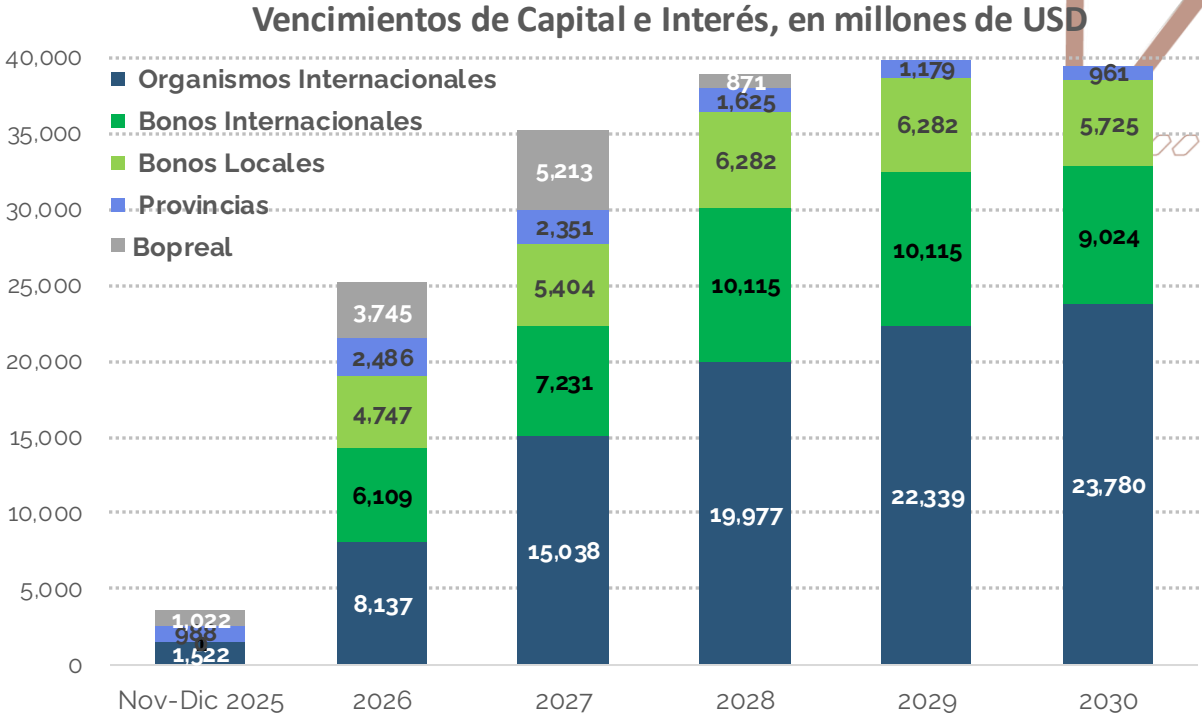
- El riesgo país supera por cerca de 200 pbs el nivel que permitiría acceder a los mercados de deuda internacionales en 2026.
- En julio de 2016 se emitieron USD2.750 millones a una tasa de financiamiento cercana al 7% (tasa de 10 años del Tesoro americano del 1,4% vs 4,05% actual) y con un nivel de riesgo país de 506 pbs. A los valores actuales, implicaría una tasa de financiamiento del 10,8% anual.

CONTINÚA EL DETERIORO DEL BALANCE CAMBIARIO Y EL AUMENTO DE LA FAE DESDE “FIN” DEL CEPO. CAPACIDAD DE REFINANCIAMIENTO TENSIONADA

	2023	2024	Ene-Ago 2025
(A) Cuenta Corriente Cambiaria (A)=(1)+(2)	-3.581	1.707	-2.465
(1) Bienes y Servicios	6.290	13.802	4.335
(2) Intereses y Utilidades	-9.872	-12.095	-6.800
(2.1) Intereses netos	-9.534	-11.850	-6.682
Ingresos	827	965	1.104
Egresos	10.361	12.815	7.786
FMI	3.017	3.098	1.988
Bilaterales y otros Organismos	2.166	2.288	1.263
Otros Sector Público	2.072	4.269	2.217
Otros pagos de intereses	3.106	3.160	2.317
(B) Cuenta Capital cambiaria	12	68	157
(C) Cuenta Financiera total	-18.106	4.302	10.505
IED y Portafolio	919	12	-1.559
Préstamos financieros y títulos de deuda	-5.373	5.513	10.817
FMI	-5.079	927	14.469
OOII	1.134	-2.018	5.343
FAE	-724	2.360	-17.387
Resto	-8.983	-2.493	-1.178
(D) Variación de Reservas Internacionales (D)= (A) + (B) + (C)	-21.675	6.077	8.197

Fuente: @SuramericanaV en base a BCRA

- La balanza cambiaria acumulada a agosto de 2025 continuó deficitaria por mayores pagos de intereses y utilidades (-US6.800M) y la reducción del superávit de la cuenta de bienes y servicios (USD4.335M vs USD14.304M a agosto 2024).
- El mayor endeudamiento con el FMI y del sector privado ayudó desde la cuenta financiera a compensar el desequilibrio acumulado en la cuenta corriente y la mayor formación de activos externos (FAE, USD17.387M) que se aceleró desde abril.



Fuente: @SuramericanaV en base a MECON (datos al 30.6.25) y BCRA

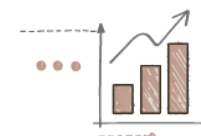
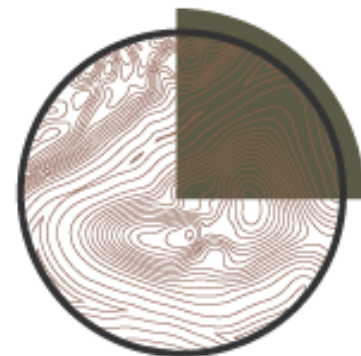
- Los fondos aportados por el FMI aseguraron los pagos en 2025 incrementaron los pagos en forma creciente en 2028-2030 por importe que superan los de acreedores privados.
- En este contexto es clave poder acceder a los mercados de deuda desde 2026 a tasas de interés que sean compatibles con la sostenibilidad temporal de la deuda. Ello exige un riesgo país de al menos 450/400 pbs.

ANEXO | Escenario base de nominalidad

Notas metodológicas:

- Los valores en rojo son proyectados
- Escenario revisado luego de los resultados de los comicios legislativos
- Supone para 2025 una depreciación real del tipo de cambio (13,9%), leve mejora del salario real (6,2%) y estabilidad de la brecha en torno al 3% mensual
- Lenta convergencia de la inflación al 1% mensual en 12 meses

Mes	Escenario base con rediseño bandas cambiarias y levantamiento parcial cepo cambiario							
	TCN oficial (promedio mensual)	Devaluación mensual	Devaluación anual acum.	Inflación (var. Mensual)	Inflación (var. i.a.)	Salarios RIPTE (var. Mensual)	Salarios RIPTE (var. i.a.)	Brecha (promedio mensual)
dic-23	628	81,4%	263,9%	25,5%	211,2%	8,3%	149,4%	72,2%
ene-24	818	30,2%	30,2%	20,6%	254,1%	14,7%	175,5%	43,3%
feb-24	835	2,1%	32,9%	13,2%	276,0%	11,5%	183,2%	38,8%
mar-24	850	1,8%	35,3%	11,0%	287,5%	14,0%	194,2%	24,5%
abr-24	868	2,1%	38,2%	8,8%	288,9%	16,1%	211,0%	21,5%
may-24	887	2,2%	41,2%	4,2%	275,9%	7,3%	214,3%	29,0%
jun-24	904	1,9%	43,9%	4,6%	271,0%	6,1%	208,4%	43,3%
jul-24	923	2,1%	46,9%	4,0%	263,0%	6,6%	206,1%	46,3%
ago-24	943	2,2%	50,1%	4,2%	236,5%	3,8%	200,1%	37,5%
sept-24	962	2,0%	53,1%	3,5%	209,0%	4,1%	185,5%	29,5%
oct-24	981	2,0%	56,3%	2,7%	193,0%	6,6%	172,5%	21,3%
nov-24	1.002	2,0%	59,5%	2,4%	166,0%	2,8%	163,7%	13,2%
dic-24	1.022	2,0%	62,6%	2,7%	117,7%	2,0%	148,4%	10,3%
ene-25	1.044	2,1%	2,1%	2,2%	84,5%	2,6%	122,4%	11,7%
feb-25	1.058	1,4%	3,6%	2,4%	66,9%	6,1%	111,7%	13,1%
mar-25	1.069	1,0%	4,6%	3,7%	55,9%	4,1%	93,2%	18,1%
abr-25	1.124	5,2%	10,0%	2,8%	47,3%	2,9%	71,2%	10,9%
may-25	1.149	2,2%	12,4%	1,5%	43,5%	1,9%	62,4%	0,6%
jun-25	1.180	2,8%	15,5%	1,6%	39,4%	2,8%	57,3%	0,4%
jul-25	1.267	7,3%	24,0%	1,9%	36,6%	2,9%	51,9%	0,5%
ago-25	1.329	4,9%	30,0%	1,9%	33,5%	1,3%	48,2%	0,2%
sept-25	1.400	5,4%	37,0%	2,1%	31,7%	1,9%	45,0%	2,8%
oct-25	1.433	2,4%	40,3%	2,0%	30,8%	2,0%	38,7%	4,6%
nov-25	1.464	2,1%	43,3%	1,9%	30,2%	1,9%	37,5%	2,8%
dic-25	1.505	2,8%	47,3%	2,1%	29,4%	2,0%	37,4%	3,1%
ene-26	1.542	2,5%	2,5%	1,7%	28,8%	1,6%	36,0%	2,5%
feb-26	1.578	2,3%	4,9%	1,4%	27,8%	1,5%	30,1%	2,3%
mar-26	1.619	2,6%	7,6%	1,5%	25,3%	1,6%	27,0%	2,5%
abr-26	1.656	2,3%	10,1%	1,4%	23,6%	1,4%	25,2%	2,4%
may-26	1.691	2,1%	12,4%	1,3%	23,4%	1,3%	24,5%	2,3%
jun-26	1.725	2,0%	14,6%	1,5%	23,3%	1,4%	22,9%	2,6%
jul-26	1.757	1,9%	16,8%	1,3%	22,5%	1,5%	21,2%	2,2%
ago-26	1.787	1,7%	18,8%	1,2%	21,7%	1,3%	21,2%	2,1%
sept-26	1.812	1,4%	20,4%	1,1%	20,5%	1,2%	20,4%	2,2%
oct-26	1.831	1,0%	21,7%	1,0%	19,3%	1,0%	19,3%	2,3%



Fundador y Presidente Martín Guzmán

Equipo de trabajo: Martín Guzmán, Guillermo Hang, Ramiro Tosi

Economista líder del informe: Ramiro Tosi



@SuramericanaV



info@suramericanavision.com.ar