ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO NOVIEMBRE

2025

MERCOSUR AHK
Cámara de Industria y Comercio Argentino-Alemana
Deutsch-Argentinische Industrie- und Handelskammer

#SOMOSTUPARTNERGLOBAL

Argentina Económica

01. Introducción

02. Panorama

03. Actividad

04. Precios

05. Política Fiscal

06. Sector Externo

07. Política Monetaria y Cambiaría

11/2025

Realizado por:

Si desea auspiciar en “Argentina Económica”, por favor póngase en contacto con
Victoria Giannasca: vgiannasca@ahkargentina.com.ar

INTRODUCCIÓN

A continuación, se presentan los principales aspectos del informe.

OBJETIVOS

El estudio presenta un claro diagnóstico de la situación económica actual y de las perspectivas para el año en curso. El informe pone en relieve las restricciones que enfrenta la política económica y sus implicancias en términos de las variables fundamentales (actividad, inflación y tipo de cambio).

CONTENIDO

• Contexto internacional. Cómo jugará el mundo en los próximos años.
• Diagnóstico de la situación económica actual local.
• La política económica luego de las elecciones legislativas.
• Cuáles son los posibles escenarios y sus probabilidades asociadas.
• Proyecciones de las principales variables bajo varios escenarios posibles.

VARIABLES CONSIDERADAS EN LAS PROYECCIONES

• Contexto internacional: crecimiento e inflación de las principales economías.
• Actividad: PBI, consumo privado, inversión, exportaciones, importaciones, tasa de desempleo.
• Precios: Inflación real (IPC Ecolatina).
• Tipo de cambio nominal y real.
• Política fiscal: gasto, recaudación, resultado fiscal, brecha de financiamiento.
• Sector externo: exportaciones, importaciones, superávit comercial.
• Mercado laboral: demanda laboral, desempleo, salario nominal y real.

Para más información:

No dude en comunicarse vía mail a eyf@ecolatina.com.

PANORAMA

Económico: Una contundente victoria y euforia financiera

La **contundente e inesperada victoria del oficialismo en las Elecciones Legislativas Nacionales** reforzó la idea de un fuerte apoyo popular al camino implementado por el Gobierno, lo cual ayuda a la gobernabilidad y dota de mayor viabilidad tanto al programa económico actual como a la negociación por las reformas estructurales pendientes en el Congreso. En consecuencia, esta dinámica **ratifica nuestro Escenario Base actual como el escenario más probable**.

¿Qué pasó en las elecciones del domingo? La Libertad Avanza ganó en 15 de 24 provincias (incluyendo una inesperada remontada en PBA) y rozó el 41% de los votos a nivel nacional, ubicándose así más de 8 puntos por encima de un Peronismo que rondó 32% al incluir sus aliados. Si bien los resultados a nivel nacional se encuentran relativamente en línea con lo ocurrido en las elecciones legislativas del 2017 y 2021, la contundencia de la victoria oficialista no deja de sorprender dado que **en la previa se esperaba un escenario de mayor paridad** luego de la victoria del peronismo en la elección provincial de PBA el 7 de septiembre.

¿Cómo impactan estos resultados en el Congreso? La Libertad Avanza logró sumar 64 Diputados y 13 Senadores, lo cual le permite alcanzar 101 Diputados en la Cámara Baja (en palabras del Presidente) y 20 Senadores en la Cámara Alta. De esta manera, el **oficialismo nacional no sólo se aseguró una minoría crítica propia** para asegurar vetos, sino que quedó sólo a 28 Diputados y 17 Senadores de alcanzar una mayoría para aprobar leyes (la distancia sería incluso menor si incluimos a partidos aliados como el PRO y parte de la UCR).

Como planteamos en reiteradas ocasiones, en esta nueva etapa el Gobierno iba a estar obligado a **negociar con gobernadores y otros partidos políticos para aprobar leyes** y, eventualmente, las reformas estructurales pendientes. Justamente, el discurso moderado y las declaraciones que dio el Presidente ese domingo por la noche y el lunes por la mañana parecen ir en esa dirección, abriendo la puerta a una negociación con los gobernadores luego de que hayan quedado políticamente debilitados por su floja performance electoral. No obstante, aún no hay que adelantarse. El cambio en la composición del Congreso se dará recién a principios de diciembre y el próximo test legislativo que enfrentará el Gobierno es el tratamiento del Proyecto de Presupuesto 2026. En cuanto a las reformas estructurales, el mismo Milei buscó moderar las expectativas y aclaró que su tratamiento será secuencial, en paralelo a las negociaciones con los gobernadores y su eventual rearmado del gabinete.

¿Cuáles esperamos que sean las implicancias económicas? La victoria del oficialismo en las elecciones generó una **marcada euforia en los mercados financieros:** los activos argentinos se dispararon (el Merval tuvo su mejor jornada en los últimos 30 años), el Riesgo País se desplomó (desde más de 1.000 pbs. a cerca de 650 pbs.) y el dólar mostró fuertes recortes en todas sus cotizaciones (aunque el tipo de cambio oficial revirtió parcialmente esa baja en las ruedas siguientes). Claramente, la disipación de la incertidumbre electoral y el fuerte apoyo popular al Gobierno frenaron las tensiones cambiarias y financieras acumuladas en la previa y le dieron aire a un programa económico que se veía en jaque incluso contando con el apoyo explícito del Gobierno de Estados Unidos.

Ahora bien, si bien la contundente victoria electoral, la euforia de los mercados financieros y el apoyo contingente del Gobierno de E.E.U.U. relajaron las tensiones en el frente externo, **las vulnerabilidades de fondo siguen estando presentes**: el BCRA aún tiene que acumular Reservas para mejorar su posición patrimonial, todavía no se despejaron los vencimientos en USD del Tesoro y la economía cuenta con los pesos suficientes como para que generar tensiones cambiarias si aparece un nuevo shock negativo en las expectativas.

Pensando en 2026, sabemos que la necesidad de acumular Reservas y normalizar el mercado de cambios incrementarán la demanda de USD en el corto plazo, pero una **reducción considerable del Riesgo País junto con señales de gobernabilidad** del oficialismo podría permitir no sólo una refinanciación de los vencimientos, sino también una llegada de inversiones que incremente la oferta de USD y permita sostener el tipo de cambio (aunque no descartamos que en algún momento pasemos del esquema de bandas hacia una flotación sucia). En tal sentido, con un equilibrio fiscal que se sostendría como bandera política y sin tanta turbulencia cambiaria, la inflación podría continuar su tendencia descendente (junto con las tasas de interés) en el marco de una reactivación económica.

Político: Una elección que relegitima el rumbo y minimiza la restricción decisional

1. ***El resultado electoral relegitimó el rumbo y le dará combustible al proceso de estabilización.***

Como ocurre con todo proceso electoral, su resultado funciona como un elemento relegitimador. El triunfo electoral de La Libertad Avanza relegitima el rumbo de gobierno y da combustible a la estabilización.

2. ***La restricción decisional que afectaba al Ejecutivo queda significativamente reducida.***

La recolección de bancas lograda por el buen desempeño del oficialismo reduce la restricción decisional que operaba sobre este Poder Ejecutivo a una mínima expresión, garantizando mucho más margen decisional.

3. ***La consolidación política del ciclo mucho más atada a la propia capacidad del gobierno***

Ganando margen decisional y habiendo sido relegitimado en la elección de medio término, el éxito en el proceso de consolidación política depende ahora mucho más de lo que el propio Gobierno haga.

Los procesos electorales producen algo más importante que asignación de cargos o bancas en el Congreso, otorgan legitimidad. La legitimidad que más se valora, dado que es la más incuestionable al provenir del soberano. Por ello, lo más importante que ocurrió el 26 de octubre fue la **relegitimación del rumbo de gobierno.**

Una relegitimación que se volvía necesaria para un proceso político, pero sobre todo económico, que tuvo que **producir padecimientos para poder ofrecer soluciones**. Quizá el desafío más complejo para todo gobernante: tener que producir dolor para poder ofrecer alivio. Algo que ocurrió a lo largo de estos dos años de gobierno.

Este mensaje relegitimador es también relevante para la lectura que pueda hacer el mercado sobre el éxito de este ciclo, con lo importante que es tener a las expectativas jugando a favor. Si el mercado cree que este proceso puede terminar de manera exitosa, habrá más confianza y ello puede a su vez hacer más sencillo el camino hacia el éxito, por ejemplo, ofreciendo financiamiento para lograrlo. Por ello, **el mensaje de la gente apoyando, tiene también una función relevante en materia de expectativas.**

Pero más allá de los aspectos más estructurales, vinculados a la legitimidad de lo que está ocurriendo, también hay aspectos más instrumentales asociados al resultado, que tienen que ver con **cómo se configura el sistema político para producir decisiones.** Y allí también el resultado produjo cambios importantes, reduciendo significativamente la restricción decisional que operaba sobre este Ejecutivo. **La condición de hiper minoría se terminará el 10 de diciembre para abrir una etapa menos apremiante en esa materia.**

El oficialismo logrará tener un tercio de la Cámara baja para bloquear leyes no deseadas del Congreso, y **estará mucho más cerca para poder negociar la sanción de leyes.** Juntar una veintena de diputados y una decena de senadores parece mucho más factible, teniendo en consideración que hay bloques negociadores que podrían ofrecer mucho más que eso para acordar leyes. Esto permite que **el oficialismo goce de mayores márgenes decisionales**, lo que aumenta las chances de éxito del proceso de estabilización económica, y aumenta también las chances de éxito de la consolidación política del ciclo.

Resta saber la profundidad de las reformas que podrían implementarse y qué tan acertadas estarán en materia de diagnóstico de la situación, para poder comprender en qué medida apuntalarán las chances de éxito del rumbo de gobierno. Sin embargo, queda claro que allí hay una **mejora significativa de las condiciones políticas del ciclo.**

¿La relegitimación del rumbo y los mayores márgenes decisionales remueven todos los obstáculos para garantizar el éxito de Milei? No, a medida que un gobierno gana autonomía decisional, y con ello plena capacidad de administrar los desafíos por delante, nunca dejará de estar la posibilidad de que el Gobierno se equivoque. **Puede haber errores** de funcionamiento (habrá que estar atentos a las internas del propio gobierno), errores de diagnóstico o de diseño de políticas (uno puede tener más margen decisional, pero tomar las decisiones incorrectas), o eventos inesperados, imponderables que puedan surgir y que estos atenten contra la posibilidad de éxito del gobierno.

Lo que queda claro es que, si antes de las elecciones Milei tenía determinada probabilidad de éxito, **esa probabilidad ha aumentado con el espaldarazo electoral** y con el mayor margen decisional que habrá en esta segunda mitad de mandato. El paso del tiempo dirá si esa mayor probabilidad termina materializándose en una reelección o si esta etapa habrá sido una transición corta hacia un nuevo ciclo.

ACTIVIDAD

¿Se sostendrá la exigua recuperación en septiembre?

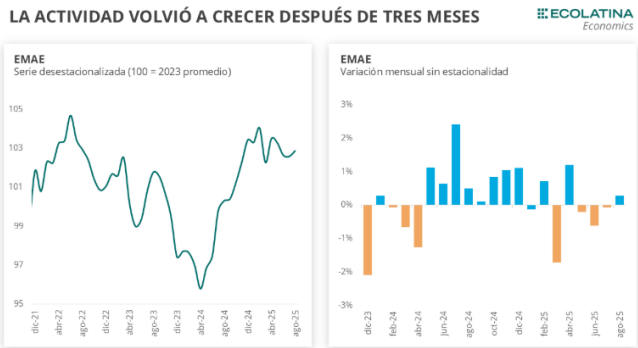
• El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) avanzó 0,3% s.e. en agosto y rompió una racha de tres meses consecutivos a la baja. Asimismo, la actividad se ubicó 2,4% por encima del año anterior y acumula una suba del 5,2% en lo que va del 2025.

• Desde el pico de actividad de febrero, sólo unos pocos sectores presentaron subas significativas, como la intermediación financiera (+8,1%) y Oil & Gas (+3,0%). En contraste, los sectores más demandantes de mano de obra siguieron cayendo: Comercio (-4,1%), Industria (-2,2%) y Construcción (-0,9%).

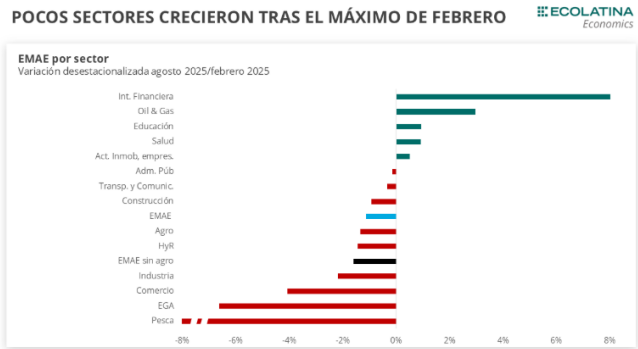
• El desempeño de los últimos meses nos lleva a estimar un crecimiento promedio en la zona del 4% para 2025. Este resultado se explica en gran medida por el arrastre estadístico de 2024, por lo que la actividad crecería alrededor del 0,6% a lo largo del año.

El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) avanzó 0,3% s.e. en agosto y rompió una racha de tres meses consecutivos a la baja. Asimismo, la actividad se ubicó 2,4% por encima del año anterior y acumula una suba del 5,2% en lo que va del 2025.

A pesar del ruido cambiario y las altas tasas en agosto debido al desarme de las LEFIs que tuvo lugar en julio, la actividad económica no cayó durante el octavo mes del año. No obstante, aún no logra recuperar la caída acumulada de los últimos tres meses (alrededor del 1%) y retornó a los niveles registrados en marzo, un mes de caída debido a la incertidumbre cambiaria previo al acuerdo con el FMI. **Con todo, se encuentra 1,1% por debajo del máximo alcanzado en febrero de este año.**



Si se compara respecto al pico de actividad de febrero, sólo unos pocos sectores presentaron subas significativas, como la Intermediacion financiera (+8,1%) y Oil & Gas (+3,0%). En contraste, los sectores más demandantes de mano de obra siguieron cayendo: Comercio (-4,1%), Industria (-2,2%) y Construccion (-0,9%).



De todos modos, hay una mejora en la mayoria de los sectores en lo que va del año, y solo cinco no crecieron en respecto a diciembre del 2024: Pesca (-7,1%), Industria (-3,5%), Agro (-2,9%), Comercio (-2,5%) y Hoteles y restaurantes (-2,4%). Por su parte, entre los que mas crecieron en el año se destacan Intermediacion financiera (+17,5%), Oil & Gas (+6,3%) y Electricidad, gas y agua (+3,8%).

¿Qué esperamos hacia adelante?

El dato de agosto sorprendió al alza, considerando la incertidumbre cambiaria y la volatilidad de las tasas de interés que reinó durante ese mes. De todos modos, esta mejora fue exigua y podría no sostenerse en septiembre. **En este sentido, los indicadores adelantados de septiembre no anticipan claras señales de mejora, continuando con la dinámica oscilante mes a mes.**

Por caso, el Índice Líder elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT), que busca anticipar el ciclo económico, cayó en septiembre 0,5% (tras bajar 4,7% en agosto). A su vez, estima **que la probabilidad de entrar en una recesión en los próximos meses se ubica en un 98,0%.**

Por el lado de la construcción, los indicadores fueron mixtos en septiembre: El Índice Construya avanzó 1,1% s.e. (tras haber caído 8,6% en agosto), posicionándose por encima de septiembre del 2024 (+6,5% i.a.). Los despachos de cemento cayeron 0,8% s.e. en septiembre, sumando tres meses de bajas consecutivas. Por su parte, **la industria no presentó mejoras para septiembre:** la producción de automóviles cayó 1,9%, al igual que el patentamiento de vehículos 0 km, el cual bajó 2,3% s.e.

Respecto al consumo, las ventas minoristas PYME cayeron 2,0% s.e., siendo la tercera baja al hilo. Por último, el crédito al consumo viene moderando su crecimiento mes a mes, al crecer sólo 0,8% s.e. en agosto (+81,1% i.a.).

De todos modos, podrían aparecer algunos indicios de mejoras hacia los últimos meses del año, una vez pasadas las elecciones. Disipada la incertidumbre electoral, los nuevos préstamos de organismos internacionales y el acuerdo con el Tesoro estadounidense podrían aportar mayor calma en el frente cambiario y monetario, reduciendo las dudas sobre la sostenibilidad del esquema. En cualquier caso, la baja en las tasas de interés de la economía luce como una condición necesaria para volver a reactivar la actividad en su conjunto.

El desempeño de los últimos meses nos lleva a estimar un crecimiento promedio en la zona del 4% para 2025. Este resultado se explica en gran medida por el arrastre estadístico de 2024, por lo que la actividad crecería alrededor del 0,6% a lo largo del año.

PRECIOS

El 2% dice presente

• En septiembre, el IPC Nacional alcanzó el 2,1% mensual, mostrando una aceleración de 0,2 p.p. respecto al mes anterior y la variación más elevada desde abril. Además, se ubicó en línea para el relevamiento de expectativas del mercado (REM), que esperaba una inflación de 2,1% mensual para el mes. De esta manera, la inflación alcanzó una suma de 22,0% acumulado hasta septiembre y de 31,8% i.a.

• En cuanto a las categorías, la mayor variación se vio en el IPC Regulados (+2,6%, – 0,1 p.p. respecto al mes anterior), mientras que los precios Estacionales subieron 2,2% en septiembre, tras caer -0,8% en agosto. Por último, el IPC Núcleo -excluye los datos de precios regulados y estacionales y por ende están más asociados a los cambios en la coyuntura económica- trepó 1,9% en el mes, desacelerándose 0,1 p.p. respecto al mes pasado.

• Para octubre, estimamos que la inflación se ubique nuevamente por encima del 2%. El foco estará en la evolución del tipo de cambio y la expectativa sobre lo que pueda pasar con el esquema cambiario en los próximos meses, que determinará no solamente la dinámica de los precios en el último trimestre del año.

En septiembre, el IPC Nacional alcanzó el 2,1% mensual, mostrando una aceleración de 0,2 p.p. respecto al mes anterior y la variación más elevada desde abril. Además, se ubicó en línea para el relevamiento de expectativas del mercado (REM), que esperaba una inflación levemente por encima del 2% para el mes. De esta manera, la inflación acumula 22% hasta septiembre y 31,8% i.a., representando la cifra anual más baja desde mediados de 2018.

En cuanto a las categorías, la mayor variación se vio en el **IPC Regulados** (+2,6%, – 0,1 p.p. respecto al mes anterior), explicado por la aceleración en combustibles (+3,9%), mientras que también impactó el incremento en electricidad, gas y otros combustibles (+3,0%). Por otro lado, **los precios Estacionales subieron 2,2% en septiembre,** tras caer -0,8% en agosto. Al interior, resaltó la aceleración de frutas y verduras, donde ambas categorías treparon un 5,2%. Además, hay que destacar que indumentaria se ubicó por debajo de lo esperado en el inicio de temporada, ubicándose como la división con menor incremento (+1,1%).

Por último, el **IPC Núcleo** -excluye los datos de precios regulados y estacionales y por ende están más asociados a los cambios en la coyuntura económica- **trepó 1,9% en el mes, desacelerándose 0,1 p.p. respecto al mes pasado.** De esta forma, la inflación de este tipo de bienes se ubicó nuevamente por debajo de la evolución de la variación promedio del tipo de cambio oficial, que fue de 5,5%. Esto da cuenta de que el proceso inflacionario actual mantiene un *pass-through* acotado (más en detalle, el tipo de cambio acumuló una suba de 14,5% en el punta-punta del segundo trimestre, mientras que la inflación subió 6,0% en el mismo periodo), como consecuencia de estar transitando un régimen inflacionario moderado, sumado a una mayor apertura comercial y caída en la actividad económica.

En términos de bienes y servicios se mantuvo la diferencia que se viene dando en los últimos meses: los primeros subieron 2,0%, mientras que los servicios un 2,3%. Esta diferencia se puede observar mejor en el acumulado del año: los bienes acumularon 17,9% hasta septiembre, mientras que los servicios treparon casi el doble en el mismo periodo (+31,2%).

En cuanto a las divisiones, la de mayor aumento fue Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (+3,1%), como consecuencia de los incrementos en alquileres. En la misma línea se ubicó Educación (+3,1%), mientras que Transporte trepó 3,0% y Restaurantes y Hoteles subió 1,1%.

Perspectivas

Para octubre, estimamos que la inflación se ubique nuevamente por encima del 2%. Por caso, el IPC GBA Ecolatina trepó 2,4% en el décimo mes del año, acelerando 0,1 p.p. respecto al dato de septiembre (+26,6% acumulado y 33,7% i.a.). Al interior, los precios Regulados subieron 2,7%, el IPC Núcleo un 2,4% y los Estacionales 2,2%.

Cabe destacar que un combustible adicional a la inflación minorista de los últimos meses podría venir por **el lado del precio de la carne.** Si bien no evidenciamos un impacto sobre la inflación de octubre, el precio mayorista de la carne vacuna mostró una importante suba sobre fines de ese mes (por caso, 14% en la última semana) que podría impactar sobre el último bimestre del año.

Además, **el principal foco sigue estando en la evolución del tipo de cambio** y la expectativa sobre lo que pueda pasar con el esquema cambiario, que está haciendo más rígido el proceso de desinflación. De todas formas, el hecho de que **la economía esté transitando un escenario de mayor incertidumbre cambiaria hoy en día -parcialmente atenuada tras el resultado electoral- no implica un traslado significativo a precios.** Parte de esto no sólo se debe al rol disciplinado de una mayor **apertura comercial**, sino que también está asociado a la **restrictiva política monetaria** del Gobierno, que junto a un **ancla salarial** activada (paritarias que todavía esperan una inflación mensual que "arranque con 1") le ponen un límite a la demanda agregada.

Por este motivo, **estimamos que la inflación ronde 30% en 2025**, algo por encima de lo esperado hace algunos meses, pero reflejando una importante desaceleración respecto a 2024.

POLÍTICA FISCAL

Septiembre con S de superávit

• El Sector Público Nacional No Financiero (SPNF) registró en septiembre un superávit primario de $0,69 bn y un superávit financiero de $0,31 bn, con pagos de intereses por $0,39 bn. No obstante, el resultado positivo muestra una pérdida de impulso, ya que la magnitud del superávit primario fue la más baja desde abril de 2024. La combinación entre un leve superávit primario y un nivel moderado de intereses permitió obtener, esta vez, un resultado financiero superavitario. En lo que va del año, los ingresos totales crecieron 2,1% i.a. real mientras el gasto primario avanzó 6,5% i.a y el SPN acumula un superávit primario equivalente al 1,4% del PIB y un superávit financiero cercano al 0,4% del PIB.

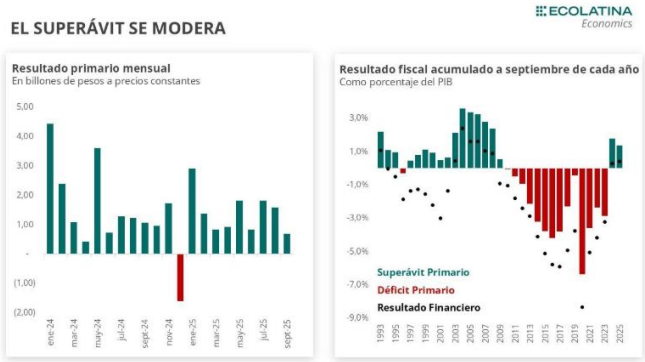
• Al analizar las series desestacionalizadas, tanto los ingresos como los gastos primarios presentan una dinámica mensual inestable, sin una tendencia definida en los últimos meses. Si bien los ingresos totales mostraron cierta recuperación durante el primer semestre, el desempeño posterior evidencia oscilaciones y una leve contracción reciente, con una caída de 2,5% en el último mes. Por el contrario, el gasto primario creció 5,8% en septiembre, acumulando cuatro meses de altibajos. En conjunto, ambas series permanecen prácticamente estancadas; sin embargo, la variación mensual de los gastos resulta más sensible que la de los ingresos, tanto en los períodos de crecimiento como en los de contracción.

• Con la incertidumbre electoral despejada gracias a un contundente triunfo del oficialismo, el panorama hacia adelante dependerá de la capacidad del Gobierno de capitalizar este resultado político y sostener la gobernabilidad. Será fundamental mantener un diálogo fluido con los gobernadores y construir consensos en el Congreso, dado que el Ejecutivo necesitará respaldo legislativo para avanzar con las reformas estructurales previstas para el año próximo. En este contexto, el desafío pasará por aprovechar el impulso político sin descuidar el resto de los frentes. En este marco, la aprobación del Presupuesto 2026, actualmente en debate en la comisión correspondiente, constituiría una señal importante de la capacidad del Gobierno para cumplir con su agenda económica y política, al mismo tiempo que ofrecería una hoja de ruta clara para la ejecución de la política económica.

El Sector Público Nacional No Financiero (SPNF) registró en septiembre un superávit primario de $0,69 bn y un superávit financiero de $0,31 bn, con pagos de intereses por $0,39 bn. No obstante, el resultado positivo muestra una pérdida de impulso, ya que **la magnitud del superávit primario fue la más baja desde abril de 2024**. La combinación entre un leve superávit primario y un nivel moderado de intereses permitió obtener, esta vez, un resultado financiero superavitario.

En esta oportunidad, el gasto primario permaneció prácticamente congelado en términos reales, ubicándose en el mismo nivel que el año anterior, mientras que los ingresos retrocedieron 3,1% interanual. Cabe recordar que en septiembre del año pasado el fisco había percibido ingresos extraordinarios vinculados al blanqueo de capitales, el adelanto del impuesto a los Bienes Personales y la moratoria fiscal, factores que habían compensado la debilidad del resto de las fuentes tributarias. Si se descuenta ese efecto puntual que infla la base de comparación, la caída real de los ingresos totales se reduce a apenas 0,3%, lo que implica que, en términos reales, **ingresos y gastos se mantuvieron prácticamente empatados respecto al mismo mes del año previo**.

En lo que va del año, los ingresos totales crecieron 2,1% i.a. real mientras el gasto primario avanzó 6,5% i.a. Con todo, **el SPN acumula un superávit primario equivalente al 1,4% del PIB y un superávit financiero cercano al 0,4% del PIB**. Si bien la magnitud del superávit mensual se moderó en septiembre, el resultado acumulado sigue siendo sólido en términos del producto, permitiéndole al SPNF acercarse a la meta contemplada en el Proyecto de Presupuesto 2026.



El detrás del superávit

Al analizar las series desestacionalizadas, **tanto los ingresos como los gastos primarios presentan una dinámica mensual inestable, sin una tendencia definida en los últimos meses**. Si bien los ingresos totales mostraron cierta recuperación durante el primer semestre, el desempeño posterior evidencia oscilaciones y una leve contracción reciente, con una caída de 2,5% en el último mes. Por el contrario, el gasto primario creció 5,8% en septiembre, acumulando cuatro meses de altibajos. En conjunto, ambas series permanecen prácticamente estancadas; sin embargo, la variación mensual de los gastos resulta más sensible que la de los ingresos, tanto en los períodos de crecimiento como en los de contracción.

Tal como anticipaban los datos de recaudación, la variación interanual de los **ingresos tributarios** del Sector Público Nacional estuvo condicionada por la **elevada base de comparación de septiembre de 2024**, cuando se registraron ingresos extraordinarios por Bienes Personales. En aquel mes, este tributo explicó el 4,3% de la recaudación total, mientras que en la actualidad representa apenas 0,4%. Al excluir este efecto puntual, la caída interanual de los ingresos se modera a 3,8%, frente a la baja de 6,7% observada inicialmente.

En la composición de la recaudación, las **Contribuciones a la Seguridad Social** continúan siendo el principal componente, con una participación del 36% del total, y registraron un incremento interanual de 4,6%, acumulando trece meses consecutivos de crecimiento real. En sintonía, el **IVA** -que representa cerca de una cuarta parte de los ingresos tributarios- se mantuvo al alza (+1,3% i.a.), al igual que el impuesto a los **Créditos y Débitos bancarios**, que creció 52% interanual y ya constituye el 11% de la recaudación total.

Por el lado del comercio exterior, los **Derechos de Exportación** se retrajeron (-4% i.a. real), tal como se esperaba, debido a la reducción temporal de la alícuota y al adelantamiento de liquidaciones en meses previos. Sin embargo, la recaudación por **Derechos de Importación** se mantuvo en ascenso, duplicándose respecto a lo recaudado en septiembre 2024 y alcanzó el nivel más alto desde enero de 2024, lo que permitió sostener el crecimiento global de los tributos asociados al intercambio comercial.

Dentro del **Gasto Corriente Primario**, las **Prestaciones Sociales** explican tres cuartas partes del total y registraron en septiembre una leve baja interanual del 0,6%, luego de tres trimestres consecutivos de crecimiento. Al desagregar, se observa que el gasto indexado (incluye Jubilaciones, Pensiones y las asignaciones) fue ganando participación relativa, en detrimento de otras prestaciones. En detalle, las **Jubilaciones y Pensiones** avanzaron 38% i.a. real, la **AUH** escaló 52% i.a. y el resto de las **Asignaciones Familiares** crecieron casi un 60% i.a. Por el contrario, el ítem **Otros Programas** evidenció un retroceso de 5,8% i.a.

Los **Subsidios Económicos**, que acumulaban 20 meses de caída real interanual, revirtieron la tendencia en septiembre, con un avance de 3,4% por encima de la inflación. Aun así, su peso dentro del gasto sigue siendo reducido: mientras que en 2024 representaban el 1,5% del PIB, actualmente equivalen apenas al 0,6% del producto, el valor más bajo de la última década. En el mismo sentido, los Gastos de Funcionamiento -donde se incluyen salarios públicos- revirtieron la tendencia a la baja y crecieron este mes 24% i.a.

Por su parte, las **Transferencias a Provincias** -corrientes y de capital- se encuentran 9% por debajo en términos reales de lo transferido en el mismo mes del año previo, y representa menos de una quinta parte de lo transferido en 2023.

Perspectivas

Sin dudas, el **frente fiscal** continúa siendo el menos problemático para el Gobierno. Desde el inicio de la gestión, la **disciplina fiscal** -convertida en una suerte de *ancla institucional*- se ha mantenido como eje central de la política económica. El **superávit primario acumulado** en lo que va del año equivale al 1,4% del PIB y el financiero a 0,4% del PIB, constituyendo una señal clara de que el Ejecutivo se encuentra encaminado a cumplir con la **meta prevista en el Proyecto de Presupuesto 2026**, que plantea cerrar el ejercicio con un resultado primario del **1,5% del PIB**. Sin embargo, frente a un gasto fuertemente indexado y con recursos debilitados -como los provenientes de la actividad económica y los derechos de exportación- alcanzar la meta no será tarea sencilla, y probablemente deberá recaer en un mayor ajuste de otras partidas del gasto.

Sumado a ello, la volatilidad financiera registrada en las semanas previas a las elecciones llevó al Gobierno a modificar su estrategia de financiamiento, pasando de instrumentos capitalizables a instrumentos indexados —ajustados por el tipo de cambio—. Esta decisión podría condicionar los lineamientos del programa financiero, por lo que será clave monitorear de cerca las próximas licitaciones de deuda en pesos, ya que esta nueva composición introduce riesgos adicionales de indexación: un eventual ajuste cambiario podría amplificar el costo financiero y deteriorar la dinámica de la deuda. Para los dos meses que restan, el Tesoro enfrenta vencimientos por $67 billones, de los cuales aproximadamente el 14% se encuentra indexado, y todavía le restan tres licitaciones.

Con la incertidumbre electoral despejada gracias a un **contundente triunfo del oficialismo**, el panorama hacia adelante dependerá de la capacidad del Gobierno de capitalizar este resultado político y sostener la gobernabilidad. Será fundamental mantener un diálogo fluido con los gobernadores y construir consensos en el Congreso, dado que el Ejecutivo necesitará respaldo legislativo para avanzar con las reformas estructurales previstas para el año próximo. En este contexto, el desafío pasará por aprovechar el impulso político sin descuidar el resto de los frentes.

La aprobación del Presupuesto 2026, actualmente en debate en la comisión correspondiente, constituiría una señal importante de la capacidad del Gobierno para cumplir con su agenda económica y política, al mismo tiempo que ofrecería una hoja de ruta clara para la ejecución de la política económica.

SECTOR EXTERNO

Septiembre con un alza en las compras y ventas externas

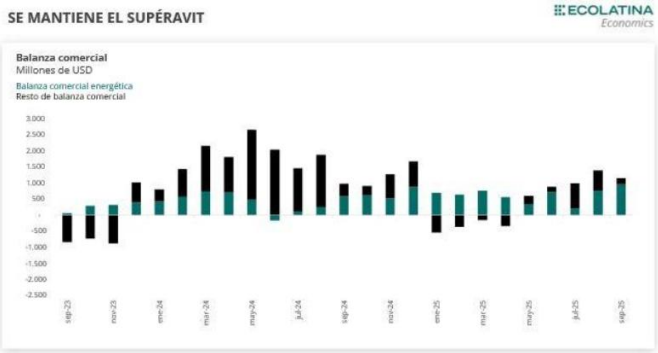
• El saldo comercial fue de USD 921 M en septiembre. De esta manera, acumuló un superávit de USD 6.030 M hasta el noveno mes del año, mostrando una caída de -60% i.a. respecto al acumulado del año anterior.

• Las exportaciones fueron USD 8.128 M en el mes de septiembre, exhibiendo una suba de 16,9% i.a., mientras que, las importaciones fueron USD 7.207 M, trepando 20,7% i.a. Cabe

destacar que las cifras de septiembre de ventas y compras externas se ubicaron por encima del 90% de las estimaciones del Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM), que estimaba una mediana de USD 7.352 M para las exportaciones de septiembre y un USD 6.456 M para las importaciones del mes.

• En suma, el resultado comercial mantendrá el superávit en el acumulado del año, aunque con una importante caída respecto al resultado del año anterior. De esta forma, estimamos que el saldo comercial acumulado ronde los USD 8.000 M en el acumulado de 2025.

El saldo comercial fue de USD 921 M en septiembre, acumulando 22 meses consecutivos de superávit comercial. De esta manera, acumuló un superávit de USD 6.030 M hasta el noveno mes del año, mostrando una caída de -60% i.a. respecto al resultado del año anterior.



Fuente: Ecolatina en base a INDEC

La mejora se explicó por una aceleración tanto en las exportaciones como en las importaciones. En este sentido, las cifras de septiembre de ventas y compras externas **se ubicaron por encima del 90% de las estimaciones del Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM),** que estimaba una mediana de USD 7.352 M para las exportaciones de septiembre y un USD 6.456 M para las importaciones del mes. En la misma línea, el dato de intercambio comercial argentino (que consiste en la suma de las importaciones y exportaciones) **alcanzó USD 15.336 M en el mes, representando un máximo en los últimos tres años** (desde agosto de 2022).

Por un lado, **las exportaciones fueron USD 8.128 M en el mes de septiembre,** exhibiendo una suba de 16,9% i.a. Además, mostraron un crecimiento mensual de 1,3% en términos desestacionalizados y una suba de 16,5% i.a. en las cantidades exportadas (con precios con una leve suba de 0,3% i.a.). En esta línea, cabe destacar que las cantidades de las compras externas se encuentran en niveles máximos de las últimas décadas al observar el acumulado de enero-septiembre.

Fuente: Ecolatina en base a INDEC

Además, **las importaciones** fueron USD 7.207 M, trepando 20,7% i.a. en septiembre. A su vez, subieron 10,1% en términos desestacionalizados y 21,3% en términos de cantidades (-0,3% i.a. en precios). Detrás de la aceleración en la mejora, se puede entrever cierto impacto en la mayor volatilidad del tipo de cambio, que en un contexto de mayor incertidumbre política pudo incrementar las expectativas de devaluación e incentivar al adelantamiento de importaciones.

Al interior, **la balanza comercial energética nuevamente explicó la mayor parte del superávit**: las exportaciones fueron USD 967 M, mientras que las importaciones fueron de USD 191 M. De esta manera, **el saldo comercial fue de USD 776 M en el mes,** acumulando USD 5.367 M hasta el noveno mes del año, con exportaciones con un alcanzando los USD 8.129 M, mientras que las importaciones fueron de USD 2.763 M hasta septiembre.

En lo que respecta al resto de los bienes, **todos los grandes rubros de exportaciones mostraron una mejora interanual.** Al interior, destacó la mejora en las exportaciones de Productos Primarios (PP), que subieron 43,0% i.a. en el mes (USD 2.025 M). Por su parte, le siguió la mejora en las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) por USD 2.982 M (+11,2% i.a.) y las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) por USD 2.155 M (+3,5% i.a.).

Además, cabe destacar que la mejora de las exportaciones en el mes se explicó principalmente por **el incremento de las ventas externas hacia China.** En detalle, el país asiático se ubicó como el principal destino de las exportaciones del mes (algo que no fue la regla en el acumulado del año, ubicando a Brasil como principal destino). En números, **las exportaciones fueron USD 1.293 M en el mes,** representando una suba de 201,7% i.a. y explicado principalmente por las mayores ventas de productos primarios (PP) en el contexto del anuncio de la quita de retenciones de manera transitoria de granos (hasta alcanzar un monto de USD 7.000 M). Con más detalle, los porotos de soja mostraron una mejora de 613,8% i.a. Por otro lado, cabe destacar que de todas formas la balanza con este país se mantuvo negativa por USD 523 M (con importaciones por USD 1.816 M, +31,3% i.a.).

Por el lado de las importaciones**, la mayor parte de los rubros tuvo subas significativas**. Al igual que en los meses pasados, el rubro con mayor incremento fue resto de importaciones, que trepó 376,1% i.a. en el mes (USD 109 M) como consecuencia de los servicios postales puerta a puerta. Por otro lado, los Vehículos Automotores de Pasajeros treparon USD 618 M (+68,6% i.a.), los Bienes de Capital fueron de USD 1.577 M (+47,7% i.a.) y los Bienes de Consumo se ubicaron en USD 1.157 M (+45,7% i.a.). En contraposición, mientras que los Bienes Intermedios mostraron una mejoría más moderada (USD 2.253 M, +1,6% i.a.), las Piezas y Accesorios para Bienes de Capital (USD 1.302 M, -1,3% i.a.) retrocedieron, estando ambos rubros asociados al proceso de producción y por ende más afectados al contexto de menor actividad.

Por último, el **índice de términos del intercambio**, calculado como el cociente entre el índice de precios de las exportaciones y el índice de precios de las importaciones, alcanzó un nivel de 138,7, lo que representó una suba de 0,6% i.a. Esto implica que, si hubieran prevalecido los precios de septiembre de 2024, **el saldo comercial habría registrado un superávit de USD 872 M.** De esta manera, se puede ver que el país registró una ganancia en los términos de intercambio de USD 51 M.

Perspectivas

En lo que resta del año, **se mantendrá el leve superávit comercial**, que continuará siendo mayormente explicado por el resultado energético y en menor medida una balanza del resto de bienes donde jugarán factores contrapuestos.

Por un lado, estará presente **el efecto negativo del adelantamiento de exportaciones por la quita de retenciones** (al menos hasta el ingreso de la cosecha fina), aunque la recuperación del tipo de cambio real (ahora más elevado) podría continuar incentivando determinados rubros puntuales.

Por el lado de las importaciones, si bien se venía observando cierto estancamiento de la actividad económica, el último dato disponible de agosto mostró un crecimiento (+0,3% desestacionalizado) y la apertura al comercio puede seguir generando un efecto de mayor preponderancia por consumo importado en contraste al local.

En suma, estimamos que **el saldo comercial acumulado ronde los USD 8.000 M en 2025,** lo que implicaría que se muestre una caída en torno a USD 10.000 M respecto al saldo acumulado de 2024.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Se despejó el riesgo político

• Quedó atrás un evento bisagra para el programa económico del Gobierno. El contundente y sorpresivo resultado electoral de la Libertad Avanza propició un optimismo en el mercado financiero sin precedentes. Durante el lunes post-electoral, el Merval se disparó 31% en dólares y se posicionó como la variación diaria más elevada de la historia, el precio promedio ponderado de los bonos Globales saltó 18% y el Riesgo País se comprimió 400 puntos básicos hasta la zona de los 600 p.b.

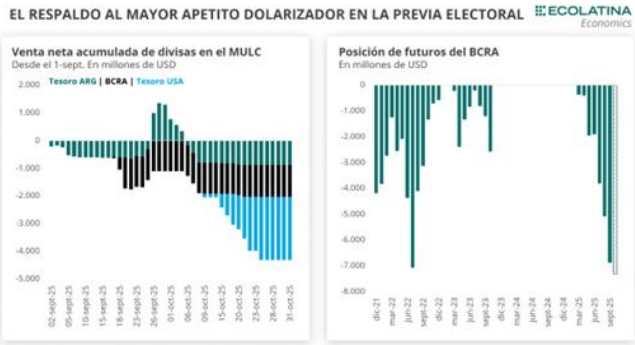
• Más allá del resultado, la evidencia es que se disipó el riesgo político, pero persiste el riesgo económico. A priori, la tarea para cualquier escenario electoral era la misma: mayores señales de gobernabilidad y un esquema cambiario-monetario que trace un norte claro de acumulación de reservas del BCRA y permita reducir el Riesgo País. En estos dos puntos avanzó el Gobierno en la semana, con Javier Milei reuniéndose con gobernadores y con la presentación del vicepresidente del BCRA donde decía que, ante una demanda de pesos reducida, estima que el Central podría recomprar Reservas sin necesidad de esterilizar los pesos inyectados (algo que también sostuvo Milei en una entrevista).

• La combinación de un resultado electoral favorable y un sendero claro de recomposición de reservas permitirá que el Riesgo País continúe con la marcha descendente. En el marco de un dólar oscilando en el techo de la banda, el mercado está expectante sobre la potencial recalibración del esquema cambiario-monetario asociada a un BCRA comprando divisas en el mercado. En este sentido, será importante que se vuelva a recobrar la claridad y transparencia en las definiciones, y aprovechar el momentum antes que se diluya el impulso de la victoria electoral.

Quedó atrás un **mes bisagra para el programa económico** del Gobierno. La típica dolarización de carteras de los años electorales no pudo ser apaciguada ni siquiera por el inédito apoyo de los Estados Unidos al Gobierno. Las idas y vueltas en torno a las condicionalidades del apoyo, las declaraciones de las principales autoridades norteamericanas y las constantes publicaciones en la red social X por parte del Secretario del Tesoro de USA, Scott Bessent, amplificaron la típica volatilidad que presenta el mercado en épocas electorales.

En este marco, la **demanda privada de divisas e instrumentos de cobertura cambiaria fue abastecida por el Gobierno local y el Tesoro de Estados Unidos**. Sólo en septiembre, la compra de divisas en el MULC fue de USD 7.800 M (la más alta bajo el

esquema de bandas), con un pico histórico de 1,8 millones de personas demandando billetes en el mercado de cambios. Como contrapartida, tomando el acumulado desde comienzos de septiembre a octubre, la oferta directa de dólares en el MULC por parte del Tesoro nacional (USD 874 M), el BCRA (USD 1.156) y el Tesoro norteamericano (estimamos en USD 2.278 M) alcanzó aproximadamente los USD 4.300 M. A su vez, la cobertura cambiaria alcanzó los USD 20.000 M entre las ventas realizadas por el BCRA en la plaza de futuros, y la colocación de instrumentos dollar linked en las emisiones primarias del Tesoro local y del Central en el mercado secundario.



En este marco, se llegó a una elección que **sorprendió al mercado por el contundente y sorpresivo resultado electoral de la Libertad Avanza**, en especial la victoria en PBA tras el duro traspié de septiembre. Esto propició un optimismo en el mercado financiero sin precedentes. Durante el lunes post-electoral, el Merval **se disparó 31% en dólares** y se posicionó como la variación diaria más elevada de la historia, el precio promedio ponderado de los bonos Globales saltó 18% y el Riesgo País se comprimió 400 puntos básicos hasta la zona de los 600 p.b.

No obstante, **el tipo de cambio no acompañó en igual medida el optimismo** de los mercados financieros. El dólar mayorista se redujo 3,8% en la primera rueda luego de las elecciones, y en las ruedas siguientes devolvió parte de las subas (llegó a cerrar en $1.470 el martes 28). Con todo, el tipo de cambio finalizó el viernes 31 en $1445, quedando a tan sólo 3,5% del techo de la banda y el contrato a futuro de diciembre ($1.513) siguió operando pegado a la banda superior para dicha instancia ($1.527).

Más allá de ello, la evidencia es que **se disipó el riesgo político, pero persiste el riesgo económico**. La victoria contundente del oficialismo permitirá disipar parte de las dudas en torno al esquema cambiario en lo inmediato, pero la tarea a priori para cualquier escenario electoral era la misma: **mayores señales de gobernabilidad y un esquema cambiario-monetario** que trace un norte claro de acumulación de reservas del BCRA y permita reducir el Riesgo País.

En esta dirección, Javier Milei materializó el conciliador discurso del domingo 28 en una reunión durante el jueves pasado con gobernadores. La coordinación con las autoridades provinciales será esencial de cara a las afamadas **reformas estructurales** que tiene como objetivo llevar adelante el gobierno bajo el nuevo Congreso, y que tendrá como primera evaluación la aprobación del Presupuesto 2026.

En el aspecto económico, se dieron pasos hacia una **normalización del aspecto monetario**. El BCRA y el Tesoro comenzaron a relajar el apretón monetario pre-electoral, que desencadenó en una falta de liquidez en el mercado (acentuada luego por la dolarización de carteras) y una volatilidad al alza de las tasas de interés. Las tasas tocaron un máximo el martes 28 (72% TNA PP caución a 1 día; 98% TNA PP REPOs 1 día), y el Tesoro actuó inyectando liquidez en el mercado mediante dos vías.

La primera, a través de la **compra directa de bonos en el mercado secundario**. El martes los depósitos en pesos del Tesoro en el BCRA cayeron $1,2 bn (el lunes bajaron otros $0,7 bn), en línea con los números que dejó trascender la periodista Florencia Donovan en X, lo que confirmaría que la operación fue realizada por Hacienda (algo que suele realizar el BCRA). La segunda, **el rollover del 60% en la última licitación de octubre**. Con vencimientos cercanos a los $11,4 bn, Finanzas recibió ofertas sólo por $7,8 bn (dando cuenta de la falta de liquidez en el mercado) y adjudicó $6,8 bn, lo que implica una inyección de $4,6 bn.

Producto de ambas operaciones, el stock de depósitos del Tesoro en pesos llegaría al orden de los $5 bn. Naturalmente, esto pondrá el **foco en la evolución de la cuenta en pesos de Finanzas**, teniendo en cuenta que durante noviembre deberá afrontar vencimientos en moneda nacional por $27,8 bn y otros $39,3 bn en diciembre. A esto se le adhieren los vencimientos en USD, que sólo con el FMI alcanzan los USD 850 M (equivalentes a $1,2 bn) durante el próximo mes en el marco de depósitos en dólares de tan sólo USD 84 M, lo que impone una **exigencia doble sobre los depósitos en pesos**.

La última vez que el programa financiero se encontró con una exigencia similar fue durante abril de este año, y las cuentas se

robustecieron mediante la inyección de pesos del BCRA al Tesoro vía **giro de Utilidades** por $11,7 bn y el **acuerdo con el FMI** por USD 14.000 M. Si bien debe señalarse que el Tesoro cuenta con depósitos en bancos públicos y los ingresos correspondientes al sostenido superávit fiscal, los mismos no serían suficientes para afrontar los siguientes umbrales de vencimientos e impone mayores exigencias al nivel de rollover quincenal.

Volviendo al aspecto monetario, el **BCRA relajó las exigencias de encajes**. Según la Comunicación "A" 8350, a partir del 1° de noviembre el cálculo del efectivo mínimo dejará de ser diario y volverá a realizarse en base al promedio mensual. No obstante, no se elimina la exigencia diaria, sino que se reduce al 95% del requisito total (antes era 25%), quedando únicamente el 5% a computarse en base a promedio mensual. Si bien la flexibilización es bastante parcial, es una medida importante para comenzar a desarmar las regulaciones previas y un paso dado con cautela teniendo en cuenta la inyección de pesos que tendrá el mercado.

Justamente, detrás de esta inyección de pesos se encuentran **definiciones respecto a la pata cambiaria**. El apretón monetario en conjunto con el mayor apetito dolarizador redujo fuertemente la demanda de dinero de los individuos, quedando bastante por debajo de las estimaciones del BCRA en su programa de seguimiento de agregados monetarios. En este marco, el Central publicó una presentación del vicepresidente de la institución, Vladimir Werning, realizada durante el 15 y 16 de octubre en la que señalaba que hay espacio para que **el BCRA compre dólares** en el mercado sin necesidad de esterilizar la emisión de pesos (algo que también sostuvo Milei en una entrevista).

La combinación de un **resultado electoral favorable** y un **sendero claro de recomposición de reservas** permitirá que el **Riesgo País continue con la marcha descendente**. El recorte adicional que permitiría la compra de divisas del Central dejaría al Gobierno en las puertas del reacceso a los mercados internacionales de deuda en 2026, con un "umbral" que, según las autoridades económicas, se ubicaría en los 500 puntos básicos (hoy en 650 p.b.). A su vez, existiría cierto viento de cola en un escenario global de mayor apetito por deuda emergente, una tasa de la FED en descenso y un apoyo de Estados Unidos que incrementaría el deseo por la tenencia de deuda argentina.

Dicho esto, la recomposición de reservas nos trae al comienzo. En el marco de un dólar oscilando en el techo de la banda, el mercado está expectante sobre la **potencial recalibración del esquema cambiario-monetario asociada a un BCRA comprando divisas en el mercado.** En este sentido, será importante que se vuelva a recobrar la claridad y transparencia en las definiciones, y aprovechar el *momentum* antes que se diluya el impulso de la victoria electoral.

Todos los contenidos de esta publicación fueron preparados por LATINCONSULT S.A. para exclusivo uso del destinatario. Los mismos tienen un objetivo exclusivamente informativo y no pretenden ser una oferta y/o solicitud de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero, así como tampoco constituyen una recomendación de inversión y/ o transacción. La información y los análisis expuestos se basan en fuentes públicas y privadas consideradas confiables. Sin embargo, la integridad y exactitud de dicha información no puede ser garantizada por LATINCONSULT S.A. Todas las opiniones y estimaciones mencionadas en esta publicación pueden ser modificadas posteriormente por LATINCONSULT S.A. sin aviso previo. Esta publicación no puede ser reproducida ni total ni parcialmente, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico, fotoquímico, electrónico, por fotocopia o cualquier otro, así como tampoco puede ser distribuida bajo ninguna de estas formas, sin el expreso consentimiento previo por parte de LATINCONSULT S.A

EDITOR
Cámara de Industria y Comercio Argentino - Alemana
Av. Corrientes 327 – C1043AAD Buenos Aires
Tel.: (+54 11) 5219-4000 Fax: (+54 11) 5219-4001
E-mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar
Internet: www.ahkargentina.com.ar
Texto original y estadísticas: Ecolatina
Coordinación: Julieta Barra
Edición: Christina Keim

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS Y PROYECCIONES

	Indicadores Mensuales o Trimestrales							
	Unidad de medida	Fecha	Último Dato	Fecha	Próximo Dato	2024	2025p	2026p
Nivel de Actividad								
PBI Real	Var. % i.a.	II-25	6,3	III-25	2,7	-1,3	4,0	2,5
Consumo Total	Var. % i.a.	II-25	8,5	III-25	4,9	-3,1	6,0	2,7
Inversión	Var. % i.a.	II-25	32,1	III-25	14,0	-17,2	19,3	8,9
Precios								
IPC INDEC Nacional[1]	Var. %	sep.-25	2,1	oct.-25	2,3	117,8	30,7	25,0
Tipo de Cambio								
Nominal de Referencia[1]	ARS / USD	oct.-25	1432,4	nov.-25	1468,3	1020,7	1493,4	1748,6
Real Multilateral, ARS/USD[1]	Dic. 01=100	oct.-25	1,43	nov.-25	1,44	1,15	1,43	1,43
Situación Fiscal, Acumulado Anual								
Ingresos totales [2]	% PBI	sep.-25	11,8	oct.-25	13,2	16,8	16,3	16,8
Gasto Primario	% PBI	sep.-25	10,4	oct.-25	11,7	15,0	14,9	15,1
Resultado Primario Nacional [2]	% PBI	sep.-25	1,4	oct.-25	1,5	1,8	1,4	1,7
Sector Externo								
Exportaciones	USD M	sep.-25	8.128	oct.-25	7.293	79.703	85.103	89.609
Importaciones	USD M	sep.-25	7.207	oct.-25	6.808	60.776	76.682	83.301
Saldo Comercial	USD M	sep.-25	921	oct.-25	485	18.928	8.421	6.308
Balance de Pagos								
Cuenta Corriente	USD M	II-25	-3.016	III-25	-3.109	6.285	-12.702	-13.969
Tasa de Interés								
Tasa de Política Monetaria[1]	% TNA	oct.-25	25,0	nov.-25	25,0	32,0	25,0	22,0
Tasa BADLAR Bancos Privados[1]	% TNA	oct.-25	39,3	nov.-25	43,1	31,9	39,0	22,3

[1]En indicadores anuales, promedio diciembre

ARGENTINA

ECONOMIC REPORT NOVEMBER

2025

MERCOSUR
AHK Cámara de Industria y Comercio Argentino-Alemana
Deutsch-Argentinische Industrie- und Handelskammer

#PARTNERWELTWEIT

Argentinian Economy

01. **Introduction**

02. **Overview**

03. **Activity**

04. **Prices**

05. **Fiscal Policy**

06. **External Sector**

07. **Exchange Rate and Monetary Policy**

11/2025

Redated by:

ECOLATINA
CONSULTORA EN ECONOMIA Y EMPRESAS

If you are interested in advertising in "Argentina Economy" with your company logo, please contact Victoria Giannasca (vgiannasca@ahkargentina.com.ar).

INTRODUCTION

The most important aspects of the report are the following:

OBJECTIVES

The report presents a diagnosis of the current economic situation and the outlook for the coming year. It highlights the economic policy constraints and their impact on the key variables (economic activity, inflation and exchange rate).

CONTENTS

- International context. How the world will change in the coming years.
- Diagnosis of the current local economic situation.
- Economic policy after the parliamentary elections.
- What are the possible scenarios and the associated probabilities.
- Projections of the most important variables under several possible scenarios.

VARIABLES CONSIDERED IN THE PROJECTIONS

- International context: growth and inflation in the main economies.
- Activity: GDP, private consumption, investment, exports, imports, unemployment rate.
- Prices: real inflation (Ecolatina CPI).
- Nominal and real exchange rates.
- Fiscal policy: expenditure, tax collection, budget outturn, financing gap.
- External sector: exports, imports, trade surplus.
- Labor market: labor demand, unemployment, nominal and real wages.

For more Information

please contact:
eyf@ecolatina.com

OVERVIEW

Economic Outlook: Financial support in the run-up to the elections: will it be enough?

The ruling party's resounding and unexpected victory in the National Legislative Elections reinforced the idea of strong popular support for the path implemented by the Government, which helps governability and makes both the current economic program and the negotiation of pending structural reforms in Congress more viable. Consequently, this dynamic **confirms our current Baseline Scenario as the most likely scenario.**

What happened in Sunday's elections? La Libertad Avanza won in 15 of 24 provinces (including an unexpected comeback in PBA) and reached nearly 41% of the votes nationwide, more than 8 points above Peronism, which hovered around 32% when including its allies. Although the national results are relatively in alignment with the results of the 2017 and 2021 legislative elections, the resounding victory of the ruling party is surprising considering that a **more parity scenario was expected** after Peronism's victory in the PBA provincial election on September 7.

In fact, the big surprise of the night was **the comeback and victory of LLA in the province of Buenos Aires**: the national ruling party went from losing by more than 13 points to winning by almost 1 point in less than two months. The other surprise of the elections was the poor performance of the provincial parties and the Provincias Unidas coalition (which barely reached 7% nationally), which only managed to win in Corrientes and suffered heavy defeats in Córdoba and Santa Fe, provinces they govern and where they expected to win.

Another factor to consider was **the low participation rate:** it reached a percentage close to 68%, which is the lowest figure recorded in an election since the return to democracy in 1983. Why is this data important to highlight? If, instead of comparing the percentage of votes, we analyze the number of voters who chose each of the parties, we see that **there was no major change in the voting structure.** Libertad Avanza managed to retain its votes from 2023 and capture part of the Juntos por el Cambio vote, while Peronism saw a drop in its number of voters but still retained its historic third of the vote.

The remaining third was partly captured by LLA (thanks to a very effective campaign that managed to impose the fear of "returning to the past" over criticism of the current government's program) and the rest was dispersed among different parties with less electoral support (typical behavior in legislative elections).

How do these results impact in the Congress? La Libertad Avanza managed to win 64 seats in the Chamber of Deputies and 13 seats in the Senate, giving it a total of 101 seats in the lower house (in the words of the president) and 20 seats in the upper house. In this way, the national ruling party not only **secured its own critical minority** to ensure vetoes but also fell just 28 deputies and 17 senators short of a majority to pass laws (the gap would be even smaller if we include allied parties such as the PRO and part of the UCR).

As we have repeatedly stated, in this new phase, **the government will be forced to negotiate with governors and other political parties** in order to pass laws and, eventually, pending structural reforms. Indeed, the moderate tone and statements made by the President on Sunday night and Monday morning seem to point in that direction, opening the door to negotiations with the governors now that they have been politically weakened by their poor electoral performance. However, it is still too early to jump to conclusions. The change in the composition of Congress will not take place until early December, and the next legislative test that the Government will face is the discussion of the 2026 Budget Bill. As for structural reforms, Milei himself sought to moderate expectations and clarified that they will be addressed sequentially, in parallel with negotiations with governors and his eventual Cabinet reshuffle.

What are the expected economic implications? The ruling party's victory in the elections generated **marked euphoria in the financial markets:** Argentine assets skyrocketed (the Merval had its best day in 30 years), country risk plummeted (from over 1,000 basis points to around 650 basis points), and the dollar fell sharply across the board (although the official exchange rate partially reversed that decline in subsequent trading sessions). Clearly, the dissipation of electoral uncertainty and strong popular support for the government eased the exchange rate and financial tensions that had built up in the run-up to the election and gave breathing space to an economic program that was in jeopardy even with the explicit support of the US government.

How does this affect our scenarios and projections? Without major changes, recent events allow us to confirm our **Baseline Scenario** as the most likely (with the exchange rate closing 2025 in the $1,500 range), followed by the **Optimistic Scenario** (greater inflows of real and/or financial investments allow for real appreciation, lower inflation, and greater activity) and, in third place, our **Pessimistic Scenario** (a negative shock in expectations once again highlights the weaknesses of the current scheme and reignites exchange rate tensions).

However, while the resounding electoral victory, the euphoria of the financial markets, and the contingent support of the US government have eased tensions on the external front, **underlying vulnerabilities remain:** the BCRA still needs to accumulate reserves to improve its balance sheet position, the Treasury's USD maturities have not yet been cleared, and the economy has enough pesos to generate exchange rate tensions if a new negative shock to expectations occurs.

Looking ahead to 2026, we know that the need to accumulate reserves and normalize the foreign exchange market will increase demand for USD in the short term, but **a considerable reduction in country risk, together with signs of governance** from the ruling party, could allow not only for the refinancing of maturities, but also for an influx of investments that would increase the supply of USD and allow the exchange rate to be sustained (although we do not rule out the possibility that at some point we will move from the band system to a dirty float). In this regard, with fiscal balance being upheld as a political banner and without so much exchange rate turbulence, inflation could continue its downward trend (along with interest rates) in the context of an economic recovery.

Political Outlook: Electoral Endorsement Lifts Constraints on Decision-Making

1. ***The election result has re-legitimized the current course and will fuel the stabilization process.***

As with any electoral process, its outcome can serve to legitimize the government. The electoral victory of La Libertad Avanza has reaffirmed the government's course and provided fuel for the stabilization process.

2. ***The decision-making constraints that were affecting the executive branch have been notably reduced.***

The number of seats secured by the ruling party's strong electoral performance has substantially reduced the decision-making constraint that had been weighing on the executive branch, granting much greater room for maneuver.

3. ***Success of political consolidation now tied more closely to government's own capabilities***

Having gained room for maneuver and having been re-legitimized in the midterm election, the success of the political consolidation process now depends much more on what the Government does.

Electoral processes produce something more important than appointments and congressional seats: they confer legitimacy and of the most valuable kind because it is the least disputable, as it comes from the sovereign will of the people. For that reason, the most important event on October 26 was the **re-legitimization of the government's chosen path**.

This re-legitimization had become necessary for a political and economic process that had to impose hardship in order to deliver solutions. Perhaps the most complex challenge any administration can face: **having to inflict pain in order to offer relief**. That is what has taken place over these past two years of government.

This re-legitimizing message is also relevant for how markets interpret the potential success of this cycle, given the importance of having expectations working in the government's favor. If markets believe that the process can be successful, confidence will increase—making the path to success easier, for instance, by facilitating access to financing. Therefore, **public support also plays a crucial role in shaping expectations**.

Beyond the aspects linked to legitimacy, the elections' outcome also **reconfigured the political system's decision-making dynamics**. The election brought about significant changes, substantially reducing the decision-making constraint that had been limiting the executive branch. **The condition of being in a *hyper-minority* will end on December 10, opening a less pressing stage in that respect**.

The ruling coalition will hold one-third of the seats in the Lower House, enough to block undesired legislation, and will be **in a much stronger position to negotiate new laws**. Securing the support of about twenty lawmakers and ten senators now seems far more feasible, especially considering that some negotiating blocs could offer even more than that to reach agreements. This improved political standing gives the government **broader decision-making margins**, increasing the chances of success for both the economic stabilization process and the political consolidation of the cycle.

What remains to be seen is the depth of the reforms that may be implemented, and how accurate the government's assessment of the situation will prove to be—factors that will determine the extent to which these reforms strengthen the prospects of success for the current policy direction. Nonetheless, it is clear that the **political conditions of the cycle have improved significantly**.

Do the re-legitimization of the government's course and the expanded decision-making margins remove all obstacles to ensuring Milei's success? No. As a government gains decision-making autonomy—and with it, full capacity to manage the challenges ahead—the possibility of error never disappears. There may be **operational errors** (internal frictions within the administration will need to be monitored), errors in diagnosis or policy design (having greater autonomy does not prevent missteps), or unexpected, uncontrollable events that could hinder the government's chances of success.

What is clear is that if before the elections Milei had a certain **probability of success**, that probability **has now increased thanks to the electoral endorsement** and the broader decision-making room that will characterize the second half of his term. Time will tell whether this higher probability ultimately materializes in a re-election or whether this period will be remembered as a short transition toward a new political cycle.

ACTIVITY

Will Meager Recovery Hold in September?

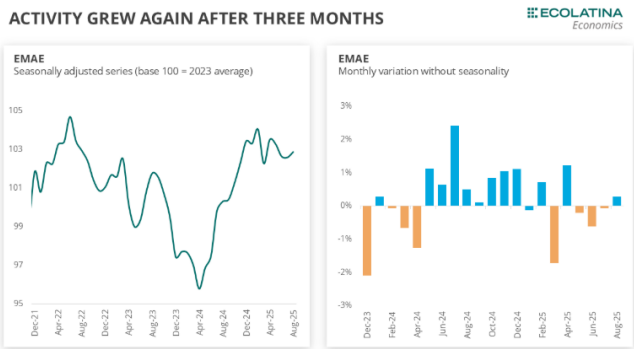
• The Monthly Estimator of Economic Activity rose 0.3% s.a. in August, breaking a three-month streak of declines. Activity rose 2.4% YoY and has climbed 5.2% so far in 2025.

• Since the activity peak in February, only a handful of sectors have recorded notable gains — Financial Intermediation (+8.1%) and Oil & Gas (+3.0%) among them. By contrast, the most labor-intensive sectors continued to contract: Retail (-4.1%), Manufacturing (-2.2%) and Construction (-0.9%) all fell.

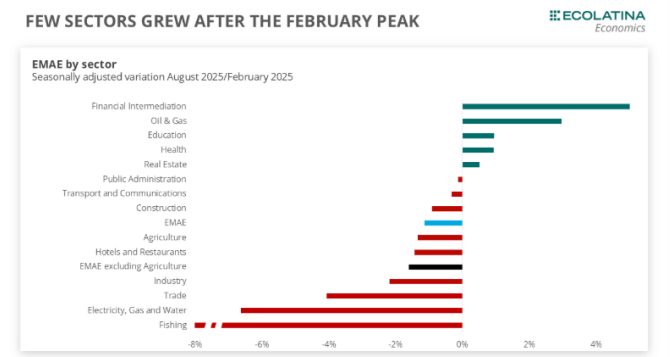
• The performance of the last few months leads us to estimate average growth of around 4% for 2025. Much of that outcome reflects statistical carry-over from 2024, so activity would expand by roughly 0.6% over the year.

The Monthly Estimator of Economic Activity rose 0.3% s.a. in August, breaking a three-month streak of declines. Activity expanded 2.4% YoY and has climbed 5.2% so far in 2025.

Despite foreign-exchange turbulence and high interest rates in August, linked to the unwinding of LEFI bills in July, economic activity did not fall in the eighth month of the year. Nevertheless, activity has not yet made up the roughly 1% cumulative drop of the previous three months and has returned to the levels seen in March —a month of decline due to the exchange rate uncertainty prior to the IMF agreement. **Overall, activity remains 1.1% below the peak reached in February.**



Compared to the February peak, only a few sectors have posted meaningful increases, such as *Financial Intermediation* (+8.1%) and *Oil & Gas* (+3.0%). In contrast, the labor-intensive sectors kept shrinking: *Retail* (-4.1%), *Manufacturing* (-2.2%) and *Construction* (-0.9%).



However, most sectors have improved year-to-date, with only five remaining below their December 2024 levels: *Fishing* (-7.1%), *Manufacturing* (-3.5%), *Agriculture* (-2.9%), *Retail* (-2.5%) and *Hotels & Restaurants* (-2.4%). The fastest growing activities so far this year have been *Financial Intermediation* (+17.5%), *Oil & Gas* (+6.3%) and *Electricity, Gas & Water* (+3.8%).

What Is Expected Up Ahead?

August figures surprised to the upside given the exchange-rate uncertainty and the volatility of interest rates that prevailed that month. Even so, the improvement was marginal and may not persist into September. In this regard, **early indicators for September do not point to clear signs of a pickup, and the month-on-month dynamic remains choppy**.

For example, the *Leading Index* produced by Torcuato Di Tella University, which aims to anticipate the economic cycle, fell 0.5% in September (after a 4.7% drop in August). It also **estimates the probability of entering a recession in the coming months at around 98.0%**.

On construction, indicators were mixed in September: the *Construya Index* rose 1.1% s.a. (after an 8.6% fall in August), placing it above September 2024 (+6.5% YoY). Cement dispatches, however, fell 0.8% s.a. in September, marking a third consecutive month of declines. **Manufacturing showed no improvement in September** either: automobile production fell 1.9%, and new vehicle registrations declined 2.3% s.a.

On the consumption side, SME sales fell 2.0% s.a., the third consecutive decline. Finally, consumer credit is moderating its month-on-month growth, expanding only 0.8% s.a. in August (up 81.1% YoY).

Some signs of improvement could still emerge toward the final months of the year. With electoral uncertainty dissipated, new loans from international organizations and an agreement with the U.S. Treasury could help calm exchange rate and monetary conditions, easing doubts about the scheme's sustainability. In any case, a reduction in economy-wide interest rates looks like a necessary condition for a broad reactivation of activity.

The pattern observed over recent months leads us to estimate average growth for 2025 at roughly 4%. As noted, much of that figure is attributable to carry-over from 2024, so activity would expand by roughly 0.6% over the year.

PRICES

Return to the 2% Mark

• In September, the National Consumer Price Index (CPI) rose 2.1% MoM, marking an acceleration of 0.2 p.p. from the previous month and the highest monthly increase since April. The figure was in line with the Market Expectations Survey, which had anticipated inflation of around 2.1% for the month. Year-to-date inflation reached 22.0%, and year-on-year it climbed 31.8%.

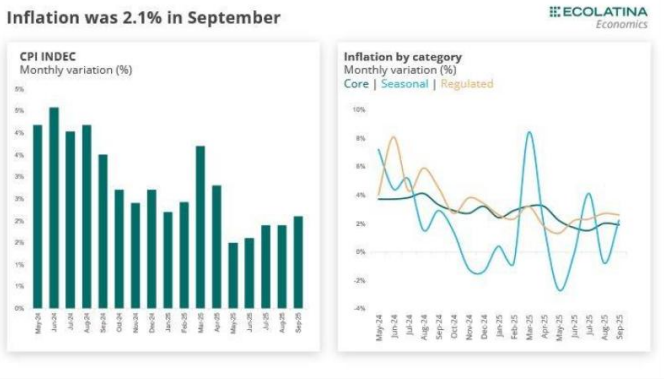
• The largest increase was recorded in regulated prices (+2.6%, down 0.1 p.p. from August), while seasonal prices rose 2.2% after a 0.8% drop in August. Core inflation—which excludes regulated and seasonal prices and is therefore more closely linked to underlying economic conditions—rose 1.9% in the month, slowing slightly (–0.1 p.p.) compared with August.

• For October, we expect inflation to once again exceed 2%. The focus will remain on exchange rate developments and market expectations regarding the currency regime in the coming months, which will determine price dynamics for Q4 and beyond.

In September, the National Consumer Price Index (CPI) rose 2.1% MoM, marking an acceleration of 0.2 p.p. from the previous month and the highest monthly increase since April. The figure was in line with the Market Expectations Survey, which had anticipated inflation of around 2.1% for the month. Year-to-date inflation reached 22.0% while, year-on-year, it climbed 31.8%, the lowest annual reading since mid-2018.

The largest increase was seen in **regulated prices** (+2.6%, down 0.1 p.p. from August), driven by higher fuel prices (+3.9%) and the rise in electricity, gas, and other fuels (+3.0%). Meanwhile, **seasonal prices climbed 2.2% in September** after falling 0.8% in August. Within this group, the strong rises in fruits and vegetables stood out (+5.2% each). Conversely,

clothing prices rose below expectations at the start of the season, making it the category with the smallest increase (+1.1%).



Core inflation—which excludes regulated and seasonal prices and therefore better reflects underlying economic trends—**rose 1.9% in the month, slowing 0.1 p.p. from August**. As a result, core inflation once again remained below the average monthly change in the official exchange rate, which was 5.5%. This confirms that the current inflation process continues to show a limited pass-through effect (for instance, the exchange rate rose 14.5% between Q2 and Q3, while inflation rose by just 6.0% over the same period). This reflects a moderate inflation that is coupled with greater trade openness and a slowdown in economic activity.

The **differences in goods and services that have been observed over previous months persisted**: goods rose 2.0%, while services increased by 2.3%. This gap becomes more evident when looking at cumulative data for the year—goods prices have increased 17.9% YTD up to September, whereas services have nearly doubled that pace, up by 31.2%.

Category-wise, the largest increase took place in *Housing, Water, Electricity, Gas, and Other Fuels* (+3.1%), mainly due to higher rent prices. *Education* followed closely (+3.1%), while *Transport* rose 3.0% and *Restaurants and Hotels* climbed 1.1%.

Outlook

For October, we estimate that inflation will once again exceed 2%. In fact, the CPI for Greater Buenos Aires surveyed by Ecolatina rose 2.4% in October, accelerating by 0.1 p.p. compared with September (+26.6% YTD and +33.7% YoY). Within the index, regulated prices increased 2.7%, core inflation rose 2.4%, and seasonal prices advanced 2.2%.

A potential additional driver of retail inflation in the coming months could be **meat prices**. While no significant impact was observed on October inflation, wholesale beef prices surged toward the end of the month—by around 14% in the final week—which could put upward pressure on prices during the last two months of the year.

The **main focus remains on the evolution of the exchange rate** and the expectations regarding potential changes to the exchange rate scheme, which is making the disinflation process more rigid. In any case, the fact **that the economy is currently navigating a scenario of greater exchange rate uncertainty — partially mitigated after the election result— does not imply a significant pass-through to prices**. Part of this is not only due to the disciplining role of greater **trade openness** but is also associated with the government's **restrictive monetary policy** which, together with the active **wage anchor** (collective bargaining agreements that still anticipate a monthly inflation rate "starting with a 1"), places a limit on aggregate demand.

For these reasons, **inflation is estimated to average around 30% in 2025**—slightly above previous expectations, yet still reflecting a substantial deceleration compared with 2024.

FISCAL POLICY

Surplus in September

• The Non-Financial National Public Sector recorded in September a primary surplus of ARS 0.7 trillion and a financial surplus of ARS 0.3 trillion, with interest payments amounting to ARS 0.4 trillion. However, this positive result shows a loss of momentum, as the magnitude of the primary surplus was the lowest since April 2024. The combination of a modest primary surplus and moderate interest payments allowed for a financial surplus this month. So far this year, total revenues have grown 2.1% YoY in real terms, while primary spending has increased 6.5% YoY. The National Public Sector has accumulated a primary surplus equivalent to 1.4% of GDP and a financial surplus close to 0.4% of GDP.

• When analyzing the seasonally adjusted series, both revenues and primary spending show unstable

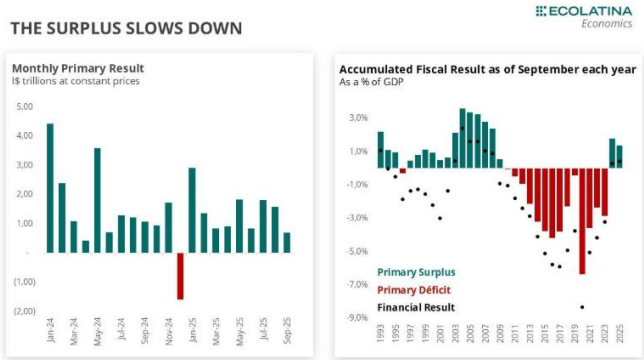
month-on-month dynamics, with no clear trend in recent months. Although total revenues experienced some recovery during H1, their subsequent performance has been uneven, with a recent slight contraction —down 2.5% in the latest month. In contrast, primary spending increased 5.8% in September, marking four months of fluctuations. Overall, both series remain practically stagnant; however, the monthly variation in spending tends to be more volatile than that of revenues, both in periods of growth and contraction.

• With electoral uncertainty now dispelled after the government's decisive victory, the outlook ahead will depend on the administration's ability to capitalize on this political outcome and maintain governability. It will be essential to sustain an open dialogue with provincial governors and build consensus in Congress, as the executive branch will need legislative support to move forward with the structural reforms planned for next year. In this context, the main challenge will be to harness political momentum without neglecting other fronts. Within this framework, the approval of the 2026 Budget, currently under discussion in the relevant committee, would be an important signal of the government's ability to deliver on its economic and political agenda, while also providing a clear roadmap for policy implementation.

The **Non-Financial National Public Sector** recorded in September a primary surplus of ARS 0.7 trillion and a financial surplus of ARS 0.3 trillion, with interest payments amounting to ARS 0.4 trillion. However, this positive result shows a loss of momentum, as **the primary surplus was the lowest since April 2024**. The combination of a modest primary surplus and moderate interest payments allowed for a financial surplus this month.

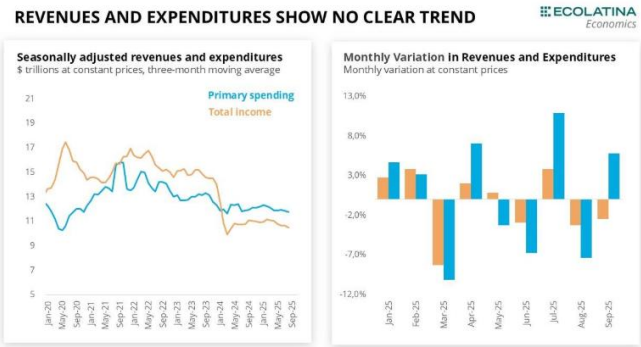
This time, primary spending remained practically frozen in real terms, staying at the same level as in the previous year, while revenues fell 3.1% YoY. It is worth recalling that in September last year, the Treasury received extraordinary revenues linked to the tax amnesty program, the advance payment of the Personal Assets Tax, and the tax moratorium — which had offset the weakness of other tax sources. When excluding this one-off effect, which inflated the comparison base, the real drop in total revenues narrows to just 0.3%. This means that, **in real terms, revenues and expenditures were practically even compared with the same month of the previous year**.

So far this year, total revenues have grown 2.1% YoY in real terms, while primary spending has increased 6.5% YoY. **As a result, the National Public Sector has accumulated a primary surplus equivalent to 1.4% of GDP and a financial surplus close to 0.4% of GDP**. Despite the moderation in the monthly surplus observed in September, the cumulative result remains strong in GDP terms, allowing the NFPS to approach the target set in the 2026 Budget Bill.



Behind the Surplus

When analyzing the seasonally adjusted (s.a.) series, **both revenues and primary spending show unstable monthly dynamics, with no clear trend in recent months**. Although total revenues showed some recovery during H1, their subsequent performance has been volatile, with a recent slight contraction — down 2.5% in the last month. In contrast, primary spending rose 5.8% in September, accumulating four months of ups and downs. Overall, both series remain practically stagnant; however, monthly spending variations tend to be more volatile than revenue movements, both during times of growth and contractions.



As anticipated by tax collection data, the year-on-year change in the National Public Sector's **tax revenues** was affected by the **high comparison base of September 2024**, when extraordinary revenues from the Personal Assets Tax were recorded. At that time, this tax accounted for 4.3% of total revenue, whereas it currently represents only 0.4%. Excluding this one-off factor, the year-on-year decline in revenues narrows to 3.8%, compared with the initial 6.7% drop.

Within revenues, **Social Security Contributions** remain the main component, accounting for 36% of the total. These recorded a 4.6% YoY increase — marking thirteen consecutive months of real growth. Similarly, **VAT**, which represents nearly

one-fourth of total tax revenues, remained on an upward trend (+1.3% YoY), as did the **Tax on Bank Credits and Debits**, which rose 52% YoY and now accounts for 11% of total tax collection.

Regarding external trade, **Export Taxes** contracted (-4% YoY in real terms), as expected due to the temporary rate reduction and the earlier realization of export proceeds in previous months. However, **Import Taxes** continued to rise, doubling their September 2024 level and reaching their highest point since January 2024, which helped sustain overall growth in trade-related tax revenues.

Within **Primary Current Spending**, **Social Benefits** account for three-fourths of the total and registered a slight year-on-year decline of 0.6% in September, following three consecutive quarters of growth. A closer look shows that indexed spending items (including pensions, retirement benefits, and social allowances) gained relative weight at the expense of other transfers. Specifically, **Pensions and Retirement Benefits** increased 38% YoY in real terms, the **Universal Child Allowance** rose 52% YoY, and the rest of **Family Allowances** grew nearly 60% YoY. Conversely, the **Other Programs** category fell 5.8% YoY.

Economic Subsidies, which had posted 20 consecutive months of real year-on-year declines, reversed this trend in September, rising 3.4% above inflation. Nevertheless, their share in total spending remains low: while they accounted for 1.5% of GDP in 2024, they now represent barely 0.6% — the lowest level in the past decade. Similarly, *Operating Expenses* — which include public sector wages — also reversed their downward trend, rising 24% YoY in September.

Meanwhile, **Transfers to Provinces** — both current and capital — sat 9% below their real level from the same month last year and now represent less than one-fifth of what was transferred in 2023.

Outlook

Undoubtedly, the **fiscal front** remains the least problematic area for the government. Since the beginning of its term, **fiscal discipline** — which has effectively become an institutional anchor — has remained a cornerstone of economic policy. The **year-to-date primary surplus** amounts to 1.4% of GDP, while the financial surplus stands at 0.4% of GDP, providing a clear signal that the executive branch is on track to meet the **target set in the 2026 Budget Bill**, which aims to close the fiscal year with a primary surplus of **1.5% of GDP**. However, given the high degree of spending indexation and weakening revenue sources — such as those tied to economic activity and export taxes— reaching this target will not be an easy task and will likely require further adjustment in other lines of spending.

In addition, the financial volatility in the weeks leading up to the elections led the government to modify its funding strategy, shifting from capitalizable instruments to exchange rate–indexed instruments. This decision could affect the framework of the financial program, making it essential to closely monitor upcoming peso-denominated debt auctions, as this new composition introduces additional indexation risks: a potential exchange rate adjustment could amplify financial costs and deteriorate debt dynamics. Over the remaining two months of the year, the Treasury faces maturities totaling ARS 67 trillion, of which approximately 14% is indexed, with still three auctions ahead.

With electoral uncertainty now cleared following the **government's decisive victory**, the outlook will depend on the administration's ability to capitalize on this political outcome and maintain governability. It will be essential to sustain open dialogue with provincial governors and build consensus in Congress, as the executive branch will need legislative support to advance the structural reforms planned for next year. In this context, the main challenge will be to leverage political momentum without neglecting other fronts.

The approval of the 2026 Budget, currently under discussion in the relevant congressional committee, would represent an important signal of the government's ability to deliver on its economic and political agenda, while also providing a clear roadmap for economic policy implementation.

EXTERNAL SECTOR

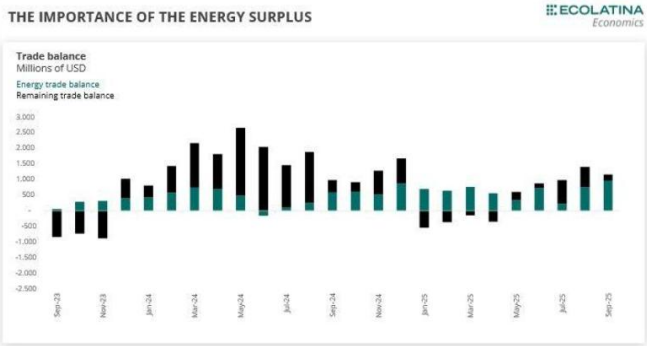
Both Exports and Imports Increase in September

• The trade balance recorded a surplus of USD 921 million in September. As a result, year-to-date surplus reached USD 6.0 billion, marking a 60% YoY decline.

• Exports totaled USD 8.1 billion in September, up by 16.9% YoY, while imports amounted to USD 7.2 billion, increasing 20.7% YoY. It is worth noting that both export and import figures for September exceeded 90% of the levels projected in the Market Expectations Survey, which had forecast a median of USD 7.4 billion for exports and USD 6.5 billion for imports.

• The 2025 trade balance is expected to remain in surplus but sitting significantly below last year's outcome. We estimate 2025 trade surplus to hover at around USD 8.0 billion.

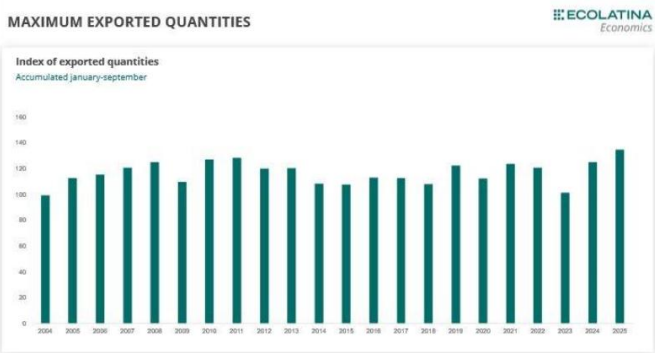
The trade balance recorded a surplus of USD 921 million in September, accumulating 22 consecutive months of trade surplus. Year-to-date surplus reached USD 6.0 billion up to September, marking a 60% YoY decline.



Source: Ecolatina based on INDEC

The improvement was driven by stronger growth in both exports and imports. In this regard, the September figures for foreign trade **exceeded 90% of the estimates projected in the Market Expectations Survey**, which had forecast a median of USD 7.4 billion for exports and USD 6.5 billion for imports. Argentina's **total trade** — the sum of exports and imports — **reached USD 15.3 billion in the month, the highest level of the past three years** (since August 2022).

Exports totaled USD 8.1 billion in September, up by 16.9% YoY. They also rose 1.3% MoM (s.a.) and recorded a 16.5% YoY increase in export volumes, while prices showed a mild uptick of 0.3% YoY. It is worth highlighting that cumulative exports volumes for January–September stand at their highest levels in decades.



Source: Ecolatina based on INDEC

In addition, **imports** totaled USD 7.2 billion, rising 20.7% YoY in September. They also increased 10.1% in seasonally adjusted terms and 21.3% in volumes (-0.3% YoY in prices). Behind this faster pace, there appears to be some impact from the higher exchange rate volatility which, amid greater political uncertainty, may have heightened devaluation expectations and encouraged the front-loading of imports.

Within the trade balance, the **energy sector once again accounted for most of the surplus**: exports reached USD 967 million, while imports stood at USD 191 million. As a result, the **energy trade surplus amounted to USD 776 million in the month**, bringing the cumulative surplus to USD 5.4 billion up to September, with exports totaling USD 8.1 billion and imports USD 2.8 billion.

As for the rest of goods, **all major export categories posted year-on-year increases**. The largest gain came from *Primary Products* (PP), which rose 43.0% YoY in the month (USD 2.0 billion). They were followed by *Processed Agricultural Products* (PAP), which reached USD 2.9 billion (+11.2% YoY), and *Industrial Products* (IP), which totaled USD 2.2 billion (+3.5% YoY).

It is also worth noting that the increase in exports during the month was mainly driven by **higher sales to China**. China became the main export destination in September (unlike in the year-to-date figures, where Brazil remained the top destination). **Exports to China amounted to USD 1.3 billion**, a 201.7% YoY increase, mainly explained by higher sales of primary products, following the temporary suspension of export taxes on grains (until reaching the USD 7.0 billion cap). More specifically, soybean exports surged 613.8% YoY. Nevertheless, the bilateral trade balance with China remained in deficit at USD 523 million, with imports from China totaling USD 1.8 billion (+31.3% YoY).

On the **import** side, **most categories recorded significant increases**. As in previous months, the *Other Imports* category posted the largest rise, up by 376.1% YoY (USD 109 million), mainly due to direct-to-consumer imports. Meanwhile, *Passenger Vehicles* totaled USD 618 million (+68.6% YoY), *Capital Goods* USD 1.6 billion (+47.7% YoY), and *Consumer Goods* USD 1.2 billion (+45.7% YoY). In contrast, while *Intermediate Goods* showed a more moderate improvement (USD 2.3 billion, +1.6% YoY), *Parts and Accessories for Capital Goods* declined (USD 1.3 billion, -1.3% YoY), as both categories are linked to the production process and thus more sensitive to weaker economic activity.

Finally, the **terms of trade index**—calculated as the ratio between the export and import price indices—reached 138.7, up by 0.6% YoY. This implies that, had September 2024 prices prevailed, the trade surplus would have reached USD 872 million. This shows that Argentina recorded a **USD 51 million gain in terms of trade**.

Outlook

For the remainder of the year, the **moderate trade surplus is expected to persist**, still largely explained by the energy balance, while the non-energy balance will reflect mixed factors. On one hand, the **front-loading of exports due to the temporary suspension of export taxes will have a negative impact**

(at least until the realization of export proceeds from winter crops). On the other hand, the improvement in the real exchange rate (now at a more competitive level) could continue to support specific export sectors.

Regarding imports, although economic activity had shown some stagnation, the latest available data for August showed a 0.3% MoM increase (s.a.), and greater openness to trade may continue to foster stronger import consumption relative to domestic goods.

Summing up, we estimate that **trade surplus will hover at around USD 8.0 billion in 2025**, implying a decline of about USD 10.0 billion compared to 2024.

EXCHANGE RATE AND MONETARY POLICY

Political Risk Cleared

• A pivotal moment for the government's economic program has taken place. The overwhelming and unexpected electoral victory of La Libertad Avanza sparked unprecedented optimism in financial markets. On the Monday following the election, the Merval index surged 31% in USD terms, marking the largest single-day increase in history; the weighted average price of Global bonds jumped 18%, and the country risk fell by 400 basis points to around 600 bps.

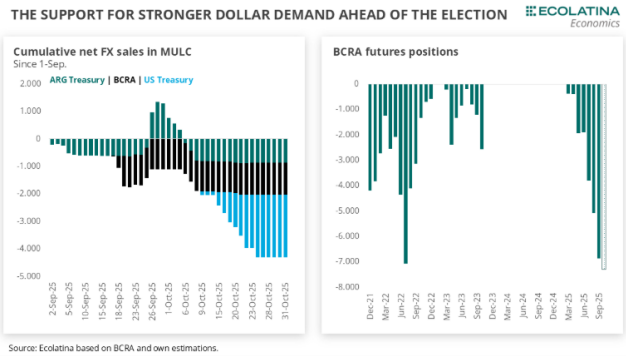
• Beyond the outcome itself, the evidence shows that political risk has dissipated, though economic risk remains. From the outset, the challenge under any electoral scenario was the same: to strengthen governability signals and to establish a clear exchange rate and monetary framework aimed at rebuilding the Central Bank's reserves and reducing the country risk. The government has recently made progress on both fronts, with President Javier Milei meeting with provincial governors and the Central Bank's vice president presentation which posed that given the currently low demand for pesos, the Bank could repurchase reserves without needing to sterilize the pesos injected into the market—a view also echoed by Milei in a recent interview.

• The combination of a favorable electoral result and a clear path toward reserve accumulation is expected to sustain the downward trend in country risk. With the exchange rate hovering near the upper end of the band, the market is now watching for a potential recalibration of the exchange rate and monetary framework, tied to the Central Bank's return to purchasing foreign currency in the market. In this regard, clarity and transparency in policy communication will be crucial to capitalize on the post-election momentum before the initial boost of the victory fades.

A **pivotal month for the government's economic program** has taken place. The typical dollarization of portfolios during election years could not be contained, not even with the unprecedented support from the United States. The back-and-forth regarding the conditions attached to that support, the statements made by senior U.S. officials, and the frequent posts on social network X by U.S. Treasury Secretary Scott Bessent all amplified the market volatility typical of electoral periods.

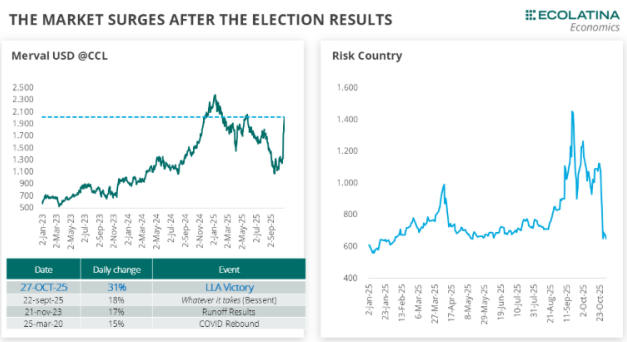
In this context, **the private sector's demand for foreign currency and exchange rate hedging instruments was met by the local government and the U.S. Treasury**. In September alone, foreign exchange purchases in the official market totaled USD 7.8 billion — the highest amount since the introduction of the exchange rate band — with a record 1.8 million individuals purchasing foreign currency in the market.

On the supply side, between early September and October, the combined foreign currency supply in the forex market from the national Treasury (USD 874 million), the Central Bank (USD 1.2 billion), and the U.S. Treasury (estimated at USD 2.3 billion) amounted to roughly USD 4.3 billion. In parallel, exchange rate hedging positions reached USD 20 billion, stemming from the Central Bank's sales in the futures market and the issuance of dollar-linked instruments by the Argentine Treasury in the primary market and by the Central Bank in the secondary market.



Source: Ecolatina based on BCRA and own estimations.

Against this backdrop, the **elections surprised the market with the overwhelming and unexpected victory of *La Libertad Avanza***—particularly the win in the Province of Buenos Aires following the sharp setback in September. This outcome triggered unprecedented optimism in financial markets: on the Monday following the election, the **Merval index surged 31% in USD terms,** marking the largest single-day gain in history; the weighted average price of Global bonds rose 18%, and the country risk fell by 400 basis points to around 600 bps.



Source: Ecolatina based on BCRA and BYMA.

However, **the exchange rate did not mirror the same level of optimism** observed in financial markets. The wholesale exchange rate fell by 3.8% in the first trading session after the elections, but subsequently partially reversed those gains, closing at ARS 1,470 on Tuesday 28. By Friday 31, the exchange rate stood at ARS 1,445, just 3.5% below the upper band, while December futures contracts (ARS 1,513) continued to trade close to the band's upper limit (ARS 1,527).

All in all, the evidence shows that **political risk has dissipated, though economic risk remains**. The government's decisive victory will help ease short-term uncertainty surrounding the exchange rate framework, but the fundamental challenge under any electoral scenario remains unchanged: to **strengthen governability and establish a clear exchange rate and monetary policy** path that enables the rebuilding of Central Bank reserves and a further reduction in country risk.

In line with his conciliatory speech on Sunday 26 October, Javier Milei met with provincial governors on Thursday 30 October. Coordination with provincial authorities will be crucial in advancing the **structural reforms** the government aims to pursue under the new Congress, with the approval of the 2026 Budget serving as the first major test.

On the economic front, steps were taken toward **normalizing the monetary front**. The Central Bank and the Treasury began to ease the pre-election monetary tightening, which had led to liquidity shortages in the market (further aggravated by portfolio dollarization) and upward volatility in interest rates. Rates peaked on Tuesday 28 October (with the Nominal Annual Rate for 1-day repos at 98% and 1-day collateralized loans at 72%), prompting the Treasury to inject liquidity through two main channels.

The first was **direct bond purchases in the secondary market**. On Tuesday 28, the Treasury's peso deposits at the Central Bank fell by ARS 1.2 trillion (after another ARS 0.7 trillion drop on Monday), consistent with figures shared by journalist Florencia Donovan on X, confirming that the transaction had been carried out by the Treasury — an operation usually performed by the Central Bank. The second was a **60% rollover rate in the final debt auction of October**. With maturities totaling around ARS 11.4 trillion, the Treasury received bids for only ARS 7.8 trillion (reflecting tight liquidity conditions) and awarded ARS 6.8 trillion, resulting in a net injection of ARS 4.6 trillion.

As a result of these two operations, the Treasury's peso deposits are estimated to stand at around ARS 5 trillion. Naturally, attention will now turn to the **Treasury's peso account balance**, given that it faces maturities of ARS 27.8 trillion in November and another ARS 39.3 trillion in December. Adding to this are foreign currency obligations, including USD 850 million owed to the IMF (equivalent to ARS 1.2 trillion) next month, which will mount further pressure, particularly as foreign currency deposits amount to just USD 84 million — creating a **dual strain on peso deposits**.

The last time the financing program faced a similar challenge was in April 2025, when the Treasury's balance was bolstered through a **Central Bank profit transfer** amounting to ARS 11.7 trillion and the USD 14 billion from the **IMF agreement**. Although the Treasury still holds deposits in public banks and benefits from sustained fiscal surpluses, these sources will likely fall short of covering the upcoming maturities, thus requiring a higher fortnightly rollover rate.

Returning to monetary policy, **the Central Bank eased reserve requirements**. According to Communication "A" 8350, as of November 1, the calculation of minimum reserve requirements will revert from a daily basis to a monthly average. However, the daily requirement is not eliminated but rather reduced to 95% of the total requirement (previously 25%), with the remaining 5% computed as a monthly average. Although this easing is only partial, it marks an important step toward gradually dismantling prior regulations and was implemented cautiously, given the anticipated increase in peso liquidity.

Behind this peso injection lie key **exchange rate policy considerations**. The combination of tight monetary conditions and heightened demand for foreign currency significantly reduced money demand, leaving it well below the Central Bank's projections for its monetary aggregates program. In this context, the Central Bank released a presentation by the institution's Vice President Vladimir Werning, delivered on October 15–16, indicating that there is **scope for the Central Bank to purchase foreign currency** in the market without sterilizing the resulting peso issuance — a view also echoed by Milei in an interview.

The combination of a **favorable electoral outcome** and a **clear path toward reserve accumulation** is expected **to sustain the downward trend in the country risk**. The additional adjustment that would enable Central Bank foreign currency purchases could bring the government closer to regaining access to international debt markets in 2026, with the "threshold" for re-entry estimated by economic authorities at around 500 basis points (currently sitting at 650 bps). At the same time, global tailwinds — including stronger demand for emerging

market debt, a declining Fed rate, and continued U.S. support — would further enhance investor appetite for Argentine sovereign bonds.

That said, the rebuilding of reserves brings the discussion full circle. With the exchange rate hovering near the upper band, the market remains attentive to a **potential recalibration of the exchange rate and monetary policy framework associated with Central Bank purchasing interventions in the FX market**. In this regard, it will be crucial to restore clarity and transparency in policy communication and to capitalize on the post-election momentum before the impulse from the victory begins to fade.

All contents of this publication have been prepared by LATINCONSULT S.A. for the exclusive use of the recipients. It is for information purposes only and does not constitute an offer of and/or solicitation to buy or sell any financial product or instrument or a recommendation to invest and/or transact. The information and analyses presented are based on public and private sources that are considered reliable. Nevertheless, LATINCONSULT S.A. cannot guarantee the completeness and accuracy of this data. All opinions and estimates mentioned in the publication are subject to change without notice by LATINCONSULT S.A.. No part of this publication may be reproduced in any form or by any means, mechanical, photochemical, electronic, photocopying or otherwise, nor may it be distributed in any of these forms without the prior express permission of LATINCONSULT S.A..

PUBLISHER
German-Argentinean Chamber of Industry and Commerce
Av. Corrientes 327 – C1043AAD Buenos Aires
Tel.: (+54 11) 5219-4000 Fax: (+54 11) 5219-4001
E-Mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar
Internet: www.ahkargentina.com.ar
Original text and statistics: Ecolatina
Coordination: Julieta Barra
Edition: Christina Keim

ECONOMIC INDICATORS AND PROJECTIONS

		Monthly or Quarterly Indicators				Annual Indicators		
	Unit of measure	Date	Last Data	Date	Next Data	2024	2025p	2026p
Activity								
GDP	YoY %	II Q 25	**6,3**	III Q 25	2,7	-1,3	**4,0**	**2,5**
Total Consumption	YoY %	II Q 25	**8,5**	III Q 25	4,9	-3,1	**6,0**	**2,7**
Total Investment	YoY %	II Q 25	**32,1**	III Q 25	14,0	-17,2	**19,3**	**8,9**
Prices								
INDEC National CPI[1]	YoY %	sep.-25	**2,1**	oct.-25	2,3	117,8	**30,7**	**24,5**
Foreign Exchange								
Nominal FX[1]	ARS / USD	oct.-25	**1432**	nov.-25	1468,3	1020,7	**1493,4**	**1748,6**
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. ´01=100	oct.-25	**1,43**	nov.-25	1,44	1,15	**1,43**	**1,43**
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	sep.-25	**11,8**	oct.-25	13,2	16,8	**16,3**	**16,8**
Primary Expenditures	% GDP	sep.-25	**10,4**	oct.-25	11,7	15,0	**14,9**	**15,1**
National Primary Balance[2]	% GDP	sep.-25	**1,4**	oct.-25	1,5	1,8	**1,4**	**1,7**
Foreign Sector								
Exports	USD BN	sep.-25	**8,1**	oct.-25	7,3	79,7	**85,1**	**89,6**
Imports	USD BN	sep.-25	**7,2**	oct.-25	6,8	60,8	**76,7**	**83,3**
Trade Balance	USD BN	sep.-25	**0,9**	oct.-25	0,5	18,9	**8,4**	**6,3**
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	II Q 25	**-3,0**	III Q 25	-3,1	6,3	**-13,2**	**-11,6**
Interest Rates								
Monetary Policy Rate[1]	%	oct.-25	**25,0**	nov.-25	25,0	32,0	**25,0**	**22,0**
Private Banks BADLAR[1]	%	oct.-25	**39,3**	nov.-25	43,1	31,9	**39,0**	**22,3**

(1)Annual Indicators. December Average

(2)Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources