

Situación Argentina

Octubre de 2025

BBVA Research Argentina

El contexto financiero y electoral marcan el pulso de la actividad económica

La economía argentina atraviesa la segunda mitad del año en un escenario de mayor volatilidad cambiaria y financiera. A partir de julio, la inestabilidad en las tasas de interés, combinada con el resultado electoral en la Provincia de Buenos Aires, generó tensiones en los mercados. Este contexto se tradujo en un aumento de las tasas de interés, presiones sobre el tipo de cambio y una desaceleración de la actividad económica.

Panorama global: a pesar de un escenario que sigue marcado por la incertidumbre, se mantiene el crecimiento de la actividad económica

La creciente dureza de las políticas de EE.UU., con aranceles más altos de lo anticipado, medidas migratorias estrictas y ataques a la independencia de la Reserva Federal, genera inquietud en un contexto global que, pese a todo, muestra resiliencia. El crecimiento ha superado las expectativas y la inflación en EE.UU. ha sorprendido a la baja, lo que, sumado a la perspectiva de recortes adicionales de tasas de interés, ha dado un tono favorable a los mercados. A nivel mundial, se espera una moderación del crecimiento de 3,3% en 2024 a 3,0% en 2025 y 3,1% en 2026, afectado por el proteccionismo, las restricciones migratorias, la incertidumbre y las tensiones geopolíticas.

En este marco, los aranceles mantendrían la inflación en EE.UU. cerca de 3% en 2025-26, mientras que la desaceleración del crecimiento abriría espacio para que la Fed reduzca las tasas de interés hasta 3% en 2026. En Europa, en cambio, la inflación se acercaría a la meta de 2% y las tasas se estabilizarían también en torno a 2%. Aun así, los riesgos de escenarios más adversos se intensifican en un entorno de alta incertidumbre, shocks recurrentes y menor cooperación internacional.

Panorama local: los desafíos del programa económico se acentúan en un contexto electoral

Sector Fiscal: se consolida el resultado positivo en 2025, con desafíos por delante

En los primeros ocho meses del año, el balance fiscal primario acumuló un superávit de 1,3% del PIB, consistente con la meta de 1,6% fijada por el gobierno para 2025. A su vez, el resultado financiero que surge de sumar la carga de intereses de la deuda alcanzó un superávit de 0,4% del PIB en el mismo período. Aunque el Congreso, en modo electoral, impulsó medidas que incrementarán el gasto hasta 0,2% del PIB para lo que resta de 2025, Milei ha mostrado convicción total de mantener a rajatabla el equilibrio de las cuentas públicas, por lo que se espera que compense ese mayor gasto con recortes en otras áreas, como subsidios a la energía y el transporte, transferencias a provincias y gasto de capital.

En lo que va del ejercicio fiscal 2025, los ingresos han retrocedido 1,2% a/a en términos reales (descontando el efecto de la inflación), producto del poco dinamismo de los tributos ligados al consumo y la actividad, y de la eliminación del impuesto PAIS y la rebaja de las alícuotas a las exportaciones, que han sido parcialmente compensados por aquellos que registraron una buena performance como los tributos a la seguridad social (+20% a/a) y derechos de importación (21,7% a/a). El gasto, por su parte, ha crecido sólo 2,3% a/a en términos reales. Tras el fuerte recorte llevado adelante en 2024, en 2025 la política de gasto se ha focalizado principalmente en reducir subsidios económicos, continuar con la racionalización de programas sociales y contener gastos de capital y salarios.

Mantenemos nuestra previsión de equilibrio fiscal total para este año y el próximo, a la vista de los últimos datos y la convicción mostrada por el Gobierno de mantener el superávit primario como pilar fundamental de su programa. No obstante, es creciente el desafío de sostener este resultado, por el menor dinamismo al esperado de la actividad económica, las mayores demandas de las provincias en inversión en infraestructura y asistencia presupuestaria, y las demandas sociales de aumento en áreas sensibles como educación, seguridad y salud. El gobierno deberá focalizar esfuerzos en la gestión de dichas demandas para lograr la meta.

Sector Monetario: enfrentando los desafíos derivados de decisiones recientes

El 10 de julio el gobierno modificó de manera significativa el esquema monetario: eliminó las LEFIs¹, el instrumento a un día que definía la tasa de interés de referencia de la economía, optando en su lugar por un esquema de control de agregados monetarios más “puro”, sin tasa de referencia explícita ni un esquema claro de administración de la liquidez. Con ello, los bancos debieron pasar a manejar su dinero de corto plazo mediante LECAPs (títulos del Tesoro a 1-3 meses) sin una señal de tasas de parte del BCRA, quien se enfocó en mantener la cantidad de dinero lo más estable posible.

Este cambio gatilló una fuerte volatilidad de tasas de interés, que pasaron del entorno de 30% a 70% en pocos días. El Gobierno respondió con cambios recurrentes de encajes bancarios y licitaciones de deuda fuera de calendario, que tuvieron poco éxito en contener la volatilidad. Hasta que, finalmente, hacia fines de agosto el BCRA volvió a definir un piso de tasas de interés en el mercado de REPO interbancario (donde se operan préstamos a un día con entrega de títulos públicos como colateral), lo que surtió efecto para dar cierta referencia al resto de las tasas de mercado.

Como resultado de todo esto, la tasa de interés TAMAR² tuvo un pico de 67% a inicios de septiembre, pero luego el BCRA indujo una reducción al entorno de 45% anual. Creemos que este será el piso de tasas hasta las elecciones, para contener presiones cambiarias, pero luego de los comicios esperamos algún recalibramiento del esquema monetario más general, para volverlo más predecible, con una tasa de referencia más clara y transparente, algún esquema más previsible de manejo de liquidez y una normalización de los encajes bancarios. La TAMAR podría bajar al entorno de 35% hacia fin de año, manteniendo siempre un valor positivo en términos reales, para contener la inflación. Así, la tasa real de interés podría converger hacia el 6-10% como equilibrio luego del reacomodamiento del esquema monetario, pero ya no en el rango excepcional de 20% real que se observa hoy, nivel que resulta insostenible por su impacto en la actividad y en la sostenibilidad de la deuda en pesos.

Sector Cambiario: el talón Aquiles del programa económico

La intención de reforzar el proceso desinflacionario usando al tipo de cambio como ancla complementaria apreció rápidamente al peso en términos reales, sacrificando el objetivo de

¹ Títulos del Tesoro que administraba el BCRA y que funcionaban como principal instrumento de administración de la liquidez de los bancos (rol que previamente cumplían los pases pasivos o las LELIQs). Al 10/07/2025, el stock alcanzaba 15 billones de pesos (46% de la base monetaria).

² TAMAR: tasa de remuneración de colocaciones en pesos a 30 días por monto igual o mayor a 1.000 millones de pesos. Este monto tendrá ajustes anuales.

acumular reservas internacionales por parte del Banco Central. Por este motivo, el poder de fuego del Gobierno para controlar el tipo de cambio es limitado ante las presiones que se gatillaron tras la elección en la Provincia de Buenos Aires. Luego de esos comicios, la paridad cambiaria pasó de 1.375 pesos por dólar a testear el techo de la banda en torno a 1.470, gatillando ventas de más de USD 1.000 millones por parte del BCRA, y los activos financieros argentinos tuvieron una abrupta caída.

El Gobierno se muestra convencido en defender el límite superior de la banda a cualquier costo hasta las elecciones nacionales. Con ese propósito, se dispuso una rebaja temporal a 0% de las retenciones sobre las exportaciones agropecuarias hasta que se liquiden USD 7.000 millones, cupo que se alcanzó en sólo tres días. Esto permitió al Tesoro acumular USD 2.200 millones para reforzar la posición de reservas. Asimismo, el Gobierno aceleró negociaciones con EE.UU. para activar una línea de financiamiento que el Secretario del Tesoro Scott Bessent, había anticipado en su visita en abril. El Gobierno de Trump respondió positivamente ante ese pedido y si bien restan definiciones, paquete de ayuda que constaría de un swap de monedas por hasta USD 20.000 millones, una línea de crédito stand-by y la compra de bonos argentinos ya sea en el mercado primario o secundario. La contundencia del apoyo y la diversidad de instrumentos disponibles, se materializó el jueves 9 de octubre con la sorpresiva e inédita compra de pesos en el mercado local, por aproximadamente USD 28 millones, por parte del Tesoro de Estados Unidos. El anuncio revirtió el pesimismo de la semana previa llevando a una recuperación del peso y el descenso del riesgo país hasta el orden 1.000 pbs (tras haber alcanzado 1.500 pbs).

No obstante, prosigue la presión sobre el tipo de cambio y los activos financieros, y esperamos que así se mantenga la situación hasta los comicios del 26 de octubre. Tras las elecciones el Gobierno deberá reacomodar el esquema cambiario para reforzar la estrategia de compra de reservas internacionales y darle mayor sustento a la estabilidad del peso. Obviamente, el resultado de la elección impactará sobre las expectativas para los restantes dos años de mandato de Milei, con su consecuente efecto sobre el tipo de cambio percibido como sostenible para el país, que en un escenario de relativo buen desempeño del gobierno en las elecciones (que le permita ganar fuerza en el Congreso), proyectamos en 1.510 ARS/USD a fin de año, con un balance de riesgos sesgado al alza.

Inflación: se mantienen las buenas noticias, con bajo traslado de la devaluación a precios

Los precios al consumidor han mantenido la desaceleración tendencial iniciada en 2024, como lo demuestra la inflación subyacente que pasó de un promedio mensual de 7,4% en los primeros nueve meses de 2024 a uno de 2,3% para el mismo período de 2025. La novedad del último trimestre es que ha tenido lugar un bajo traspaso a precios de los movimientos del tipo de cambio registrados desde mediados de julio. Así durante el 3T25 la inflación ha acumulado una

variación de 5,5%, bien por debajo del aumento de 18,5% que mostró el tipo de cambio, en promedio mes, durante el mismo período.

Todas las divisiones del IPC han mostrado una clara desaceleración respecto a los registros del año pasado, destacando Alimentos (que representan 27% del IPC), que acumulan un aumento de 22% en los primeros nueve meses del año, mientras que para el mismo período de 2024 acumulaban un incremento de 86,7%.

Para este año proyectamos una inflación de 30%, y de mantenerse la consistencia de la política macroeconómica, esperamos que la inflación perfore el piso de 20% en 2026.

Actividad: volatilidad y elecciones diluyen el impulso del comienzo de año

Desde el segundo trimestre de 2025 la economía ha perdido dinamismo tras el buen arranque de inicios de año. Diferentes indicadores de actividad fueron reflejando un patrón de estancamiento con caídas en mayo, junio y julio, evidenciando un freno al proceso de recuperación que se confirmó con la retracción de 0,1% del PIB en el 2T25. La inversión mostró inestabilidad, alternando alzas y retrocesos, mientras que el empleo formal privado se mantuvo estancado con una leve contracción hacia julio. En paralelo, los sectores más dinámicos fueron los intensivos en capital, lo que ralentizó la creación de empleo. A esto se sumó una desaceleración en los salarios reales formales, en contraste con la mejora del segmento no registrado (lo que redujo significativamente la brecha frente a los asalariados privados registrados).

En el tercer trimestre, la economía se mantuvo en un entorno de alta volatilidad financiera y cambiaria. La suba de tasas y la incertidumbre política perjudicaron el consumo y frenaron decisiones de inversión. Los indicadores de alta frecuencia reflejan un estancamiento general, con desempeño dispar entre sectores: mientras que el agro, la minería y la intermediación financiera sostuvieron cierto dinamismo, otros, como la industria y la construcción, continuaron resentidos.

En este marco, revisamos nuestras proyecciones de crecimiento a la baja: 4,5% para 2025 y 3,0% para 2026, con un balance de riesgos sesgado a la baja. Esta corrección responde al endurecimiento de las condiciones financieras -con tasas reales más altas-, a la pérdida de tracción de la actividad tras el rebote inicial y al deterioro de las expectativas en un contexto de creciente incertidumbre política antes de las elecciones legislativas.

Sector Externo: aumenta el déficit pero se consolida el sector de gas y petróleo

Durante 2025, el desempeño de las cuentas externas argentinas se ha deteriorado. En los primeros ocho meses, la balanza comercial acumuló un superávit de USD 5.070 millones, un tercio del registrado en igual período de 2024. Si bien el saldo positivo se sostiene de manera ininterrumpida desde fines de 2023, su solidez se ve erosionada por el marcado incremento de las importaciones (+32,1% a/a), particularmente en bienes de capital (+70,9% a/a), vehículos automotores (+136,3% a/a) y bienes de consumo (+68,4% a/a). Las exportaciones, por el contrario, vienen exhibiendo un menor dinamismo, creciendo apenas 6,2% a/a y sostenidas por los productos agrícolas pero sobre todo por el sector energético. El balance del sector hidrocarburos mantiene un excelente desempeño, con un superávit de USD 4.600 millones en los primeros ocho meses de 2025 (versus USD 3.100 millones en igual período del año pasado), gracias a la expansión sostenida de la producción de hidrocarburos no convencionales y a la reducción en las importaciones de gas y combustibles. La proyección anual para la balanza energética es de USD 7.000 millones, confirmando la consolidación de un cambio estructural en la balanza de pagos.

Finalmente, la cuenta corriente del balance de pagos continúa mostrando un persistente déficit en la balanza de servicios, principalmente por el turismo emisor que se ha acelerado significativamente respecto al receptor. En este escenario, proyectamos para 2025 un déficit de la cuenta corriente de 2,0% del PIB (versus un superávit de 1% del PIB en 2024), y de 2,5% en 2026. Estos registros se ubican en niveles todavía sostenibles en perspectiva histórica y en una mejor situación al comparar con otros períodos de déficit externos, gracias al equilibrio fiscal y el crecimiento estructural del sector de hidrocarburos.

Por su parte, en 2026 hay vencimientos de deuda pública en moneda extranjera por USD 19 mil millones (netos de tenencias intra-sector público), los cuales se recortan hasta USD 12.500 millones si se descuenta el probable refinanciamiento por parte de Organismos multilaterales y los desembolsos estipulados con el FMI. De este total, USD 8 mil millones corresponden a acreedores privados. El anuncio del swap por USD 20 mil millones con el Tesoro de Estados Unidos reduciría entonces de manera considerable las probabilidades de incumplimiento por parte de Argentina hasta 2027, quitando de este modo presión al tipo de cambio y el riesgo país.

Conclusiones

En el tercer trimestre se delineó un escenario más exigente para la economía argentina, atravesado por la volatilidad financiera y el contexto político que interrumpieron el proceso de recuperación. La actividad muestra escaso dinamismo, con marcadas diferencias entre sectores, y el equilibrio externo exige prudencia. Al mismo tiempo, el resultado de las próximas elecciones legislativas será determinante para definir el margen político del Gobierno y la continuidad del rumbo económico.

Aún así, la disciplina fiscal-monetaria y la moderación de la inflación continúan actuando como anclas de estabilidad. Y esto se complementa ahora con el respaldo del Gobierno de EE. UU., que aporta un alivio transitorio al frente financiero y despeja el horizonte de vencimientos de deuda para 2026, generando valiosos grados de libertad para encarar las reformas necesarias para consolidar la incipiente mayor solidez lograda, que pueda ser acompañada así por un crecimiento más sostenible en un contexto todavía desafiante.

Tabla de previsiones macroeconómicas

TABLA DE PREVISIONES MACROECONÓMICAS - ARGENTINA

	2022	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)
PIB (% a/a)	6,0	-1,9	-1,3	4,5	3,0
Inflación (% a/a fdp)	94,8	211,4	117,8	30,0	14,0
Tipo de Cambio (vs USD 31/dic)	177	808	1.033	1.510	1.730
Tasa de Política Monetaria (% fdp)*	75,0	100,0	34,3	30,0	19,3
Consumo Privado (% a/a)	9,5	1,0	-2,9	7,1	1,6
Consumo Público (% a/a)	2,8	2,1	-3,8	-0,2	1,4
Inversión (% a/a)	10,5	-2,0	-17,4	24,2	13,8
Resultado Fiscal Primario (% PIB)	-2,4	-2,7	1,8	1,6	1,7
Resultado Fiscal Financiero (% PIB)	-4,2	-4,4	0,3	0,3	0,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-0,6	-3,2	1,0	-2,0	-2,5
Deuda Pública (% PIB)	85,0	156,6	83,2	81,4	74,8

*En 2022 y 2023: BADLAR; a partir de 2024: TAMAR.

Fuente: INDEC, BCRA, Ministerio de Economía y BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvarresearch.com.