



INFORME DE COYUNTURA
#9 | OCTUBRE 2025

La macroeconomía detrás de las urnas

PANORAMA POLÍTICO**La nueva geometría política de Argentina: la victoria de Milei, el dilema de los gobernadores y las reformas de largo plazo.**

Las elecciones legislativas reconfiguraron el panorama político argentino de un modo que pocos anticipaban. El partido de Javier Milei, La Libertad Avanza, obtuvo un desempeño contundente: ganó en 15 de las 24 provincias en la Cámara de Diputados y en 6 de las 8 en disputa en el Senado. Estos resultados no solo revirtieron la narrativa sobre una supuesta pérdida de influencia de Milei tras su derrota de septiembre en la Provincia de Buenos Aires, sino que además le otorgaron una ventaja estratégica en el Congreso. Con más de un tercio de los escaños en ambas cámaras, Milei ahora tiene la capacidad de proteger su legislación frente al poder de veto del Congreso. Sin embargo, aunque la victoria es políticamente poderosa, no garantiza la gobernabilidad. De hecho, abre una nueva etapa de negociación, construcción de coaliciones y limitaciones institucionales.

Hasta ahora, la presidencia de Milei se había caracterizado por reformas económicas radicales, una retórica combativa y una posición legislativa precaria. Su partido contaba con menos del 20% de los escaños en ambas cámaras, lo que lo dejaba vulnerable a los vetos de la oposición e incapaz de aprobar reformas estructurales sin apoyo externo. Esa vulnerabilidad se hizo evidente en los últimos meses, cuando el Congreso anuló repetidamente sus vetos a leyes de gasto público, debilitando su agenda de austeridad y generando ansiedad entre los inversores. Los resultados de las elecciones de medio término cambiaron ese equilibrio: con una minoría reforzada, Milei puede ahora defender sus políticas centrales. Pero para aprobar reformas significativas deberá negociar con tres bloques clave: las facciones de centro-derecha de la UCR y la Coalición Cívica, el PRO liderado por Mauricio Macri, y varios partidos provinciales cuyos miembros hoy detentan el voto decisivo.

Este último grupo —en especial los siete diputados de Provincias Unidas y Frente Tucumán Primero— se ha convertido en el nuevo “votante mediano” del Congreso. Sus votos determinarán si las propuestas de Milei avanzan o se estancan.

Lo mismo ocurre en el Senado, donde los partidos provinciales también tienen un rol de árbitro. En un Congreso polarizado, estos votos intermedios son el eje del poder. Desde la perspectiva de Milei, estos legisladores representan el centro ideológico de su coalición: reformistas, orientados al mercado y escépticos del populismo peronista. Pero detrás de ellos están los gobernadores, con sus propias agendas: buscan autonomía fiscal, inversión en infraestructura y poder de negociación. Su apoyo es condicional, transaccional y sujeto a renegociación constante.

El ascenso de los partidos provinciales como árbitros legislativos refleja un cambio más amplio en la política federal argentina. Gobernadores como Martín Llaryora (Córdoba), Maximiliano Pullaro (Santa Fe) y Gustavo Valdés (Corrientes) aspiraban a usar las legislativas para proyectarse a nivel nacional, impulsando figuras de alto perfil como Juan Schiaretti y Gisela Scaglia. Pero los resultados fueron decepcionantes: Schiaretti perdió por 14 puntos frente a La Libertad Avanza y Scaglia quedó tercera. Estas derrotas los obligan a recalcular su estrategia. Si quieren mantener ambiciones nacionales, enfrentan una disyuntiva binaria: alinearse con Milei o con el peronismo. El punto medio dejó de ser viable. Para conservar relevancia nacional y posicionarse de cara a 2027, deberán elegir bando y ganar la disputa interna.

La propia estrategia de Milei evolucionó tras sus tropiezos electorales. Luego de perder en septiembre la elección bonaerense por 13 puntos frente al peronismo, ajustó su enfoque. La nueva táctica tuvo dos pilares: intensificar la polarización contra el kirchnerismo y suavizar su retórica para mostrarse más empático y pragmático. El cambio parece haber funcionado. Al presentar la elección como una disyuntiva entre reforma y estancamiento, Milei movilizó a su base y atrajo votantes de centro-derecha desencantados con los partidos tradicionales. Al mismo tiempo, su tono más moderado le permitió tender puentes con líderes provinciales y potenciales aliados legislativos.

Pero la polarización, útil en campaña, es menos eficaz para gobernar. El diseño federal argentino obliga al presidente a negociar con gobernadores, legisladores y grupos de interés en cuestiones clave como la reforma tributaria o laboral. El desafío de Milei ahora es transformar el impulso electoral en coaliciones legislativas sin alienar a los actores de los que depende la gobernabilidad. Su discurso poselectoral marcó ese giro: llamó a una cumbre con gobernadores para establecer una nueva mesa de negociación. La lógica es clara: Milei tiene el poder nacional y el respaldo popular; los gobernadores, la capacidad de garantizar la gobernabilidad.



Su apoyo dependerá de dos factores: los beneficios materiales que puedan obtener del Ejecutivo —reducciones fiscales, transferencias federales, obras de infraestructura— y su percepción sobre qué coalición ofrece la mejor proyección hacia 2027.

Esta dinámica introduce un nuevo cálculo estratégico. Los gobernadores deben sopesar las ganancias inmediatas de cooperar con Milei frente a los riesgos de largo plazo de alejar a sus bases. También deben considerar la geografía electoral: en provincias donde La Libertad Avanza tuvo buen desempeño, alinearse puede ser políticamente rentable; en otras, un riesgo. En esta nueva geometría política, el concepto de “votante mediano” adquiere relevancia institucional. En el Congreso, los diputados provinciales indecisos son ese punto medio legislativo: sus preferencias definirán qué proyectos avanzan, qué reformas prosperan y qué compromisos se alcanzan. Desde la óptica de Milei, estos legisladores no son solo aliados: son los guardianes de su agenda reformista.

Las elecciones de medio término marcan, así, el inicio de una nueva etapa en la política argentina. Milei ha pasado de ser un outsider insurgente a un actor institucional. Su coalición demostró viabilidad electoral; ahora debe demostrar capacidad de gobierno y de conducción económica de largo plazo. Para ello necesitará equilibrio: mantener coherencia ideológica y al mismo tiempo construir alianzas pragmáticas; sostener apoyo popular mientras sorteando los límites legislativos; y avanzar con las reformas sin provocar fragmentación política. Las apuestas son altas. Argentina sigue sumida en la incertidumbre económica, con inflación, deuda y tensiones sociales persistentes. La capacidad de Milei para obtener resultados dependerá no solo de su visión, sino de su habilidad para negociar, adaptarse y liderar dentro de las restricciones de una democracia federal.

LA MACROECONOMÍA DETRÁS DE LAS URNAS

Argentina transita una estabilización apoyada en ancla cambiaria con bandas, tasa de interés volátil y orden fiscal. El crawling y el actual esquema de bandas buscaron contener el dólar oficial, pero con inflación por encima del deslizamiento reaparecen tensiones cambiarias (brecha y cobertura al alza) y se resiente la actividad. En paralelo, el frente externo muestra superávit comercial aún positivo pero menor al de 2024, reservas netas negativas y salidas en la cuenta financiera tras la flexibilización parcial del cepo.

Del lado fiscal, los números acumulados a septiembre exhiben superávit primario (1,3% del PBI) y financiero (0,4%), aunque su sostenibilidad exige definiciones sobre

subsidios, prestaciones e impuestos. Hacia adelante, la trayectoria dependerá de reglas claras para normalizar el mercado de cambios, disciplina fiscal y acuerdos que permitan financiar la transición y avanzar en reformas. Con esos pilares, mejorarían las expectativas, bajaría el riesgo país y se descomprimiría el programa financiero; sin ellos, el régimen actual enfrentará mayor presión.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

La economía llegó a las elecciones en un escenario no tan favorable. Si bien el PIB cerraría el 2025 con una expansión cercana al 4% (gracias al arrastre estadístico), la actividad reciente muestra un estancamiento con leve tendencia bajista, tras tres meses de caídas previas a agosto.

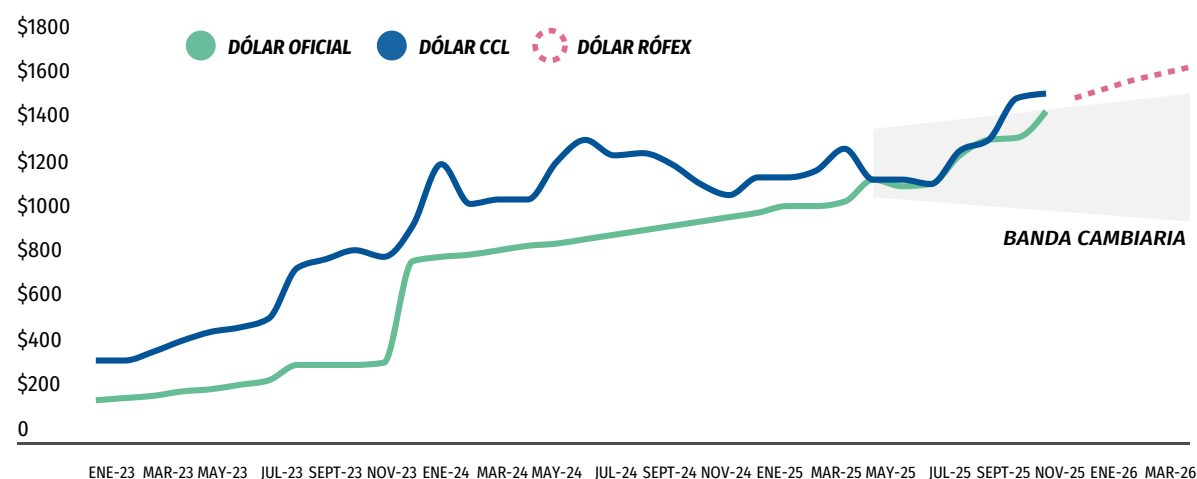
Esta situación sigue siendo marcadamente heterogénea: mientras sectores "ganadores" como el agro, energía y minería se encuentran por encima del nivel de noviembre de 2023 (+10 p.p.), sectores como la industria y la construcción siguen por debajo. El estancamiento también golpeó tanto a los ingresos como al empleo, ya que mirando los datos más recientes para cada serie, no superan el nivel de fines de 2024.

CAMBIARIO

La política cambiaria sigue siendo el principal desafío del Gobierno. Tras la devaluación de 118% del tipo de cambio oficial al comienzo de la gestión, el equipo económico utilizó la cotización del dólar como ancla de expectativas. Para sostenerla, fijó un crawling peg de 2% mensual, buscando la convergencia con la inflación mensual. Esta, no llegó a materializarse. En diciembre de 2024, luego de un leve rebote estacional de precios, redujo el crawling al 1%.

EVOLUCIÓN DEL DÓLAR Y BANDAS DE FLOTACIÓN

Dólar minorista, CCL y Rófex. 2023/2026



Fuente: Elaborado por **ElysiumConsultores** en base a BCRA, BYMA y ROFEX

La persistencia de la brecha entre inflación y devaluación, junto con reservas netas negativas, derivó en asistencia del FMI y el paso del crawling a un esquema de bandas cambiarias. El cambio de régimen implicó una actualización mensual de 1% en cada banda (techo +1% y piso -1% mensual). Además, se flexibilizó el cepo para personas humanas y se desarmó el 'dólar blend'.

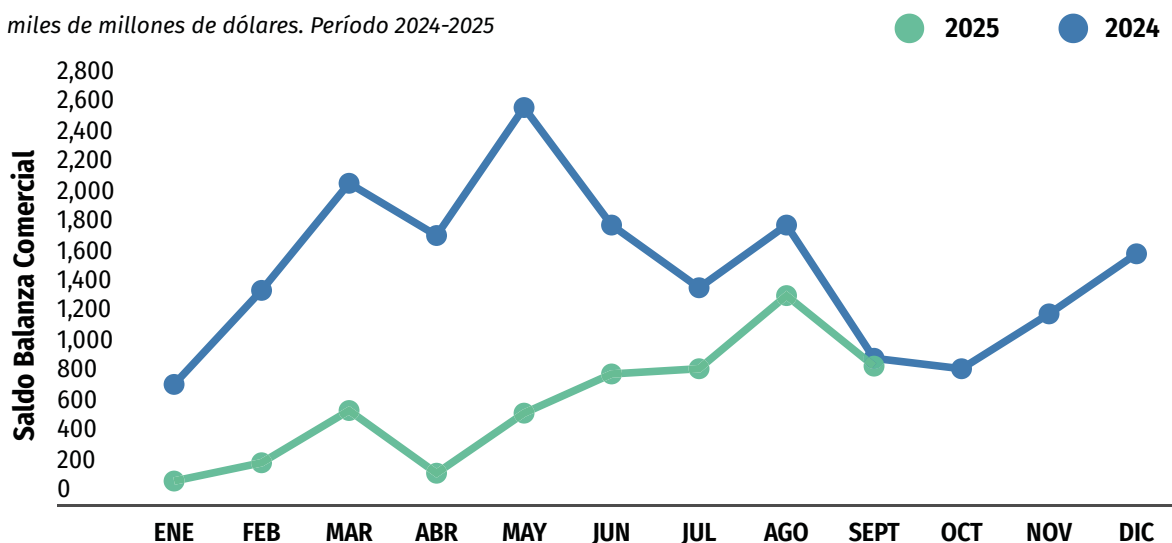
Transcurridos algunos meses, volvimos a un escenario de estrés cambiario en las semanas previas a las elecciones de medio término. En el medio, se anunciaron apoyos financieros externos orientados a estabilizar el mercado. Entre ellos, gestiones de autoridades del Tesoro de EE.UU., con mensajes y acciones que lograron cierto alivio en bonos, pero sin frenar del todo la presión preelectoral sobre el tipo de cambio, que operó en las últimas ruedas cerca del techo de la banda. Finalmente, se anunció y confirmó un swap con el BCRA por USD 20.000 millones, con la posibilidad de sumar otros USD 20.000 millones vía organismos internacionales (a la fecha no se conoce el detalle de estos hipotéticos acuerdos).

Los fundamentos

- Reservas brutas: en torno a USD 40.000 millones, robustecidas por pasivos; las reservas netas permanecen negativas.
- Riesgo país: por encima de 1.000 pb. (previo a las elecciones de medio término).
- Flujo neto cuenta financiera del mercado de cambios (billetes y divisas) post salida parcial del cepo: aproximadamente -USD 25.000 millones (abril-octubre), con un promedio > USD 3.000 millones mensuales, por encima del promedio de la gestión 2015-2019 (USD 1.425 millones).

SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL

En miles de millones de dólares. Período 2024-2025



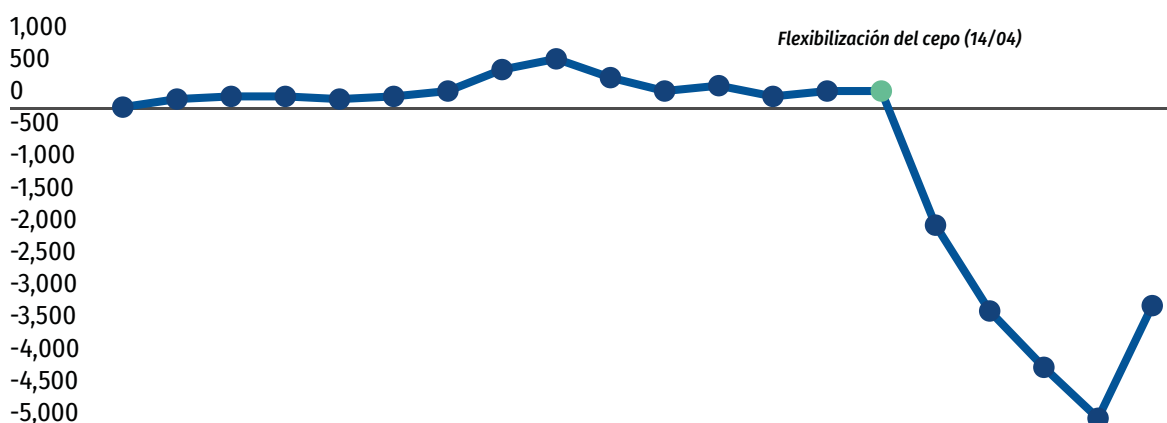
Fuente: Elaborado por ElysiumConsultores en base a INDEC

- **Balanza Comercial:** USD 6.030 millones acumulados hasta septiembre de 2025, es decir, más ingresos por exportaciones que egresos por importaciones. Resultado positivo aunque muy inferior comparado contra el mismo período del año anterior, que ascendió a USD 15.057 millones. El superávit se reduce respecto a 2024.
- **Obligaciones futuras:** En lo que resta del gobierno de Javier Milei, existen obligaciones por aproximadamente USD 50.000 millones (estimación propia con FMI + bonos + org. int. + privado). Parte del riesgo país marca las dudas del mercado en cuanto a la capacidad de pago por parte de Argentina.

Este cuadro se combina con la estacionalidad baja de liquidaciones del complejo agroexportador, reduciendo la oferta de divisas.

CUENTA FINANCIERA: FLUJO NETO COMPRA VENTA BILLETES Y DIVISAS

Expresado en millones de dólares



Fuente: Elaborado por **ElysiumConsultores** en base a BCRA

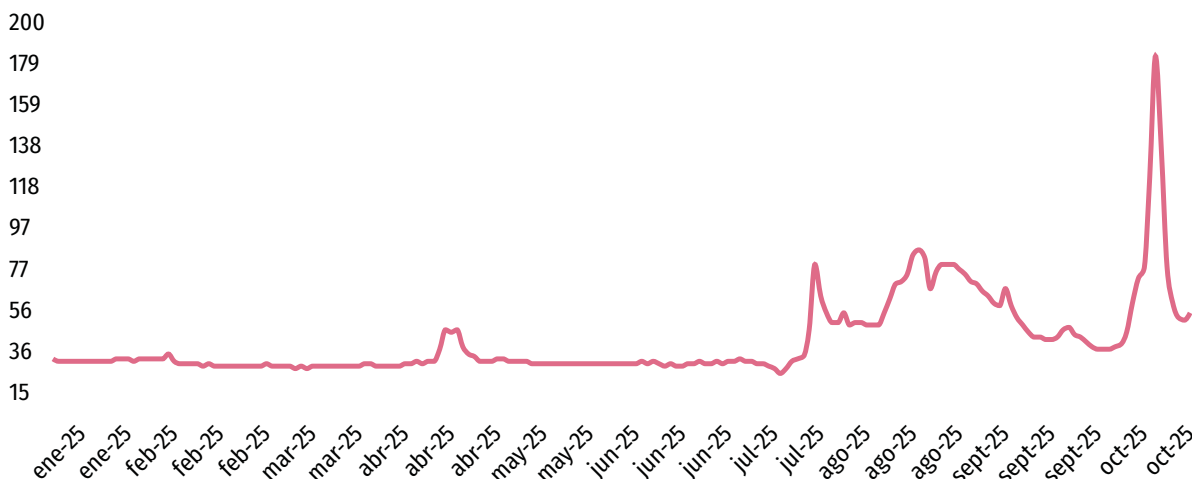
MONETARIO

La presión cambiaria reciente se trasladó a la tasa de interés: la referencia de muy corto plazo llegó a niveles >100% efectiva anual en picos. Con un tipo de cambio contenido y cepo más laxo para personas humanas, el costo del dinero sube y enfría la actividad. Tras señales de recuperación a inicios de 2025, volvió la caída y se ingresó en recesión técnica (dos trimestres s.e. a la baja).

El frente cambiario inquieta al mercado. El Gobierno, que hizo una muy buena elección en el día de ayer, deberá recomponer expectativas si pretende continuar intervinendo dentro de bandas y atender la micro, que aún no muestra señales firmes (construcción y comercio por debajo de 2023).

TASA DE INTERÉS ADELANTO CUENTA CORRIENTE

Expresada en %. Evolución 2025



Fuente: Elaborado por **ElysiumConsultores** en base a BCRA

Con el resultado favorable al oficialismo, el mercado podría estar sobrecomprado en dólares. Eso habilitaría un desarme en esta primera semana posterior, mejor performance de activos y un riesgo país buscando niveles cercanos a 700 pb. También crecería la probabilidad de que salgan leyes con cambios laborales, previsionales y tributarios. Todo esto, no excluye el enorme desafío que sigue teniendo el presidente Javier Milei en cuanto a consensuar con la oposición los proyectos de ley de reforma tributaria, laboral y previsional.

En el único escenario en el que vemos una continuidad de la política cambiaria, es con financiación externa y acuerdos políticos que propongan un horizonte de largo plazo en temas claves y necesarios para el despegue de la actividad, con descompresión del programa financiero a partir de un menor riesgo país. No obstante, debe ser una transición hacia una normalización del mercado de cambios con salida total del cepo.

FISCAL

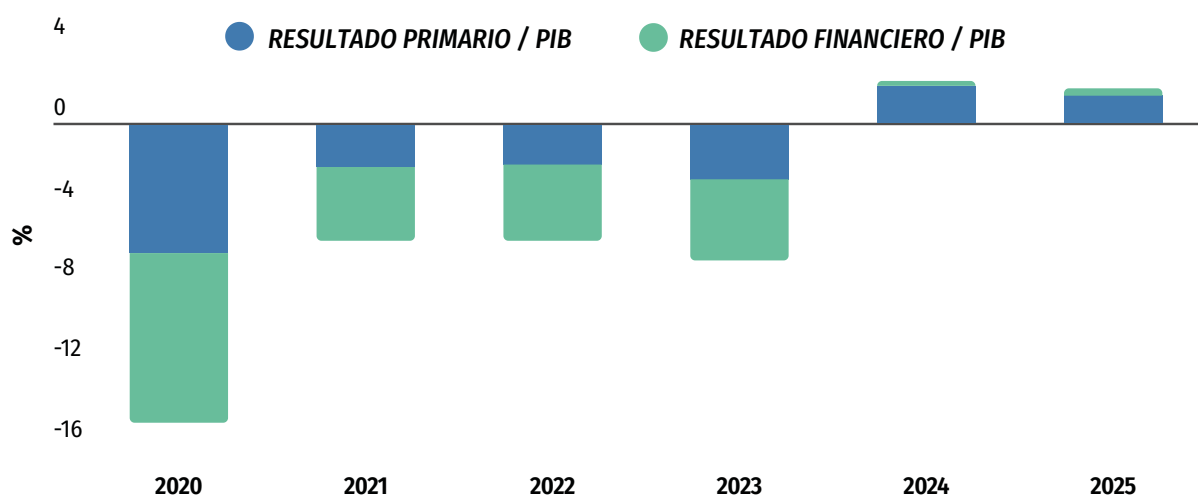
Entre las distintas políticas que conforman la macro de Argentina, la fiscal es la que, al menos cuantitativamente, tiene mayor consenso en relación al éxito de sus resultados. A nivel cualitativo, tal como venimos remarcando en nuestros informes anteriores, entendemos que debe mejorar tornándose sostenible en el tiempo, para poder mantener el equilibrio fiscal a futuro. Sobre esto, las discusiones que tendrán lugar en el Congreso entre fines de 2025 e inicio de 2026, en materia tributaria y previsional, serán muy importantes. Con el resultado electoral, el oficialismo quedó mejor posicionado en el Congreso a partir de diciembre, pero deberá igualmente negociar con los gobernadores y robustecer estos cambios a partir de consensos y apoyos.

Los números

El resultado primario y financiero para el acumulado entre enero y septiembre de 2025 fue de 1,3% y 0,4% del PBI respectivamente. Únicamente en el mes de julio se observó déficit financiero por \$168.515 M, que representó un -0,02% del PBI. De esta manera, el gobierno se encamina a cerrar el año cumpliendo con una de las metas acordadas con el FMI en abril, mejorando incluso la performance respecto a 2024.

RESULTADO FISCAL PRIMARIO Y FINANCIERO

Evolución por año en % del PBI. 2020 a 2025



Fuente: Elaborado por **ElysiumConsultores** en base a INDEC y MECON

Los ingresos crecieron en septiembre un 2,5% respecto al mes anterior de agosto, mientras que el gasto primario lo hizo en un 11,5%. Si miramos por trimestre y comparamos el tercero contra el segundo de 2025, los ingresos crecieron un 8,4% vs un 7,1% de los gastos, con incidencia de una mejor recaudación en el mes de junio que nivela ambas variables.

RECAUDACIÓN POR IMPUESTO 2025

Acumulado ene-sep en millones de pesos



Fuente: Elaborado por **ElysiumConsultores** en base a MECON

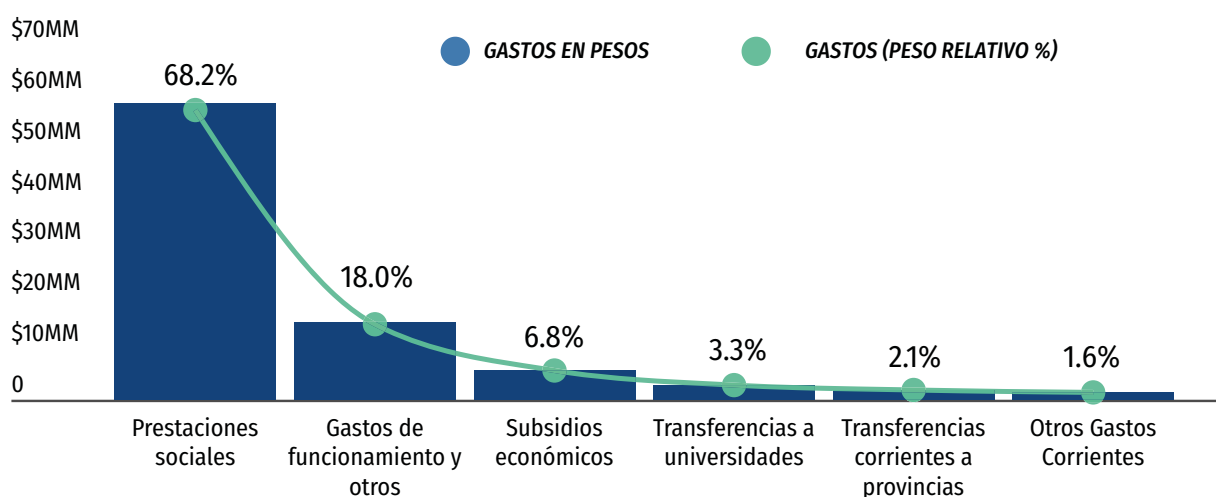
En el acumulado de 2025, la mayor recaudación se obtuvo a través de aportes y contribuciones a la seguridad social (38%/total), seguido del impuesto al valor agregado (22%) e impuesto a los débitos y créditos (10,7%).

Por el lado del gasto primario, el más importante dentro de los corrientes es prestaciones sociales (68%/total), seguido de gastos de funcionamiento (18%) y subsidios económicos (6,8%).

Resulta interesante mirar la variación trimestral, donde los subsidios económicos (energía + transporte crecieron un 84% en el tercer trimestre comparado con el segundo), con una fuerte aceleración desde junio.

GASTO CORRIENTE PRIMARIO POR TIPO

Acumulado a septiembre de 2025. En millones de pesos



Fuente: Elaborado por **ElysiumConsultores** en base MECON

PERSPECTIVAS

Desde Elysium creemos que será necesaria una recalibración de la estrategia fiscal, reforma tributaria y previsional incluidas, en donde se clarifique de qué manera se sostendrá el equilibrio de las cuentas públicas. Si es con menores impuestos, resulta difícil entender cuánto más se puede ajustar el gasto y en dónde, sin perjudicar a los sectores sobre los cuales más recayó hasta el momento (jubilaciones y pensiones, salarios sector público, transferencias a las provincias).

En relación al gasto de capital, resulta necesario repensar la inversión en obra pública, rubro que no sólo motoriza la micro sino que resulta estratégico para el desarrollo económico de las distintas regiones del país.



La brecha entre “estabilizar la macro” y que “reaccione la micro” sigue siendo amplia. Con ventas y márgenes de empresas, en la mayoría de los sectores, aún débiles desde mediados de 2024, los incentivos focalizados por el lado del gasto pueden amortiguar en el corto plazo, mientras avanzan las reformas (algo que no parece estar en la agenda del gobierno). Hace falta política: consensos con la oposición para mejorar la gobernabilidad y destrabar cambios estructurales con calidad legislativa. Con ello, un menor riesgo país podría habilitar acceso genuino al crédito, rollear pasivos en mejores condiciones y descomprimir el programa financiero (con sustentabilidad).



elysiumconsultores.com