



**INFORME DE COYUNTURA**  
#10 | NOVIEMBRE 2025

# Ancla fiscal, disciplina monetaria y crédito en recomposición: hoja de ruta para empresas

## INFORME DE COYUNTURA

26 de noviembre de 2025

### INTRODUCCIÓN

Argentina transita una estabilización basada en orden fiscal, ancla cambiaria con bandas y tasas reales positivas (aún altas). Los últimos datos muestran actividad heterogénea (rebotes parciales con rezagos), superávit fiscal en el acumulado y un mercado de cambios que ganó algo de calma tras las legislativas, aunque con reservas netas aún tensas.

De cara al verano, el foco para empresas pasa por tres ejes: (i) normalización cambiaria y señales sobre reservas; (ii) trayectoria de tasas y reapertura del crédito para capital de trabajo; (iii) definición de la reforma tributaria/laboral que determine la calidad y sostenibilidad del equilibrio fiscal.

### ACTIVIDAD

Con un importante rezago, el último dato del estimador mensual de actividad económica (EMAE) que puede analizarse, corresponde al mes de septiembre de 2025. No obstante, alcanza para entender lo que viene sucediendo en materia de actividad, tanto a nivel general como por sector.

La medición de septiembre arroja, luego de 4 meses consecutivos de caída, un repunte en el índice general en la serie original. En la serie desestacionalizada, en cambio, se observa crecimiento (casi imperceptible) desde marzo siempre mirando el índice agregado.

Al tomar **el acumulado entre enero y septiembre para la serie original por sector**, y analizando los más significativos para Villa María y la región, vemos:

Sector	Ene/Sep 25 vs 24	Ene/Sep 25 vs 23	Sep 25 vs Sep 24	Sep 25 vs Sep 23
Agropecuario	3,70%	45,10%	0,81%	5,47%
Industria	3,00%	-9,5	-0,97%	-7,04%
Construcción	6,20%	-14,2	4,33%	-11,51%
Comercio	6,10%	-4,8	2,15%	-3,81%

---

Como se observa, al comparar la actividad por sector en 2025 respecto de 2024, la variación es positiva. Sin embargo, es importante considerar que 2024 fue el año de mayor ajuste, con un impacto significativo sobre los niveles de actividad. En consecuencia, la comparación interanual arroja un resultado estadísticamente positivo, con un 2025 que luce mejor simplemente porque se contrasta con una base extraordinariamente baja. No obstante esto, **al comparar 2025 contra 2023**, vemos tanto en el acumulado como para el caso particular de septiembre, que la actividad se encuentra muy por debajo de los niveles de hace dos años.

Todo el proceso desinflacionario afecta transitoriamente la actividad; la normalización debería incluir una **reactivación gradual** con **crédito** como canal de transmisión, y recuperación del salario.

### **Lo que viene**

Es importante que el gobierno logre controlar a la baja la tasa de interés, cuya volatilidad con presión alcista repercutió en la leve recuperación que se venía observando en los niveles de actividad. Esto es importante para que el crédito traccione una nueva recuperación.

La recomposición de los niveles de consumo, también resulta indispensable para que el mercado interno vuelva a impulsar la demanda de bienes y servicios, dando respiro a los sectores comerciales.

Por el lado de la construcción, la reactivación puede llegar vía crédito, con menores tasas de interés, o vía obra pública, sea nacional (menos probable) o provincial. Esto podría eventualmente dar impulso a la micro en el corto plazo.

El sector agropecuario es el que menos sufrió en estos años, traccionando incluso estadísticamente hacia arriba al índice general de actividad. Resta ver si existirán incentivos cambiarios (menos probable) o tributarios (menos retenciones).

### **Qué hacer ahora**

Lo que surja del debate parlamentario en materia fiscal y laboral será muy importante. No obstante, el impacto real llevará tiempo, por lo que las empresas deben en el corto plazo pronosticar sus volúmenes de ventas, y presupuestar tanto económica como financieramente su 2026.

---

## Qué mirar en mi empresa

Los márgenes por producto, por cliente, la política de precios en base a la inflación esperada, y armar el presupuesto para el próximo año en base a predicción de las ventas mensuales futuras utilizando datos históricos y modelos estadísticos (**forecasting de ventas**). A partir de las estimaciones por escenario (deseable, normal, malo), proyectar los flujos de fondos y analizar la cobertura en el punto de equilibrio, preguntándose:

- *En un escenario de ventas bajas, ¿Cubro mi punto de equilibrio? ¿Puedo llegar a tener necesidades de financiación externa hasta que vuelvan a traccionar las ventas? ¿Debo repensar las acciones de cobranza? ¿Es correcta mi estructura de gastos fijos?*
- *En un escenario de recuperación de actividad y mejores ventas: ¿Cuándo cubro mi punto de equilibrio? ¿Es correcta la política de precios? ¿Cómo voy a gestionar el excedente de efectivo en caso de tenerlo? ¿Estoy en niveles de márgenes y precios competitivos para mi sector?*

Es fundamental hacia adelante, y previendo mayor competencia y niveles de actividad todavía bajos en los próximos meses, que exista un control con proyecciones financieras de corto plazo, poder prever **la financiación del capital de trabajo** y gestión de la liquidez, a determinados niveles de ventas. Esto permitirá sortear los próximos meses hasta que las ventas se normalicen. En el caso contrario, es decir, con un impacto más inmediato sobre la actividad por expectativas o mayor crédito, ya el foco pasa a la gestión financiera de la liquidez con control del gasto operativo.

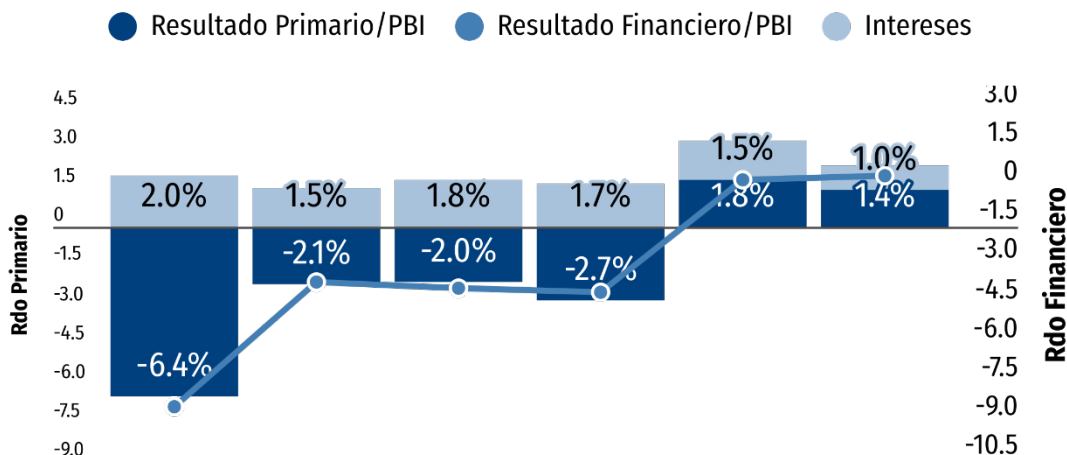
## FISCAL

El año 2025, se encamina a cumplir los objetivos fiscales fijados por el gobierno y negociados en abril con el FMI (1,6%/PBI de superávit primario, sin déficit financiero para 2025). Existe una mejora objetiva en los resultados respecto a los años precedentes, revirtiendo de esta manera los persistentes déficits primarios y financieros, mejorando incluso respecto al año anterior (de su propia gestión).

El acumulado a octubre arrojó un resultado primario de \$12.517.658,9 M, 1,44% del PBI estimado para 2025, intereses pagados por \$8.373.491,7 M (1% del PBI), y finalmente un resultado financiero (primario - intereses) de \$4.144.167,2 M, 0,48% del PBI.

## RESULTADO FISCAL PRIMARIO Y FINANCIERO

Evolución por año en % del PBI



Fuente: Elaborado por Elysium Consultores en base a INDEC y MECON.

En octubre, el primario fue de \$823.924,8 M, intereses \$306.253,1 M y el resultado financiero de \$517.671,7 M. Los datos corresponden al Sector Público Nacional (SPN), base caja, y el PBI es a precios corrientes.

La política fiscal trazó el norte para un cambio de paradigma respecto a años anteriores. Siendo una de las principales banderas del gobierno del presidente Javier Milei, se consolidó a pesar de las dudas respecto a su sostenibilidad, fundamentadas en la distribución del ajuste aplicado por el ejecutivo desde su asunción. Respecto a estas últimas, creemos que persisten, pero se podrían disipar a partir del debate parlamentario que incluirá no sólo una reforma tributaria, sino también laboral.

Se espera que a partir del 10 de diciembre próximo (luego del cambio en la composición de ambas cámaras), el presidente convoque a sesiones extraordinarias para tratar los temas antes mencionados.

### ¿Qué está en juego (tributario)?

- **Ganancias Personas Humanas (PH):** ordenamiento de estructura mínimo/deducciones y simplificaciones de cumplimiento; objetivo de ampliar base sin perder recaudación. (En evaluación pública; sin texto aún).
- **Simplificación y digitalización:** consolidación de un **régimen simplificado** y alivio de trámites/regímenes de información para reducir costos de cumplimiento.

- **Bienes Personales–REIBP:** Se podría buscar compatibilizar lo nuevo con lo aprobado en **Ley 27.743** y su reglamentación para los casos de este impuesto, que ya había sufrido cambios en 2024.
- **Resultado fiscalmente neutro o positivo:** prioridad a no erosionar el superávit; posibles implementaciones graduales condicionadas a recaudación.

El gobierno se encuentra ante una gran posibilidad para lograr reformas estructurales. Creemos que será importante que las mismas obtengan el mayor apoyo legislativo posible en base a consensos, que finalmente otorguen a las empresas e inversores un claro panorama sobre la estructura tributaria que regirá hacia delante.

En este sentido, el carácter de sostenible en materia de política fiscal, sobre el que venimos haciendo hincapié desde Elysium, puede lograrse a partir de las próximas negociaciones parlamentarias. A su vez, la “demanda” de mayor ejercicio de la política del presidente, parece verse reflejado. Las acciones posteriores al resultado electoral y la postura presidencial parecen ir en ese sentido.

## **Córdoba**

El ejecutivo envió su Ley Impositiva 2026: mantiene Ingresos Brutos con alícuota general de 4,75% y aplica **una baja al 2,5% para pequeños comercios**, en el marco de un plan oficial de reducción impositiva presentado ante la Legislatura.

No se vislumbra en el horizonte la eliminación del impuesto a los ingresos brutos, la potestad de las provincias en 2026 se mantiene.

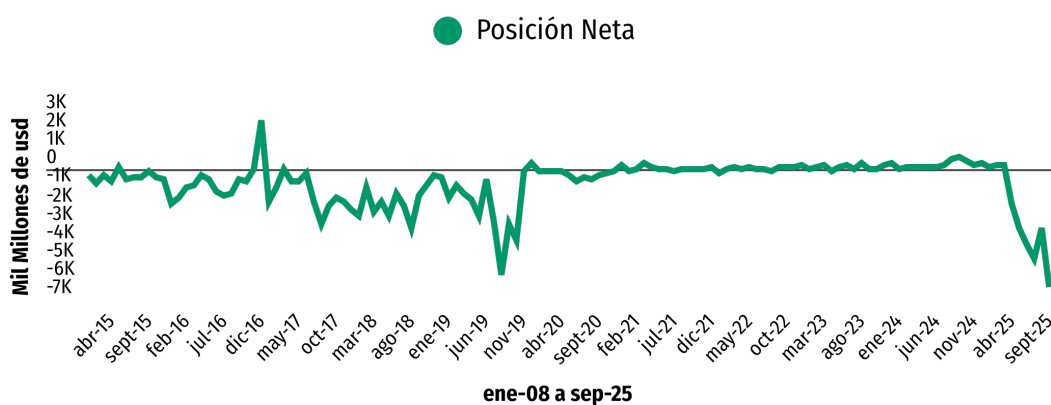
## **CAMBIARIO**

Tras el resultado electoral, el mercado cambiario ganó estabilidad luego de semanas de volatilidad y fuerte demanda de cobertura. En la **cuenta financiera del MULC**, la posición neta entre compra y venta de billetes y divisas fue **–USD 23.349 M (abr–sep 2025)**, con un pico en **septiembre (–USD 7.695 M)**. Del lado de la oferta, el estímulo transitorio a exportaciones agotó rápidamente el cupo de DJVE (Declaración jurada de venta al exterior) **de USD 7.000 M**. La liquidación total de septiembre del sector agroexportador ascendió a USD 7.108 M.

## ¿Hacer cobertura cambiaria?

Si tu empresa tiene un fuerte componente de insumos en dólares, analizar la cobertura cambiaria. El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza todos los meses el BCRA, mostró en su publicación de octubre un dólar esperado a 12 meses (octubre 2026) en un promedio de \$1.696. Es necesario analizar el caso particular en relación a cómo el dólar en este nivel y con este ritmo esperado de crawling afecta a cada negocio. Mientras, seguir el ritmo de acumulación de reservas, la evolución del mercado de cambios, y la demanda de dólares de importadores para anticiparse a posibles tensiones cambiarias.

### CUENTA FINANCIERA: Flujo neto compra venta de ME



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

## Riesgo País

El riesgo país descendió fuertemente en las últimas semanas, y se encuentra en niveles cercanos a los 650 pb (puntos básicos). A su vez, el nivel de reservas brutas se mantiene estable por encima de los USD 40.000 M, mientras que las netas continúan negativas.

Hacia adelante, sigue siendo desafiante la acumulación genuina de reservas para robustecer la política cambiaria que, al parecer, continuará en el esquema de bandas (+1% banda superior / -1% banda inferior).

Logrando amplio consenso en las próximas reformas tanto tributaria como laboral, es posible que el riesgo país encuentre un nuevo piso, siendo esto muy importante para la continuidad del programa económico del gobierno.

## ¿Por qué es importante que baje el riesgo país?

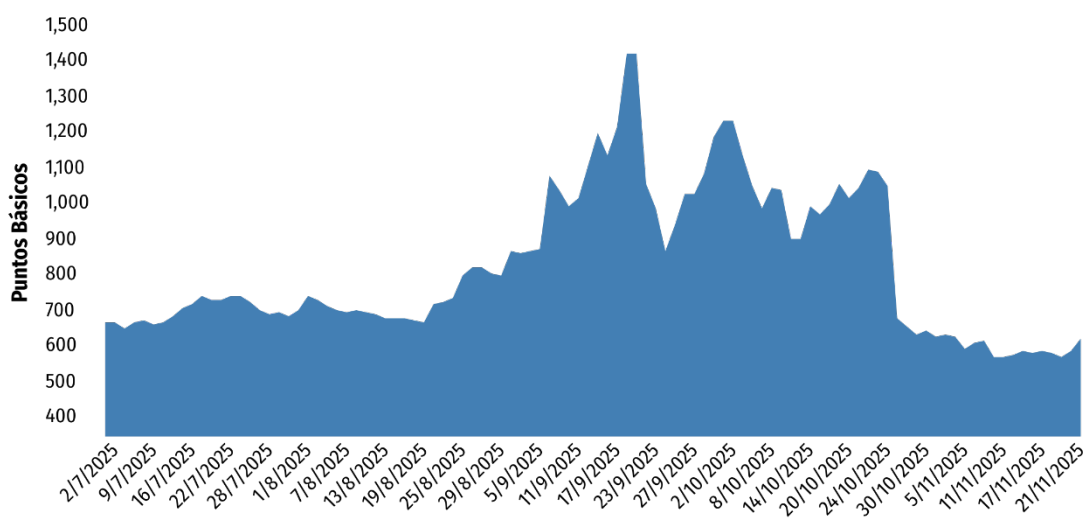
El **riesgo país** es el **spread** (diferencia) que exigen los mercados por encima del rendimiento del bono del Tesoro de EE. UU. (Treasuries 10 años); a mayor spread, mayor tasa de descuento y menor valuación de activos. El mismo, refleja el riesgo de un país de no cumplir con sus compromisos de pagos. A menor riesgo entonces, mayor valuación de los activos argentinos.

Actualmente los bancos tienen posiciones en activos argentinos, por lo que sus balances se ven directamente afectados por la tasa de descuento de estos activos, lo que se traslada al costo del crédito local para el sector privado.

Por otro lado, a menor riesgo país, menor tasa a la cuál las empresas argentinas pueden tomar deuda en el mercado de capitales.

### RIESGO PAÍS

Evolución entre el 1/7 y 21/11 de 2025



Fuente: Elaborado por **ElysiumConsultores** en base a JP Morgan

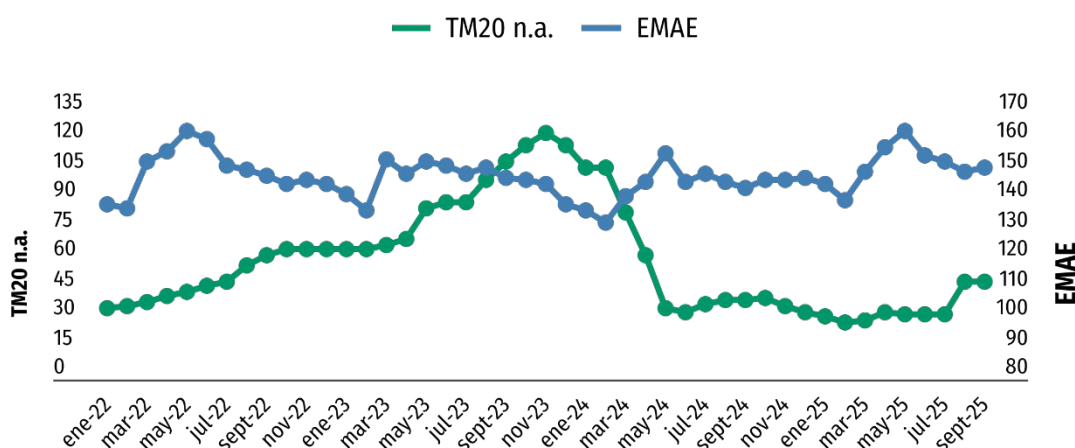
Previo a las elecciones de medio término existía un nivel de riesgo país que ponía en precio de los activos la incertidumbre política del gobierno de Javier Milei, algo que se disipó luego del triunfo. En adelante, será fundamental que el gobierno logre las reformas ya mencionadas a lo largo del presente informe, de manera de dotar de claridad en relación al modelo de país que prevalecerá en los próximos años.

## MONETARIO

El descenso de la tasa de interés a partir de principios de 2024, generó expectativas y traccionó en los meses sucesivos al consumo, lo que permitió observar los primeros vestigios de recuperación de la actividad. Esto, sin embargo, generó ya a mediados de 2025 un aumento interanual del 55% real en el uso de las tarjetas de las familias (julio vs julio), con la mayor concentración en vencimientos a 30 días. A partir del desarme de las LELIQ y producto de la mayor cobertura cambiaria previa a las elecciones de medio término, las tasas experimentaron subas importantes, afectando al crédito. A pesar de esto, hacia adelante se espera que se normalicen en terreno positivo, pero más cercanas a la variación de los precios. Es importante que el salario se recupere, para que, conjuntamente con el crédito, logren reactivar nuevamente la actividad de los sectores de ventas retail.

### EMAE vs TM20: COMO LA TASA DE INTERÉS AFECTA LA ACTIVIDAD

Evolución entre enero 2022 y septiembre 2025



Fuente: Elaborado por Elysium Consultores en base a INDEC y BCRA

### Las empresas y la tasa de interés

Se debe monitorear la brecha entre inflación, expectativas futuras de inflación y tasa de interés. Esto puede actuar como señal de recuperación de la actividad y las ventas, evaluando acciones de financiación a menor costo para clientes. Por el lado del pasivo, muchas empresas se apalancan en préstamos bancarios para el pago de aguinaldos en esta época. Es importante analizar bien el punto justo de endeudamiento para gasto corriente dado el nivel actual de tasas (y las expectativas de baja a futuro). Con menores tasas, rolear deudas con bancos estirando los plazos en lo posible.



*[elysiumconsultores.com](http://elysiumconsultores.com)*