

Centro de
Investigación de
Economía
Nacional

 @cien.centro

 @cien_centro

Dos años de Milei

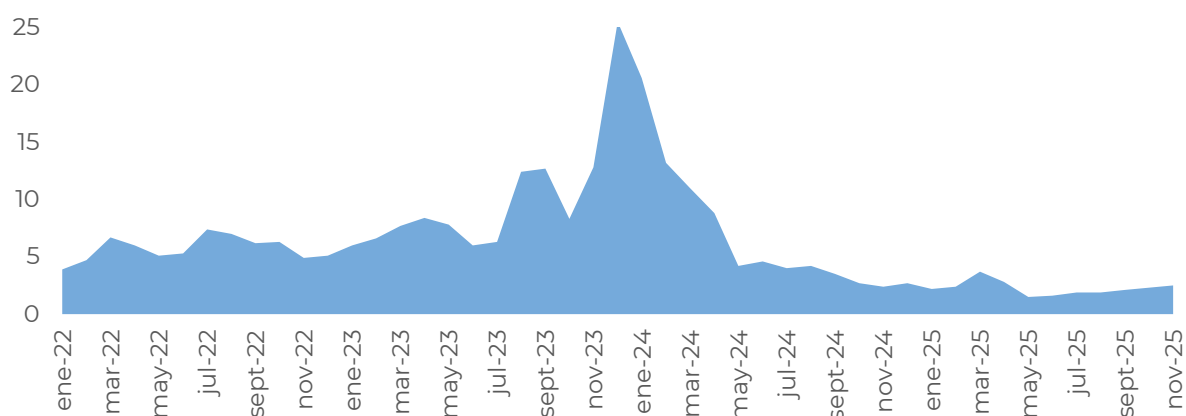
Un análisis sobre la política económica del gobierno

23 de diciembre de 2025

1. Introducción

La política económica del gobierno de Javier Milei se ordenó en torno a un único objetivo: bajar la inflación. A dos años de iniciado su mandato, el gobierno tiene resultados para mostrar en ese frente: la inflación bajó hasta ubicarse en torno al 2% mensual, guarismos que no se veían desde julio 2020, en plena pandemia. Si bien en los últimos meses el proceso desinflacionario encontró dificultades para perforar ese 2%, el oficialismo se encamina a cerrar el año con una inflación anual en torno al 30%, la más baja en 8 años. La economía argentina salió del régimen de alta inflación, para entrar en uno de inflación todavía moderada, donde la mayoría de las variables ya no se ajusta mensualmente.

Gráfico 1: Inflación mensual. En %.



Fuente: INDEC

Hacia adelante, la actual gestión enfrenta grandes desafíos. El primero es retomar el sendero desinflacionario: todavía no es posible afirmar que el objetivo de bajar la inflación está cumplido, dado que, para ser una economía estable con baja inflación, esta debe ser de un dígito anual.

En segundo lugar, el frente externo, eterno talón de Aquiles de la economía argentina, luce muy desafiante. Como veremos a lo largo del informe, la desinflación se basó en un proceso de apreciación cambiaria que, a su vez, requirió de sucesivos ingresos extraordinarios de divisas a la economía argentina. A partir de 2026, los vencimientos de deuda en moneda extranjera superan los USD 15.000 millones anuales e, incluso recuperando el acceso a los mercados internacionales de deuda, no luce evidente cómo el gobierno enfrentará la montaña de vencimientos y la FAE con una cuenta corriente deficitaria y una necesidad acuciante de acumular reservas.

En tercer lugar, incluso sorteando el escollo del sector externo, el actual modelo económico tiene muy poco para ofrecer en materia de crecimiento, recuperación de los ingresos y mejora del bienestar de la población. La combinación de ajuste fiscal, apertura comercial y un crecimiento basado en sectores no intensivos en empleo representa un combo letal para amplios sectores de la sociedad.

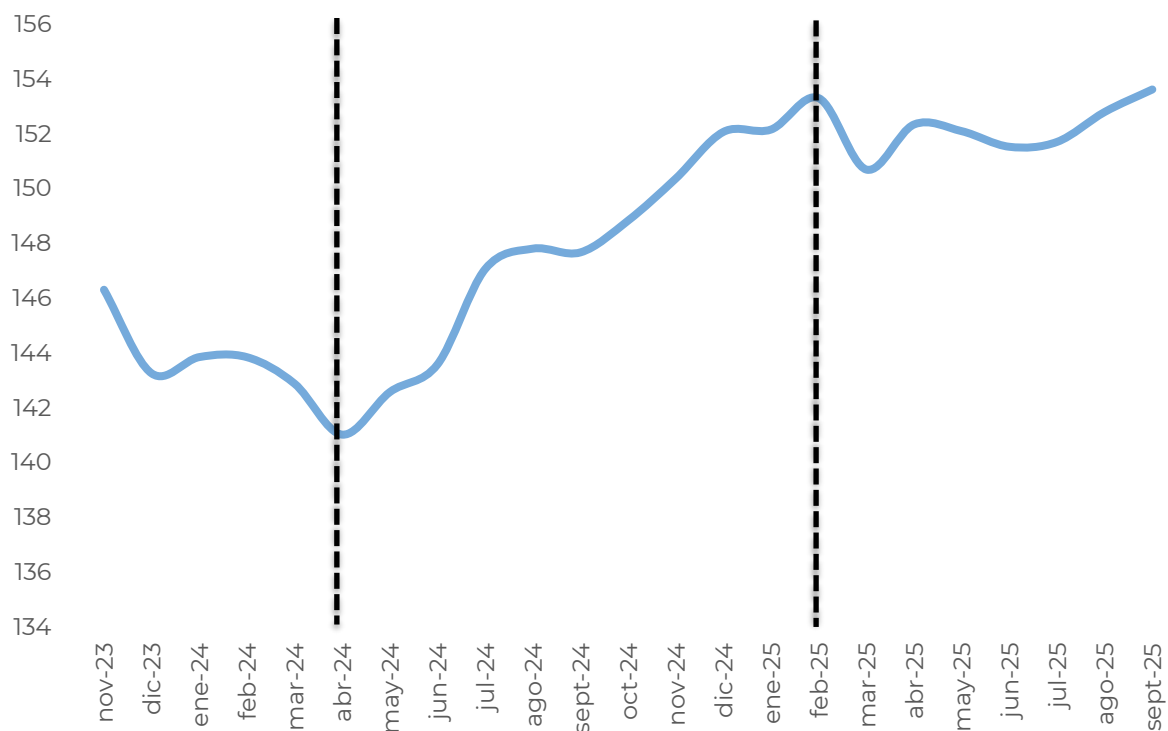
En este informe nos proponemos repasar estos dos años de gobierno, esquematizados en tres etapas, y luego desarrollar los desafíos mencionados.

2. Las etapas del proceso desinflacionario

Desde que inició el gobierno, el 10 de diciembre de 2023, hasta septiembre de este año -cuando fue anunciado el salvataje del tesoro de los Estados Unidos-, el gobierno de Milei puede ser clasificado en tres etapas. Cada una de ellas estuvo signada por diferentes desempeños de la actividad y de los ingresos, así como *drivers* del proceso desinflacionario. Además, las tres etapas requirieron de un flujo de dólares extraordinario para sostener el esquema. A saber: endurecimiento del cepo en la primera, blanqueo en la segunda y nuevo préstamo del FMI en la tercera. La ayuda anunciada por Scott Bessent representa el inicio de una cuarta etapa, que está todavía en desarrollo.

Gráfico 2: Estimador Mensual de Actividad Económica

Serie desestacionalizada



Fuente: INDEC

2.1 Etapa 1: diciembre 2023 - abril 2024

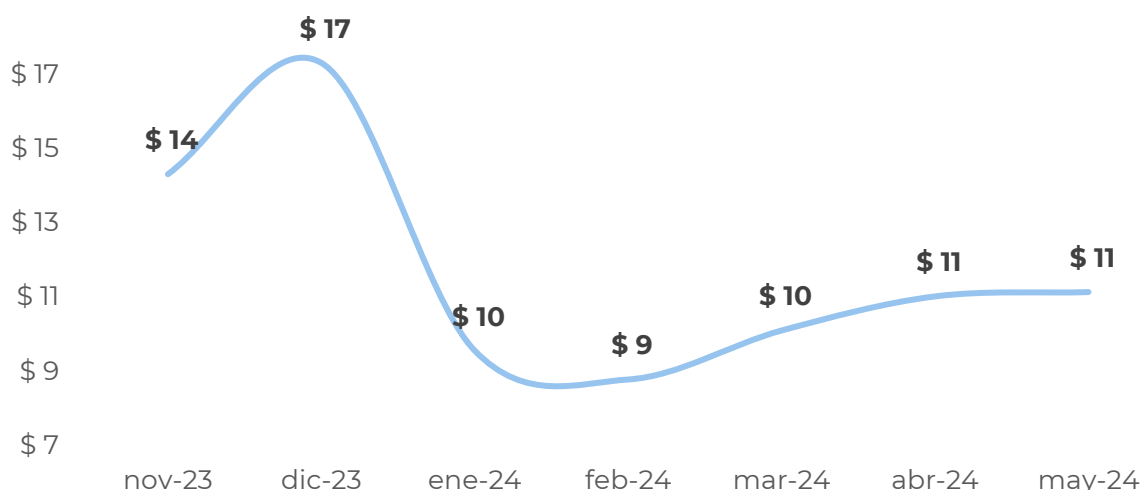
La primera etapa se extendió desde el inicio del gobierno hasta abril de 2024, momento en el que la actividad económica tocó su piso.

Las medidas iniciales del equipo económico combinaron:

- Un fuerte ajuste fiscal: en febrero de 2024, mes de mayor ajuste, el gasto del Sector Público Nacional No Financiero fue un 39% menor que en noviembre de 2023, en términos reales.

Gráfico 3: Gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero

En billones de \$ de nov23



Fuente: Ministerio de Economía

- Una devaluación: el dólar oficial pasó de \$366 a \$800 en un día, lo que aceleró la inflación, e hizo caer los ingresos reales y el consumo.

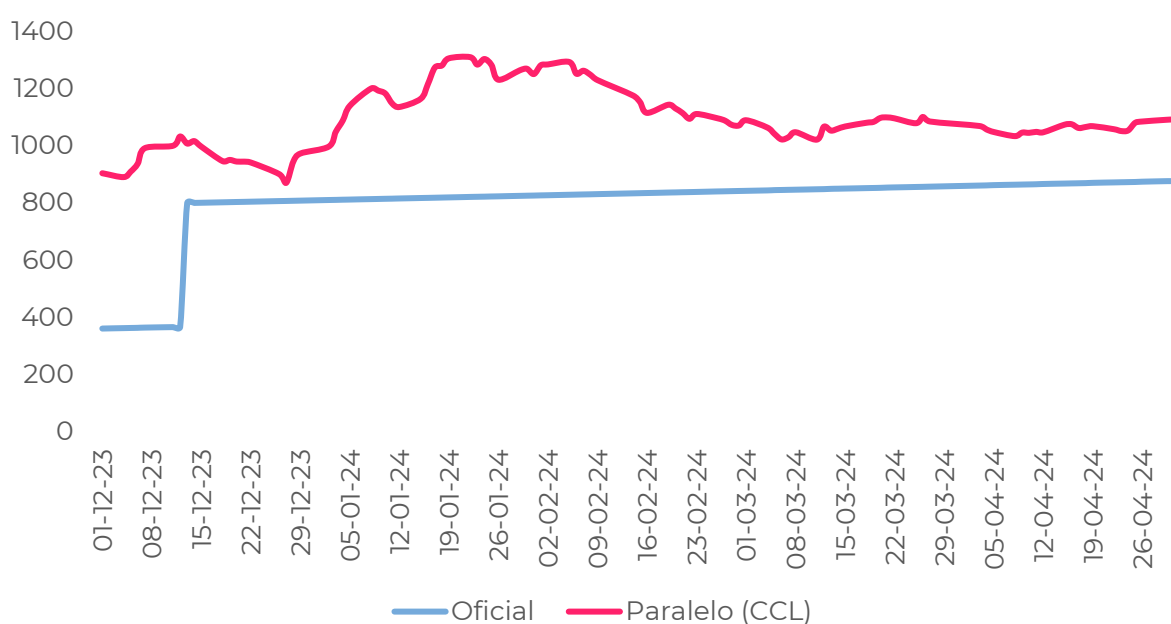
Todo esto llevó a la economía a una fuerte recesión que fue el primer *driver* del proceso desinflacionario, ya que logró morigerar el conflicto distributivo. Por un lado, quien no vende tiene poco margen para subir los precios, al tiempo que los trabajadores tampoco están en condiciones para exigir aumentos tan rápidos del salario nominal si las condiciones del mercado laboral empeoran. Rápidamente, el componente recesivo se combinó con otro *driver* de la desinflación, que sería la política transversal a todas las etapas del gobierno: la fijación del tipo de cambio oficial. Luego de la devaluación inicial, el gobierno anunció un *crawling peg* (depreciación gradual) del 2% mensual lo que, frente a una inflación mensual que superaba los dos dígitos, implicaba una fuerte apreciación en términos reales.

La fijación del tipo de cambio pudo sostenerse en el tiempo porque el resultado del mercado de cambios oficial fue superavitario en casi USD 14.000 millones entre diciembre y abril, lo que le permitió al BCRA acumular USD 6.000 millones de reservas en ese período. Este resultado externo favorable se debió a un abultado superávit comercial, basado en una fuerte caída de los pagos de importaciones. Dicha caída se explicaba por: 1) la propia recesión, que reduce la demanda de insumos y bienes finales de la economía, 2) los altos volúmenes de stock acumulados por los importadores durante 2023 (con la expectativa de una devaluación inminente), y 3) un endurecimiento del cepo cambiario, el elemento más importante. En diciembre, el gobierno implementó un esquema de pago en cuotas para la mayor parte de las importaciones (cuatro pagos iguales a los 30, 60, 90 y 120 días de realizada la importación) que, en los hechos, implicaba empezar a pagar un flujo “normal” de importaciones recién a partir de abril. A la deuda comercial acumulada sobre el final del gobierno del Frente de Todos se le “dio salida” con la emisión del BOPREAL: un bono en dólares emitido por el BCRA y adquirido por los importadores, que le quitó presión al mercado de cambios al

evitar que se hiciera efectiva la demanda de dólares para el pago de importaciones realizadas en los meses previos. Además, la devaluación de diciembre incentivó la liquidación de exportaciones (parte de la cosecha se encontraba retenida antes del cambio de gobierno, a la espera de una modificación del régimen cambiario).

Para la fijación del tipo de cambio oficial, también fue fundamental la estabilidad de los tipos de cambio paralelos y, con ello, de una brecha cambiaria en niveles bajos. Por el lado de la oferta, la evolución del dólar financiero estuvo afectada por la vigencia del llamado *dólar blend*: los exportadores debían liquidar el 20% de sus exportaciones en el *contado con liquidación* (dólar CCL), lo que implicaba una importante oferta de dólares en ese mercado, contribuyendo a contener su cotización.

Gráfico 4: evolución del tipo de cambio nominal. En \$.



Fuente: BCRA y Ámbito Financiero

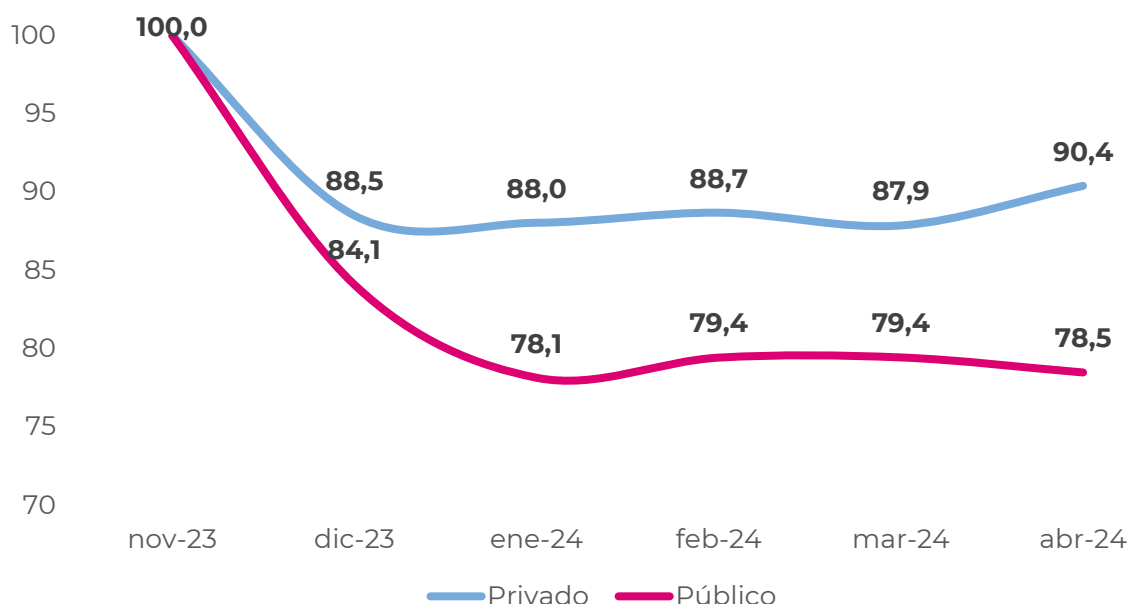
Por el lado de la demanda, para la estabilidad del tipo de cambio paralelo fue importante moderar la creación de dinero a partir de dos factores: 1) el superávit fiscal, obtenido a partir del fuerte ajuste en el gasto así como por el aumento de los derechos de exportación y el impuesto PAIS; 2) la fuerte reducción de la tasa de interés nominal, la cual incidía directamente en la expansión de los depósitos a plazo cuya contrapartida era la fuerte exposición de los bancos a pasivos remunerados del BCRA como pases y LELIQs. Si la tasa que pagan estos depósitos cae, también cae la expansión de los depósitos potencialmente dolarizables.

En materia de ingresos y de empleo, esta primera etapa del gobierno tuvo enormes costos: el salario del sector privado registrado (el que menos sufre la crisis, por tener la cobertura de la negociación paritaria) cayó un 12% en términos reales entre noviembre y marzo y se destruyeron 153 mil puestos de trabajo asalariados entre el sector privado, público y casas particulares entre noviembre y abril. Más de la mitad de la pérdida de empleo en el sector privado se explicó por el sector de la

construcción, muy afectado por el parate total de la obra pública, mientras que la industria representó un 15% de la caída. El ajuste fiscal también implicó una fuerte caída de las jubilaciones (en febrero 2024, la jubilación mínima fue un 24% menor en términos reales que en noviembre 2023, ajuste que se redujo al 6% para abril de 2024), de los salarios públicos y del conjunto de las prestaciones sociales, con excepción de la Asignación Universal por Hijo (AUH), que recibió un fuerte aumento.

Gráfico 5: evolución real del salario registrado

Base nov23=100



Fuente: IS - INDEC

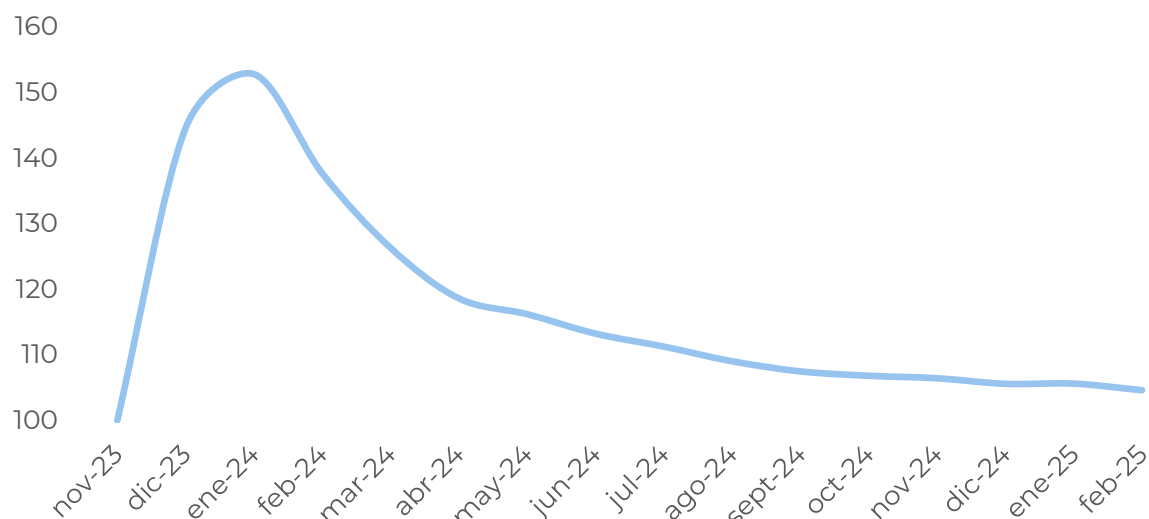
2.2 Etapa 2: mayo 2024 - febrero 2025

Como se observa en el gráfico 2, la actividad económica tocó fondo en abril de 2024 y a partir de allí comenzó un rebote, que se extendió hasta febrero de este año. Si bien el EMAE muestra que la economía superó los niveles previos (2023), ese resultado está muy afectado por el desempeño del sector agropecuario, que había sufrido una sequía histórica en 2023. Si excluimos al agro del cálculo, se observa que la economía recién alcanzó el nivel de noviembre de 2023 en noviembre de 2024, y no en julio como insinúa el gráfico. La recuperación fue muy heterogénea entre sectores.

Ya sin el componente de la recesión, la apreciación cambiaria se convirtió en prácticamente la única ancla del proceso desinflacionario. El gobierno sostuvo el *crawling peg* del 2% mensual, frente a una inflación que todavía rondaba el 4% hasta septiembre y que luego promedió 2,5% entre octubre y febrero. De esta forma, se esfumó toda la competitividad cambiaria que había generado la devaluación de diciembre y el dólar oficial, medido a precios constantes, volvió al nivel de noviembre de 2023.

Gráfico 6: evolución del tipo de cambio oficial a precios constantes

Base nov23=100

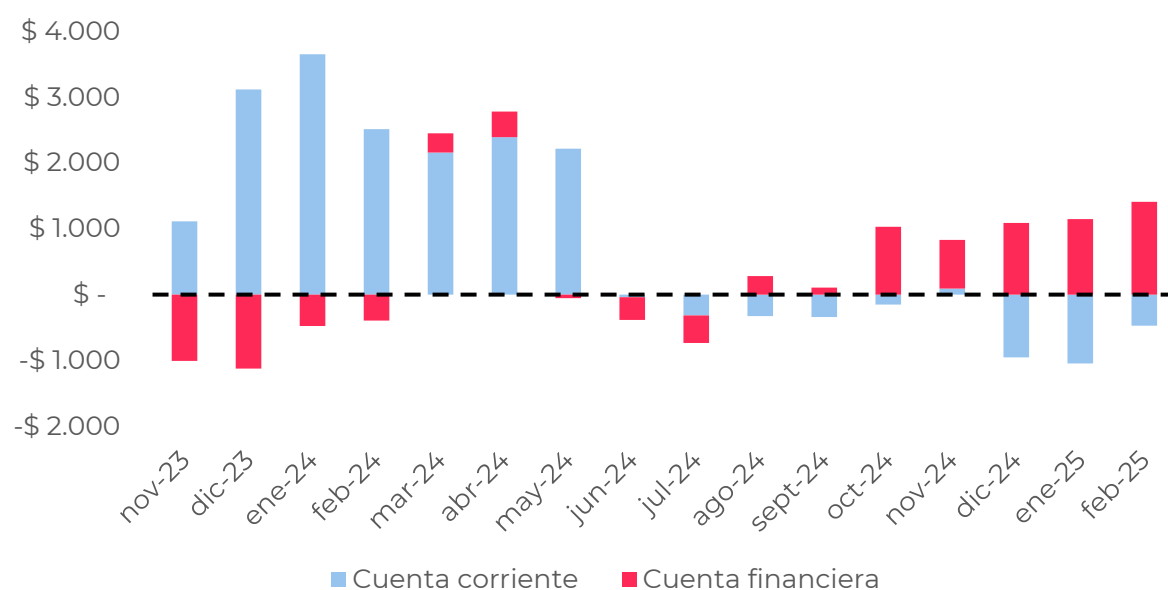


Fuente: BCRA

El abaratamiento relativo del tipo de cambio llevó a una rápida recuperación de los ingresos medidos en dólares y a un cambio en el signo de la cuenta corriente, que se volvió deficitaria. En el gráfico 7 se observa cómo, desde junio, la cuenta corriente cambiaria fue negativa todos los meses, sin excepción. La contrapartida de eso fue que se frenara la acumulación de reservas vía mercado de cambios. Entre junio y septiembre el BCRA prácticamente no pudo comprar divisas por ese canal, lo que marca un fuerte contraste con los meses anteriores.

Gráfico 7: evolución del mercado de cambios

Saldo mensual en millones de USD



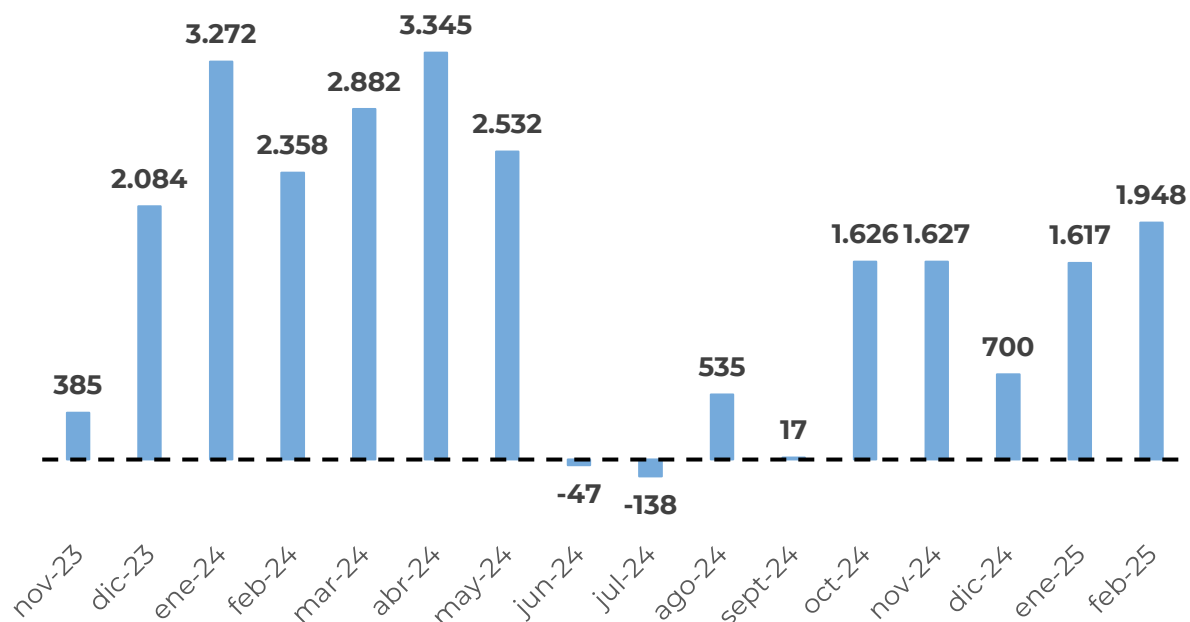
Fuente: BCRA

Para poder sostener el ancla cambiaria hacía falta una nueva fuente de divisas, que reemplazara el superávit de cuenta corriente y evitara que el BCRA perdiera

reservas ante la creciente demanda de divisas para turismo e importaciones. Ese flujo de dólares llegó vía cuenta financiera y permitió que, a partir de octubre, el BCRA volviera a comprar una cantidad significativa de divisas en el mercado de cambios.

Gráfico 8: compra de reservas del BCRA en el mercado de cambios

Saldo mensual en millones de USD.



Fuente: BCRA

La condición de posibilidad de ese flujo de dólares vía cuenta financiera fue el blanqueo de capitales que tuvo lugar a partir de octubre 2024. Esta medida permitió a personas y empresas declarar bienes y dinero no registrados ante la AFIP, ofreciendo beneficios fiscales como la exención de impuestos y multas pasadas. Si bien quienes ingresaran al blanqueo debían pagar un impuesto de regularización, el esquema fue extremadamente benévolo: quienes declararan hasta USD 100.000 se encontraban exentos de dicho impuesto. Además, todas las personas y empresas que se beneficiaron del blanqueo tuvieron la posibilidad de pagar el Impuesto a los Bienes Personales por adelantado hasta el año 2027, lo que les permitió quedar exentos de presentar la declaración jurada y lograr estabilidad fiscal hasta 2028 (durante ese período, no se podrán cobrar mayores alícuotas sobre su patrimonio).

Esta medida fue extremadamente exitosa en los términos del gobierno. En los primeros tres meses, se blanquearon USD 32.000 millones de dólares, de los cuales 22.000 fueron en efectivo (depositados en cuentas bancarias especiales). Ese flujo no sólo tuvo un impacto inmediato sobre las reservas brutas del BCRA, dado que los encajes de los depósitos en USD forman parte de las reservas internacionales, sino que aportó volumen al mercado cambiario en los meses siguientes, a través del endeudamiento de las empresas del sector privado.

Los mecanismos fueron dos. Por un lado, en el último trimestre del 2024 se emitió un monto récord de obligaciones negociables en dólares, por un total de USD 5.000 millones (lo que compara contra un promedio de USD 1.700M en los primeros tres trimestres del año). Esas obligaciones negociables encontraron demanda en los residentes que habían blanqueado efectivo y buscaron colocarlo en activos con un rendimiento positivo, antes que dejarlo depositado en una cuenta bancaria a tasa cero. Por otro lado, el aumento de los depósitos en dólares producto del blanqueo generó un aumento de la capacidad prestable de los bancos en moneda dura. Entre octubre y febrero, el saldo de préstamos en dólares del sector privado no financiero creció en USD 6.400 millones, casi duplicándose. Tanto las obligaciones negociables como los préstamos en dólares tenían la obligación de liquidarse en el mercado cambiario, lo que generó una oferta crucial en esos meses.

En el discurso oficial, el elemento clave de esta etapa del proceso desinflacionario fue el abandono de los pasivos remunerados del BCRA en julio de 2024. Desde la perspectiva de Milei, según la cual la inflación es consecuencia de la emisión monetaria, se consideraba crucial salir del esquema bajo el cual los depósitos en pesos de los ahorristas tenían como contrapartida endeudamiento del BCRA a través de Pases y LELIQs. Es decir, transitar hacia un esquema donde la tasa que pagan los bancos a los ahorristas por sus depósitos no dependiera de emisión monetaria. El objetivo era que los bancos obtuvieran rendimientos vía expansión del crédito o de la compra de títulos públicos del Tesoro, cuyos intereses serían pagados con superávit fiscal (y no con emisión, como en el caso de los pasivos remunerados del BCRA).

Es en este punto donde aparecen las Letras Fiscales de liquidez (LEFI), un instrumento emitido por el sector público no financiero pero cuya tasa estaba fijada por el BCRA. La característica clave de este instrumento radicaba en que los intereses no serían pagados por el BCRA a través de emisión, sino por el Tesoro a través del superávit fiscal. Para garantizar la confianza de los bancos, sin embargo, este activo podía ser vendido por los bancos al BCRA en cualquier momento a su valor técnico, es decir, estaba exento del riesgo de las fluctuaciones de mercado. Estas LEFI sustentarían al mismo tiempo la tasa de interés que pagaban los depósitos.

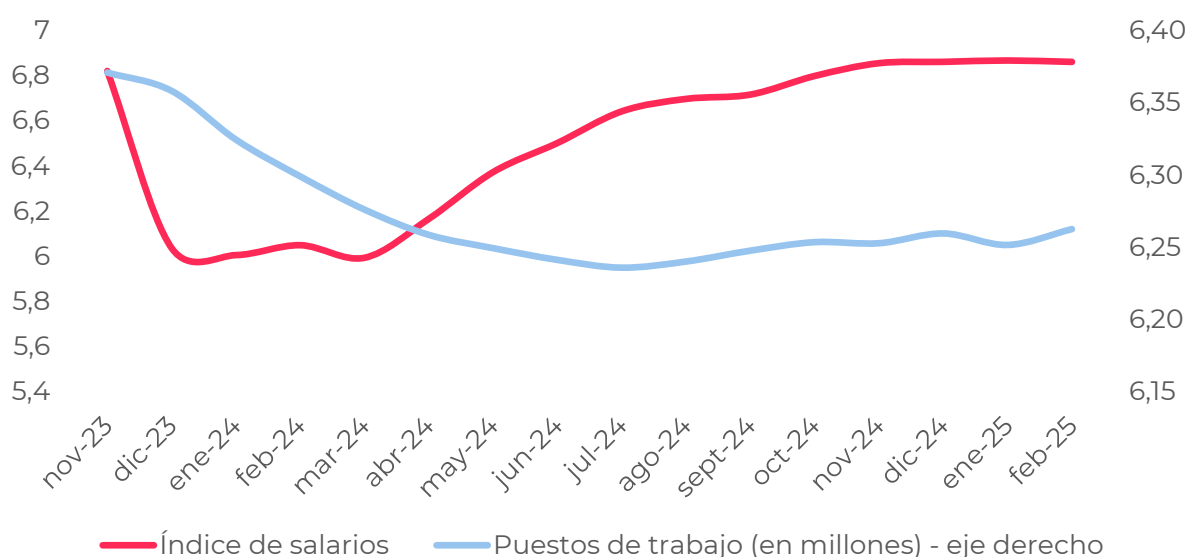
Desde nuestra perspectiva, esta decisión no cambiaba el problema de fondo, puesto que, en caso de una corrida cambiaria, los ahorristas habrían tendido a dolarizar sus depósitos de igual forma, los bancos se habrían visto obligados entonces a vender las LEFI al BCRA para hacer frente a la demanda y, a su vez, este último, habría estado obligado a emitir todo lo que fuera necesario para garantizar el pago de las LEFI. Por lo tanto, este cambio de política únicamente constituyó una señal hacia el mercado de que el superávit fiscal se mantendría.

En materia de ingresos, la recuperación de la actividad económica vino acompañada de la recuperación del salario del sector privado registrado. El

desempeño del salario fue consecuencia del buen desempeño de la negociación paritaria, en un contexto institucional todavía típico de los regímenes de alta inflación: negociaciones mensuales. En un contexto de inflación decreciente, si los salarios nominales se ajustan siguiendo la inflación pasada, tienden a crecer en términos reales. Ese dato, positivo para las y los trabajadores registrados del sector privado y también para el gobierno en términos de popularidad, revelaba a la vez la fuerte persistencia de una inercia inflacionaria que la recesión no había podido quebrar.

La evolución de la actividad y los salarios contrasta con el desempeño del empleo registrado. Este último detuvo su caída, pero no recuperó. La relación positiva entre actividad y empleo es un hecho estilizado y su no verificación muestra una característica saliente de este modelo: el crecimiento se encuentra traccionado sobre sectores (actividades primarias) no intensivas en empleo.

Gráfico 9: indicadores del empleo privado registrado



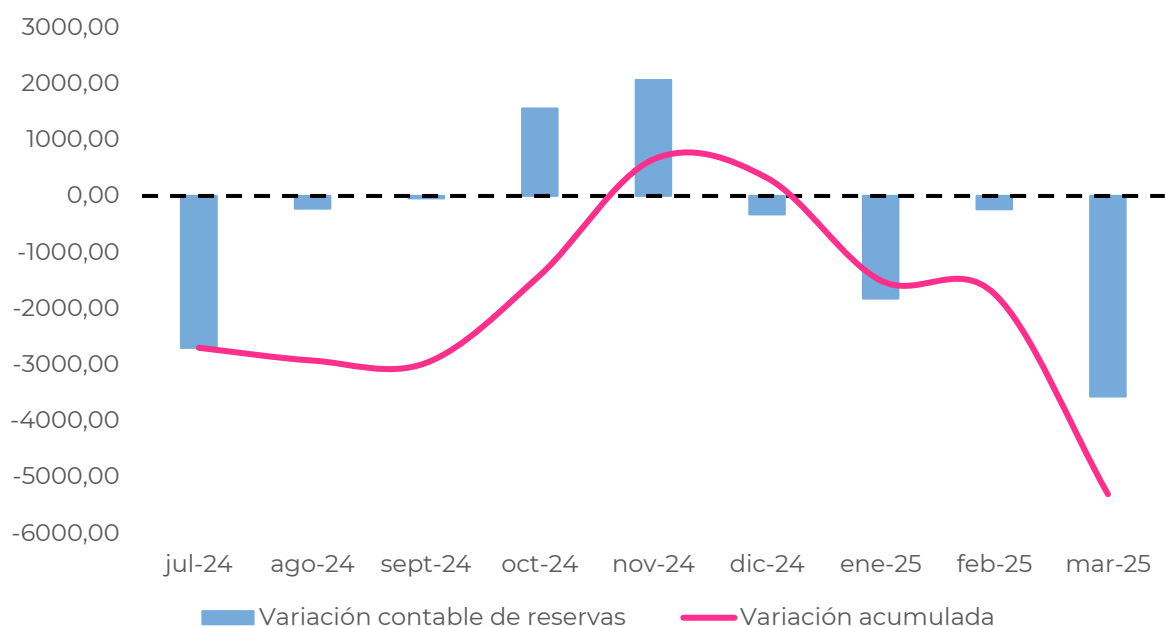
Fuente: INDEC y Secretaría de Trabajo

2.3 Etapa 3: febrero 2025 - septiembre 2025

El verano 2024/2025 dejó señales de vulnerabilidad para el gobierno. Tras el alivio transitorio en la disponibilidad de divisas generado por el blanqueo y el endeudamiento privado, la devaluación del real brasileño a fines de 2024 introdujo una presión adicional sobre la competitividad externa argentina, deteriorando la balanza comercial bilateral y complicando la dinámica de las cuentas externas. El turismo masivo entre diciembre y febrero, con un crecimiento del 74% interanual, resultó ser la postal más simbólica del atraso cambiario.

La relativa pax cambiaria que el gobierno había logrado sostener en 2024 se rompió definitivamente entre diciembre y marzo, con una pérdida acumulada de reservas superior a los 2.000 millones de dólares.

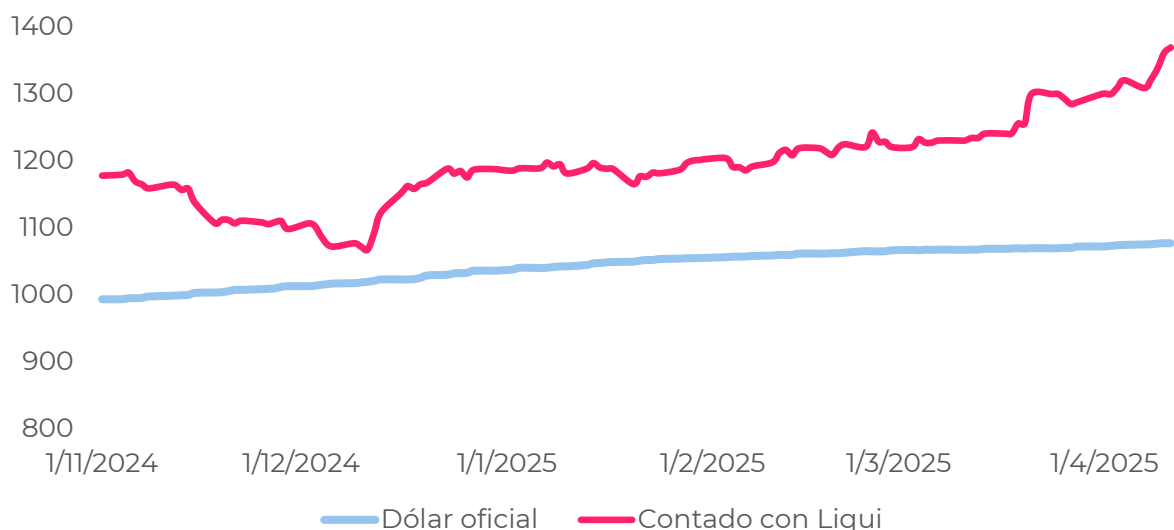
Gráfico 10: Variación de reservas acumulada. En millones de USD.



Fuente: BCRA

Aún en este escenario, el gobierno decidió modificar la tasa de crawling peg y pasar a un 1% mensual. Como resultado, el tipo de cambio real continuó su senda de apreciación, frente a una inflación inercial persistente muy por encima del 1%. En paralelo, el incremento de la brecha cambiaria con las cotizaciones financieras, un muy mal comienzo de la campaña sojera 2025 en marzo, y el dato de inflación de marzo —3,7%, un guarismo alarmante comparado con los 2,2% de enero y 2,4% de febrero— reflejaron el nivel de inestabilidad que transitaba la economía a principios de 2025.

Gráfico 11: evolución del tipo de cambio nominal.
En \$.



Fuente: Ámbito Financiero

Precisamente en el momento en el que las tensiones cambiarias se encontraban en máximos desde el cambio de gobierno, el equipo económico anunció públicamente un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, por 20.000 millones de dólares. El programa estuvo caracterizado por un inédito *front-loading*, ya que más del 60% del monto previsto se acumuló en el primer desembolso.

Junto con el desembolso, que le brindaba suficiente poder de fuego al BCRA para atravesar el tembladeral hasta que el complejo sojero empezara a liquidar, el gobierno abandonó definitivamente el *crawling peg* del 1% mensual, flexibilizó los controles cambiarios de forma contundente, e implementó un sistema de bandas cambiarias entre las cuales debería posicionarse el tipo de cambio nominal. Las bandas cambiarias se ampliarían a un ritmo del 1% mensual. El BCRA estaría habilitado a comprar divisas dentro de las bandas, pero no a vender.

En el corto plazo, los resultados del Acuerdo fueron positivos en el frente cambiario: el tipo de cambio se estabilizó alrededor de 1300 pesos por dólar, una cotización alrededor de un 10% más alta que antes del acuerdo, pero por debajo del nivel de tipo de cambio paralelo previo a la firma y que no tuvo un impacto en precios, con una inflación promedio entre abril y agosto del 1,9%. El gobierno obtuvo también cierto aire financiero: el riesgo país, por ejemplo, bajó de un pico de 978 en la previa del acuerdo, a la zona de los 700 puntos básicos entre abril y junio.

Con un dólar nominal en la zona de los 1300, crecía la expectativa por uno de los puntos salientes del acuerdo con el FMI: ¿cómo haría el gobierno para acumular los USD 5.000 millones de reservas que el acuerdo preveía para junio? Si bien el acuerdo indicaba que podía operar al interior de las bandas, el gobierno insistía en que únicamente compraría en el piso de la banda, unos lejanos 1000 pesos por dólar. Como tal cosa nunca ocurrió, al término de la cosecha las reservas internacionales netas no habían crecido y el dólar se mantuvo, por el contrario, más apreciado en términos reales. Si bien para muchos analistas, en el contexto de un país en recuperación económica y fuertemente endeudado, esta decisión era un error, el gobierno manifiestamente apelaba al atraso cambiario en la previa de un escenario electoral, con el objetivo de anclar la inflación. Como veremos a continuación, esta decisión tuvo consecuencias sobre el clima financiero al comienzo del segundo semestre.

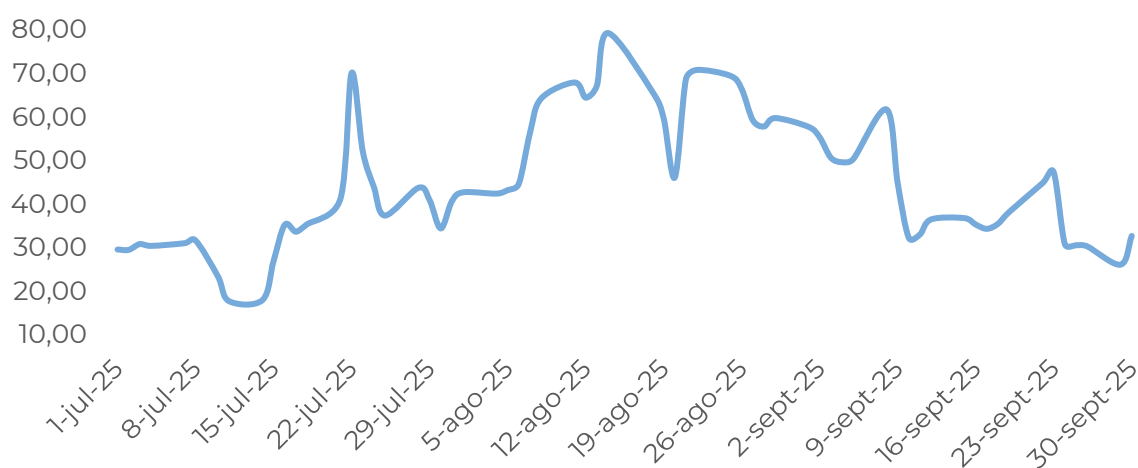
Parte de la tranquilidad generada por el anuncio del acuerdo con el FMI comenzó a resquebrajarse alrededor de julio, con la finalización de la campaña sojera y uno de los “errores no forzados” que marcaron a fuego el segundo semestre de 2025. El gobierno optó por cambiar la variable de política monetaria: en lugar de manejar la tasa de interés, pasó a tener un objetivo de agregados monetarios, algo que los bancos centrales del mundo abandonaron hace tiempo. Además de endogeneizar la tasa de interés, buscó aumentar la duración de los instrumentos de liquidez, mediante la eliminación de las LEFIs y su pase a LECAPs. Al día de hoy aún persiste el debate sobre los motivos detrás de esta decisión y, fundamentalmente, cómo se implementó: ¿fue un error no forzado? ¿fue una decisión dogmática del presidente

que el resto del gabinete no quiso o no pudo cuestionar? ¿el gobierno buscaba, en realidad, una suba de las tasas de interés?

En concreto, lo que ocurrió fue que, tomada la decisión de hacer endógena la tasa, el 8 de julio el BCRA dejó vencer el stock de LEFIs con un descalce respecto al siguiente llamado a licitación del Tesoro, el 16 de julio. El objetivo radicaba en que los bancos aceptaran desprenderse de la totalidad de las LEFI a cambio de suscribir letras y bonos del tesoro como LECAP. Ahora bien, recordemos que la particularidad de las LEFI residía en su seguridad, ya que su tasa era fijada por el BCRA y, más importante aún, los bancos podían vender la totalidad de las LEFI a su valor técnico al BCRA. Esto no es así con las letras y bonos del tesoro, los cuales solo pueden venderse a valor de mercado. Ante una corrida o una necesidad de liquidez de corto plazo, una venta masiva de estos activos por parte de los bancos podía dar lugar a una caída en su cotización y pérdidas. ¿El resultado? Los bancos no canjearon el stock completo de LEFI, sino que decidieron quedarse con una porción no menor de pesos líquidos.

Durante esa semana, la base monetaria aumentó en aproximadamente 10 billones de pesos, un 30%. La repentina suba de la liquidez llevó las tasas de caución, el mercado de pesos de corto plazo, a un piso, rondando niveles negativos en términos reales. Este escenario, con la oferta de pesos absolutamente descalzada de la demanda, resultaba evidentemente propicio para un descalabro cambiario. Frente a esto comenzó una pulseada entre el gobierno y los bancos a través de sucesivas rondas de colocación de letras. El gobierno buscó absorber la liquidez sobrante vía colocación de LECAPs a tasas marcadamente superiores al ritmo de la inflación, buscando compensar la menor liquidez con respecto a las LEFI. El problema radicaba en que una tasa demasiado alta atentaba al mismo tiempo contra la percepción de sostenibilidad de las finanzas del propio gobierno, poniendo en duda la estabilidad buscada.

Gráfico 12: tasa de pases entre terceros a un día



Fuente: BCRA

El 14 de julio, el Ministerio de Economía realizó un llamado para canje de LECAPs, para estirar los vencimientos de letras que vencían entre julio y octubre, con muy magros resultados. Además, logró colocar únicamente letras dólar linked. De tal forma, se produjo un aumento de liquidez elevado, que el BCRA intentó contener mediante suba de encajes bancarios. Esta medida, un intento por corregir el descenso abrupto de las tasas de interés y, por ende, evitar una disparada del dólar, generó una sobre corrección en el sentido contrario que condujo a que la tasa de pases a un día superara el 70% de TNA.

Santiago Bausili, haciendo honor al enfoque monetario de la balanza de pagos, hizo énfasis en que el súbito despertar del dólar, alrededor del fin de julio, no era la expresión de un faltante de dólares sino, más bien, de un “exceso de pesos”. Por tal motivo, continuaron las medidas contractivas del BCRA, con efectos dispares. Los resultados de las licitaciones de LECAPs mostraron, a partir del 8 de julio, tasas elevadas en términos reales, con TEM superiores al 3,5% hasta septiembre.

No obstante, el frente cambiario no se tranquilizó. El fin de la cosecha, con un dólar apreciado en términos reales y la apertura comercial, fueron factores suficientes para que a lo largo de todo agosto el dólar exhibiera un camino sostenido ascendente. De la misma forma, el riesgo país pasó de un promedio alrededor de los 660 puntos básicos en junio a ubicarse por encima de los 800 puntos básicos a fines de agosto.

El gobierno recurrió a una serie de herramientas combinadas durante este período: intervención en el mercado de futuros, venta de dólares por parte del Tesoro (recordemos que el BCRA no podía vender dentro de las bandas), tasas reales fuertemente positivas y licitaciones de títulos del tesoro dólar linked. De esta forma, consiguió atravesar el tembladeral financiero hasta las elecciones bonaerenses de septiembre, en las que auguraba un resultado negativo, pero, aun así, esperaba una diferencia pequeña que anticipara un buen resultado a nivel nacional. De esa forma, creían las autoridades, se disiparía parte del “riesgo kuka” que estaba incentivando el descalabro financiero, deprimiendo la demanda de pesos, presionando al alza al dólar e impidiendo que el Tesoro se hiciera de parte de la liquidez que, por impericia o por dogmatismo, el propio Tesoro había liberado un mes y medio antes.

Las elecciones legislativas del 7 de septiembre en la Provincia de Buenos Aires, en las que el peronismo se impuso por casi 14pp. frente a La Libertad Avanza, fueron la gota que rebalsó el vaso en materia de evolución de las variables financieras. En la antesala de las elecciones legislativas nacionales, que se celebrarían el 26 de octubre, la demanda de dólares para cobertura se volvió *record*, a pesar de que el gobierno intervenía en todos los mercados de forma creciente (*spot*, futuros y títulos).

El combo de incertidumbre electoral, condiciones estructurales de la economía argentina (cuenta corriente negativa, FAE creciente y exigentes vencimientos de deuda por delante) y errores de la política económica (no acumulación de reservas

y volatilidad de tasas) parecía ser letal para el régimen cambiario. El riesgo país y la cotización del dólar, que ya venían al alza, se dispararon. Todo el mercado descontaba el final del régimen de bandas cambiarias y una devaluación: a mediados de septiembre, el dólar oficial alcanzó el techo de la banda y el Banco Central vendió USD 1.110 millones en solo tres días. Cuando la situación parecía terminal, se encadenaron dos hechos que resetaaron las expectativas, al menos por el momento: el anuncio de Scott Bessent, el secretario del Tesoro de los Estados Unidos, de que el gobierno de Donald Trump proveería ayuda bilateral al gobierno argentino; y un resultado muy favorable para el oficialismo en las elecciones del 26 de octubre.

El lunes 22 de septiembre, primer día hábil luego de que el BCRA vendiera USD 678 millones para defender la cotización del dólar, Scott Bessent anunció que Estados Unidos estaba dispuesto a hacer “lo que fuese necesario” para apoyar a Argentina, incluyendo líneas de swaps, compras de pesos directas en el mercado cambiario y compra de bonos argentinos por parte del “Fondo de Estabilización Cambiaria”. Se trató de un *salvataje*, con todas las letras, completamente impensado e inédito en la historia de nuestro país y, tal vez, del mundo. Las consecuencias de este anuncio todavía no las conocemos, pero implica la subordinación de nuestro país a un nuevo acreedor privilegiado. Ahora el futuro de nuestra economía está atada al humor de un señor llamado Donald Trump, que no se caracteriza precisamente por la sensatez.

**Treasury Secretary Scott Bessent**    
@SecScottBessent

Argentina is a systemically important U.S. ally in Latin America, and the @USTreasury stands ready to do what is needed within its mandate to support Argentina.

All options for stabilization are on the table. 1/4

[Traducir post](#)

9:46 a. m. · 22 sept. 2025 · **9,7 M** Visualizaciones

**Treasury Secretary Scott Bes...**   @SecScottBess... · 22 sept.  

These options may include, but are not limited to, swap lines, direct currency purchases, and purchases of U.S. dollar-denominated government debt from Treasury's Exchange Stabilization Fund.

Opportunities for private investment remain expansive, and Argentina will be Great Again. 2/4

 321  1 mil  11 mil  1 M  

Este anuncio generó un efecto inmediato sobre el riesgo país, el tipo de cambio y la cotización de los activos financieros argentinos. Sin embargo, frente a la falta de precisiones concretas sobre la forma que tomaría la ayuda (y una declaración posterior de Trump, que afirmó que la ayuda estaba sujeta al resultado electoral), las variables volvieron a deteriorarse y, hasta las elecciones de 26 de octubre, mostraron mucha volatilidad, al compás de los nuevos tweets del secretario del Tesoro de Estados Unidos (ver gráfico 13 en la próxima sección). Ni siquiera la intervención directa del país del norte en el mercado cambiario, con la compra de pesos, pudo detener la demanda de dólares para cobertura. En cambio, la sorpresiva victoria electoral del gobierno en los comicios legislativos, si generó una caída contundente y -hasta ahora- duradera del riesgo país. No así del tipo de cambio, que cayó, pero se mantiene cerca del techo de la banda.

Antes de pasar a analizar la situación actual, repasemos qué ocurrió con la actividad, los ingresos y el empleo en esta tercera etapa del gobierno. En términos de actividad, el primer semestre fue relativamente estable, sin un crecimiento marcado en las áreas de mayor empleo (Comercio, Industria, Construcción), con una buena performance del sector agropecuario y el sector energético, que explican un crecimiento lento de la actividad. El tercer trimestre mostró un leve crecimiento (+0,5%), algo impensado dado el alto nivel de la tasa de interés y la contracción del crédito (por la falta de liquidez de los bancos, ante la suba de encajes), que había sido el elementos más dinámico de la economía en la recuperación de 2024.

Sin embargo, al descomponer por sectores, el EMAE muestra que el crecimiento estuvo explicado fundamentalmente por dos componentes: impuestos netos de subsidios (debido a la política de ajuste fiscal, que redujo los subsidios económicos) e intermediación financiera. Esto último obedece a cuestiones metodológicas: el valor agregado del sector de intermediación financiera surge de aplicar el spread bancario (diferencia entre tasa activa y tasa pasiva) al saldo de depósitos y préstamos. En un contexto de suba de la tasa de interés, este cálculo también sube, y poco tiene que ver con la economía real (y con el propio desempeño de la actividad bancaria, que en el tercer trimestre se vio muy afectada por la falta de liquidez).

Independientemente de la actividad, el dato más preocupante surge de las estadísticas de empleo. Se destruyeron 55 mil empleos asalariados registrados (privado, público y en casas particulares) entre febrero y septiembre de este año. La pérdida asciende a 242 mil al considerar el gobierno de Milei completo, entre noviembre de 2023 y septiembre de 2025 (último dato disponible). Según la EPH, el cuentapropismo es la única categoría ocupacional que muestra dinamismo.

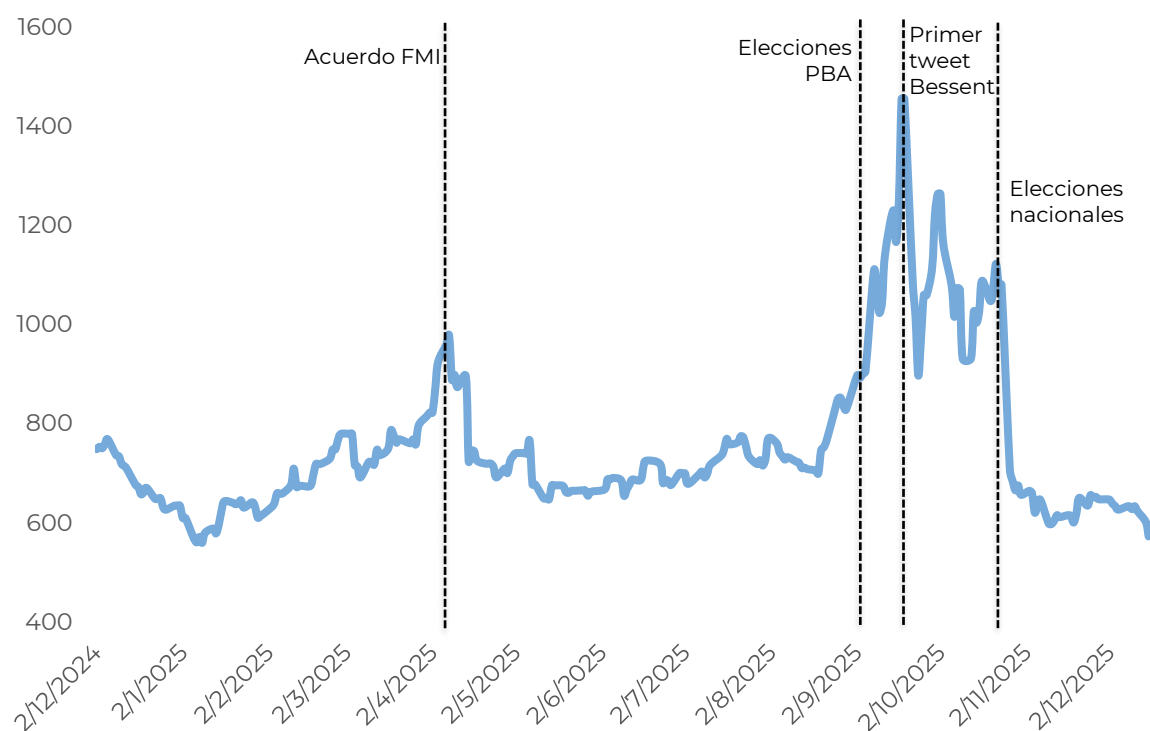
En materia de ingresos tampoco hubo buenas noticias, ni siquiera para el sector privado registrado que había recuperado durante 2024. El gobierno hizo algo propio de los planes de estabilización heterodoxos: política de ingresos. En la literatura económica, se denomina así a las medidas que intentan mediar entre

trabajo y capital por su participación en el ingreso, en la búsqueda de romper la inercia inflacionaria, por ejemplo, a través de acuerdos o congelamientos de precios o salarios. La política de ingresos desplegada por el gobierno fue coordinación salarial lisa y llana, cargando el peso de la desinflación sobre el sector trabajador. Abocado a que la inflación convergiera bajo el 2% mensual, el Ministerio de Trabajo instaba a los gremios a pautar aumentos mensuales por debajo del 1,5% mensual, bajo amenaza de no homologar los acuerdos que se ubicaran por encima de la pauta. Este giro a la heterodoxia, utilizando la política distributiva como una herramienta antiinflacionaria, repercutió en un estancamiento del salario del sector privado registrado. Se observa, además, un aumento de la desigualdad al interior de los trabajadores, donde quienes están cubiertos por la negociación paritaria (salarios de convenio) pierden contra la inflación, mientras los trabajadores de ingresos altos pueden negociar mejores acuerdo.

2.4 Etapa 4: octubre 2025 en adelante

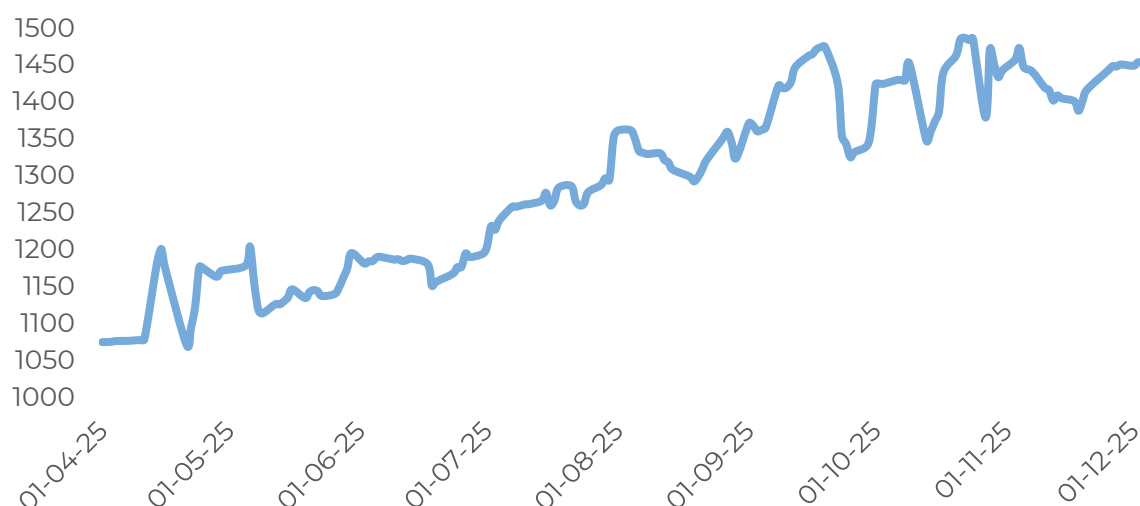
Tras el resultado electoral, los activos argentinos reaccionaron al alza y el riesgo país tuvo un fuerte descenso. Sin embargo, se estabilizó en torno al valor de 600 puntos básicos, valor que todavía resulta prohibitivo para el acceso a financiamiento externo que permita rollear los vencimientos. El tipo de cambio, como mencionamos, no tuvo un descenso tan marcado y se mantiene cerca del techo de la banda. Ambas variables parecieran ser reflejo de lo mismo: el bajo nivel de reservas internacionales. Con este esquema cambiario, difícilmente el BCRA pueda acumular reservas, ya que su propia demanda de divisas rápidamente llevaría al dólar al techo de la banda, lo que inmediatamente lo forzaría a vender. A su vez, ese pesimismo respecto de la evolución futura de las reservas impide que el riesgo país siga bajando. Probablemente, el nivel de riesgo país también es un reflejo de que Argentina se encuentra sobre-endeudado con acreedores (FMI y, de a poco, Tesoro de los Estados Unidos) que tienen mayor *señority* (prioridad de cobro frente a los acreedores privados).

Gráfico 13: Riesgo País



Fuente: Ámbito Financiero

Gráfico 14: Tipo de Cambio Nominal



Fuente: BCRA

Respecto a la ayuda del gobierno de los Estados Unidos, se materializó un swap por USD 20.000 millones, de los cuales ya fueron utilizados unos USD 2.500 para recomprarle a Estados Unidos los pesos que había comprado y para afrontar algunos vencimientos de deuda. En cambio, por el momento se encuentra caído el paquete de financiamiento que el gobierno estaba negociando con Bancos de Estados Unidos, con apoyo de Bessent, para afrontar los vencimientos de enero.

En ese marco, esta semana el gobierno llevó a cabo dos medidas relevantes para intentar modificar este pesimismo. Por un lado, hizo una pequeña emisión de

deuda en dólares, bajo legislación local. Consiguió USD 910 millones, a una TNA de 9,26%. Si bien buscaba ser una primera emisión pequeña, a modo de señal para destrabar luego la posibilidad de financiarse *off-shore*, dejó sabor a poco: consiguió un monto muy menor frente al monto de vencimientos de enero (USD 4200 millones) y a una tasa mayor a la que el propio ministro de economía había declarado previamente (“menos de 9%”).

Por otro lado, el Banco Central publicó un comunicado donde afirma que, junto al objetivo desinflacionario, la acumulación de reservas es una meta para el próximo año. Para eso, modifican el régimen de bandas (pasan a ajustarse por inflación de t-2, en lugar de 1% mensual) y se propone el objetivo de acumular USD 10.000 millones siendo conservadores (y USD 17.000 millones siendo optimistas) a lo largo de 2026. Finalmente, el anuncio se complementa con una declaración de la intervención vía compraventa de LECAPs, para garantizar tasas de interés reales positivas. Es decir, que el Banco Central saldrá a comprar dólares vía emisión, que luego le vendería al Tesoro (en caso de que este no logre endeudarse en dólares) a cambio de los pesos que juntaría al tomar prestados los que el Banco Central emite para comprar dólares.

Si bien esta señal fue recibida de forma positiva por los mercados, a juzgar por el precio de los activos, en el comunicado el BCRA se autoimpuso la restricción de no comprar más del 5% diario de los dólares operados en el mercado de cambios, lo que demandaría de un volumen anual de entre 200 y 340 mil millones de dólares, un valor improbable a juzgar por los registros históricos del mercado de cambios. Por eso, si bien el gobierno dio la señal de pasar de un objetivo único (desinflación) a uno dual (desinflación y acumulación de reservas), todavía está por verse que se traduzca en hechos concretos. Respecto a la sostenibilidad del esquema de bandas cambiarias, el ajuste que la banda superior tendrá en enero será 2,5% (inflación noviembre) en lugar de 1%, un cambio menor, que no le da mucho margen al gobierno para cumplir con el objetivo de comprar divisas sin que el dólar toque dicho techo.

De esta forma, el gobierno cierra el año en medio de un clima de tranquilidad impensado dos meses atrás, pero con sendos desafíos: la inflación no logra romper el piso del 2% y vino subiendo marginalmente los últimos meses; el sector externo luce muy desafiante, con vencimientos por más de USD 15.000 el próximo año; y la actividad, los ingresos y el empleo se encuentra estancados y sin pronósticos de recuperación. De estos tres temas nos ocuparemos en el próximo apartado.

3. Los grandes desafíos

3.1 La desinflación, ¿sigue?

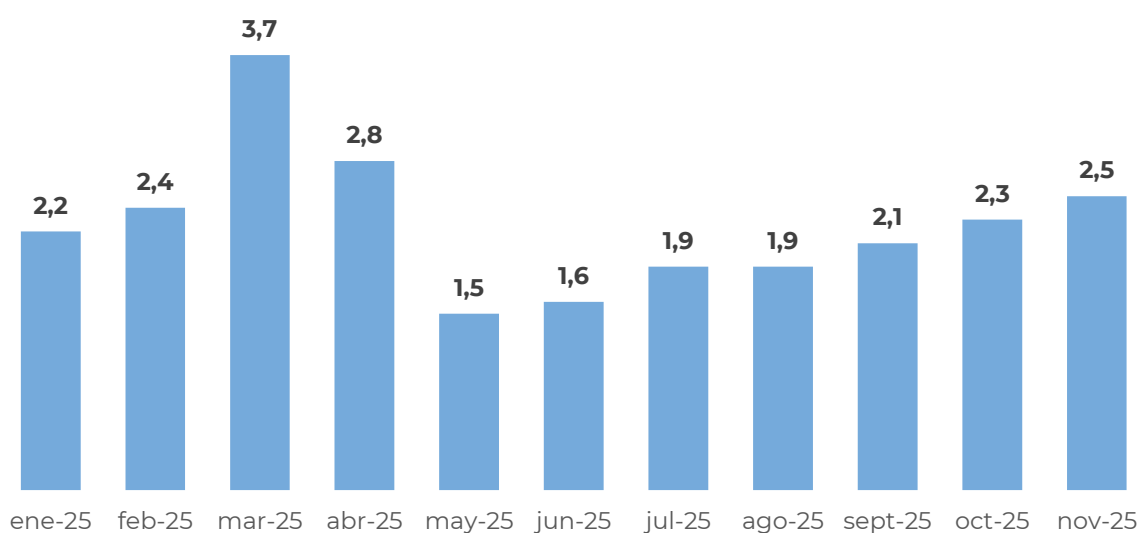
En los últimos meses, diversos analistas económicos celebraron el fin del *pass-through*. La suba del dólar, que comenzó en junio y se aceleró en septiembre y octubre, estaba teniendo un bajo impacto en precios. Sin embargo, el último dato de inflación, correspondiente a noviembre, alertó que era muy temprano para

cantar victoria. Luego de tocar niveles mínimos en mayo y junio, la inflación mensual mostró dificultades para quebrar el piso del 2% e incluso muestra una tendencia levemente alcista. En noviembre, a pesar de la estabilidad del dólar (el tipo de cambio nominal promedio fue un 0,3% menor que en octubre), la inflación ascendió a 2,5% y, por primera vez en 18 meses, la inflación interanual mostró un crecimiento respecto al mes anterior.

Las consultoras económicas siguen pronosticando un sendero descendente. El último Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) que publica el BCRA prevé un 2,1% para diciembre, 1,9% para enero y sucesivas bajas de una décima mensual, hasta ubicarse en 1,5% en mayo. Pero la persistencia de la inercia inflacionaria, junto al imperante objetivo de acumular reservas, que a su vez pone en tensión el nivel de tipo de cambio, abre un serio interrogante sobre la continuidad del proceso desinflacionario.

Una inflación en torno al 2% es un logro significativo para una economía que a fines de 2023 alcanzó una inflación mensual de dos dígitos, pero todavía se ubica muy lejos del promedio de la región y es, de hecho, superior a los niveles que la propia economía argentina mostraba en 2015 o 2017. La experiencia reciente de nuestro país muestra que convivir con una inflación en torno al 25% anual, si bien puede resultar “soportable”, es potencialmente inestable: cualquier shock externo puede llevar a la economía a niveles del 50% anual, de los cuales luego es muy difícil bajar, y a partir del cual los precios se espiralizan con facilidad. Para cumplir con su mandato electoral, el gobierno necesita que la inflación siga bajando. Aunque, seguramente, deba hacerlo a un ritmo menor, sacrificando velocidad, en pos de lograr acumular reservas, que es lo único que le puede dar sostenibilidad al sector externo argentino y, con ello, al proceso desinflacionario.

Gráfico 15: Inflación mensual



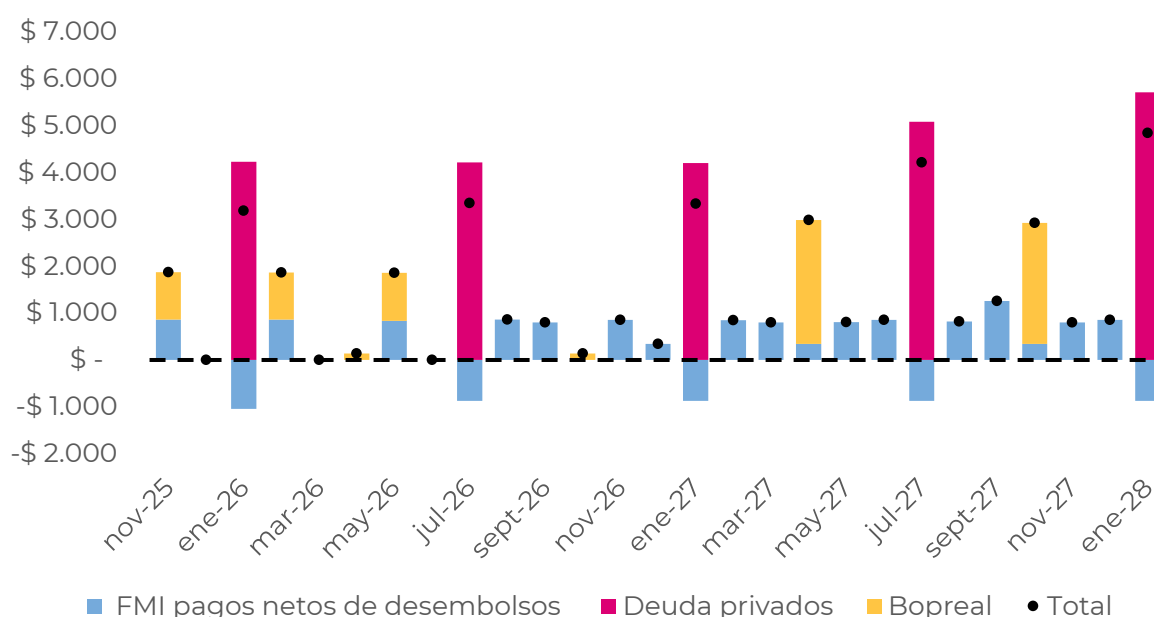
Fuente: INDEC

3.2 El sector externo, eterno talón de Aquiles de la economía argentina

Luego de las elecciones, los mercados financieros y el gobierno se encuentran en un clima de euforia moderada. Lo cierto es que todavía el sector externo luce extremadamente desafiante. Los vencimientos para los próximos años superan los USD 15.000 millones anuales y, sin ir más lejos, el 9 de enero vencen USD 4.200. Si bien el gobierno realizó una colocación por USD 900 millones y cuenta con el swap del Tesoro de Estados Unidos y la promesa de conseguir un repo con bancos del exterior, por lo que el pago de enero está fuera de discusión, la necesidad de reabrir el financiamiento en los mercados internacionales de deuda resulta imperiosa y, hasta el momento, no está garantizada.

Gráfico 16: vencimiento de deuda en moneda extranjera (SPNF y BCRA)

En millones de USD



Fuente: Secretaría de finanzas y BCRA

Incluso aunque consiguiera refinanciar los vencimientos, algo exigente para el primer año de vuelta a los mercados y frente a las condiciones de liquidez global, la necesidad de acumular reservas no parece compatible con las proyecciones del balance de pagos. Distintas consultoras estiman un déficit del sector externo en torno a los USD 20.000 millones para 2026, sin contar los vencimientos de deuda. Este año, el modelo cerró solamente con los desembolsos del Fondo y de Bessent. Con la FAE y el turismo en niveles elevados y la cuenta corriente deficitaria hace meses, se abre el interrogante de cómo lograrán que cierre el sector externo sin devaluar y retroceder en materia de desinflación. El gobierno apuesta a que sea el sector privado, como ocurrió a fines de 2024 en el contexto del blanqueo, el que consiga emitir deuda y alimentar con eso la oferta en el mercado de cambios oficial.

3.3 ¿Alguien quiere pensar en la gente?

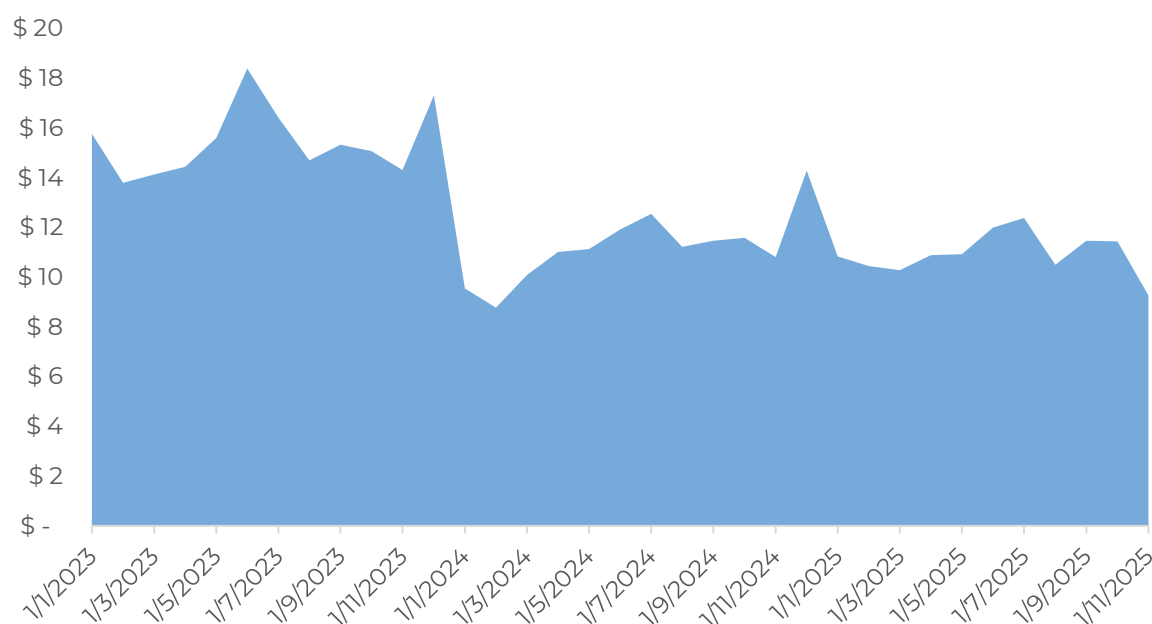
Incluso aunque recuperen el acceso al financiamiento y eso les permita que la cosa “ande” sin necesitar un salvataje extraordinario cada 6 meses, estamos frente a un modelo que no genera empleo ni mejora en los ingresos. 2025 será un año que quede para la historia: la economía creció, pero se destruyó empleo privado registrado formal. El modelo está traccionado en base a sectores que no son intensivos en empleo.

Los ingresos tampoco pueden crecer, el gobierno se empeña en ponerle un techo a las paritarias y ahora busca avanzar con una reforma laboral que debilite la negociación colectiva y abra la puerta a la negociación a nivel empresa, a la perforación de los pisos salariales y a los “salarios dinámicos”. Cualquier recuperación de los ingresos tensionaría aún más el sector externo, por la demanda de importaciones, que ya se encuentra en niveles elevados en un marco de apertura comercial indiscriminada.

Más aún, con el ajuste fiscal feroz, el empeoramiento en las condiciones de vida del presente no se compensa con mejores servicios públicos ni con inversiones que permitan una mejora de la calidad de vida en el futuro (infraestructura, educación, I+D).

Gráfico 17: Gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero

En billones de \$ de nov25



Fuente: Ministerio de Economía

En definitiva, estamos frente a un modelo relativamente efectivo en su objetivo de bajar la inflación, pero lejos de tener el éxito garantizado, y con un enorme costo en materia de condiciones de vida en el camino.