



ARGENTINA
2025

INFORME

Diciembre

2025

X @1iconsultora

Instagram @1iconsultora

✉ contacto@1iconsultora.com

Contexto Nacional

La gestión de gobierno, luego de las elecciones intermedias, tomó nuevamente vigor para impulsar las reformas que considera imprescindible para el crecimiento y desarrollo de nuestro país.

El primer desafío fue contar con un presupuesto para el año 2026. Recordemos que se gobernó, hasta el momento, con el presupuesto aprobado en el año 2022 para el ejercicio 2023 y que fuera reconducido para los periodos 2024 y 2025.

El trámite parlamentario parecía sencillo, pero durante su tratamiento en la cámara de diputados, la oposición logró dejar sin efecto el capítulo XI (por el esquema de votación elegido) el que entre otros puntos contenía la derogación de la ley de financiamiento universitario y la ley de discapacidad, art 75 que fuera introducido a último momento. El 26 de diciembre y luego de muchas especulaciones, el presupuesto fue aprobado como había salido de diputados con un consenso significativo.

Es importante destacar, que es un gobierno ordenado alrededor de la política económica, por ello la importancia de contar con el presupuesto sin mayores modificaciones y así mostrar al mercado y al FMI fortaleza en lo político y económico, frente a los vencimientos de deuda que se avecinan en enero y el exigente año 2026.

La reforma laboral quedó para el mes de febrero del año 2026, a pesar de que se buscó un trámite exprés. El gobierno se topó con la resistencia de la CGT y algunos gobernadores. Ante la incertidumbre y mirando lo que había pasado en la cámara de diputados con el Presupuesto 2026, prefirieron obtener un dictamen sujeto a cambios y postergar su debate.

Observamos un gobierno más pragmático y en la búsqueda de construir consensos con ciertos gobernadores y la oposición dialoguista (como se la denomina vulgarmente), pero aún persiste la desconfianza de uno y otro lado.

Asoma en el horizonte, a nuestro criterio, la reconfiguración de un nuevo mapa del poder.

Aparece la liga de gobernadores con un poco más de músculo, dispuesto a ayudar al gobierno en defensa de sus intereses, pero mirando las elecciones del 2027, y un oficialismo con límites difusos con cierta oposición.

En materia económica, el panorama actual es con curvas y contracurvas.

Se pasó de un escenario con un esquema cambiario más rígido, en el que la acumulación de reservas aparecía como algo superfluo e innecesario, la emisión monetaria era considerada completamente perjudicial y el pago de los vencimientos de 2026 parecía asegurado; apoyado en la expectativa de fondos sindicados de bancos estadounidenses dispuestos a aportar cerca de USD 20.000 millones.

A uno nuevo, denominado fase de re monetización, el cual modificó el mecanismo de ajuste de las bandas cambiarias, ahora indexadas a la inflación de dos periodos previos (t-2); donde la acumulación de reservas pasó a ocupar un lugar central dentro de la estrategia económica; y se habilitó la emisión de pesos con el doble objetivo de re monetizar la economía y adquirir divisas.

En este contexto, el gobierno aspira a comprar reservas entre USD 10.000 y USD 17.000 millones durante 2026, al tiempo que adopta un cambio discursivo orientado a reducir su dependencia de Wall Street, que hasta hace apenas un mes parecía ocupar el rol de principal sostén financiero del país.

Todo parece indicar que este giro responde a un punto de inflexión reciente. La licitación del Bonar 2029, cuyo resultado estuvo por debajo de lo esperado, con una captación de apenas USD 910 millones (se esperaban más de 1.000 millones) a una tasa del 9,54% (se buscaba una tasa del 8%), lo que funcionó como un verdadero baño de realidad. A partir de allí, el gobierno parece dispuesto a recalibrar su política económica, dejando en un segundo plano el objetivo de una desinflación acelerada —sin abandonarlo— para transitar un

sendero más gradual, con el foco puesto en impulsar la actividad durante 2026, aun si ello implica convivir con un tipo de cambio más elevado en el proceso de acumulación de reservas.

Contexto Macroeconómico

1 - Presupuesto (PP) 2026 - Principales asunciones vs REM.

Adelantamos la importancia de contar con el presupuesto para el ejercicio 2026, pues en él se encuentra fijada la mirada política del gobierno y sus principales asunciones macroeconómicas para la gestión.

Los pilares en los que se sustenta la formulación del mismo son:

- Equilibrio Fiscal y Eliminación del Financiamiento del Tesoro vía Emisión Monetaria.
- Menor Presión tributaria
- Superávit Financiero del 0,3 % del PBI

Las principales asunciones contenidas en el Presupuesto 2026 (PP) versus las definidas por el Relevamiento de Expectativas del Mercado, emitida por el BCRA, se exponen en el cuadro siguiente:

Concepto	Estimaciones PP		Estimaciones REM
PBI	5 %		3.4 %
Consumo Privado	4,9 %		
Consumo Público	1,2 %		
Inversión	9.40%		
Exportaciones	10.60%	Usd 112.695	USD 90.500
Importaciones	11.10%	USD 118.447	USD 81.498
Déficit Comercial		USD -5.752	USD 9.000
Inflación	10,1 %		19,6 %
Dólar al 31/12/2026	\$1.423		\$1.764
Intereses Deuda	1,4 % PBI		
Recursos Total	20,7%		
Gastos Totales	20,6 %		
Resultado Primario PBI	1,5 %		
Resultado Financiero PBI	0,3 %		
Morosidad	6,30%		

En primer lugar, podemos observar que se proyecta un crecimiento del 5 %. Para que esto se pueda concretar, el país debe crecer entre puntas (dic.25/dic.26) alrededor del 8%. Por otro lado, el Relevamiento de Expectativas del Mercado (R.E.M.) que emite el BCRA estima en su último informe un crecimiento del 3,4 % (5% entre puntas). [Ver punto 2 - Actividad](#)

En materia de inflación el presupuesto prevé 10,1%, aunque solo el efecto arrastre del año 2025, sería cercano al 12%. En el REM, se estima una inflación para el 2026 del 19,6 %. [Ver punto 3 - Inflación.](#)

Con relación al Tipo de Cambio (TC), se proyecta un dólar al cierre del 2026 de \$1.423 pesos por dólar. Recordemos que a partir del 01/01/2026 debuta el nuevo esquema de bandas con el gobierno comprando reservas, por lo que vemos poco probable que se pueda cumplir con esa meta. En el REM se estima una cotización de cierre de \$1,764. Al cierre del informe, el dólar mayorista cotiza a \$ 1,457.

[Ver punto 4 - tipo de cambio](#)

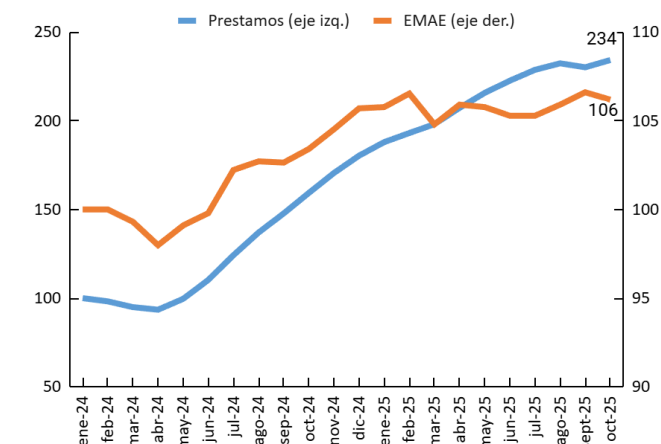
La balanza comercial se la propone deficitaria en USD -5.752 millones. Las exportaciones se estiman en USD 112.650 millones, con un crecimiento del 29% sobre 2025, y las importaciones en USD 118.447 millones, con un incremento del 56% sobre 2025. El REM prevé exportaciones por USD 90.500 millones (+4,62% s/2025) e importaciones por USD 81.498 millones (+6,25% s/2025) y un superávit de USD 9.000 millones. [Ver punto 7- balanza comercial](#)

En relación a los recursos, se estima un crecimiento del 20,7 % y los gastos en 20,6 %. prácticamente se mueven en sintonía, lo que expone la fragilidad del superávit fiscal, máxime considerando la eliminación del Capítulo XI (presupuesto) y la última rebaja de las retenciones al agro.

2 - Actividad.

El año 2025 se caracterizó por ser muy inestable, y volátil con una recuperación más escueta y limitada que en el 2024, explicado mayoritariamente por la dificultad para acceder al crédito, en un escenario marcado por el ruido electoral, volatilidad en las tasas de interés y un TC que no logró consolidarse.

1. Evolución EMAE y Prestamos base ene=24



Fuente: INDEC y BCRA

El mes de octubre (si bien puede estar influenciado por el factor electoral) arrojó una variación mensual negativa del -0,4% y se espera que los meses de noviembre y diciembre reviertan esta situación y cierre el año con un crecimiento cercano al 4.5%, algo escueto si consideramos que el arrastre del 2024 fue del 4%.

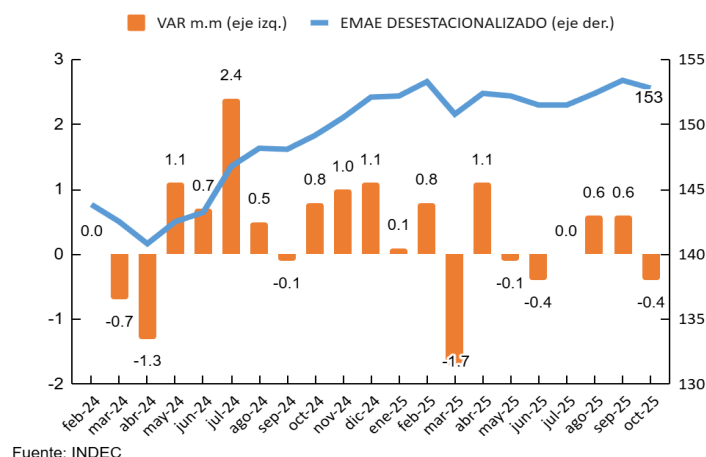
El debate gira en torno a cuánto será el crecimiento genuino del 2026, donde el mayor consenso discrepa con el gobierno, quien espera un 5% según el presupuesto. De acuerdo a nuestra visión, el crecimiento del 2026 estará en línea con el 3,4% del REM, lo cual implica un crecimiento entre puntas del 5%, y variaciones en torno al +0,4% mensual.

El gobierno apunta a que el 2026 sea un año de crecimiento apoyado principalmente en un fuerte proceso de inversión, recomposición del crédito y mejoras en el consumo privado. Sin embargo, este último concepto aparece más limitado, en la medida en que el salario real continúa operando como uno de los principales anclajes del proceso desinflacionario y el crédito contiene ciertos limitantes, tal como expresamos en el informe de noviembre/25.

En línea con lo anterior, el EMAE registró en octubre una caída mensual del 0,4% respecto de septiembre

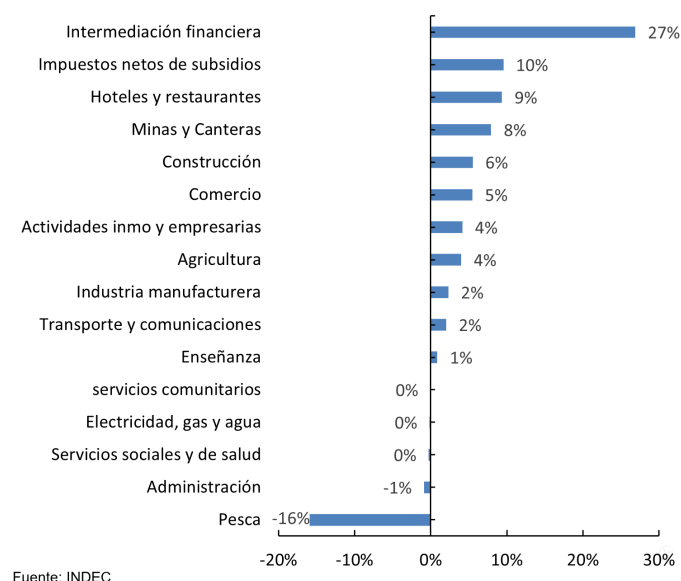
de 2025, aunque mostró una suba interanual del 3,2%.

2. Evolución EMAE



La dinámica sigue siendo heterogénea y todo indica que ésta característica se mantendrá durante 2026, con sectores ganadores y perdedores, tal como fue la dinámica del 2025 reflejando una recuperación desigual.

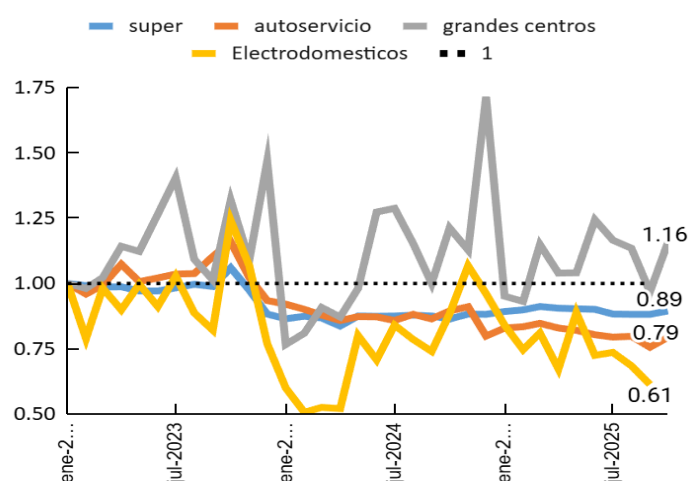
3. Variación acumulada (oct25/oct24) por sectores del EMAE.



En cuanto al consumo, tras varios meses de caídas y estancamiento, comienzan a aparecer señales incipientes de mejora. Según CAME, las ventas de

Navidad crecieron un 1,3% respecto del mismo período del año anterior. Asimismo, en octubre se observaron, luego de 6 meses de caídas, variaciones mensuales positivas en supermercados (1,6%), autoservicios (4,2%) y grandes centros comerciales (19%).

4. Evolución consumo supermercados, autoservicios, grandes centros y electrodomésticos

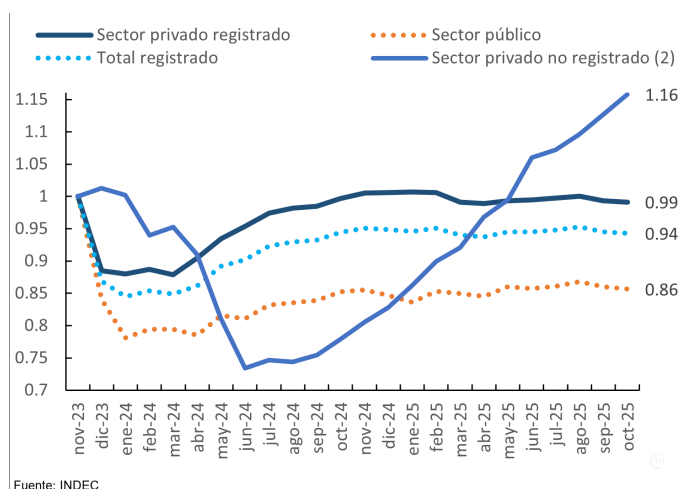


Si bien los datos son positivos, resta ver si solo es un pequeño rebote o si lentamente comienza a formarse una senda de recuperación que posteriormente devendría en crecimiento. [Ver escenarios.](#)

En lo que respecta al salario, el mismo ha actuado como ancla en el proceso de desaceleración inflacionaria, y aún no logra recuperar el terreno perdido en el año 2024.

De acuerdo con la encuesta de Incrementos Salariales en Argentina (TISA), el aumento propuesto para el año 2026 es del 20%, por lo que en términos reales no se verían grandes cambios en esta materia. Se proyecta que los incrementos sean mirando la inflación hacia adelante y no la pasada

5. Evolución salario base nov=23



3 - Inflación.

El proceso de desaceleración inflacionaria constituye el eje central sobre el cual el Gobierno apoyó la mayor parte de su instrumental económico y, al mismo tiempo, el principal logro de la actual estrategia macroeconómica.

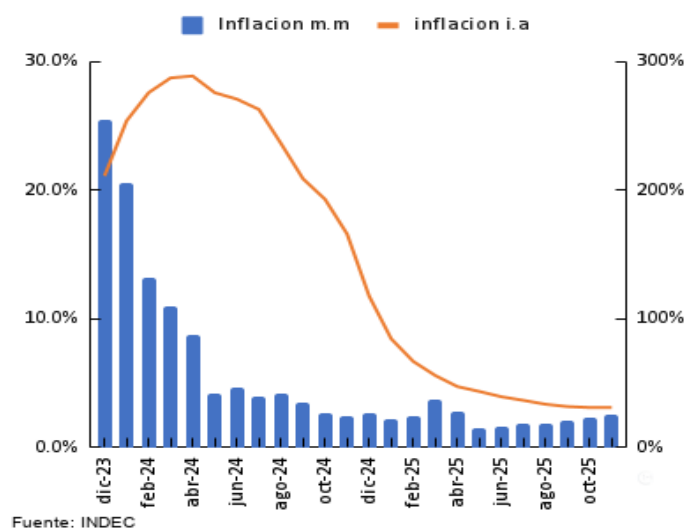
La fuerte desaceleración de los precios permitió recomponer cierto orden nominal y sentar las bases para el resto de las discusiones económicas. Sin embargo, pese al marcado descenso registrado a lo largo del último año, la inflación encontró dificultades para quebrar de manera sostenida el umbral del 2% mensual, un límite que se mantiene vigente desde julio/25.

La nueva fase del programa económico que modifica el esquema de bandas cambiarias, con ajustes basados en la inflación pasada (t-2), posibilita la expansión del acervo monetario asociada a la emisión destinada a respaldar la compra de divisas y a satisfacer una mayor demanda de pesos, podría introducir mayores desafíos para alcanzar el objetivo más ambicioso del equipo económico: iniciar el segundo semestre del 2026 con una inflación mensual cercana a cero.

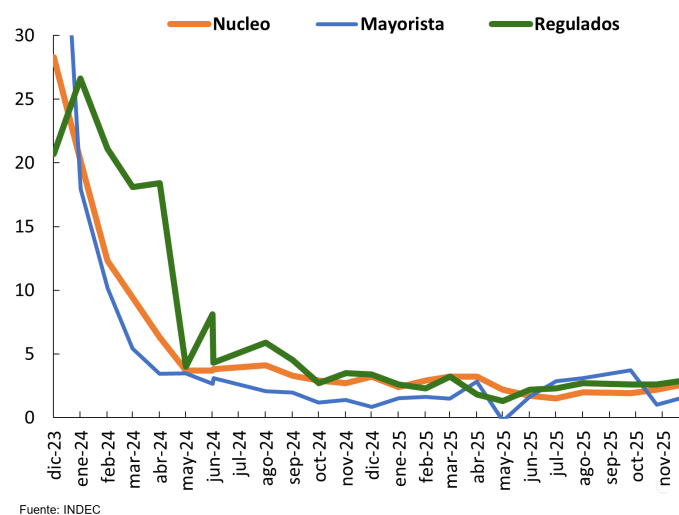
La inflación de noviembre se ubicó en el 2,5%, con una variación interanual del 31,3% y el acumulado del

año en 27,9%. La inflación núcleo —que excluye precios regulados y estacionales— registró una variación mensual del 2,6%, con una inflación interanual del 33% y un acumulado anual del 29%.

6. Evolución inflación



7. Evolución inflación Núcleo, Mayorista y Regulados

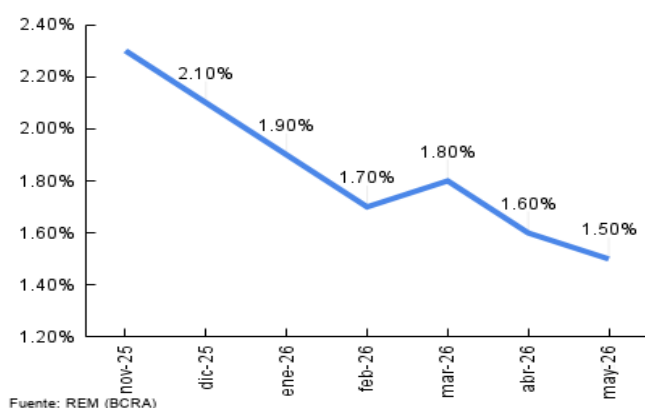


A partir de estos registros, puede estimarse que el año 2026 contará con un arrastre inflacionario del 12,4%. Este dato resulta clave, ya que cuestiona la inflación estimada en el Presupuesto 2026 del 10,1%.

En línea con esta lectura, las proyecciones del R.E.M. anticipan una inflación interanual del 19,6% hacia

fin de 2026, lo mismo sucede con las tasas de inflación implícitas en los instrumentos financieros (breakeven inflation) que también ubican la inflación esperada en torno al 20% -22% anual, reforzando la idea de que el proceso de descenso inflacionario continuará, aunque a un ritmo más moderado que el observado en la primera etapa del programa.

8. Inflación proyectada REM



Por último, nuestras mediciones arrojan que la inflación del mes de diciembre alcance valores cercanos al 2,5% +-0.1pp.

El desafío ahora no es únicamente seguir reduciendo la inflación a toda costa, sino compatibilizar este objetivo con la necesidad de acumular reservas, recomponer la demanda de pesos y sostener el crecimiento económico, sin que todo esto reintroduzca tensiones sobre los precios.

4 - Tipo de cambio - Reservas.

4.1 - Tipo de Cambio

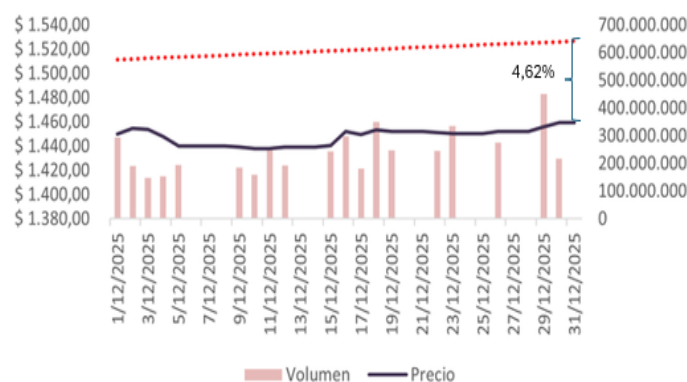
A lo largo del último mes, el tipo de cambio volvió a ocupar un lugar central en la discusión macroeconómica, no tanto por movimientos abruptos, sino por la persistente fragilidad del esquema en un contexto de escasez de divisas. La dinámica reciente del dólar refleja que, aún con tasas reales positivas y una política monetaria contractiva, la estabilidad cambiaria sigue

dependiendo en gran medida de la capacidad del gobierno para acumular reservas

En este punto, la restricción externa vuelve a imponerse como el principal condicionante, ya que a estos precios, como veremos en la próxima sección, la economía no genera los dólares necesarios para satisfacer la demanda de los argentinos. La actualización del mecanismo de ajuste de las bandas constituye un reconocimiento de que el modelo sin recalibrar, estaba destinado al fracaso.

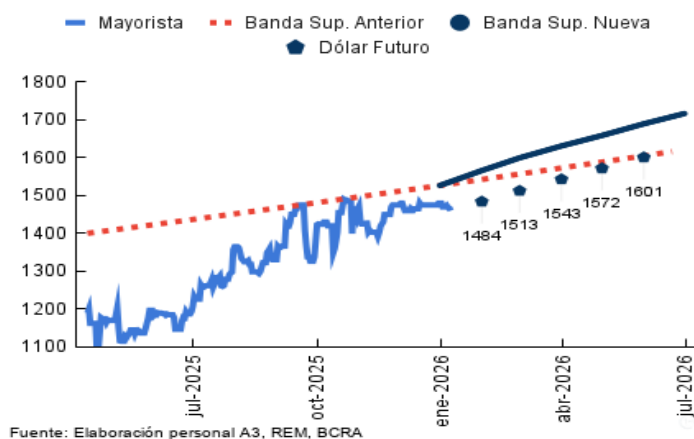
El anuncio de este cambio, favoreció a que durante el mes de diciembre el dólar se mantenga estable cercano a los valores de \$1,470, y a un 4,62% del techo de la banda. De tal manera, los contratos de futuros se ubican dentro de las nuevas bandas y el tipo de cambio a fin del 2026 cercano a los \$1,860 pesos por dólar.

9. Dólar mayorista y volumen negociado



Fuente: 1+i Consultora en base a A3.

10. Bandas cambiarias y cotización futuro

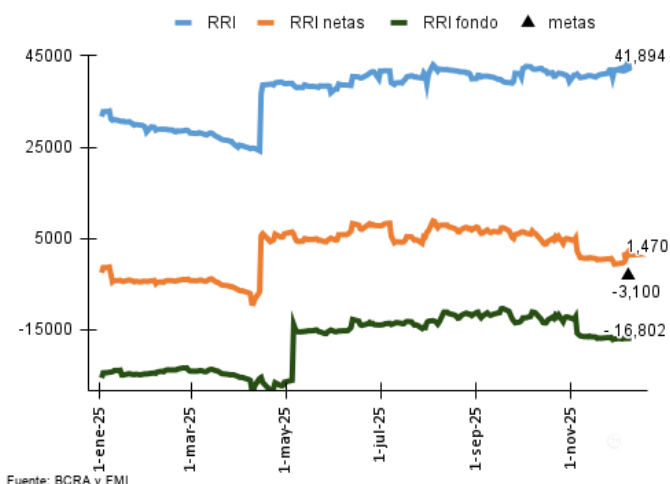


De cara a los próximos meses, la evolución del tipo de cambio estará íntimamente ligada al éxito de este nuevo programa de acumulación de reservas. [Ver escenarios.](#)

4.2 - Reservas Internacionales

Al 29/12/25 las reservas brutas estaban en torno a los USD 42.000 millones, al restar los compromisos de corto plazo, las reservas netas se transforman USD 1.360 millones y de acuerdo a nuestras estimaciones, según la metodología del FMI para medir el cumplimiento de las metas, se ubicaron en USD -16.800 millones.

11. Reservas brutas y netas distintas metodologías



Concepto	USD Millones
Reservas Brutas	\$41,894.00
Encajes	-\$15,933.97
Otros	-\$3,374.32
Swap China	-\$18,581.68
Swap USA	-\$2,534.00
Reservas Netas	\$1,470.02
Depósito Gob	-\$1,963.48
Bopreal a 1 año	-\$2,240.00
Reserva Super Netas	-\$2,733.46
Fondos FMI	-\$14,069.00
Reservas Netas FMI	-\$16,802.46

La situación actual implicaría que, en la segunda revisión del acuerdo con el FMI, aún pendiente, Argentina deba solicitar un *waiver* por el incumplimiento de la meta de acumulación de reservas netas (- USD 3.100 millones). A esto se suma que aún resta el desembolso de USD 1.034 millones originalmente previsto para noviembre, que, según nuestras estimaciones, no se materializara antes de los vencimientos del 9 de enero de 2026, lo que limita su utilidad para aliviar las tensiones de muy corto plazo.

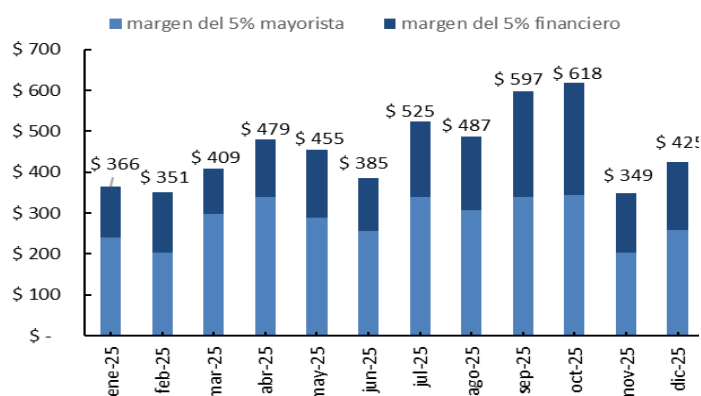
Pese a esto, lo más relevante fue el cambio en la política de acumulación de reservas por parte del Gobierno. El nuevo esquema prevé adquirir entre USD 10.000 y USD 17.000 millones, con compras diarias activas del 5% del volumen diario operado.

El debate central no gira tanto en torno a la dirección de la medida, que claramente es positiva y celebrada ya que va en el camino correcto y demuestra pragmatismo, sino en que los montos potencialmente acumulables sean suficientes para atender las necesidades estructurales de divisas de la economía argentina.

Esto es así, ya que considerando el volumen operado en el 2025 (tanto en segmento mayorista como financiero), el gobierno tendría la capacidad de

adquirir solo cerca de USD 5.400 millones, por lo que sería necesario la adquisición del resto en bloques por entrada de capitales a través de la cuenta financiera.

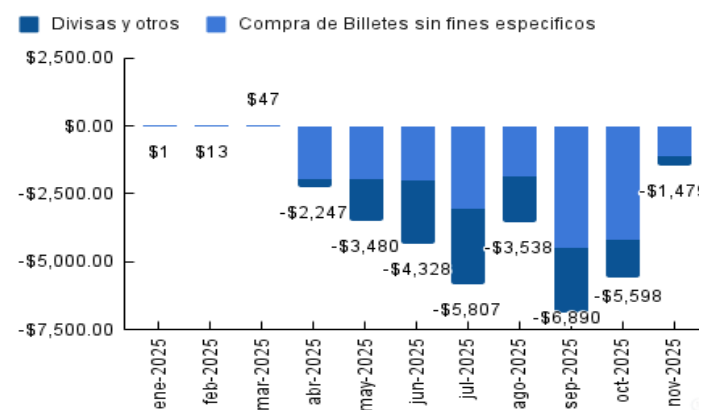
12. Volumen de compras estimado de repetirse 2025



Fuente: Estimaciones privadas en base a A3

Todo esto se desarrolla en un escenario cambiario particularmente exigente. Por un lado, el perfil de vencimientos en moneda extranjera para 2026 y 2027, con pagos estimados en torno a USD 18.000 millones y más de USD 30.000 millones, respectivamente. Por otro lado, la demanda privada de divisas continúa siendo significativa: las compras de personas humanas se ubican en USD 33.343 millones en 2025, y de replicarse esta dinámica en 2026 podrían superar los USD 20.000 millones anuales.

13. Formación de activos externos 2025



Fuente: BCRA

A esto se suma un superávit comercial proyectado relativamente acotado en el REM, del orden de USD 9.000 millones, con riesgos a la baja en caso de que se materialice el crecimiento económico esperado, dado el mayor dinamismo de las importaciones. Recordemos que la elasticidad ingreso de las importaciones es de 3, es decir que por cada dólar de crecimiento, demanda 3 de importaciones.

Asimismo, la demanda de divisas asociada al turismo se estima cercana a los USD 3.000 millones, solo en el primer bimestre/26.

Si bien el sector agropecuario continúa mostrando volúmenes de producción relevantes y récord, los precios internacionales no acompañan, limitando el aporte neto de dólares por esta vía. [Ver complejo agropecuario.](#)

El bajo nivel de reservas netas no solo condiciona la política cambiaria, sino que redefine por completo la estrategia de financiamiento del Tesoro. Con un BCRA que opera con reservas netas negativas bajo criterio FMI, y con una capacidad limitada de intervención. Cada vencimiento de deuda en moneda extranjera pasa a competir directamente con la necesidad de sostener la estabilidad cambiaria.

En este esquema, el pago de obligaciones externas deja de ser una cuestión meramente financiera para transformarse en un problema macroeconómico integral, donde reservas, tipo de cambio, tasa de interés y expectativas se retroalimentan.

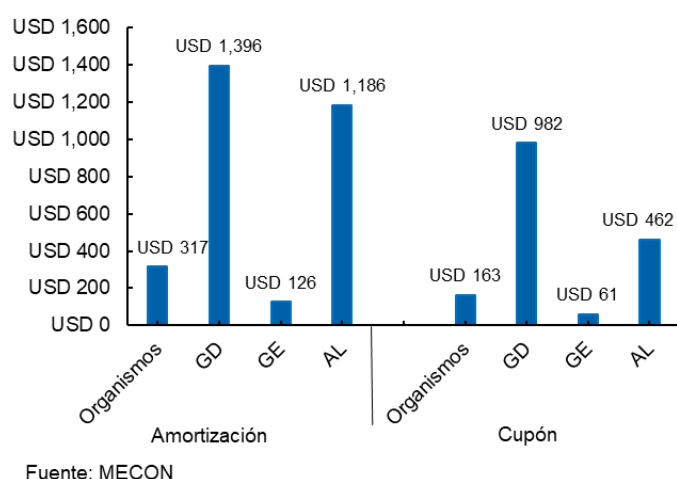
La fragilidad del frente externo explica por qué el mercado sigue de cerca no solo la magnitud de los vencimientos, sino también la fuente de los dólares con los que el Gobierno planea afrontarlos.

5 - Deuda externa - vencimientos - riesgo país.

5.1 Deuda en Dólares

Uno de los principales desafíos de corto plazo para el gobierno es la cancelación de los vencimientos de deuda en moneda extranjera correspondientes a enero de 2026, que ascienden a aproximadamente USD 4.600 millones, concentrándose USD 4.200 millones el día 9 de enero, asociados a pagos a bonistas privados, con un tesoro nacional que no cuenta con los dólares suficientes para afrontar íntegramente los vencimientos utilizando recursos propios, solo dispone USD 1.963 millones en el BCRA, lo que obliga a evaluar distintas fuentes de fondeo.

14. Composición vencimientos enero 2026



Una primera alternativa sería la emisión de un nuevo bono en dólares (o la reapertura de alguno existente), idealmente a mayor plazo. Esta opción sería, desde el punto de vista financiero, la más saludable, ya que permitiría extender la maturity de la deuda pública y aliviar el perfil de vencimientos de los próximos años. Sin embargo, la reciente licitación del Bonar no logró resultados satisfactorios. Si se buscara emitir nuevamente deuda, y, tomando como testigo la emisión del Bonar, para mantener la TIR del 9.54 la paridad de un bono a 2030 sería de 89.2 y la de un bono a 2035, sería de 82

Otra alternativa es recurrir nuevamente a operaciones de financiamiento tipo REPO, como las realizadas durante 2025. Si bien este instrumento permitiría resolver el problema de liquidez de corto plazo, su utilización incrementa la deuda de vencimiento inmediato y concentra aún más obligaciones en 2027. En este sentido, el REPO aparece como una solución operativa, pero claramente subóptima.

En este marco, luego del frustrado intento de obtener un préstamo sindicado por USD 20.000 millones de bancos estadounidenses, trascendió que las entidades habrían ofrecido un monto del orden de USD 7.000 millones, de los cuales el gobierno necesitaría alrededor de USD 2.000/3.000 millones para cubrir los vencimientos de enero. Este dato refuerza la percepción de que el REPO es hoy la alternativa con mayor probabilidad.

Existen otras opciones teóricas, aunque con costos macroeconómicos significativos. Una posibilidad sería la compra de dólares en grandes volúmenes mediante emisión monetaria o utilizando parte de los depósitos del gobierno en la banca comercial.

La primera alternativa implicaría mayores presiones sobre el tipo de cambio y, de no ser completamente esterilizada, generaría riesgos adicionales en materia inflacionaria. La segunda podría alterar el equilibrio del mercado monetario, tensionando la liquidez del sistema financiero y presionando al alza las tasas de interés, en un contexto donde la política monetaria ya opera con un sesgo contractivo.

Finalmente, no puede descartarse la activación del swap con Estados Unidos, que funciona como una fuente adicional de liquidez en dólares.

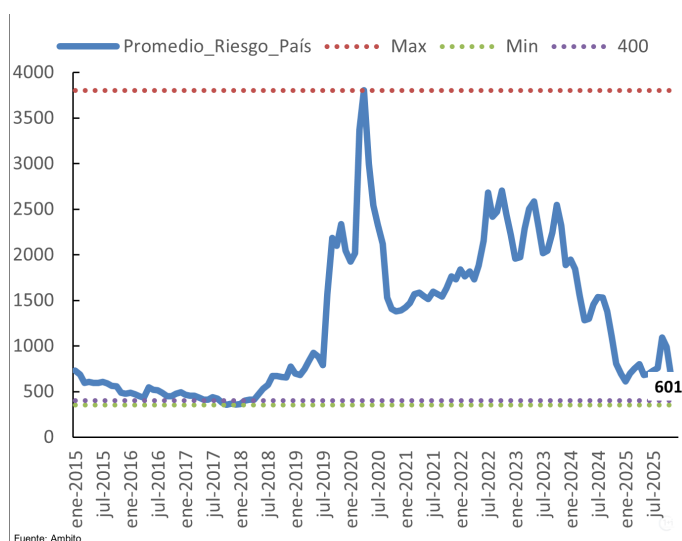
En síntesis, alternativas para cumplir con los compromisos de corto plazo existen y son variadas, siendo el REPO y el eventual uso del swap las más probables. Sin embargo, todas ellas comparten una característica común: son soluciones temporales que trasladan las tensiones hacia adelante.

Sin una acumulación sostenida de reservas, una reducción consistente del riesgo país y un cambio de expectativas que permita recuperar el acceso voluntario al financiamiento a plazos más largos, el esquema actual corre el riesgo de tornarse insostenible

5.2 Riesgo país.

Para lograr disminuir el costo de las alternativas antes mencionadas, es esencial que comprima el riesgo país. Esto quiere decir, que debe bajar la prima de riesgo que debe pagar argentina como sobretasa a los títulos libre de riesgo. Pensemos que la tasa de interés en USA de los Bonos del Tesoro a 10 años ronda el 4,11 % (411 p) anual, a la que debemos adicionar 570 puntos del RP, lo que da como resultado una tasa de 981 p, es decir 9,81 % anual.

15. Evolución Riesgo país



Si bien el riesgo país comprimió luego de las elecciones de octubre de 2025 hasta los 570pb, no logró bajar de los 400 pb para que argentina pueda volver a los mercados internacionales en mejores condiciones.

6 - Tasa de interés - Curva de Pesos.

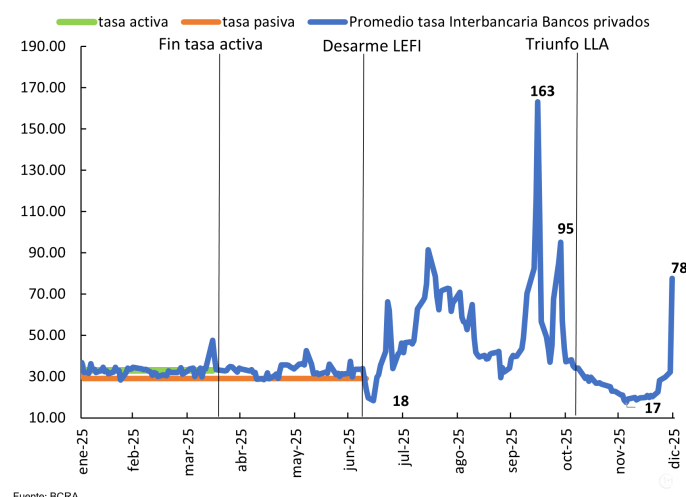
6.1 - Tasa de Interés

La tasa de interés fue uno de los precios más volátiles de la economía durante 2025.

Esta dinámica no respondió únicamente a decisiones discrecionales de política, sino que estuvo fuertemente condicionada por el fallido desarme de las LEFI y el proceso electoral de los meses de septiembre/octubre.

El intento de normalizar el esquema de pasivos remunerados generó tensiones inmediatas en el mercado monetario, obligando al Banco Central a modificar el régimen de encajes y a provocar un fuerte squeeze (apretón) monetario. Como resultado, la liquidez del sistema se contrajo abruptamente y la tasa de interés escaló hasta niveles de 190% TNA, en un contexto donde la inestabilidad monetaria comenzó a trasladarse con rapidez al frente cambiario y donde el frente político se encontraba con una fragilidad expresa.

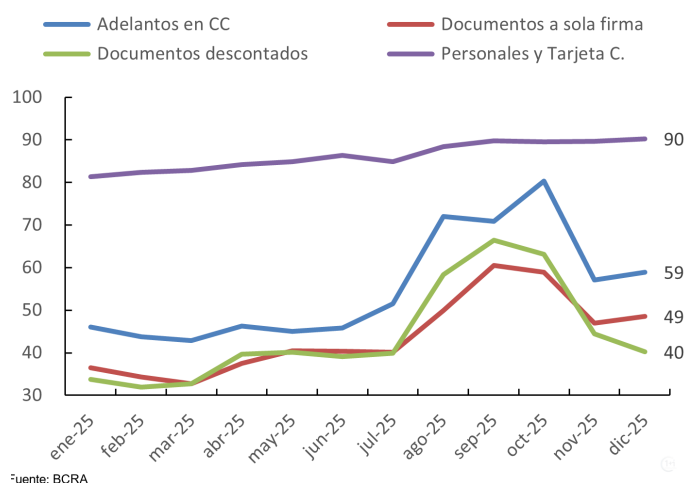
16. Evolución tasa de interés interbancaria



Una vez superado el proceso electoral, el Gobierno se propuso avanzar hacia una normalización más ordenada de la tasa de interés. Para ello, intervino activamente en la rueda simultánea de BYMA y, en las primeras licitaciones, decidió liberar pesos

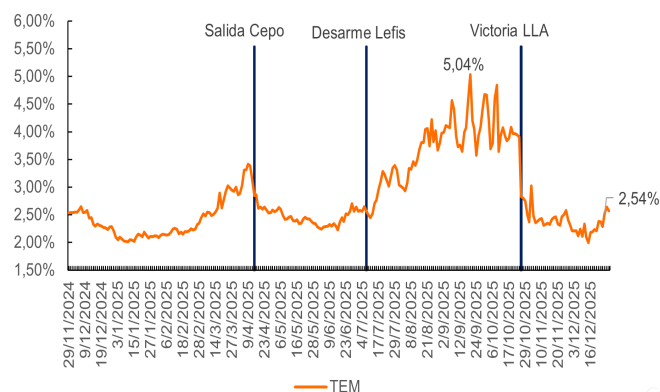
mediante un menor *roll over* de vencimientos, inyectando liquidez al sistema a través de lo que el gobierno denomina el “punto anker”. Esta estrategia permitió descomprimir parcialmente el mercado monetario, reduciendo la volatilidad en las tasas de interés.

17. Evolución tasa de interés adelantos, documentos y personales



De esta manera, el cierre del año encuentra a la tasa de interés en un nivel relativamente más estable, con los títulos de corto plazo rindiendo en torno al 32% anual. Este nuevo equilibrio sigue siendo frágil y condicionado a múltiples factores hacia adelante. El nuevo esquema de re monetización, que redefine el rol de la política monetaria, estableciendo que esta será contractiva siempre que la inflación mensual se mantenga por encima de la inflación internacional —estimada en torno al 0,3%–0,4% mensual si se considera un promedio regional—, implica, la necesidad de sostener tasas de interés reales positivas de manera persistente.

18. Variación TEM -T13F6-



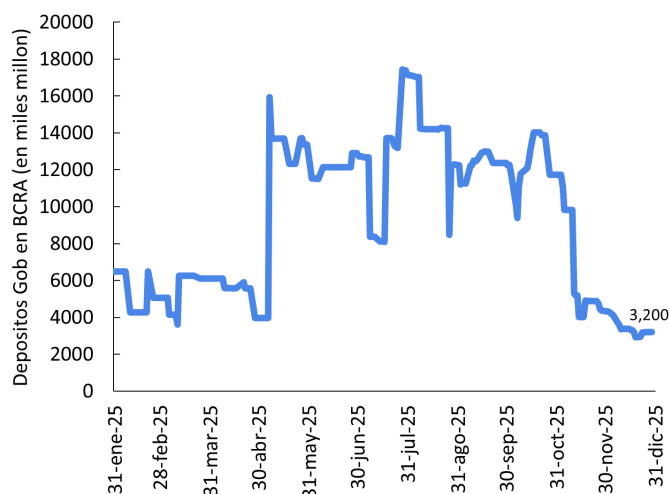
Si se proyecta una inflación anual en torno al 20%, la tasa de interés nominal debería ubicarse en un rango de 25% (1,8%–2% mensual) para garantizar rendimientos reales positivos. Este umbral, sin embargo, no constituye un techo rígido. En escenarios donde el tipo de cambio vuelva a mostrar episodios de inestabilidad —particularmente si fracasa el plan de acumulación de reservas anunciado—, la autoridad monetaria podría verse forzada a convalidar tasas aún más elevadas para preservar el equilibrio financiero y cambiario, tal como lo hizo a mediados del 2025.

6.2- Deuda en Pesos

En línea con lo anterior, la deuda en pesos sigue siendo un frente complejo en el corto plazo. Si bien se logró mejorar la maturity de la cartera (la cual pasó de 3 meses a 7 meses) los vencimientos en los meses de enero (23 billones), febrero (25 billones) y marzo (8 billones) ascienden a 56 billones de pesos.

Estos valores no son muy elevados, pero, el conflicto se encuentra del lado de los fondos necesarios para cubrir rolleos menores al 100% y con un Tesoro Nacional que cuenta con depósitos en el BCRA por tan solo 3.000 millones de pesos.

19. Pesos depositados por el Gob. en BCRA



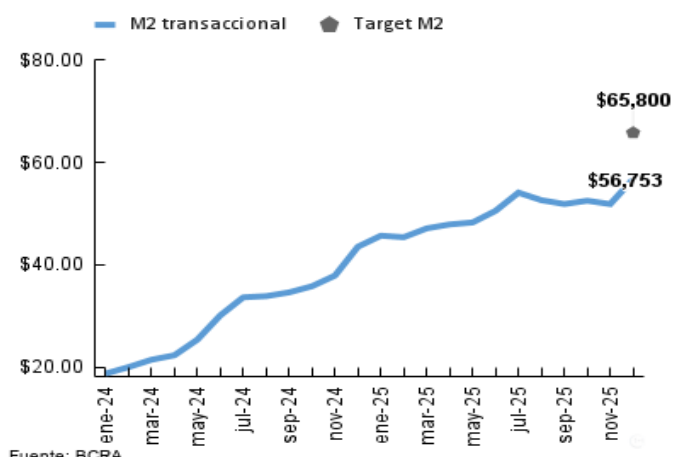
Fuente: BCRA

6.3 - Agregados monetarios

En el 2025 la BM se incrementó en un 47 %, los billetes en circulación un 41% y los encajes bancarios un 67%, por lo que estos últimos, pasaron de representar 33% de la base monetaria a un 39%.

En este marco, el Gobierno configuró un esquema de control de agregados monetarios siguiendo la evolución del m2 transaccional como referencia de demanda de dinero y como guía de política monetaria. Bajo este enfoque, el agregado se incrementó en un 30%, aunque se mantuvo en pesos a 10 billones del target previsto por el BCRA.

20. Evolución Target m2 transaccional y meta



Fuente: BCRA

De cara al 2026, el BCRA anticipa la continuidad de este régimen monetario, el cual acompañará la evolución de la demanda de dinero, en línea con el proceso de re monetización anunciado.

Bajo estos supuestos, se proyecta que la base monetaria aumente del 4,2% al 4,6% del PBI, lo que permitiría compras de divisas del orden de USD 10.000 millones, pudiendo extenderse adicionalmente en 1 p.p del PBI, si la demanda lo requiere, lo que implicaría una emisión estimada de entre \$20 y \$25 billones.

Este proceso de re monetización será clave, ya que como hemos expuesto en el informe de noviembre, constituye una condición necesaria para la expansión del crédito y la reactivación de la actividad.

Sin una recomposición sostenida del stock de pesos, el crecimiento del crédito seguirá limitado y la economía permanecerá atrapada en el equilibrio inestable que allí mencionamos. Solo resta esperar que los pesos emitidos para la compra de dólares se canalicen a financiar consumo e inversión y que no se filtren al atesoramiento de dólares.

De ocurrir lo segundo, el esquema podría volver a derivar en mayores presiones cambiarias, reavivando la volatilidad del tipo de cambio y forzando al BCRA a supeditar el régimen monetario, al cambiario, como fue en 2025, provocando intervenciones en el tipo de cambio, modificando encajes, interviniendo el mercado secundario y subiendo la tasa de interés.

7 - Balanza Comercial.

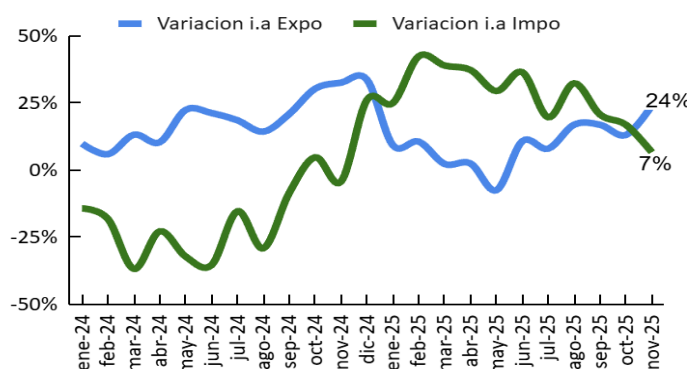
La balanza comercial del mes de noviembre fue superavitaria en USD 2.498 millones, convirtiéndose en el mejor mes del año.

Contribuyeron a este resultado, el incremento de las exportaciones con una variación interanual del 24,14 % (v.m 1,79 %), especialmente de origen primario,

las que se incrementaron en términos interanuales un 86,82 % (v.m 5,77 %)

Las importaciones, en cambio, crecieron un 6,56 % en términos interanuales con una fuerte caída del 21,75 % en términos mensuales. Esto se debe al adelantamiento de las importaciones producto del proceso electoral y al recalentamiento del tipo de cambio ocurrido en dicho momento.

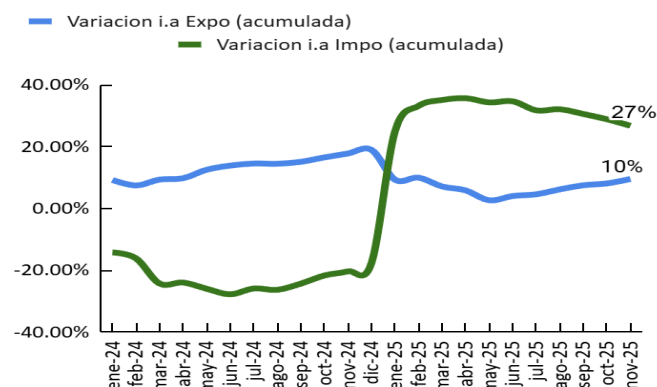
21. Evolución Var. i.a Exportaciones e Importaciones



Fuente: INDEC

En el acumulado anual, también se obtuvo un superávit de USD 9.270 millones, con un crecimiento de las exportaciones del 9,41 % y las importaciones en un 26,67 % en términos interanuales.

22. Evolución Var. i.a acumulada Exportaciones e Importaciones



Recordemos que el Presupuesto nacional prevé un déficit de la balanza comercial de - USD 5.752 millones.

Consideramos que es más probable que se dé el escenario del REM: una balanza superavitaria similar a la del 2025, especialmente por la gran campaña del sector agropecuario, con resultados muy promisorios, pero con precios internacionales a la baja, lo que compensará el mayor volumen. [Ver complejo agropecuario](#)

Nuestras proyecciones para diciembre, en forma conservadora, determinan un superávit de USD 10.770 millones en el año con las exportaciones creciendo un 9,66 % y las importaciones un 26,03%.

8 - Ingresos y Gasto Público.

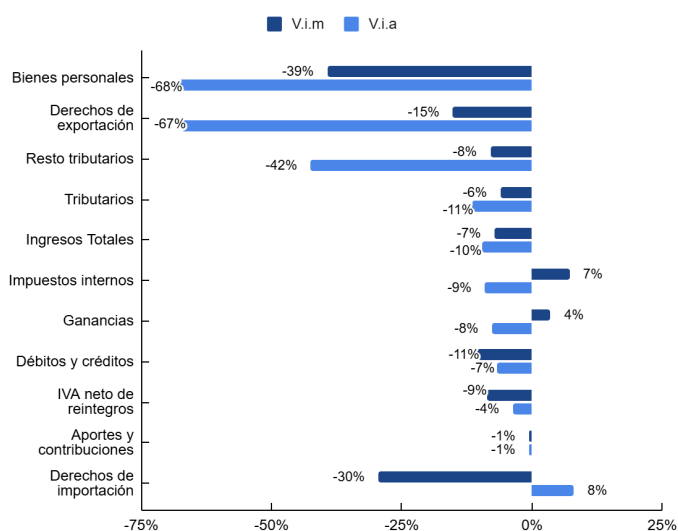
8.1 - Ingresos.

El lema central de la actual gestión es que el superávit fiscal no se negocia, y esto es lo que se ha visto mes tras mes a lo largo del 2025, donde el mismo se sostuvo de manera consistente a lo largo del 2025. Sin embargo, hacia el cierre del año comenzaron a emerger algunas tensiones por el lado de los ingresos, con un deterioro en términos reales, explicado por: finalización del Impuesto PAIS en dic/24, la necesidad de reducir y luego recalibrar las retenciones para acelerar la liquidación del complejo agroexportador, lo que impactó negativamente sobre los derechos de exportación, y por último, un desempeño más débil de los impuestos ligados al consumo y a la actividad como el IVA.

En noviembre, los ingresos tributarios totales (base caja) registraron una caída real del 7,2% respecto al mes previo y del 9,7% interanual, con variaciones: IVA: -8,6% mensual (-3,7% i.a.) Débitos y créditos: -10,6% mensual (-6,7% i.a.) Bienes personales: -39,3% mensual (-67,7% i.a.) Derechos de exportación: -15,2% mensual (-67,2% i.a.) Derechos de importación: -29,5% mensual

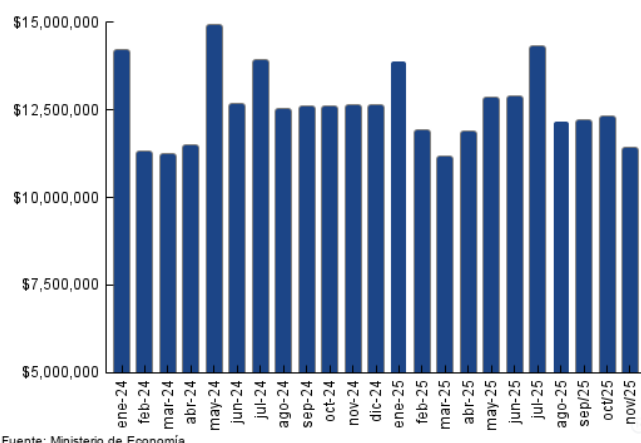
(aunque con +8,1% i.a.) El único desempeño relativamente positivo se observó en Ganancias (+3,6% mensual) e impuestos internos (+7,2%), aunque ambos continúan mostrando caídas en la comparación interanual.

23. Var i.a y i.m de los ingresos por categoría



Bajo este escenario la decisión de avanzar en una reducción de la carga impositiva parece difícil si se busca evitar tensiones en el corto plazo.

24. Evolución ingresos base caja 2024-2025



caja) se contrajo en noviembre un 18,9% real respecto al mes anterior y un 14,2% interanual, evidenciando una estrategia clara por parte del gobierno, la que consiste en ajustar el gasto en función de la recaudación para preservar el superávit y en forma completamente discrecional, ya que el hecho de estar trabajando con un presupuesto reconducido -opera el presupuesto del 2023- amplía el margen para postergar pagos y reasignar partidas, priorizando el resultado fiscal por sobre todo, tal como se observa en la partidas de Subsidios económicos: -34,4% mensual Transferencias a provincias: -34,7% Transferencias a universidades: -98,5%.

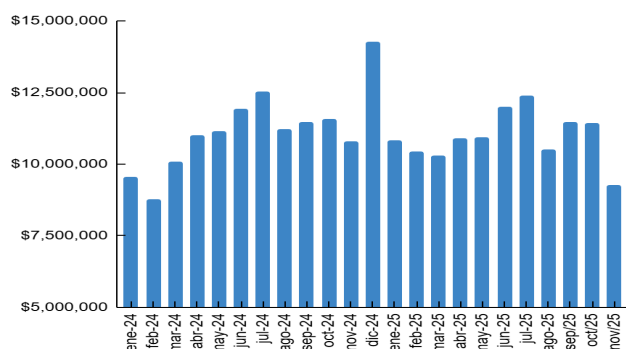
Esto permitió sostener el superávit primario y financiero, pero a costa de un aumento de la deuda flotante, la cual debería regularizarse en un futuro.

La falta de un presupuesto nacional actualizado, posibilitó este tipo de estrategia de ajustar discrecionalmente el gasto cuando la recaudación disminuye. Sin embargo para el año 2026 se cuenta con el presupuesto aprobado, por lo que no será tan sencillo poder evitar transferir las partidas correspondientes, además de que se presupone que los ingresos crecen en igual cuantía que los gastos, por lo que de caer la recaudación (por menor actividad y por menor nivel de retención) llevaría a que el sostenimiento por lo menos del superávit financiero entre en conflicto, obligando al gobierno a elegir entre mayor ajuste, aumentar el financiamiento vía deuda o devaluar para licuar el gasto.

8.2 - Gastos.

Del lado del gasto, la dinámica en el año fue el reflejo del ingreso, tal que el gasto público (base

25. Evolución del gasto base caja 2024-2025

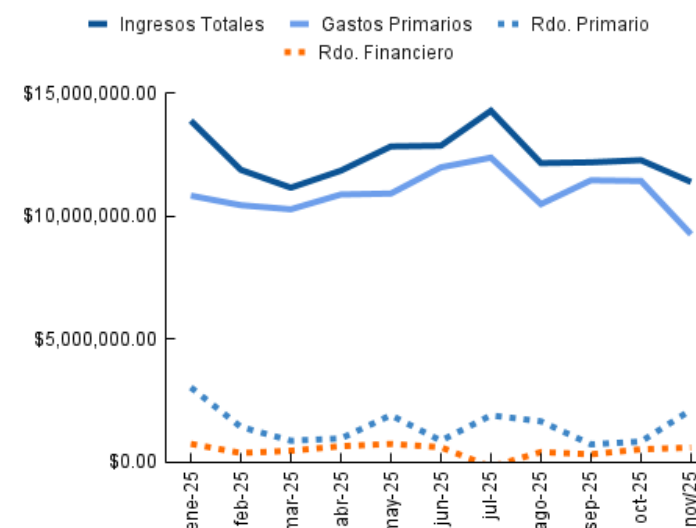


8.3 - Resultado Primario y Financiero.

El resultado primario de noviembre fue superavitario con una variación mensual del 151,98% (i.a. +17,27 %) necesario para poder absorber el pago de intereses netos cuya variación mensual real es de 386,78% (i.a. +13,27%).

El resultado financiero al igual que el resultado primario mostró un superávit del + 13,07% respecto del mes anterior (i.a. +27,89).

26. Evolución de Ingresos, Gasto y rdo Primario / Financiero base caja 2024-2025



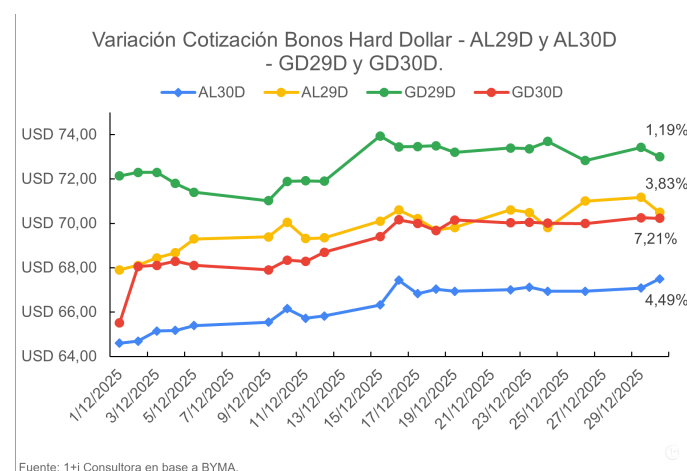
Fuente: Ministerio de Economía

9 - Mercados.

9.1 Bonos Hard Dollar.

A comienzo de año resultaba difícil de pensar un escenario donde los bonos pudieran recuperar tanto valor, sin embargo, las condiciones se dieron y así sucedió. Prácticamente toda la curva de vencimientos opera con T.I.R.es (Tasas Internas de Retorno) de un dígito, lo cuál empieza a delimitar un sendero a futuro para volver al mercado de deuda internacional. Sin embargo, a pesar de ver los bonos por encima de los USD 60, el camino no será fácil.

27. Variación Cotización Bonos Hard Dollar



Fuente: 1+i Consultora en base a BYMA.

Durante los primeros días de diciembre, el gobierno nacional emitió el BONAR 2029, con la intención de captar fondos y utilizarlos para cancelar la amortización de capital de los bonos, cuyos vencimientos operan en 2029 y 2030. Este se emitió con amortización tipo bullet (devuelve el capital al vencimiento) y con pagos de cupones semestrales a una TNA del 6,5%. No obstante, para que el costo de este financiamiento se mantenga en el nivel de la tasa mencionada, la emisión debía darse a la par, situación que no sucedió.

El gobierno terminó recibiendo USD 91 por cada USD 100 de Valor Nominal, es decir, recibió un total de USD 910 millones. Por lo tanto, se terminó endeudando a un costo financiero de 9,54% anual.

Será interesante ver qué alternativa, de las expuestas en la sección (7.1 Deuda en Dólares), utiliza el gobierno para enfrentar los vencimientos de enero

2026. Esto dará una señal clara al mercado y marcará el camino para los primeros meses del año.

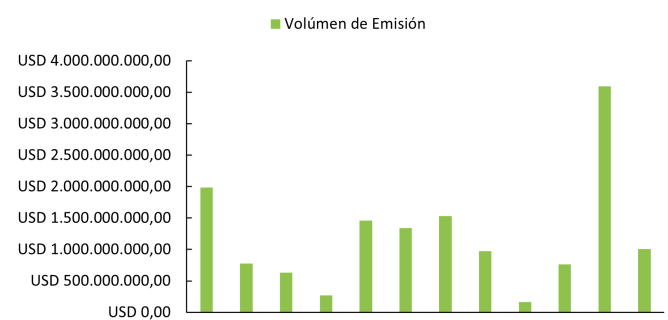
9.2 Bonos Corporativos (ON).

Hemos observado un buen nivel de emisiones de deuda por parte de empresas Argentinas. Este año se han emitido USD 4.000 millones más que en el año 2024.

El mes de noviembre fue el mejor mes, duplicando el valor máximo de emisiones que se había dado en julio de este año.

28. Emisión ON por mes

Volúmen de Emisión de O.N. por mes. Año 2025.



Fuente: 1+i Consultora en base a CNV.

La tasa promedio de estas emisiones se encuentra entre el 7,50% y 8,125%, lo cual es un dato alentador para las empresas, teniendo en cuenta que el gobierno nacional emitió el BONAR 2029 a una TIR del 9,58%.

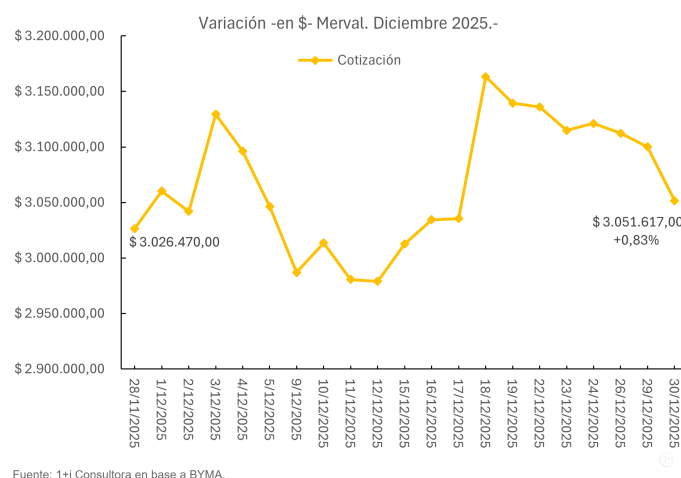
Consideramos que el mercado de capitales se continuará desarrollando, y seguirá ganando relevancia a la hora de tomar decisiones de financiamiento. Esto permitirá que un mayor número de empresas pueda financiarse en el mercado, a la par que favorece la entrada de capitales y compra de divisas por parte del BCRA.

Por lo expuesto, esperamos que las emisiones del 2026 superen las de este año.

9.3 Acciones.

Luego de la recuperación de valores post elecciones de medio término, vemos que el mercado mantiene cautela. En el mes de noviembre muchas empresas presentaron balances del 3er trimestre de 2025, lo que motivó una caída mensual del Merval del 2,58%, mientras que diciembre solo logró recuperar el 0,83%.

29. Evolución Índice Merval en pesos



Fuente: 1+i Consultora en base a BYMA.

Para un mejor desarrollo del mercado de capitales debe existir previsibilidad y estabilidad, y la situación actual genera incertidumbre debido a los continuos cambios en materia de política económica.

Consideramos que las claves para revertir esta situación son:

1. La aprobación del presupuesto para el año 2026,
2. El éxito en el plan de acumulación de reservas,
3. La aprobación de la reforma laboral (cuya tratativa será en febrero del próximo año),
4. La reforma impositiva y tributaria,

De darse reformas firmes, que marquen nuevos senderos para un mejor desarrollo de las empresas, creemos que las acciones serán atractivas para mantener en cartera durante los primeros 6 meses

del próximo año, principalmente en el sector energético y bancario.

9.4 Lecaps y Boncaps.

El año cerró con un nivel de tasas que deja ver nuevas incertidumbres en el horizonte. De acuerdo a lo detallado en el punto 6. Tasas de interés y curva de pesos durante el 2025 vimos períodos de estabilidad y otros de inestabilidad.

En los últimos días del mes de diciembre se empezó a ver un faltante de liquidez en el mercado, llegando la caución a operar en 140% TNA. Esto ocasionó ruido y una nueva, pero leve, suba de tasas.

Letras con tasa variable:

- Ajustables por CER. Como se ha detallado en puntos anteriores, consideramos que la inflación estará por encima de lo que dice el gobierno. Por este motivo, creemos que estos títulos son atractivos para evitar la exposición de saltos en la inflación.
- Ajustables por Dólar (dólar link). Si bien desde el gobierno intentan demostrar que los dólares ya no son un problema, creemos que pueden existir períodos de alta demanda de divisas, que van a ocasionar subas de su cotización. Por lo expresado, creemos conveniente tener estos títulos en nuestra cartera y evitar pérdidas por saltos en el tipo de cambio.
- Ajustables por Tasa Mayorista (TAMAR). Este tipo de letras es interesante, ya que nuestra inversión capitaliza diariamente a la tasa mayorista que calcula el BCRA. Esto quiere decir que, si se experimentan momentos de suba de tasa, es mejor estar posicionados en estos títulos que en títulos que ajustan a tasa fija. La posibilidad de ganar menos, se dará cuando la tasa mayorista se encuentre por debajo de la tasa que hayamos podido alcanzar al adquirir las letras a tasa fija. Desde nuestro punto de vista, el año que viene se darán momentos de volatilidad en las tasas, por este

motivo, debemos tener en nuestra cartera este tipo de títulos.

Consideramos que estos días se vio una gran demanda de liquidez, situación que no seguirá dándose con el paso de los días y se normalice el mercado de dinero tras un posible menor rolleo en la primera licitación del 14 de enero. Por otro lado, creemos que en los primeros meses del año las tasas cortas (plazo inferior a 60 días) se ubicarán en torno al 3% y las largas (plazo superior a los 60 días) entre el 2,5% y 3%.

10 - Complejo Agropecuario.

La campaña 2025/26 podría llegar a una cosecha total cercana a los 145 millones de toneladas, con una producción de magnitud muy significativa en todos los cultivos.

La triguera 2025/26 se encamina a un récord de producción (Aprox 27,8 millones de tn BCBAs), debido al incremento de la superficie sembrada de 6,3 millones de ha (Mha). a 6,7 Mha. y con rindes de unos 42,9 qq por ha, cuando el promedio histórico es de 30 qq por ha. Esto tiene que ver con la mejora en tecnología introducida y con una situación climática muy favorable.

A nivel global, la producción de trigo se mantiene elevada, con stocks cómodos y fuerte competencia entre exportadores tradicionales. En ese escenario, países como la Argentina logran colocar más volumen, pero a precios significativamente menores (estima IERAL precio promedio FOB de USD 200 Tn), lo que limita el impacto macroeconómico del récord productivo.

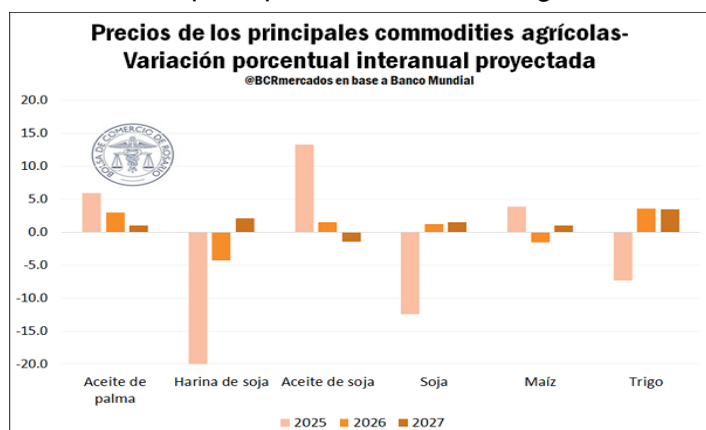
Por ello, el aporte de dólares del cereal no alcanzará máximos históricos debido a la caída de los precios internacionales, que licúa el impacto positivo del mayor volumen exportable. El dato revela cómo, aún con más toneladas, el ingreso de divisas depende cada vez más de un contexto global que hoy juega en contra. Las ventas externas rondarán, pese a

exportarse un 37% más de volumen versus el último ciclo, los US\$3500 millones, por debajo de los US\$4700 millones de 2021/2022 (Estimación IERAL).

10.1 Perspectiva 2026 para el sector

Tras una contracción estimada del 6% en 2025, el Grupo Banco Mundial proyecta que el índice de precios de los alimentos – compuesto por cereales, harinas y aceites y otros alimentos – se mantendría estable durante 2026 y 2027. El sector agrícola presenta un panorama complejo, caracterizado por una oferta robusta que presiona los precios a la baja, mientras los costos de los insumos claves muestran una tendencia alcista, generando una compresión de márgenes.

30. Precio principales commodities agrícolas



En síntesis: la Argentina tiene que evitar que la única salida para los excedentes del consumo interno sea la exportación de granos sin procesar, a costa del desplome de precios. Eso no le conviene a los productores ni a las cuentas del país. Hay que agregar valor en origen aprovechando que hay demanda interna y externa por biocombustibles.

11 - Conclusiones.

La evolución de la economía argentina en 2026 estará determinada, en gran medida, por la interacción entre tres variables claves: la capacidad

de acumulación de reservas, el acceso al financiamiento en moneda extranjera y la estabilidad del esquema cambiario. A partir de estos ejes, es posible delinear tres escenarios, uno favorable, uno base y uno desfavorable.

12 - Escenario.

12.1 Escenario favorable.

El Gobierno logra avanzar de manera consistente en su programa de acumulación de reservas, combinando compras de dólares en el MULC y con ingresos de capitales por medio de la inversión extranjera directa, logrando disminuir el riesgo país y con mayor acceso al mercado de crédito para rollear el vencimiento de capital de la deuda. En ese contexto la meta de compras de entre USD 10.000 y 17.000 millones de dólares resulta alcanzable

Esto permite fortalecer la hoja de Balances del BCRA y anclar las expectativas, por lo que el tipo de cambio permanece dentro de las bandas y mantiene una dinámica previsible. La inflación continúa desacelerando a un ritmo acelerado convergiendo a valores del 15-18%. En este marco, la tasa de política monetaria sigue siendo restrictiva pero con tasas reales positivas más bajas. Por último, esto permite que se consolide una senda de crecimiento impulsada por inversión y consumo, el cual se vería avigorado por una recomposición del salario real.

De darse este escenario, consideramos que nuestra cartera deberá estar compuesta por acciones argentinas, letras de corto y largo plazo a tasa fija, y letras que ajusten por tasa TAMAR (tasa mayorista).

12.2 Escenario base.

El escenario base (el que consideramos más probable) describe una economía que mejora, aunque no logra resolver plenamente sus desequilibrios estructurales.

La acumulación de reservas avanza, pero de forma parcial: las compras en el MULC resultan insuficientes por sí solas y dependen fuertemente de ingresos puntuales de capitales y de un manejo activo de la deuda.

El Gobierno consigue cumplir con los vencimientos de corto plazo mediante una combinación de repos, uso limitado de swaps y colocaciones selectivas, lo que permite ganar tiempo, aunque a costa de un perfil de deuda más concentrado hacia 2027. Las reservas netas mejoran marginalmente, pero continúan siendo un factor de vulnerabilidad.

El tipo de cambio se mantiene relativamente estable, aunque con episodios de volatilidad ante shocks externos o eventos de confianza. La tasa de interés debe permanecer elevada para sostener la demanda de pesos y evitar presiones cambiarias, lo que limita la expansión del crédito. En este marco, la inflación se estabiliza en torno al 18%-22% anual, alineada con las expectativas del mercado, mientras que el crecimiento económico ronda el 3%, apoyado más en sectores puntuales (minería, energía y agro) que en una expansión generalizada.

En este escenario consideramos conveniente armar una cartera de inversión con una mayor posición en letras de corto y mediano plazo para aprovechar las tasas que sostengan la demanda de pesos, sobreponderando posicionamiento en TAMAR a fin de capturar periodos de inestabilidad en las tasas. Para disminuir la exposición a saltos inflacionarios o en el tipo de cambio, nos posicionamos también en letras que ajustan por CER o dólar link. Por último, en lo que respecta a acciones, buscaremos una pequeña exposición para aprovechar subas que puedan darse en momentos de mayor confianza.

12.3 Escenario desfavorable.

Este escenario es consistente con un proceso de re monetización incompleto, donde la estabilidad se sostiene más por administración que por un cambio de expectativas.

El escenario más adverso se materializa si el programa de acumulación de reservas fracasa o resulta claramente insuficiente frente a la demanda de divisas de la economía, lo que tensiona el esquema cambiario.

En este contexto, el Gobierno enfrenta serias dificultades para cumplir con los vencimientos de deuda sin recurrir de manera intensiva a repos, swaps u otros mecanismos extraordinarios. Las reservas netas permanecen en terreno negativo o se deterioran aún más, erosionando la credibilidad del programa económico, lo que lleva a una calibración del esquema cambiario y donde para contener la presión cambiaria y evitar una aceleración inflacionaria, la autoridad monetaria se ve obligada a convalidar tasas de interés significativamente más altas, profundizando el squeeze monetario.

La inflación se desacelera menos de lo esperado o incluso vuelve a acelerarse, mientras que la actividad económica se resiente, con un crecimiento débil o nulo. En este escenario, la prioridad vuelve a ser la estabilidad nominal de corto plazo.

Dado este escenario, consideramos ideal tomar una mayor posición en letras que ajustan por CER, dólar link y TAMAR, disminuyendo en nuestra cartera el impacto de saltos en la inflación y en el tipo de cambio. Por otro lado, iremos comprando dólares y colocando los mismos en bonos corporativos. Por último, no vemos viable tomar posición en acciones argentinas.

DISCLAIMER

La información, análisis, proyecciones, opiniones y recomendaciones contenidos en este documento y/o en cualquier otro material provisto por 1+i Consultora tienen carácter exclusivamente informativo y orientativo y no constituyen asesoramiento profesional específico para una situación particular.

El contenido del presente informe se basa en información pública que se considera confiable, pero no garantiza la exactitud, integridad, actualidad ni la fiabilidad absoluta de dicha información, ni que los resultados previstos ocurran en la realidad.

El uso de cualquier informe, recomendación o análisis provisto por la Consultora es a criterio y responsabilidad exclusiva del destinatario. 1+i Consultora, no asume responsabilidad alguna por pérdidas, daños, costos o perjuicios de cualquier tipo que puedan surgir directa o indirectamente del uso, interpretación o aplicación de la información proporcionada, incluyendo, sin limitación, decisiones de inversión, acciones empresariales o determinaciones fiscales o económicas.

X @1iconsultora
@1iconsultora
✉ contacto@1iconsultora.com

