

MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

“Perspectivas Económicas: El Desafío de la Remonetización”

28 de noviembre de 2025

**Inversiones
impulsadas por expertos**



Baja del Riesgo País

Pasado el proceso electoral, los activos soberanos mejoraron sus paridades y bajaron el spread con respecto a la tasa libre de riesgo.

Es un buen avance, pero todavía estamos a más de 100 puntos del spread relativo de nuestros comparables regionales.

Estabilidad Cambiaria

El tipo de cambio mayorista se alejó levemente del nivel del techo de la banda y bajó su volatilidad.

Pero la flotación se está dando con controles y muy cerca de ese techo de la banda, lo que deja poco margen de acción.

Nuevos Niveles para las Tasas

Nuevo equilibrio entre tasa en dólares, tasas reales y tasas nominales.

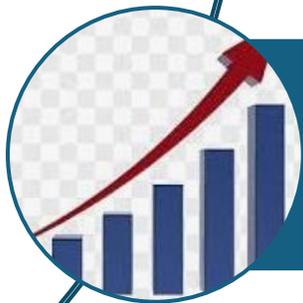
BCRA activo buscando estabilidad de tasas cortas y promover la extensión de plazos para ayudar al Tesoro a rollear deuda.



Volver al mercado de capitales, para evitar que el Tesoro siga siendo una esponja de dólares y cambie los puntos de equilibrio.



Sumar **estabilidad económica y financiera**, para generar las condiciones que promuevan la recuperación de la demanda real de dinero, del crédito y de las inversiones con un horizonte temporal más largo.



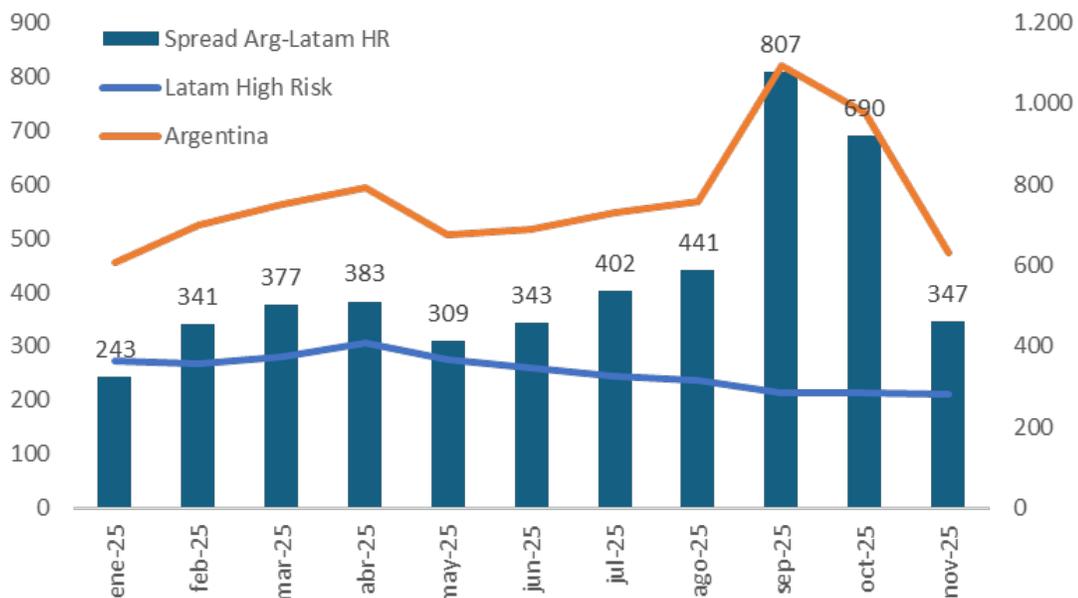
Potenciar el crecimiento económico, para consolidar el equilibrio fiscal y para generar puestos genuinos de trabajo. El crecimiento es el contexto ideal para implementar reformas exitosas.

Volver al Mercado de Capitales

- Las tasas se están acomodando para poder hacer alguna operación por debajo del 9%. El problema parecen ser las garantías y el plazo, para un mercado que tiene muy frescos los problemas recientes de la deuda local.
- Los fundamentos parecen estar por arriba de las valuaciones, excepto en un aspecto, el nivel de reservas que no se ha logrado consolidar y que todavía no muestra una política clara de acumulación.
- El apoyo de Estados Unidos es muy fuerte para la deuda en circulación, pero enfrenta sus propias limitaciones políticas internas para garantizar nuevas emisiones.
- Todavía queda un largo camino para terminar de recortar la brecha que se abrió en el año versus comparables de la región.

	ene-25	Actual	Diferencia
UST 10 y	4,70	4,01	-0,69
EMBI Arg	6,06	6,54	0,48
Latam HR	3,63	2,84	-0,79
Arg Neto	2,43	3,70	1,27
Tasa Referencia	10,8	10,6	-0,2

Spread versus Latam High Risk



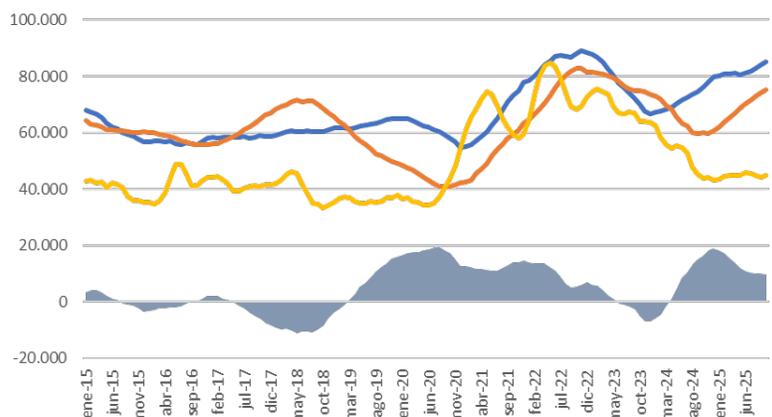
Riesgo País en América Latina

Fecha	ene-25	sep-25	oct-25	nov-25	25-nov-25	Variación	
						vs Ene-25	vs Sep-25
Uruguay	92	70	69	71	75	-16	5
Chile	121	101	99	98	102	-20	1
Latam Low Risk	154	121	122	123	128	-26	7
Perú	157	124	123	125	130	-27	6
Paraguay	167	125	123	124	131	-36	6
Brasil	233	187	195	196	203	-30	16
EMBI GLOBAL	294	264	255	242	250	-44	-14
México	313	223	219	224	234	-80	10
Colombia	325	256	262	250	283	-43	27
Honduras	398	272	285	304	263	-135	-10
Latam High Risk	359	286	285	283	284	-75	-2
El Salvador	400	387	376	352	358	-42	-28
Argentina	579	1.091	975	629	654	75	-437
Ecuador	1.090	727	783	681	595	-495	-132

El Equilibrio del Mercado Cambiario

- El principal interrogante hoy pasa por entender si el techo de la banda es suficiente para absorber shocks y lograr el equilibrio entre oferta y demanda de dólares.
- Pero ese equilibrio requiere incorporar al análisis la necesidad de acumular reservas, aunque sea en un nivel menor al que pide el FMI.
- El equilibrio comercial todavía luce saludable a pesar del aumento en el ritmo de las importaciones. El crecimiento de las exportaciones ayuda en esa dirección, ya que estamos cerca de los máximos recientes, aunque a nivel precios estamos claramente por debajo.
- Turismo y servicios seguramente recuperen un escalón en los próximos meses, la duda es hasta que nivel baja el atesoramiento y cuánto ingresa de manera constante de Préstamos Financieros.
- Hoy la ecuación cierra hacia adelante con USD 1.000 millones de ingresos mensuales de préstamos financieros. Si el Tesoro necesita hacerse de los dólares en el mercado local, esa cifra debería subir hasta compensar la diferencia o se requeriría un nivel de tipo de cambio más alto que haga bajar el resto de los factores de demanda. Ese es el desafío.

Saldo Comercial alto a pesar de bajo precio de la soja



Oferta y Demanda de Dólares: Pre y Post Flotación

USD Millones x Mes	Pre Flotación					12M	Expectativa 2026	
	I-25	II-25	jul-25	ago-25	sep-25		Mes	Año
EXPORTACIONES	5.860	8.068	10.175	6.601	12.853	89.287	7.500	90.000
Cereales y Oleaginosas	2.066	3.518	4.933	2.132	8.035	37.992	3.200	38.400
Petróleo, Gas y Electricidad	756	1.029	1.186	909	980	10.507	900	10.800
Minería	351	520	557	371	491	5.154	450	5.400
Resto	2.687	3.001	3.499	3.189	3.347	35.634	2.950	35.400
PRÉSTAMOS FINANCIEROS	1.538	1.171	1.666	1.998	1.458	17.374	1.000	12.000
DEMANDA NETA	7.244	10.063	11.979	8.834	13.492	106.484	8.500	102.000
Importaciones	5.548	5.930	6.286	5.741	5.844	68.727	6.250	75.000
Petróleo, Gas y Electricidad	347	422	749	570	438	5.058	400	4.800
Resto	5.201	5.508	5.537	5.171	5.406	63.669	5.850	70.200
Demanda Estructural	1.696	4.133	5.694	3.093	7.648	37.757	2.250	27.000
Turismo	917	871	817	690	685	9.305	800	9.600
Atesoramiento	-179	3.099	5.436	3.201	6.545	23.387	1.000	12.000
Resto	-580	-1.008	-559	-797	418	5.066	450	5.400

Primeros meses sin todos los jugadores con su operatoria normal en el mercado.



La clave pasa por entender cuál es la necesidad neta de divisas del Tesoro.



A partir de ahí, se podrá entender mejor el punto de equilibrio y la capacidad de acumulación de reservas.



Luego viene la discusión de quién compra: ¿Tesoro o BCRA?

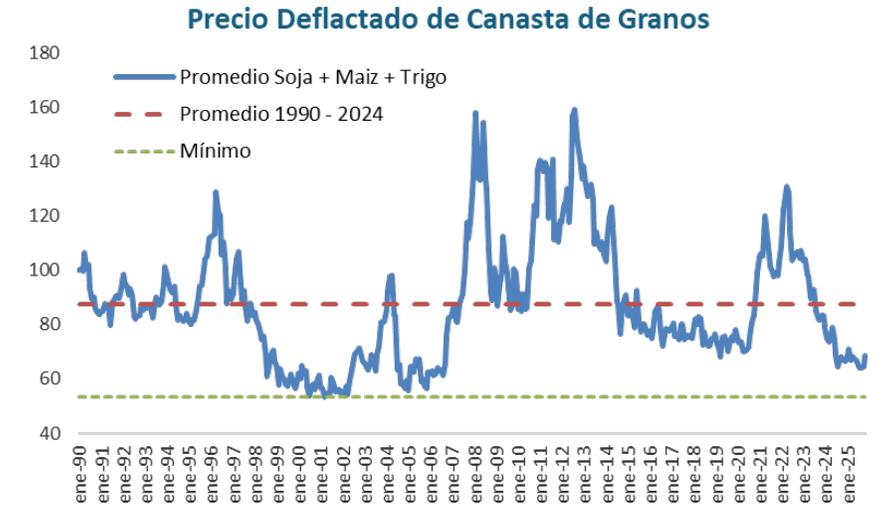
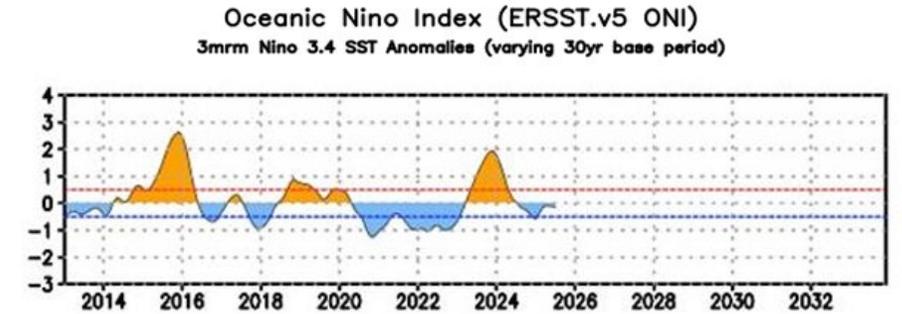
¿Qué esperar del Sector Agrícola?

- El agro sigue siendo el principal factor de oferta de divisas, el equilibrio cambiario siempre depende de cómo le va a la producción y a los precios. Una primera mirada de las campaña en curso arroja resultado razonablemente buenos.
- El mayor grado de incertidumbre estará en el efecto precio, que se ha recuperado en los últimos 3 meses, pero solamente 23% arriba de los mínimos históricos en términos reales, 25% abajo del promedio y 59% debajo de los máximos.

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN AGROPECUARIA

	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025-2026	Var %
Soja (Mill Tn)	46.218	43.861	25.044	50.500	50.300	48.000	-4,6%
Girasol (Mill Tn)	3.247	4.050	5.018	3.600	4.100	5.000	22,0%
Trigo (Mill Tn)	17.644	22.150	12.556	15.100	19.500	25.500	30,8%
Maíz (Mill Tn)	60.526	59.037	41.410	46.500	49.500	54.400	9,9%
Sorgo (Mill Tn)	3.319	2.883	1.610	3.000	3.250	2.950	-9,2%
Cebada (Mill Tn)	4.036	5.280	4.696	5.000	5.150	5.000	-2,9%
TOTAL (Mill Tn))	134.991	137.262	90.334	123.700	131.800	140.850	6,9%
Var %	-0,2%	1,7%	-34,2%	36,9%	6,5%	6,9%	
TOTAL (Mill u\$s)	40.354	49.176	31.469	38.624	34.342	36.711	6,9%
Precio Promedio base'00	68,1	81,6	79,3	71,1	59,3	59,3	0,0%

	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-2025	2025-2026
FASE DOMINANTE	Inicio Niña multianual)	La Niña (2° año)	La Niña (3° año)	El Niño 2023-24	Niña débil a Neutral.	Niña Débil a Neutral
INTENSIDAD	Efecto Niña Multianual			Niño fuerte (top 5 histórico)	Niña débil implica inestabilidad por regiones y por ciclos	
IMPACTO	Comienza Problema Hídrico	Sequía zona núcleo	Sequía zona núcleo	Recarga hídrica parcial	Variabilidad espacial	Verano caluroso, pero sin sequía multianual

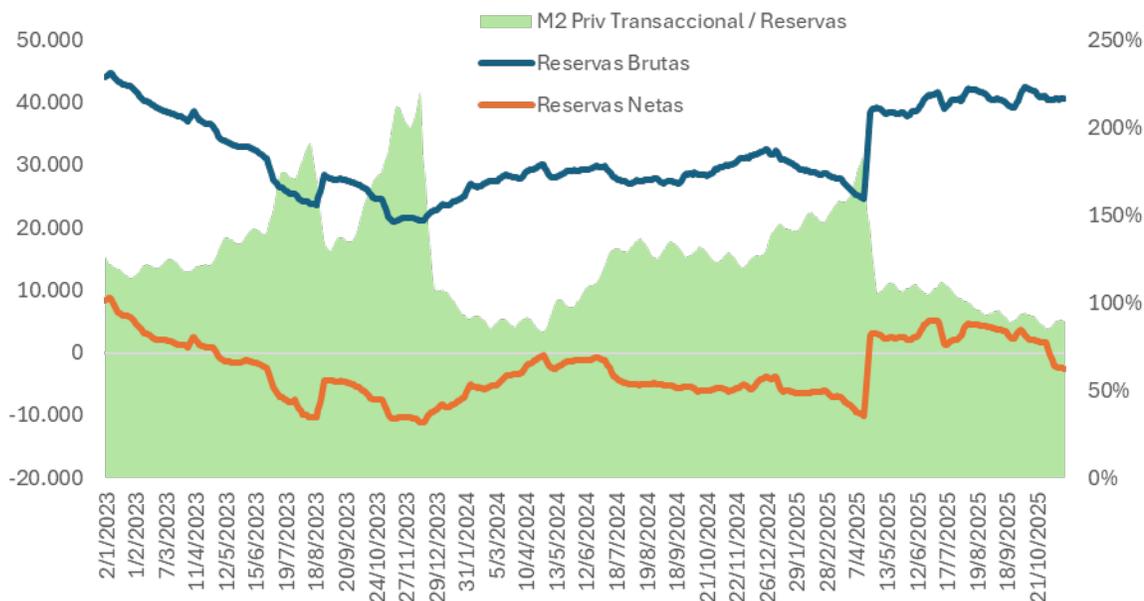


Estamos ante una campaña que tiene buena intención de siembra, pero que se ha desplazado de soja hacia maíz y trigo. El factor clima parece jugar bastante neutro, aunque puede haber ciclos de stress temporales y con heterogeneidad regional. Dependerá de cómo impacta en los ciclos clave de cada cultivo para definir el volumen total de producción.

El Balance del BCRA y el Nivel de Reservas

- La acumulación de reservas sigue siendo el punto más débil del programa económico. Se ha logrado crecer en Reservas Brutas y en capacidad de intervención, pero no en Reservas Netas.
- La cobertura de los pasivos monetarios está mejor, pero es un proceso que debe seguir avanzando y necesita hacerlo sobre una base genuina. Si el BCRA lo hace mediante compras en el mercado, expande la cantidad de pesos, pero no mejora la relación entre activos en dólares y pasivos en pesos.
- Si es el Tesoro el que recompra Letras Intransferibles, puede sanear el activo. Pero para eso necesita endeudarse en moneda extranjera y hacerlo con un perfil de vencimientos que no complique el programa financiero de mediano plazo. Todos procesos desafiantes.

Dinámica reciente de las Reservas del BCRA



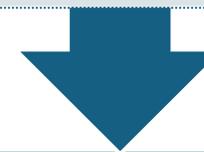
	25/11/2025
RESERVAS BRUTAS	40.773
Encajes	16.224
Swap China	18.283
Swap EE.UU.	2.500
Deuda con OOI (incluye BIS y ALADI)	100
SEDESA más otros repos menores a 1y	3.295
Pagos Bopreal 12 meses	3.000
RESERVAS NETAS	-2.628

- El equipo económico ha insistido sobre la continuidad de la política de bandas y la correcta calibración del techo. Los argumentos utilizados son claros, pero llevan también a la necesidad de contar con un elevado nivel de reservas que permitan sostener el techo de la banda aún en escenarios de shock.
- Ese aspecto todavía no luce como prioritario en la agenda, lo que lleva necesariamente a ser muy cautos con la recuperación de la demanda real de dinero y la cantidad de pesos.
- Si se remonetiza muy rápido la economía, puede convertirse enseguida en un factor de stress.
- Por eso es clave cómo se gestione esa transición, sabiendo que en 2027 puede existir nuevamente un ciclo de stress político.

El dilema es cómo acumular dólares sin que eso implique hacer crecer demasiado la cantidad de pesos.

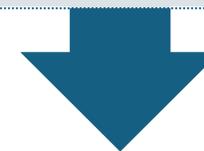
Inestabilidad de la Demanda Real de Dinero

Leen el nivel de atesoramiento récord de los últimos meses como un cambio en la demanda real de dinero. Esa volatilidad es imposible de sobrellevar con muchos pesos y pocos dólares.



Mercado Cambiario de Bajo Volumen.

Es producto del bajo intercambio comercial y de las regulaciones vigentes. Pero un mercado de poco volumen tiene mayor volatilidad.



Incidencia Política

Posturas económicas muy dispares entre las distintas fuerzas políticas hacen que cualquier cambio en la intención de voto del electorado lleve a una recalibración de expectativas muy fuertes.

¿Hasta dónde llega la demanda real de dinero?

- Si usamos al M2 Privado como referencia, la demanda real de dinero pasó de 6,4% del PBI en el primer trimestre de 2025 a 5,5% luego del proceso electoral. Ahí se observa la mencionada inestabilidad. Esos 0,9% del PBI equivalen a \$8,1 billones menos.
- El interrogante es cuánto se puede recuperar en el próximo año. Volver a los niveles de enero implica crecer 15% en términos reales. Pero posiblemente ese no sea un techo. Es más, el M2 Privado Transaccional en 2021 era de 9,2% del PBI.
- La disyuntiva es a qué velocidad se produce la remonetización y de dónde surgen los pesos necesarios para una economía que vuelve a crecer.
- Esto sin olvidarnos que en 2027 el ciclo puede revertirse nuevamente y volver a generar presión sobre el tipo de cambio. Por eso tendemos a asignarle más probabilidades a escenarios cautelosos de inyección de pesos.
- El crédito en pesos debería recuperar la senda de crecimiento y eso implica necesidad de caja de los bancos.

¿Qué está pasando con los Agregados Monetarios?

En Pts PBI	2021	abr-24	IV-24	I-25	II-25	III-25	oct-25	nov-25
Circulante	3,9%	1,6%	2,1%	2,5%	2,4%	2,5%	2,4%	2,3%
Base Monetaria	6,1%	2,7%	3,7%	4,2%	4,3%	4,6%	4,4%	4,4%
Medios de Pago (M2)	11,8%	7,9%	8,6%	8,9%	9,0%	8,7%	8,3%	8,1%
M2 Privado Transaccional	9,2%	4,7%	5,7%	6,4%	6,1%	6,0%	5,7%	5,5%
Masa Monetaria (M3)	20,5%	14,7%	15,4%	16,5%	16,4%	16,2%	16,0%	15,8%
Préstamos	6,8%	4,3%	6,8%	7,9%	8,6%	8,8%	9,0%	9,0%
Uso de Capac. Prestable	47,2%	35,7%	58,1%	64,2%	71,3%	76,3%	77,7%	79,0%

Fuerte caída del M2 Privado transaccional durante el proceso electoral.

¿De dónde pueden venir los pesos?

- Si bien está claro que para 2026 la economía necesita, y el mercado espera, una remonetización. Todavía quedan muchas dudas sobre la velocidad de ese proceso y sobre las formas en que se puede dar.
- El desafío de la monetización es muy grande. Volver a niveles de 2021 implica que la BM crezca en términos reales más de un 35%. ¿Es factible en un solo año?
- Todo hace pensar que es un proceso que puede llevar algo más de tiempo, porque implica un riesgo asociado si en algún momento de revierte la tendencia.

	Año 2021	Nivel Actual		DIFERENCIA	
	Pts PBI	Arg\$ B	Pts PBI	Arg\$ B	Pts PBI
Circulante	3,9%	21,4	2,3%	14,8	1,6%
Efectivo en Bancos	0,5%	2,1	0,2%	2,6	0,3%
Encajes en BCRA	1,6%	17,4	1,9%	-2,0	-0,2%
Base Monetaria	6,1%	40,9	4,4%	15,4	1,7%
Medios de Pago	11,8%	75,4	8,1%	34,6	3,7%
Me Priv Transaccional	9,2%	51,5	5,5%	34,1	3,7%

Compra de USD del BCRA

Implica una inyección directa de pesos, pero no necesariamente es demanda genuina, porque la liquidación es obligatoria.

Si la recuperación se da en 1 año, implica comprar USD 10.000 millones.

Baja de Encajes

El margen para bajar encajes es acotado, hoy la alícuota implícita es apenas 2 puntos superior al promedio histórico.

Se pueden liberar \$2 billones, pero baja la BM. El problema es con los encajes en especie. Si bajan puede complicar el rollo de la deuda en pesos.

Operaciones de Mercado Abierto

Es la alternativa que tiene el BCRA si no quiere presionar en el mercado cambiario. Se puede usar como complemento.

Genera expansión de pesos sin aumento de reservas. Lleva a incumplir meta de AIN con FMI.

Deuda en USD del Tesoro + Punto Anker

Si se le reabre el mercado al Tesoro afuera, puede vender esos dólares al BCRA y recuperar así capacidad de seguir usando el “punto Anker”

En este caso, la emisión monetaria es similar a la compra de USD del BCRA, pero sin presión sobre el mercado cambiario. ¿Hasta cuánto se puede endeudar el Tesoro?

El equilibrio de las tasas de Interés.

- Después del proceso electoral hubo una fuerte corrección de las Tasas Reales de Interés. Inclusive las tasas cortas están operando en niveles negativos en términos reales.
- La expectativa del mercado, implícita en el arbitraje entre instrumentos, luce algo alta en línea con el escenario base de sostenimiento de las bandas cambiarias.
- Si el tipo de cambio va por debajo de lo esperado, hay todavía margen para que sigan comprimiendo la inflación esperada y las tasas reales de interés.
- Hoy el freno a la baja del Riesgo País parece haberle puesto un piso más alto a las tasas reales en pesos. Este es otro de los motivos por los cuales cada vez es más importante lograr un regreso rápido al mercado de capitales para emitir deuda en dólares.
- Por ahora el BCRA mantiene la estrategia de bajar las tasas cortas. Ayer insistió en esa línea poniendo un cupo máximo de caución para los FCI Money Market.
- Pareciera estar buscando una pendiente positiva que ayude al Tesoro a estirar la duration de la deuda en pesos. Esperamos que en las próximas semanas sigan avanzando en esa línea, porque justamente la concentración de vencimientos de deuda en pesos es el factor que más stress puede generar para las curvas en pesos y para la liquidez de los bancos.

Tasas Reales de Interés

	I-25	abr-25	may-25	jun-25	jul-25	ago-25	sep-25	oct-25	nov-25
Caución 1 día	28%	28%	24%	28%	31%	45%	34%	42%	20%
Real	-5%	-10%	-10%	2%	7%	17%	6%	11%	-9%
TAMAR	31%	35%	34%	34%	34%	53%	52%	52%	32%
Real	-3%	-5%	-2%	6%	10%	24%	21%	18%	0%
Personales	69%	71%	72%	73%	70%	74%	82%	84%	75%
Real	25%	20%	25%	37%	39%	41%	44%	43%	33%
Adelantos	37%	41%	37%	37%	47%	76%	57%	79%	36%
Real	1%	-1%	0%	8%	21%	42%	25%	40%	3%
Call Bancos	34%	34%	32%	33%	37%	69%	46%	65%	26%
Real	-1%	-5%	-4%	6%	12%	36%	16%	29%	-4%
Inflación 3m Anual.	35%	42%	37%	26%	22%	24%	26%	28%	31%

TEA	30	90	180	360
Tasa Fija	28,6%	34,6%	35,5%	34,6%
CER	8,0%	6,4%	7,4%	8,0%
Dollar Linked	6,4%	4,4%	3,8%	5,6%
TAMAR	-5,9%	2,7%	4,9%	5,8%
Sintético	1,0%	4,6%	6,1%	7,4%
Tasa Fija	28,6%	34,6%	35,5%	34,6%
Futuro	27,3%	28,7%	27,7%	25,3%

Mirada 12 meses	TEM	TEA
Tasa Fija	2,51%	34,6%
CER	0,64%	8,0%
Dollar Linked	0,46%	5,6%
TAMAR	0,47%	5,8%
Inflación de Equilibrio	1,85%	24,6%
Depreciación de Equilibrio	2,04%	27,4%
TAMAR de Equilibrio	2,02%	27,2%

El mercado tiene puesto en precios niveles de devaluación e inflación que luces altos para un escenario en donde se mantiene el actual techo de la banda cambiaria. Para que Tasa Fija y DLK estén en equilibrio, el TCN a un año tendría que estar 10 puntos arriba del techo de la banda proyectada.

¿Qué pasa con la Liquidez de los Bancos?

- El BCRA empieza a tomar decisiones para ayudar a los bancos a recomponer su caja. Sabe que necesitan liquidez para poder crecer en crédito sin sacrificar su posición en títulos públicos.
- Si necesitan resignar activos del Tesoro, el rolleo y eventualmente el “Punto Anker” pueden ser imposibles de sostener sin un fuerte impacto en tasas de interés.
- Desde fines de octubre se frenó la expansión del crédito en pesos, pero es esperable que con tasas más bajas se recupere la demanda. El interrogante es hasta donde pueden avanzar los bancos sin presionar sobre las tasas.
- La banca sigue con una posición alta de títulos, que se vio potenciada por el efecto ganancia post elecciones. Si estaba en cuentas de inversión, ahora el costo de pasarlo a mercado es mucho menor.
- Los bancos necesitan revertir el mal trago de los resultados del segundo trimestre.

La Posición de los Bancos en el MUNDO PESOS

Datos en Arg\$ Billones	Saldo Promedio					Variación Reciente	
	jun-25	sep-25	oct-25	nov-25	25/11/25	Arg\$	En %
PN y Resto Neto	39,4	46,5	46,5	50,6	48,9	2,4	5,2%
Depósitos \$	122,8	131,7	134,7	135,6	138,0	3,3	2,4%
Encajes	16,0	19,9	19,0	19,7	19,9	0,9	4,6%
BCRA	13,8	17,9	16,9	17,6	17,8	0,8	4,9%
Efectivo	2,2	2,0	2,1	2,1	2,2	0,1	2,9%
Capacidad Prestable \$	106,9	111,8	115,6	115,9	118,0	2,4	2,1%
	jun-25	sep-25	oct-25	nov-25	25/11/25	Arg\$	En %
Títulos Públicos \$	69,7	73,7	73,6	76,4	76,4	2,8	3,7%
Lefis	9,7	0,0	0,0	0,0	0	0,0	0,0%
Resto (Lecaps-CER)	60,1	73,7	73,6	76,4	76,4	2,8	3,7%
Préstamos \$	76,5	84,6	88,4	90,1	90,5	2,1	2,3%
Activo a Tasa	146,2	158,3	162,1	166,5	166,9	4,8	3,0%

LIQUIDEZ BANCARIA: DINÁMICA RECIENTE

Arg\$ Mill x mes	I-25	II-25	jul-25	ago-25	sep-25	oct-25	nov-25	ACUM
Crecimiento Depósitos	2.347	4.177	4.070	-515	3.740	1.529	378	28.775
Aumento de Encajes	-95	-1.344	-271	-5.658	1.865	898	-595	-8.076
Capacidad Prestable	2.252	2.833	3.799	-6.172	5.605	2.427	-218	20.699
Crecimiento Préstamos	3.260	3.859	3.473	2.700	821	3.262	1.192	32.805
Caja Neta	-1.007	-1.026	326	-8.872	4.784	-835	-1.410	-12.106

El Programa Financiero marca la cancha

Mundo USD



Todavía sin acceso al mercado y si no se logra rolleo de lo oficial, puede requerir hasta USD 18.300 millones en el año. Impacta fuertemente en el equilibrio cambiario y monetario.

Mundo Arg\$



El esfuerzo mayor está en el rolleo de la deuda pesos, que implica el 90% de los vencimientos. Por eso vemos necesidad del Tesoro por estirar ese perfil de vencimientos. En la agenda seguramente ya aparezca el desafío de que esa deuda no caiga en el proceso electoral de 2027.

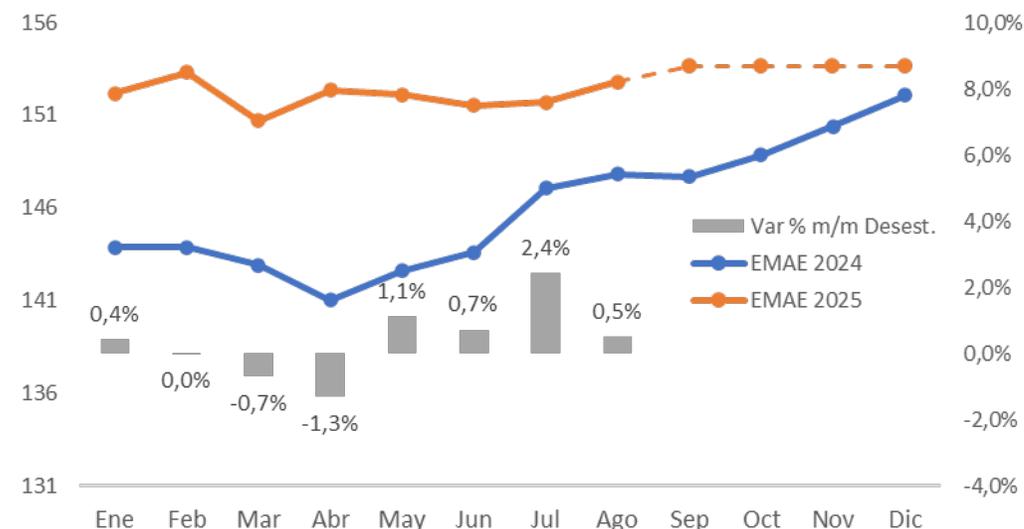
El Tesoro necesita USD 9.000 millones para afrontar vencimientos en dólares con el mercado durante 2026. El objetivo es ahorrarse esas divisas con rolleo en el mercado. Pero el desafío no finaliza ahí, los Organismos Oficiales requieren un esfuerzo similar. ¿Empieza la rotación de deuda oficial a mercado? Igualmente el desafío mayor sigue estando en el mundo pesos.

USD Millones	I-26	II-26	III-26	IV-26	Año 2026	Part %
VENCIMIENTOS EN USD	6.521	1.932	7.274	2.589	18.316	11%
Deuda a Mercado	4.257	67	4.244	354	8.922	5%
Capital	2.735	60	2.735	348	5.877	4%
Intereses	1.522	8	1.510	6	3.045	2%
Organismos Oficiales	2.264	1.865	3.030	2.236	9.394	6%
Capital	961	497	1.750	860	4.068	2%
Intereses	1.303	1.367	1.279	1.376	5.326	3%
VENCIMIENTOS EN ARG\$	49.398	30.365	14.855	50.243	144.861	89%
Capital	48.410	29.758	14.558	49.238	141.964	87%
Interés	988	607	297	1.005	2.897	2%
TOTAL EN USD Millones	55.919	32.297	22.129	52.833	163.178	100%
En Pts del PBI	8,3%	4,8%	3,3%	7,8%	24,2%	

Señales de la Economía Real

- En octubre mejoró la actividad desestacionalizada. De todas maneras el ritmo de recuperación viene por debajo de lo esperado.
- El efecto arrastre que queda para 2026 es muy bajo, lo que implica necesariamente que se tiene que lograr un fuerte crecimiento neto.
- Hay que identificar cuáles pueden ser esas locomotoras que impulsen el crecimiento:
 - **Sector Agrícola:** Se espera que aporte volumen, pero todavía depende del factor clima.
 - **Oil & Gas:** Debería aportar por efecto directo (aumento de producción) y por el indirecto (demanda a otros sectores para inversión). Similar dinámica para Minería.
 - **Consumo:** Depende principalmente del poder adquisitivo (salario real). En este caso el efecto arrastre es más alto, porque el salario real se fue recuperando a lo largo del año. Los otros factores que pueden tener fuerte incidencia son las expectativas (baja el ahorro y sube el consumo) y sobre todo una posible dinamización del crédito.
- Si tenemos en cuenta estos factores, el 4% luce como un piso de mínima para el nivel de actividad. Hay margen para ir a niveles más si avanzan los proyectos de inversión. El factor a tener en cuenta es el efecto que esto genera sobre la **demanda de importaciones** (Crecimiento x 3).

Nivel de Actividad Desestacionalizado



Var % Real	2024	2025	2026
Crecimiento	-1,3%	4,5%	3,9%
Arrastre	-3,2%	4,2%	0,7%
Neto	1,9%	0,3%	3,2%
Salario Real	-12,6%	13,3%	4,2%
Arrastre	-15,9%	8,4%	2,3%
Neto	4,0%	4,5%	1,8%

¿Hasta dónde puede llegar la inflación?

- Si el Tipo de cambio se mantiene dentro de los límites actuales de la banda tiene un techo de depreciación del 18%, pero un escenario base (crawl al 1% del techo) del 12,7%.
- Bajo esos supuestos, la nominalidad podría llegar a correr un escalón por debajo de los ritmos actuales para no generar un atraso fuerte del tipo de cambio. Si la inflación es más alta, el techo de la banda podría entrar en discusión, porque generaría un atraso del tipo de cambio real.
- Si analizamos la estructura de precios relativos, los mayoristas deberían correr a un ritmo parecido al tipo de cambio (ajustados por el delta de los precios internacionales (+2,5%).
- Los precios minoristas, en especial los servicios, todavía tienen un atraso relativo y podrían ir un escalón por arriba.
- Los salarios son los que tienen mayor atraso relativo y que deberían tener alguna recuperación de salario real si se consolida el escenario.
- Bajo estas premisas, la nominalidad puede llegar a estar por debajo de lo que el mercado tiene puesto en precios.
- La proyección de PBI nominal incluye por ahora, un escenario de crecimiento neto todavía contenido.

EVOLUCIÓN DE PRECIOS RELATIVOS

Var % Mensual	I-25	II-25	jul-25	ago-25	sep-25	oct-25	Acum desde Dic-17	
							Prom	Desvío vs IPC#
Precios Minoristas	2,8%	2,0%	1,9%	1,9%	2,1%	2,3%	4,7%	0,0%
Bienes	2,4%	1,5%	1,4%	1,6%	2,0%	2,3%	4,8%	-4,6%
Servicios	3,6%	3,0%	3,1%	2,5%	2,3%	2,5%	4,6%	8,8%
Precios Regulados	2,7%	1,8%	2,3%	2,7%	2,6%	2,6%	4,6%	12,7%
Precios Mayoristas	1,5%	1,4%	2,8%	3,1%	3,7%	1,1%	4,9%	-8,1%
IPIM Nacionales	1,6%	1,4%	2,6%	3,1%	3,3%	1,3%	4,8%	-7,8%
Manufacturados	1,5%	1,6%	2,8%	2,8%	3,2%	1,1%	4,8%	-9,3%
Energía	1,9%	2,7%	1,7%	0,1%	0,4%	0,8%	4,8%	-5,2%
IPIM Importados	0,7%	1,0%	5,7%	2,9%	9,0%	-1,4%	4,9%	-11,4%
Tipo de Cambio	1,7%	3,4%	7,3%	4,9%	5,3%	2,3%	4,8%	-4,9%
Dólar Financiero	4,0%	-1,9%	6,8%	4,8%	8,6%	2,8%	4,8%	-8,7%
Salarios	3,2%	3,1%	2,5%	3,2%	2,2%	2,6%	4,7%	4,1%

	Año 2024		Año 2025		Año 2026	
	Dic/Dic	Prom	Dic/Dic	Prom	Dic/Dic	Prom
Tipo de Cambio	59,0%	209,0%	43,1%	36,0%	12,7%	25,1%
Minoristas	117,8%	219,9%	30,8%	41,8%	18,9%	24,5%
Mayoristas	67,1%	215,3%	25,5%	25,9%	15,8%	19,6%
Salario	145,5%	186,4%	39,8%	59,5%	22,0%	27,9%
PBI Nominal	150,5%	203,5%	33,3%	46,0%	21,5%	23,1%

	Referencias 2010-2025			Ene-Abr	May-Jun	jul-25	ago-25	sep-25	oct-25	Hoy	Var % vs Dic-24
	Prom	Máx	Mín								
Dólar Oficial	1.543	2.421	1.096	1.198	1.268	1.370	1.420	1.479	1.473	1.448	22,2%
Dólar Financiero	2.126	4.224	1.230	1.392	1.294	1.383	1.427	1.533	1.565	1.524	12,3%
Brecha Cambiaria	38%	217%	-15%	16%	2%	1,0%	0,5%	3,7%	6,3%	5,2%	=

Escenario Base 2026

- El Escenario Base considera la continuidad de la política de bandas tal como está planteada hasta ahora. De todas maneras, ese escenario tiene riesgos que se deben tener bien presentes:
 - El principal es que se demore el re-acceso al mercado de capitales y el Tesoro necesite los dólares para sus vencimientos.
 - El segundo lugar aparecen los eventuales shocks externos, donde el precio del petróleo, con las presiones que viene ejerciendo Estados Unidos puede ser un factor central.
 - En tercer lugar aparecen factores internos, como posibles demoras o inconsistencias en las reformas estructurales que se necesitan llevar a cabo por la vía legislativa.
 - Luego quedan todos los riesgos del proceso de sintonía fina, en el que se requiere coordinar la política cambiaria, la monetaria, el programa financiero y las tasas de interés. Son desafíos complejos en donde siempre se pueden cometer errores de implementación.

	2025	Trimestral				2026
		I-26	II-26	III-26	IV-26	
PBI Real	4,5%	0,5%	1,5%	1,5%	1,5%	3,9%
Inflación	30,1%	1,8%	1,5%	1,4%	1,1%	18,9%
Tipo de Cambio	1.455	1.499	1.545	1.591	1.640	1.640
Devaluación Anual	43,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	12,7%
Dólar Financiero	1.477	1.518	1.562	1.606	1.653	1.653
Brecha vs Oficial	1,5%	1,3%	1,2%	1,0%	0,8%	0,8%
Salarios	34%	2,1%	1,7%	1,5%	1,4%	21,9%
Tasa Badlar Mensual	39,2%	2,6%	1,9%	1,7%	1,4%	16,7%
Medios de Pago (M2)	23,8%	2,8%	2,8%	2,4%	2,2%	34,7%

¿Qué está pasando en la Industria de Fondos?

26/11/2025	Stock AUM		Flujo Arg\$ MM				Flujo / AUM Inic	REND. Industria			Var % AUM YTD
	Arg\$ MM	En %	Pos 24 /10	7 días	MTD	YTD		7 días	MTD	YTD	
TOTAL INDUSTRIA FCI	77.049	100%	6.673	1.144	2.641	1.374	2,4%	1,34%	3,84%	30,7%	34,2%
Total Arg\$	61.551	79,9%	5.860	661	1.948	-5.975	-11,5%	0,59%	2,77%	25,84%	18,0%
Total USD	15.498	20,1%	813	483	693	7.349	139,7%	-1,73%	0,71%	2,87%	194,5%
CASH MANAGEMENT	53.676	69,7%	6.153	1.002	2.257	1.715	4,3%	0,4%	2,1%	25,9%	35,9%
Fondos en Arg\$	46.034	59,7%	5.749	565	1.801	-3.901	-10,1%	0,4%	2,4%	29,9%	19,3%
Money Market	40.617	52,7%	4.783	411	1.082	-790	-2,5%	0,4%	2,3%	29,3%	28,5%
Lecaps T+0	880	1,1%	117	27	77	-1.079	-54,0%	0,5%	3,3%	33,5%	-55,9%
T+1	4.537	5,9%	850	126	642	-2.033	-40,9%	0,4%	3,8%	35,0%	-8,6%
Money Market USD	7.643	9,9%	403	438	456	5.616	605,8%	0,0%	0,1%	1,4%	724,5%
ASSET MANAGEMENT	23.373	30,3%	521	142	384	-341	-1,9%	0,0%	2,9%	0,0%	30,5%
Fondos en Arg\$	15.517	20,1%	111	96	147	-2.074	-15,3%	1,0%	3,7%	13,7%	14,3%
CER	1.271	1,6%	95	16	67	-810	-46,4%	0,2%	7,0%	36,6%	-27,1%
Dollar Linked	1.447	1,9%	-315	-20	-188	-881	-49,4%	3,1%	4,0%	35,9%	-18,8%
INFRA	968	1,3%	-21	-3	-27	-30	-4,0%	3,4%	6,2%	36,2%	29,3%
PyME	1.562	2,0%	45	13	40	-53	-4,4%	0,8%	3,5%	33,0%	28,9%
Renta Variable Arg	1.908	2,5%	16	-0	2	-321	-15,3%	3,4%	16,5%	14,2%	-8,9%
Resto \$	8.361	10,9%	290	91	253	21	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	39,4%
Fondos en USD	7.856	10,2%	410	45	237	1.733	40,0%	-3,4%	1,3%	4,3%	81,2%

Estrategia de Alocación de Activos

Retornos por Activos	Var % vs 24/10		Var % 7 d		Var % YTD		Estrategia - Posicionamiento
	Arg\$	USD	Arg\$	USD	Arg\$	USD	
Remunerada ARS	2,9%	5,7%	0,5%	-1,8%	31,7%	2,8%	Underweight
Caución	2,5%	5,2%	0,4%	-1,9%	30,6%	1,9%	Neutral
TAMAR Privada	3,5%	6,3%	0,6%	-1,7%	41,0%	10,1%	Neutral
ARS Lecap	5,1%	7,9%	-0,1%	-2,4%	26,4%	-1,3%	Overweight
Corta	5,5%	8,3%	0,3%	-2,0%	28,6%	0,4%	Underweight
Media	1,3%	4,0%	-0,2%	-2,4%	26,0%	-1,6%	Overweight
Larga	8,9%	11,8%	-0,5%	-2,7%	24,7%	-2,7%	Overweight
Duales TF-TAMAR	10,8%	13,8%	-0,7%	-3,0%	34,7%	5,2%	Neutral
ARS Boncer	14,9%	18,0%	-0,4%	-2,7%	39,7%	9,1%	Overweight
Corto	5,5%	8,4%	0,1%	-2,1%	38,8%	8,4%	Overweight
Medio	9,1%	12,0%	-0,5%	-2,7%	37,8%	7,6%	Overweight
Largo	19,2%	22,3%	-0,6%	-2,9%	41,3%	10,3%	Neutral
USD-L Bonares	0,9%	3,6%	2,1%	-0,2%	54,7%	20,7%	Underweight
S&P Merval	45,4%	49,3%	5,9%	3,5%	19,2%	-7,0%	Overweight
USD BCRA Bopreal	5,8%	8,6%	1,8%	-0,5%	42,0%	10,8%	Underweight
USD Bonares	24,7%	28,1%	1,5%	-0,8%	41,6%	10,6%	Overweight
Corto	13,5%	16,5%	1,1%	-1,2%	39,4%	8,8%	Overweight
Medio	33,1%	36,7%	2,0%	-0,3%	42,9%	11,5%	Overweight
Largo	31,4%	34,9%	1,2%	-1,1%	40,2%	9,4%	Overweight
USD Globales ARG	18,0%	21,1%	1,5%	-0,8%	44,5%	12,8%	Overweight
Corto	13,4%	16,4%	2,1%	-0,3%	45,5%	13,6%	Neutral
Medio	20,6%	23,8%	1,4%	-0,9%	44,4%	12,7%	Overweight
Largo	19,9%	23,1%	1,1%	-1,2%	43,0%	11,6%	Overweight

Anexo: Principales Activos Locales

Tasa Fija	Vto.	TEA	TEM	Dur Mes
T15D5	15/12/2025	24,9%	1,87%	0,48
TZXD5	15/12/2025	29,1%	2,15%	0,60
S16E6	16/1/2026	30,4%	2,23%	1,20
T30E6	30/1/2026	34,0%	2,47%	1,56
T13F6	13/2/2026	36,9%	2,65%	1,80
S27F6	27/2/2026	36,0%	2,60%	2,16
S30A6	30/4/2026	35,3%	2,55%	3,72
S29Y6	29/5/2026	34,6%	2,51%	4,44
T30J6	30/6/2026	35,6%	2,57%	5,16
S31G6	31/8/2026	34,6%	2,51%	6,72

CER	Vto.	Spread TEA	Spread TEM	Dur Mes
TX26	9/11/2026	7,9%	0,6%	8,3
TZXM6	31/3/2026	6,7%	0,5%	4,1
TZX26	30/6/2026	7,3%	0,6%	7,1
TX28	9/11/2028	8,5%	0,7%	19,4
TZXO6	30/10/2026	8,3%	0,7%	11,0
TZXD6	15/12/2026	8,2%	0,7%	12,6
TZXM7	31/3/2027	8,1%	0,6%	16,1
TZX27	30/6/2027	8,1%	0,6%	19,1
TZXD7	15/12/2027	8,5%	0,7%	24,6
TZX28	30/6/2028	8,6%	0,7%	31,1
DICP	31/12/2033	8,9%	0,7%	39,8

DUALES TAMAR	Vto.	Spread YTM	Spread TEM	Dur Mes
M15D5	15/12/2025	-14,6%	-1,3%	0,5
M16E6	16/1/2026	-5,4%	-0,5%	1,2
M27F6	27/2/2026	-37,5%	-3,8%	3,1
M31G6	31/8/2026	5,3%	0,4%	6,4
TTM26	16/3/2026	3,2%	0,3%	2,5
TTJ26	30/6/2026	5,0%	0,4%	4,9
TTS26	15/9/2026	5,6%	0,5%	6,6
TTD26	15/12/2026	6,1%	0,5%	8,6

Dollar Linked	Vto.	Spread TEA	Spread TEM	Dur Mes
TZVD5	15/12/2025	15,1%	1,2%	0,6
D16E6	16/1/2026	3,4%	0,3%	1,6
D30A6	30/4/2026	1,8%	0,2%	5,0
BPOB7	30/4/2026	2,5%	0,2%	5,0
TZV26	30/6/2026	4,8%	0,4%	7,1
BPOC7	30/4/2027	6,5%	0,5%	16,6
Sintético	30/4/2026	5,0%	0,4%	3,7
S30A6	30/4/2026	35,3%	2,6%	3,7
30/4/2026	30/4/2026	28,9%	2,1%	3,7

Anexo: Principales Activos Locales

BOPREAL USD	Vto.	YTM	Mdur	Paridades
BPOA7	31/10/2027	5,83%	1,62	98,44%
BPOB7	31/10/2027	7,63%	1,61	95,79%
BPOC7	31/10/2027	9,41%	1,61	93,28%
BPOD7	31/10/2027	9,42%	1,61	93,26%
BPY26	31/5/2026	9,25%	0,25	99,27%

Soberano USD	Vto.	YTM	Mdur	Paridades
GD29	9/7/2029	8,98%	1,74	87,29%
GD30	9/7/2030	10,08%	2,16	82,79%
GD35	9/7/2035	10,74%	5,88	71,63%
GD38	9/1/2038	10,89%	5,04	75,02%
GD41	9/7/2041	10,60%	6,32	67,12%
GD46	9/7/2046	10,45%	6,22	69,51%
AL29	9/7/2029	12,82%	1,69	82,25%
AL30	9/7/2030	12,70%	2,11	78,72%
AL35	9/7/2035	10,98%	5,87	70,73%
AE38	9/1/2038	11,39%	5,00	73,32%
AL41	9/7/2041	10,76%	6,30	66,49%

27/11/2025	TECHO	ROFEX	Lecaps	Sintético
	1.454	1.454	1.454	DLK
nov-25	1.510	1.448		
dic-25	1.527	1.486	1.488	1,2%
ene-26	1.542	1.524	1.533	3,7%
feb-26	1.557	1.554	1.575	5,7%
mar-26	1.573	1.587	1.617	5,6%
abr-26	1.589	1.618	1.657	5,8%
may-26	1.604	1.646	1.697	6,2%
jun-26	1.621	1.680	1.747	6,9%
jul-26	1.637	1.709	1.790	7,1%
ago-26	1.653	1.741	1.832	7,0%
sep-26	1.670	1.769	1.877	7,3%
oct-26	1.686	1.797	1.924	7,7%

MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN