INDICADORES DE COYUNTURA

N°691 - NOVIEMBRE 2026

- **Fiscal: oportunidades y lecciones mirando a Brasil.** I. Guardarucci
- **Débil demanda de pesos y acumulación de divisas.** G. Bermúdez
- **Re-privatización de AySA: cambios en reglas de concesión.** S. Urbiztondo
- **Mercosur: inventario y perspectivas.** M. Cristini y G. Bermúdez

Shocks externos



FIEL www.fiel.org - Córdoba 637 5to piso – C1054AAF Capital Federal – 011-4314-1990

ISSN 0537-3468

Sumario

Información estadística adicional: www.fiel.org.ar

SITUACIÓN GENERAL



03 Editorial
Wait and see
Juan Luis Bour

08 Panorama Fiscal
Panorama fiscal: oportunidades y lecciones mirando a Brasil
Isidro Guardarucci

12 Mercado de Trabajo
Empleo: ¿qué pasa en las provincias?
Nuria Susmel

32 Síntesis Financiera
Una débil demanda de pesos limita la acumulación de divisas
Guillermo Bermúdez

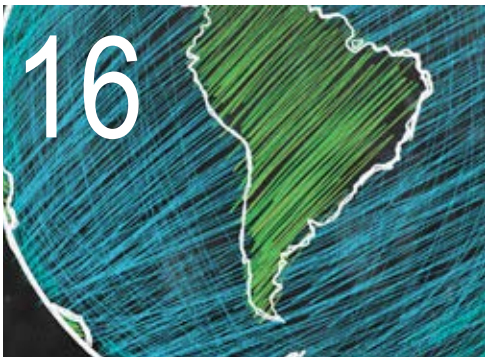
38 Regulaciones
La re-privatización del servicio de agua potable y saneamiento en el AMBA: cómo cambiaron las reglas de la concesión (1993 vs. 2026)
Santiago Urbiztondo

46 Sector agropecuario
América Latina: proveedor de alimentos en un mundo complejo
Marcela Cristini y Guillermo Bermúdez

56 Panorama Político
• Milei, entre la política exterior y el Congreso
• Los efectos de la reelección de Lula
Rosendo Fraga

62 Anexo estadístico
Indicadores económicos seleccionados - Noviembre 2026

SECTOR EXTERNO



Brasil, Argentina y el Mercosur: inventario y perspectivas
Marcela Cristini y Guillermo Bermúdez

ACTIVIDAD INDUSTRIAL



Industria. En el inicio de una nueva fase recesiva
Guillermo Bermúdez

PANORAMA EDUCATIVO



Bono demográfico en educación: ¿qué pasa si no hacemos nada?
Ivana Templado

Patrocinantes FIEL





























































FIEL

Consejo Directivo

Presidente: Dr. Daniel A. Herrero
Vicepresidentes: Dr. Carlos Ormachea
Dr. Javier A. Bolzico
Ing. Andrés Cavallari,

Secretario: Vacante.

Prosecretario: Lic. Alberto L. Grimoldi

Tesorero: Cont. Gustavo H. Canzani

Protesorera: Dra. Patricia R. Galli

Vocales: Gastón Bourdieu, Julio C. Crivelli, José María Dagnino Pastore, Ricardo Dessy, Adelmo J.J. Gabbi, Fernando A. García Cozzi, Natalio Mario Grinman, Matías O'Farrell, Rodrigo Pérez Graziano, Nicolás Pino,Martín Roggio, Gustavo Salinas,David Sekiguchi, María Carmen Tettamanti, (en uso de licencia), Juan Manuel Trejo, Alejandro Urricelqui, Martín Zarich, Federico Zorraquín.

Consejo Consultivo

Cesár Alarcón, Ricardo Argarate, Miguel Arrigoni, Mauricio Canineo, Juan E. Curutchet (en uso de licencia), Carlos Alberto de la Vega, Federico Elewaut, Ricardo Marra, Pablo Miedziak, Gustavo Nieponice, Javier Ortiz Batalla,, Guillermo Pando, Darío Pulenta, Tomás Quinteros, Cristiano Rattazzi, Luis M. Ribaya, Hernán Sánchez, Gustavo Weiss.

Consejo Académico

Miguel Kiguel, Ricardo López Murphy, Manuel A. Solanet, Enrique Szewach, Mario Teijeiro

Consejo Honorario

Juan Pedro Munro, Manuel Sacerdote, Ing. Víctor L. Savanti.

Cuerpo Técnico

Economistas Jefe: *Daniel Artana, Juan Luis Bour (Director), Fernando Navajas, Santiago Urbiztondo /* ***Economistas Asociados:*** *Isidro Guardarucci. /* ***Economistas Senior:*** *Guillermo Bermudez, Nuria Susmel, Ivana Templado* ***Economistas Junior:*** *Diego Pitetti /* ***Investigadores Visitantes:*** *Marcelo Catena, Marcela Cristini, Mónica Panadeiros, Santos Espina Mairal /* ***Asistentes Profesional Junior:*** *Juan Amaya, Mateo Moyano, Karen Rivera Encinas, Tadeo Rost Kain, Tomás Papez, Lucía Ventura, María Catalina Yotti.*

Publicidad

publicaciones@fiel.org.ar
(54-11) 4314-1990

FIEL: Av. Córdoba 637 • 5° piso • C1054AAF • Buenos Aires • Argentina
Tel. 4314-1990 • E-mail: info@fiel.org.ar • Web: www.fiel.org • @Fundacion_FIEL

R.N.P.I. N° 22242 • I.S.S.N. 0537-3468 • Exenta del pago de impuestos de sellos por resolución N° 466/ 64 de la DGI • I.V.A.: No responsable • Impuesto a las Ganancias N° 492.604-009-5 • Proovedores del Estado N° 2493-7 • Caja de previsión: N° 258-771.
Las opiniones vertidas no comprometen la opinión individual de los miembros del Consejo Directivo de FIEL, ni de las entidades fundadoras, las empresas y organizaciones patrocinantes. Las colaboraciones externas firmadas no representan necesariamente la opinión de los editores. Queda prohibida la reproducción total o parcial del contenido de esta publicación por el medio que fuere, sin previa autorización. Se permite la mención de los articulo citando la fuente.

STAFF

Director

Daniel Artana

Coordinadora

Mónica Panadeiros

Colaboradores

Daniel Artana

Guillermo Bermudez

Juan Luis Bour

Marcela Cristini

Isidro Guardarucci

Nuria Susmel

Ivana Templado

Santiago Urbiztondo

Colaboradores Invitados

Rosendo Fraga

Area Estadística

Guillermo Bermudez

Ivana Templado

Diseño y diagramación

Verónica Mariel Rebaudi
verorebaudi@yahoo.com.ar

Wait and see

Por décadas recibimos en FIEL legiones de "potenciales inversores" que llegaban en delegaciones numerosas, ávidos de conocer las posibilidades de hacer negocios en la Argentina, un país con mucho "futuro" y poco "presente". La conversación transcurría por muy diversas dimensiones, y nunca dejábamos de señalar que la Argentina tenía ventajas extraordinarias en términos de recursos, de estar fuera del circuito de mayores tensiones políticas internacionales, lejos de conflictos, y con sectores como el agropecuario que mantenía un crecimiento de largo plazo -pese a las dificultades que nosotros mismos le imponíamos al sector, algo que no dejaban de notar-. Al cabo de la conversación, invertíamos el diálogo y éramos nosotros los que preguntábamos a nuestros interlocutores: Y ahora, ¿qué es lo que ustedes piensan?, ¿cómo nos ven?, ¿hay margen para invertir? Los japoneses, chinos y demás legionarios potencialmente inversores —cada uno con su particularidad— hacían silencio, hablaban por lo bajo entre ellos y respondían a través de su representante senior siempre lo mismo: wait and see.

La historia de dudas se ha repetido a lo largo del tiempo, y hoy no parece muy distinta a pesar de los muchos cambios introducidos en política económica por la actual Administración, porque lo que tenemos disponible son los antecedentes de muchas décadas que muestran que nuestro país ha alterado reiteradamente las normas, para expropiar parcial o completamente a quien ya invirtió, y no tiene escape. Cuando todo es posible, es decir cuando la expropiación o la confiscación es un evento factible, no importa que la probabilidad del evento sea baja o medianamente baja. Aunque el evento sea de muy baja probabilidad, si es suficientemente catastrófico, lleva a la inacción.

Traer el futuro (brillante, por cierto) al presente requiere por lo tanto de supuestos bastantes fuertes. Si los agentes económicos estuvieran casi seguros de que la deuda pública será pagada en tiempo y forma, y para ello tuvieran garantías tales como una montaña de dólares disponibles, abundante crédito internacional a tasas razonables, y confianza en que en cualquier escenario político factible no habrá cambios dramáticos en materia fiscal, ello se reflejaría en cotizaciones más elevadas de la deuda, una baja prima de riesgo, y apreciación del peso en un mercado de cambios libre. Si ello no ocurre hoy, es porque el mañana luce con la probabilidad no nula de que el escenario puede ser distinto. De allí que algunos apuestan, y otros esperan y eventualmente se posicionan para otro escenario. La débil evolución de la demanda de pesos, la dolarización de carteras, la caída de la inversión bruta interna, la ausencia de inversión extranjera directa, la prima de riesgo argentina superando en más de 550 puntos básicos la prima de riesgo latino -cuando ese diferencial promediaba los 240 puntos en el primer semestre-, son indicadores de que el escenario que enfrentamos es el de "wait and see" una vez más por los próximos 12 meses.

Aun así, ello no implica necesariamente que la economía no pueda mostrar signos de recuperación a nivel agregado en 2027, y que esta nueva transición hacia una elección presidencial deba transcurrir prolongando la recesión técnica del segundo y tercer trimestre de 2026. Parte de la tarea de reestructuración de precios relativos se ha realizado, y la economía muestra signos de estar recuperando productividad, no solo en los sectores líderes sino en la mayoría de las ramas de actividad. El contexto externo agrega precios de exportación excepcionales -con términos del intercambio récord, a pesar de caídas recientes en el precio de la soja- que indican que el superávit del comercio de bienes será elevado, no solo en 2026 sino también bajo casi cualquier escenario en los próximos 5 años. Ello solo basta para limitar la posibilidad de entrar en un tradicional ciclo de "stop and go" del sector externo argentino, caracterizado por los trabajos de Julio H.G Olivera, Carlos Díaz Alejandro y Oscar Braun y Leonard Joy, en la década de 1960.

Pasar el "punto de no retorno" de 2027 es una tarea pendiente en la Argentina, que ya sortearon otras economías latinoamericanas en el pasado (Chile, Uruguay, Perú y Paraguay, podrían ser candidatos a tal graduación). En muchos aspectos será difícil imaginar dar marcha atrás, llegado el momento, porque los costos serán muy elevados, tanto para quien decida la contramarcha como para quienes -faltos de combustible- traten de volver a enderezar el rumbo. Pero mientras avanzamos a toda marcha hacia ese punto de no retorno, las dudas estarán flotando y frenando muchas decisiones. Wait and see.

Juan Luis Bour

Shocks externos

El shock de Brasil por ahora es moderado. Otras noticias del exterior que afectan negativamente a la economía son el aumento en la tasa real de interés en Estados Unidos y la suba del petróleo (por su impacto en precios). Pero hay otras positivas, como la mejora en los términos del intercambio y la percepción de que podemos convertirnos en un proveedor confiable de energía de Europa y de otros mercados.

Por Daniel Artana*



El domingo 25 de octubre, los mercados financieros se vieron sorprendidos por el resultado de las elecciones presidenciales de Brasil. Al día siguiente, el real se depreció un 9% frente al dólar y el riesgo país subió un 13% (22 puntos básicos). Esa misma jornada, el peso argentino sufrió una depreciación marginal, mientras que el riesgo país local aumentó un 9% (64 puntos básicos).

Los cambios en la economía brasileña impactan de forma directa en la Argentina. Muchos recordarán que la depreciación del real entre 1999 y 2001 influyó decisivamente en el final de la Convertibilidad. En ese período, el tipo de cambio real bilateral de Brasil con el dólar se depreció un 64%. Debido al régimen cambiario rígido de la Argentina, este fenómeno profundizó las tendencias deflacionarias necesarias para que el tipo de cambio real local amortiguara el impacto. Estos ajustes suelen ser costosos: como los agentes económicos no reducen precios y salarios de forma instantánea, se genera recesión y desempleo, a lo que se suma el aumento del valor real de las deudas de las familias y de las empresas.

En 2002, cuando Lula accedió a su primera presidencia, la moneda brasileña perdió una parte importante de su valor. Entre fines de abril y fines de octubre de ese año, el real se depreció casi un 60% y el riesgo país aumentó cerca de 1000 puntos básicos, superando la barrera de los 1800. Sin embargo, bastó que el presidente electo confirmara semanas después que mantendría la política fiscal prudente de su antecesor y que no aplicaría reformas populistas para que la economía volviera a la normalidad. Hacia fines de abril de 2003, el real se había apreciado un 23% respecto a su nivel de octubre y el riesgo país había retrocedido nuevamente a los 800 puntos básicos. Esta volatilidad no se repitió en su reelección de 2006 ni en su posterior regreso al poder en 2023.

*Economista de FIEL

¿Por qué surgen dudas ahora? Existe un amplio consenso entre los analistas de que Brasil necesita sanear sus cuentas públicas. Con un déficit cercano al 10% del PIB —explicado en su mayoría por la carga de intereses, pero también por un déficit primario que se vuelve más importante cuando se incluyen gastos extrapresupuestarios que aumentaron en los últimos años— y una deuda pública que se aproxima al 90% del PIB, el margen de maniobra es mínimo. Sin embargo, durante la campaña, el presidente incrementó el gasto y prometió nuevas expansiones a futuro. La pregunta clave es si estará dispuesto a pagar el costo político necesario para blindar la estabilidad macroeconómica y apuntalar el modesto crecimiento del país.

En cualquier caso, una elección muy polarizada no afectó tanto a la economía ni al riesgo país. Es posible que esto se explique porque no se habla de restructurar la deuda pública, ni de violar contratos, ni de estatizar todo y mucho menos de utilizar la emisión del Banco Central para financiar al fisco.

Para la Argentina, el régimen cambiario actual ofrece una ventaja: permite moderar el impacto de una devaluación del real mediante el deslizamiento del peso. En las próximas semanas, si Brasil converge a una moneda más débil habrá que monitorear si las autoridades argentinas aceptan morigerar el impacto contractivo permitiendo una depreciación moderada del peso.

"...el régimen cambiario vigente en la Argentina permite moderar el impacto de una devaluación del real mediante el deslizamiento del peso."

Debemos recordar que Brasil es un socio comercial muy importante para la Argentina. Durante los primeros nueve meses de 2026, las exportaciones hacia el país vecino alcanzaron los US$ 9.789 millones (cerca del 13% del total facturado al exterior). Sin embargo, las ventas a Brasil representan el 31% del total de las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) exportadas por nuestro país. Por el lado de las importaciones, las compras de origen brasileño sumaron US$ 12.005 millones, lo que equivale al 21% de las importaciones totales argentinas.

Un real más débil genera un doble frente de presión para la economía argentina. Por un lado, complica a los exportadores locales de productos diferenciados (no commodities) que buscan posicionarse en el mercado brasileño. Por el otro, afecta a las industrias nacionales, que deben competir en el mercado interno contra bienes importados de Brasil que se vuelven más baratos.

Veremos si Brasil logra ordenar su economía. Por ahora el shock es moderado; desde fines de 2025, el tipo de cambio real bilateral con el dólar de Brasil se depreció alrededor del 9%,

Mientras tanto, aparecen algunas señales positivas en los datos de corto plazo de la Argentina:

- La mora en los préstamos para familias ha empezado a ceder. El stock de préstamos en situación irregular se redujo en términos reales lo que permitió que el porcentaje de préstamos en mora cayera alrededor de medio punto porcentual. En cambio, la mora en empresas, si bien baja, siguió aumentando. La reducción de la mora podría permitir alguna recuperación del crédito dentro de algunos meses.
- Los agregados monetarios han empezado a recuperarse en términos reales luego de la fuerte contracción del segundo semestre de 2025 que continuó durante los primeros meses de 2026.
- La recaudación ha empezado a crecer en términos reales en la comparación interanual impulsada por la mejora en los ingresos por derechos de exportación (baja base de comparación y suba del precio del petróleo), el impuesto a los combustibles (mayor presión tributaria) e ingresos de seguridad social. Algunos de estos factores continuarán impactando en el futuro inmediato.
- Hace un par de meses que los salarios formales evolucionan algo por encima de la inflación, lo que ayudaría a explicar la modesta mejora en la confianza del consumidor observada en septiembre y octubre.

Ello no afectará el crecimiento del PIB de este año, que estimamos en FIEL que estará algo por debajo del 1%, pero un final de año algo mejor ayudaría a aumentar el crecimiento del año próximo. Es cierto que hay algunas noticias del exterior que afectan negativamente a la economía: la suba en la tasa real de interés en Estados Unidos, la suba del petróleo (genera más exportaciones, pero "grava" a los consumidores de combustibles en la medida en que tarde o temprano el mayor costo del crudo se refleja en los precios en el surtidor). Y también hay otras del ámbito local que explican, al menos, una parte de la suba en el riesgo país. En otros países, gane quien gane se "reeligen" los fundamentos centrales que debe tener todo programa económico, mientras que en la Argentina hay algunos que proponen buscar la cuadratura del círculo.

Pero hay otras positivas como la mejora en los términos del intercambio y la percepción de que podemos convertirnos en un proveedor confiable de energía de Europa y de otros mercados. En los nueves meses de 2026, la mejora en los términos del intercambio aportó un ingreso extra al país del orden de US$ 3.700 millones, equivalente a 0.7% del PIB del período.

En resumen, parecería que la caída modesta en la actividad del segundo y tercer trimestre del año se explica más por factores domésticos que por los externos, aunque la incertidumbre económica en Brasil agrega desafíos adicionales.■

El ciclo económico y su impacto en la deserción secundaria



"Los resultados muestran que incrementos en el ingreso per cápita familiar bajan la probabilidad de abandono escolar; es de esperar que el riesgo relativo de desertar (sobre no hacerlo) baje en un factor de 0.92 cuando el ingreso per cápita familiar aumenta en 1%, todo lo demás constante. En cuanto al estado laboral del jefe del hogar, la evidencia muestra que el desempleo afecta negativamente la continuidad escolar, y hace que el riesgo de desertar sea mayor, un 11,5% más alto que para quienes tienen padres con trabajo. Por otro lado, el hecho de que la familia sea receptora de ayuda de parte del Estado no colabora en la baja del riesgo relativo de abandono; por el contrario, lo incrementa en 18%."

El ciclo económico y su impacto en la deserción secundaria. Ivana Templado, Julio de 2021

En este trabajo la autora tuvo por objetivo analizar el fenómeno de la deserción en el nivel medio de la escuela en la Argentina, concentrándose especialmente en los determinantes que acompañan los ciclos económicos. Para el estudio primero se examinan las tasas de abandono entre 2003 y 2019 con datos del Ministerio de Educación e información agregada de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), y luego se utilizan los microdatos de la EPH para analizar la decisión de desertar incorporando tanto características personales, familiares, del contexto habitacional y económicas de la familia del estudiante, como así también de los otros jóvenes en edad escolar, con la idea de aproximar tanto la tasa de retorno como el costo de oportunidad de estudiar. Aunque no es factible con las bases de datos utilizadas considerar todos los factores que influyen en el abandono escolar, los resultados muestran que la vulnerabilidad socioeconómica empuja a dejar los estudios aun cuando no se vislumbren oportunidades de trabajo propias, y sin que las condiciones de ingresos o laborales de los padres influyan en la decisión. También expone que cuando la economía mejora, los ingresos familiares favorecen la escolaridad, pero el costo de oportunidad de estudiar aumenta por las nuevas opciones fuera de la escuela y que este efecto es más fuerte en los jóvenes menores de 16 años.

▶Otros trabajos relacionados con este tema:

"Pruebas APRENDER: la dimensión regional. Mismos derechos, distintas oportunidades" **Templado, I. (2019) - FIEL. DT 130.**
"Educación universitaria. Aportes para el debate acerca de su efectividad y equidad" **Echart, M. (2003) - FIEL. DT 79.**
"La calidad educativa en la Argentina" **Auguste, S. (2012) - FIEL. DT 116.**

A partir del año 2012 se puede acceder gratuitamente a la colección online de Libros de FIEL
a través de http://fiel.org/libros.

BBVA



Futuro

Construir un futuro sostenible, con la confianza
que transforma tus ideas en realidad.
BBVA, décadas en Argentina brindando respaldo
e impulsando sueños y proyectos.

¿Avanzamos?

bbva.com/es/sostenibilidad/

Los accionistas de Banco BBVA Argentina S.A. limitan su responsabilidad a la integración de las acciones suscriptas según Ley 19.550 y Ley 25.738. CUIT: 30-50000319-3. Av. Córdoba 111, piso 31, CABA (CP: C1054AAA).

Panorama fiscal: oportunidades y lecciones mirando a Brasil

La ejecución a septiembre vuelve a dejar una combinación conocida: el gobierno nacional mantiene el superávit, pero con menos margen que en 2025. Los ingresos siguen cayendo en términos reales y el gasto también, aunque a un ritmo menor. La novedad del corte del tercer trimestre es que la distancia respecto del año pasado se achica, sin que todavía pueda hablarse de una recuperación generalizada de los recursos. El contraste regional ayuda a poner ese esfuerzo en perspectiva.

Por Isidro Guardarucci*



En Brasil, la reelección de Lula vuelve especialmente relevante la discusión sobre la herencia fiscal: el próximo mandato deberá administrar los desequilibrios acumulados durante su propia gestión. Un déficit elevado puede financiarse durante bastante tiempo cuando existe un mercado de deuda profundo. Eso no significa que sea gratuito ni que pueda sostenerse indefinidamente. La autoherencia de Lula ofrece una advertencia sobre el costo de postergar la corrección.

Nueve meses con superávit, aunque menor

Entre enero y septiembre, el Sector Público Nacional no financiero acumuló un superávit primario de $13,7 billones y un resultado financiero positivo de $3,3 billones. El primero mide el excedente antes del pago de intereses; el segundo, el saldo que queda después de atenderlos. Ambos conservan el signo positivo y confirman que el equilibrio sigue siendo una restricción efectiva para la política fiscal.

La comparación con el mismo período de 2025, a precios constantes, muestra una caída de 3,4% en los ingresos totales y una reducción de 2,2% en el gasto primario. Esa diferencia hizo que el superávit primario disminuyera 12,0% real. Los intereses bajaron 3,2%, pero el resultado financiero se redujo bastante más: 31,4%. A precios comparables, el saldo después de intereses pasó de $4,8 billones a $3,3 billones.

El deterioro interanual es menor que el observado a agosto, cuando el primario caía 16,1% real y el financiero, 47,1%. Septiembre mejora la foto acumulada. Sin embargo, no cambia su explicación principal: en valores constantes, los ingresos son $4,5 billones inferiores a los del año pasado, mientras que el ahorro de gasto primario

*Economista de FIEL

alcanza $2,6 billones. La contención de las erogaciones continúa, pero no compensa completamente la pérdida de recursos que refleja menores impuestos (compensados sólo parcialmente por una actividad que muestra un modesto crecimiento interanual).

Recaudación: una recuperación todavía incompleta

Los ingresos tributarios acumulan una baja real de 4,1%. Los Derechos de Exportación caen 21,0% y el IVA neto de reintegros, 6,3%. Cada uno aporta una pérdida cercana a $1,7 billones frente a enero-septiembre de 2025, a precios comparables. Los aportes y contribuciones a la seguridad social retroceden 3,0%, equivalentes a otros $1,4 billones. Los Derechos de Importación disminuyen 21,2% y el impuesto sobre los débitos y créditos bancarios, 3,6%.

Hay compensaciones parciales. Ganancias aumenta 7,7% real, Bienes Personales 5,7% y el resto de los tributos 8,0%. Los otros ingresos crecen 5,7%. No alcanza para revertir el balance general. Además, las señales no son idénticas: los impuestos al comercio exterior están atravesados por alícuotas, cantidades, precios y tipo de cambio; el IVA y los recursos de la seguridad social tienen un vínculo más cercano con el consumo y la masa salarial formal. En suma, la menor caída agregada no permite concluir que todas las bases imponibles se hayan recuperado.

Gasto: recortes y recomposiciones

La baja del gasto primario tampoco es uniforme. Las transferencias corrientes a provincias caen 22,0% real; el resto de las prestaciones sociales, 12,1%; el funcionamiento no salarial, 9,3%; y las remuneraciones, 6,0%. El gasto de capital nacional se reduce 5,9%. En cambio, las transferencias de capital a provincias crecen 7,8%, aunque desde una base mucho más pequeña. Las transferencias provinciales aquí consideradas son partidas del gasto nacional y no incluyen la coparticipación.

Otras erogaciones también ganan poder de compra. Las jubilaciones y pensiones contributivas aumentan 2,0%, la AUH 2,8% y las transferencias a universidades 9,6%. Los subsidios económicos crecen 11,0%. La apertura complementaria del archivo, que actualiza cada mes por su IPC, muestra que los energéticos aumentan 39,0% en enero-septiembre, mientras que los de transporte se reducen 4,9%. La presión de los subsidios sigue concentrada en energía.

Brasil: la autoherencia de Lula

Se suele decir que “las comparaciones son odiosas”, pero esto depende de qué lado de la comparación nos encuentre. Durante varios años, las variables de Brasil reflejaban una situación mucho más estable que la nuestra. Lamentablemente, la foto fiscal de la autoherencia de Lula muestra el fuerte deterioro de nuestro principal socio comercial.

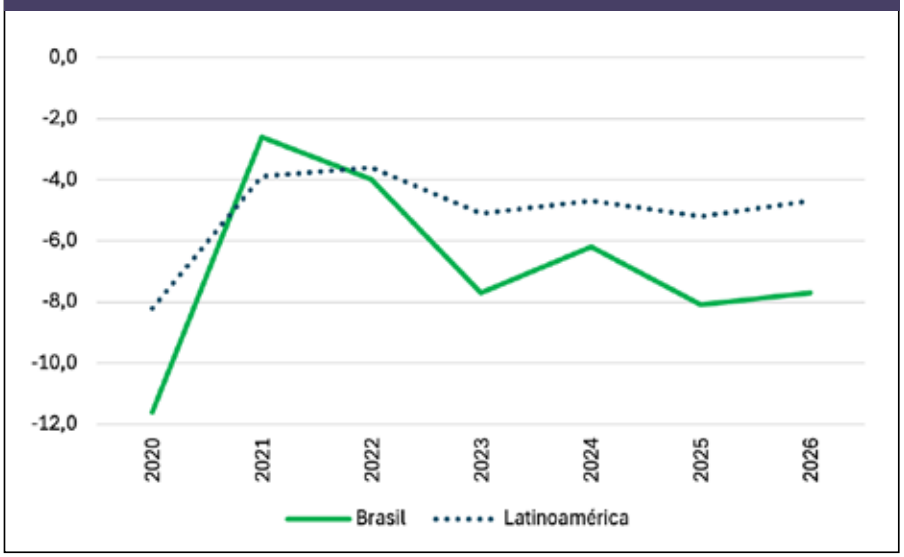
La victoria electoral no altera la aritmética, cualquiera hubiese sido el resultado del balotaje, el desafío era el mismo. Lula iniciará un nuevo mandato con una situación que su propia administración contribuyó a construir: dé-

Cuadro 1
Ejecución acumulada enero-septiembre (millones de pesos, a precios promedio de 2026)

	sep-25	sep-26	Var. Real
Ingresos totales	**132.746.200**	**128.260.052**	**-3,4%**
Tributarios	122.395.466	117.320.789	-4,1%
Otros Ingresos	10.350.734	10.939.263	5,7%
Gasto Primario	**117.179.675**	**114.554.728**	**-2,2%**
Remuneraciones	15.744.329	14.805.318	-6,0%
Funcionamiento no salarial	4.855.518	4.403.901	-9,3%
Jubilaciones y pensiones contributivas	48.944.861	49.928.618	2,0%
AUH	5.732.811	5.893.110	2,8%
Resto prestaciones sociales	23.381.665	20.541.524	-12,1%
Subsidios económicos	7.760.089	8.612.506	11,0%
Transferencias corrientes a provincias	1.931.972	1.506.893	-22,0%
Universidades	3.774.535	4.136.195	9,6%
Otros gastos corrientes	2.287.887	2.092.681	-8,5%
Gasto de capital (nación)	2.542.351	2.392.888	-5,9%
Transferencias de capital a provincias	223.657	241.093	7,8%
Resultado primario	**15.566.525**	**13.705.324**	**-12,0%**
Intereses	10.738.988	10.391.531	-3,2%
Resultado fiscal	**4.827.537**	**3.313.793**	**-31,4%**

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía e INDEC.

Gráfico 1
Brasil: balance global del gobierno general (% del PIB)



Fuente: FMI, Fiscal Monitor, abril de 2026.

ficit elevado, deuda creciente y una cuenta de intereses que limita las opciones. Esa es la autoherencia.

De acuerdo al Fiscal Monitor del FMI, Brasil pasa de una deuda bruta de 83,9% del PIB en 2022 a una estimación de 93,3% en 2025. Para 2026 se proyecta 96,5% y para 2027, 100% (cabe aclarar que la definición de deuda del FMI incluye títulos del Tesoro en poder del Banco Central y difiere de la medida oficial brasileña, pero es la medición que permite analizar el stock del gobierno general en perspectiva internacional). Todo esto, alimentado por un déficit global del gobierno general estimado para 2025 en 8,1% del PIB y una previsión para 2026 de 7,7%. Hace 5 años el fisco brasilero salía de la pandemia con números algo mejores que el conjunto de países de la región. En la actualidad su desempeño se ubica muy por debajo de la media latinoamericana.

> “…la foto fiscal de la autoherencia de Lula muestra el fuerte deterioro de nuestro principal socio comercial.”

Es importante matizar con un dato positivo y considerar que el balance primario muestra un déficit apenas negativo (medio punto del PIB aproximadamente). No obstante, la tendencia deja poco espacio para la complacencia. Un déficit primario moderado puede parecer manejable si se lo mira de manera aislada. Pero sobre un stock de deuda grande, los intereses transforman esa diferencia en una necesidad de financiamiento mucho mayor.

¿Cómo se financia un desequilibrio de esa magnitud? Brasil cuenta con una ventaja que tampoco debe subestimarse: un mercado de deuda interna capaz de absorber una parte sustancial de las necesidades del Tesoro. Esa capacidad de financiamiento compra tiempo, pero no elimina la restricción presupuestaria. Endeudarse en el mercado interno abre la opción de licuar la deuda (de hecho, la devaluación post balotaje tuvo ese efecto directo); aunque como nos muestra la historia argentina, el uso cotidiano de este recurso afecta negativamente la posibilidad de realizar emisiones domésticas en el futuro. Para colmo, en la actualidad el financiamiento externo presenta tasas particularmente altas y no parecería moderarse en el corto plazo. En suma, un contexto fiscal y financiero especialmente restrictivo recibe al nuevo mandato presidencial de nuestro principal socio comercial. Eso nos afecta y nos importa.

Lecciones y oportunidades

Las cuentas argentinas y brasileñas no son directamente comparables ni tienen la misma estructura financiera. La comparación relevante es de orientación. Mientras la Argentina sostiene el equilibrio, aunque con margen acotado, Brasil muestra cómo un mercado de deuda más profundo puede permitir que los desequilibrios se prolonguen y la factura siga creciendo; la pregunta es hasta cuándo.

Eso no convierte cualquier recorte en una buena política ni garantiza que el superávit argentino sea permanente. Sí ayuda a recordar su valor. El equilibrio no es un trofeo mensual, sino una condición para que las decisiones de hoy no reduzcan todavía más las opciones de mañana. La situación brasilera nos recuerda que cuando el financiamiento posterga la corrección, el problema a corregir en el futuro crece y con él la incertidumbre.

Los problemas de nuestro mayor socio económico sin dudas que tienen un efecto negativo en el corto plazo por el impacto regional. No obstante, en el mediano y largo plazo, si Argentina sostiene su consolidación fiscal, se presenta una oportunidad para mostrarnos más atractivos ante los ojos del mundo. En resumen, un shock externo pero cuyas consecuencias finales dependen en mayor medida de lo que estemos dispuestos a hacer nosotros.■

Tenés todo en la App Galicia

Descargala de tu store

Consíguelo en el App Store

DISPONIBLE EN Google Play



Galicia

Empleo: ¿qué pasa en las provincias?

Ya hemos visto que, a nivel total país, el empleo se recuperó después del piso de mediados de 2024, pero aun así está por debajo del nivel del último trimestre de 2023 –momento de la asunción de la presente gestión de gobierno-. Pero, dado que no todos los tipos de empleo tuvieron la misma evolución a nivel agregado, resulta de interés considerar que pasó a nivel de cada una de las provincias.

Por Nuria Susmel*



*Economista de FIEL

En todas las provincias no pasó lo mismo. El empleo total se ubica hoy por encima de fin de 2023 en 13 de las 24 provincias. En términos porcentuales, los mayores incrementos se encuentran en Río Negro (12,3%), Entre Ríos (12,1%) y Chubut (11,4%), mientras que las mayores caídas se localizan en Capital Federal (-17,8%), Tucumán (-15,5%), La Pampa (-13,4%) y Salta (-9,3%). En términos absolutos las provincias que más aportaron a la caída del empleo son, de nuevo, Capital Federal y Tucumán.

Desagregando por categoría de empleo, mientras los asalariados son menos (-2,6%), el empleo por cuenta propia amortiguó el efecto sobre el total (+4,3%).

El empleo asalariado cayó en 16 provincias. Las mayores caídas se dieron en Salta (-20%), La Pampa (-17,3%), CABA (-15,6%) y Tucumán (-14,2%), mientras que Salta, CABA, Tucumán y Córdoba fueron las que, en términos absolutos, aportaron más a la contracción del empleo asalariado. En contraposición, el empleo asalariado creció en mayor proporción en Santiago del Estero (+14,9%), Río Negro (+12,1%) y Tierra del Fuego (+10,5%); sin embargo, en términos absolutos, el mayor aumento se produjo en Buenos Aires, Santiago del Estero, Chaco y Río Negro.

El empleo asalariado se contrajo en todas sus formas: los asalariados privados registrados y los asalariados informales cayeron en proporciones similares (-3,0% y -2,7%), mientras que los ocupados en el sector público (nacional y provincial) se redujeron algo menos (-1,5%).

En la mayoría de las provincias, ambas formas de rela-

Gráfico 1.
Variación % Empleo Total
-I Trim 26 vs IV Trim 23

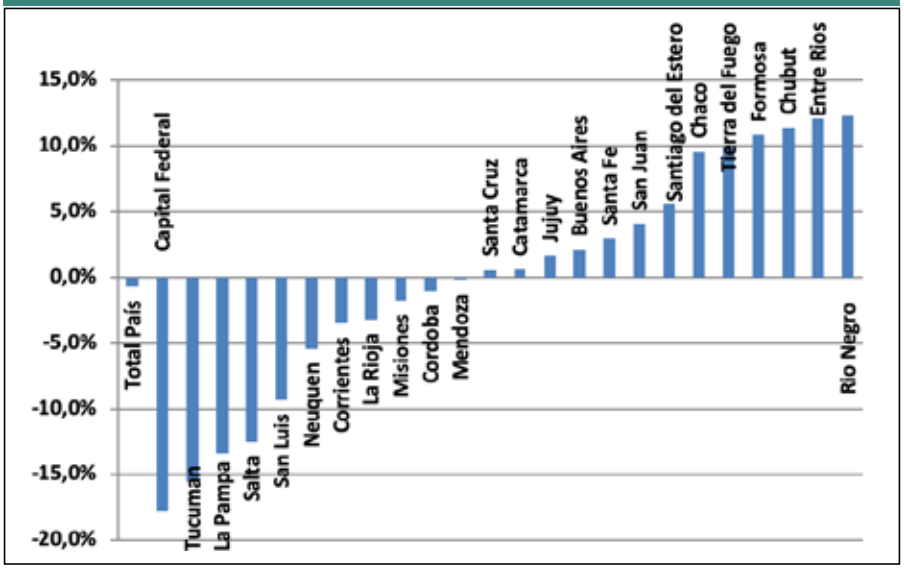
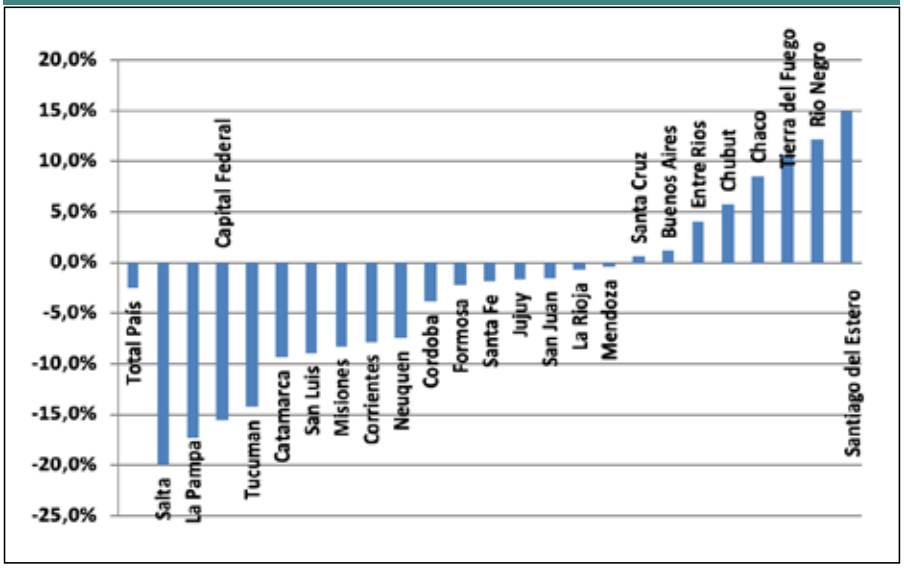


Gráfico 2.
Variación %: Asalariados
I Trim 26 vs IV Trim 23



En términos absolutos, las jurisdicciones que más aportaron a la caída del empleo son Capital Federal y Tucumán



Gráfico 3.
Variación % Asalariados Informales
I Trim 26 vs IV Trim 23

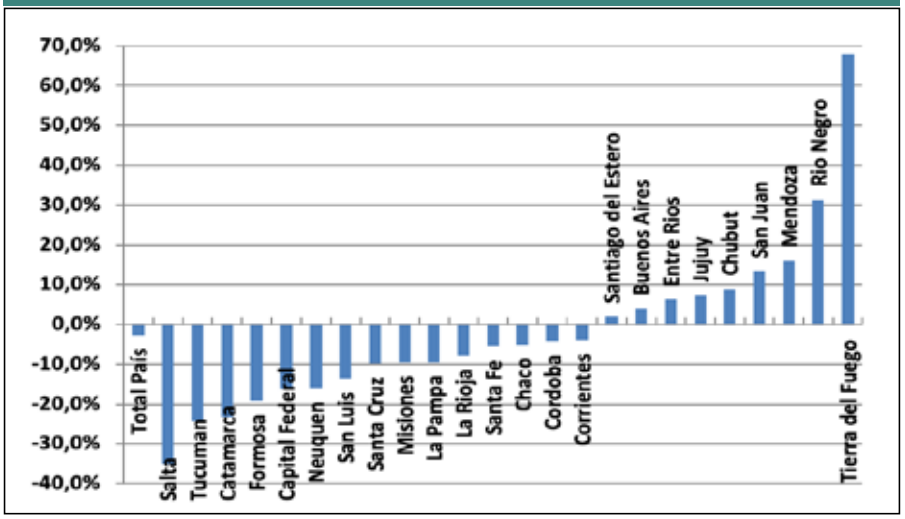
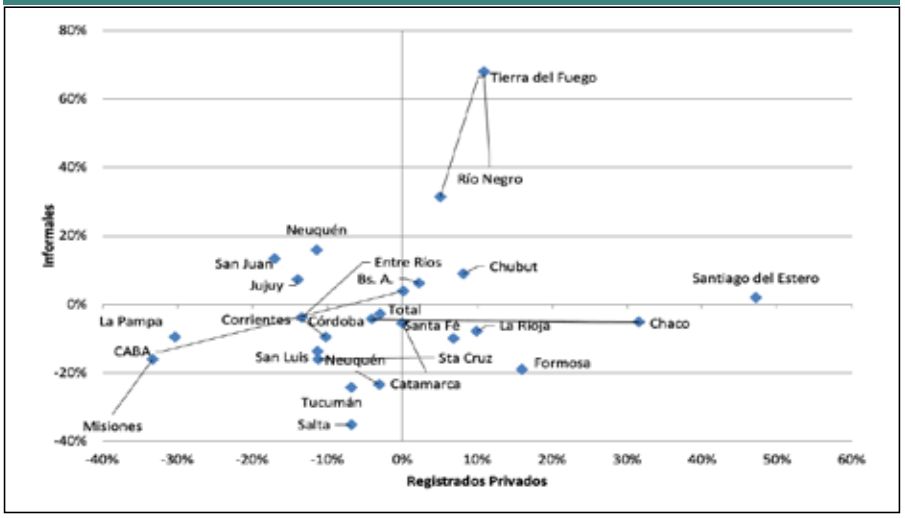


Gráfico 4.
Variación % Empleo Privado Registrado e Informal
I Trim 26 vs IV Trim 23



ción laboral (asalariados informales y registrados privados) se movieron en sentido descendente. Las provincias en las que cayó más fuertemente fueron La Pampa (-19,9%), Caba (-15,4%), San Juan (-11,8%) y Corrientes (-10,1). En unas pocas, la caída en informales se compensó con formalización.

A nivel global, el trabajo independiente compensó en parte la caída en el sector asalariado, mientras que esto se reprodujo en la mayoría de las provincias. Sólo en Caba, Tucumán, Santiago del Estero, La Rioja, San Luis y La Pampa, el empleo por cuenta propia se redujo.

En Caba, La Pampa, Tucumán y San Luis, el empleo cayó en todas sus formas.

¿Como jugó el empleo público provincial en todo este movimiento? El total cayó entre el I trimestre de 2026 y el IV trimestre de 2023 un -0,6%, apenas 12 mil ocupados menos en un total de 2,3 millones. Aunque Río Negro, Entre Ríos, Catamarca, Neuquén, San Luis Jujuy, Formosa, Santa Fe, La Pampa y Buenos Aires expandieron la dotación de empleados provinciales.

135 Banco Nación años

Donde el futuro tiene historia



Carlos Pellegrini
Fundador del Banco Nación

Brasil, Argentina y el Mercosur: inventario y perspectivas

La polarización política internacional se trasladó hace un tiempo a América del Sur. En términos económicos, en cambio, las mayores disrupciones intrarregionales provienen del proceso de desglobalización y de la presencia china como proveedor de bienes industriales. La relación económica bilateral entre la Argentina y Brasil está sostenida por un importante flujo comercial y, en menor medida, de inversiones. El mejor desempeño económico histórico de Brasil y el programa actual de ordenamiento de la Argentina sugieren la conveniencia de mantener la relación económica y mejorar la coordinación dentro del Mercosur más allá de disensos en las orientaciones políticas de sus gobernantes.

Por Marcela Cristini y Guillermo Bermúdez*



La frontera común, las estrategias de desarrollo históricas similares, la construcción del Mercosur, los flujos de inversiones y el turismo crearon nexos que se fueron fortaleciendo con el tiempo entre la Argentina y Brasil. En la vereda opuesta, el cuidado por la estabilidad económica que mostró Brasil, combinado con la alternancia en el signo político de sus gobiernos, fue una característica que contrastó con los fuertes vaivenes macroeconómicos de la Argentina. Los períodos de coincidencias políticas entre los gobiernos de ambos países mejoraron las relaciones políticas y económicas (Alfonsín-Sarney, Menen-Collor de Melo/ Itamar Franco) pero no alcanzaron para construir alineamientos sostenidos para el desarrollo conjunto.

¿Qué se puede esperar en el futuro inmediato de la relación bilateral económica entre Brasil y la Argentina, socios principales del Mercosur?

En primer lugar, debe considerarse el contexto internacional. La polarización política mundial se ve reflejada en América Latina que registra una mayor injerencia de Estados Unidos como reflejo de su competencia con China en nuestra región. Además, como resultado no deseado del proceso de globalización/desglobalización de los últimos 20 años, las nuevas condiciones económicas internacionales han llevado al viraje de los votantes en el mundo hacia posiciones más polarizadas. En la actualidad, muchos gobiernos de la región han transitado a posiciones de centro-derecha mientras las dos economías más importantes, México y Brasil, mantienen su alineamiento de centro-izquierda. Desde el punto de vista económico, estos vaivenes ideológicos tienen consecuencias limitadas cuando los países han mantenido macroeconomías estables y mercados en crecimiento. En el caso de la Argentina, las crisis macroeconómicas recurrentes y la declinación de largo plazo de su crecimiento per cápita en comparación con los resultados regionales, explican la demanda por un cambio profundo en las reglas de juego. El estado fallido de Venezuela es el caso extremo de la región con un final aún abierto.

*Economistas de FIEL.

En cuanto al desarrollo reciente de las economías de Argentina y Brasil, vale comenzar por una comparación general de los principales indicadores económicos (Cuadro 1) entre ambos países a los que se sumaron los otros miembros del Mercosur y Chile en calidad de "benchmark" regional.

Como puede observarse, Brasil se encuentra por detrás de Chile, Uruguay y Argentina en términos de su PBI per cápita, pero al igual que Chile y Uruguay, en los últimos 15 años, ha tenido un desempeño de crecimiento moderado pero sostenido a excepción de los años 2015 y 16 de recesión económica. Este desempeño contrasta con los fuertes vaivenes de la Argentina, donde en ese período no se registran, en secuencia, más de dos años con incrementos positivos. El resto de los indicadores del Cuadro 1 exhibe claramente el alineamiento de los países de la región en términos de tasas de inversión, importancia de la inversión extranjera directa y tasas de inflación en comparación con Argentina y Bolivia, que recién comienzan a recuperarse de desórdenes macroeconómicos muy significativos. En el caso chileno, destaca como factor negativo el crecimiento del desempleo, que al igual que en la Argentina requiere de mayores inversiones para morigerarse a la vez que enfrenta la modificación de las tecnologías que desafían el mercado de trabajo a nivel global.

Entre los años 90 y 2000, la vinculación económica de Argentina y Brasil creció en el marco del Mercosur con un aumento del comercio bilateral y de las inversiones. En este último caso cabe destacar la internacionalización de las empresas brasileñas de alimentos y financieras que salieron al mundo y participaron del mercado argentino. También empresas agropecuarias y de servicios argentinas (como Mercado Libre) ampliaron sus operaciones a Brasil como el gran mercado regional. Más recientemente, entre 2021 y 2023, el "cepo" cambiario en la Argentina sumado a las regulaciones crecientes del comercio exterior determinó la reducción de actividades o directamente la salida de algunas empresas brasileñas del mercado argentino (el Banco Itaú es un ejemplo).

En el intercambio comercial también aparecieron modificaciones importantes a lo largo del tiempo. En 1991 se firmó el Tratado de Asunción y en 1994 el Tratado de Ouro Preto que dieron nacimiento al Mercosur. Este acuerdo creó una unión aduanera bajo la protección de altos aranceles hacia el resto del mundo. En consecuencia, inicialmente, el comercio entre los socios creció significativamente (Gráfico 1). Al cabo de los primeros 10 años de existencia, los cambios en el comercio mundial y la aceleración del proceso de globalización llevaron a un aumento del comercio de todos los socios del Mercosur con el resto del mundo y en especial con China. En pocos años, ese país se convertiría en el principal socio comercial del Brasil y en el tercero/cuarto socio comercial de la Argentina, según el año considerado. El intracomercio del Mercosur descendió desde el 25% a casi el 10% de los flujos de exportación de los socios en el período.

La instalación de China en los 2000 como la "fábrica del mundo" terminó de modificar el patrón de desarrollo brasileño que ya había registrado en los 90 los límites a su estrategia de industrialización por sustitución de importaciones. El país llevó adelante un muy exitoso proceso de modernización y crecimiento de su agroindustria que lo transformó en uno de los principales exportadores de productos básicos agropecuarios del mundo. Este proceso aprovechó la posibilidad de ampliar la frontera agrícola (a la región del Cerrado) a la vez que aumentaba la inversión en tecnología en el agro con la participación decisiva de Embrapa (Empresa Brasileña de Investigación Agropecuaria). En el caso de la Argentina, la estrategia sustitutiva nunca se abandonó del todo y los excedentes de la producción agropecuaria se utilizaron para financiar ineficiencias públicas y consumo, perdiendo oportunidades de crecimiento y diversificación del patrón productivo.

Como resultado del arribo regional de China y del cambio del patrón productivo de Brasil, ese país continúa siendo el principal socio comercial de la Argentina, pero nuestro país y el resto de los socios del Mercosur han perdido su relevancia como abastecedores de Brasil.

La evolución del intercambio de Brasil y la Argentina con China también presenta un contraste interesante. Brasil muestra un fuerte aumento del comercio con China y ha mantenido un saldo superavitario de comercio. La Argentina, por su parte, mantiene un intercambio más estable con un importante saldo negativo (Gráficos 2 y 3). En el último bienio, la competencia tecnológica entre China y los Estados Unidos derivó en un desacople comercial entre am-

Cuadro 1
Indicadores Macroeconómicos Seleccionados
Año 2025

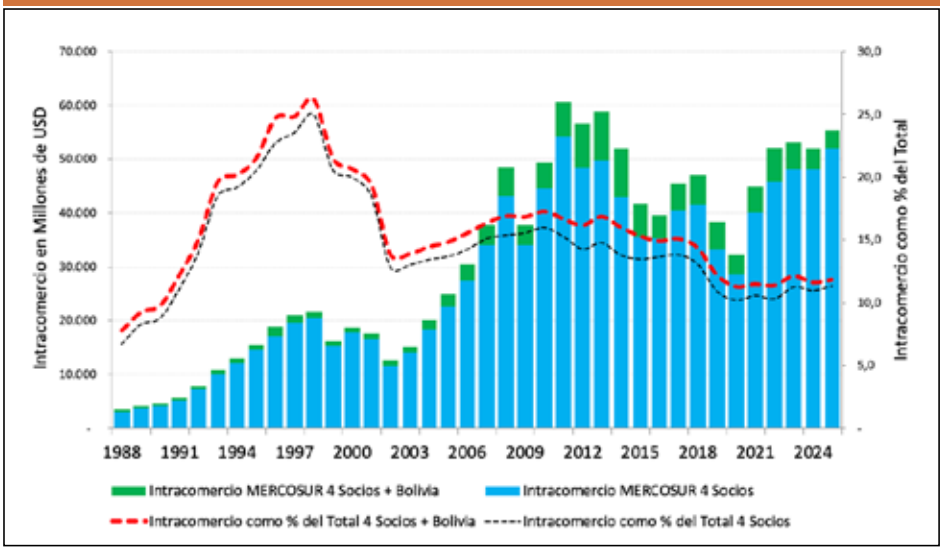
	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Paraguay	Uruguay
Crecimiento del PBI	4,5	-1,6	2,3	2,5	6,6	1,8
PBI per cápita (USD corrientes)	14.399,3	5.185,3	10.682,7	17.837,4	7.679,2	24.548,8
PBI per cápita (USD PPP)	31.497,5	12.871,4	23.363,4	35.790,9	22.052,9	37.197,2
Inversión (% del PBI)	13,1	16,6	17,1	24,1	25,3	16,2
Ahorro nacional (% del PBI)	12,0	13,4	14,2	22,8	22,8	15,7
Inflación (% - promedio anual)	41,9	19,5	5,0	4,2	4,0	4,7
Inflación (% - fin del período)	31,5	20,4	4,3	3,4	3,1	3,7
Tasa de desempleo (%)	7,4	3,3	6,0	8,5	4,8	7,5
IED (% del PBI)	0,6	1,1	3,4	3,7	2,4	0,8

Fuente: FMI y UNCTAD.

bos países que llevó a la búsqueda de proveedores de alimentos seguros por parte de China lo que redundó en beneficios para Brasil y también para la Argentina (en especial, en el capítulo de carne vacuna)

Ambos países, además, tienen una relación comercial con los Estados Unidos que, hasta el momento, ha seguido senderos parecidos (Gráfico 4 y 5). Dada la similitud en el patrón de producción entre los Estados Unidos, Brasil y la Argentina en términos agroindustriales, estos productos participan sólo en menor medida en el comercio bilateral (café y jugo de naranja como exportación brasileña a los Estados Unidos y, muy recientemente, carne argentina con ese destino). Tanto Brasil como la Argentina venden petróleo y minerales a los Estados Unidos como principal intercambio, que se completa con maquinarias y equipos y productos tecnológicos enviados por los Estados Unidos a ambos países. En ambos casos, los saldos comerciales, en promedio, se han mantenido favorables a Estados Unidos.

Gráfico 1. Comercio Intra Mercosur
5 Socios Comerciales -incl. Bolivia-
En millones de USD y %
1988-2025



Fuente: FIEL con base en datos INTRACEN

Los datos presentados sugieren que las relaciones comerciales de Brasil y la Argentina con China y los Estados Unidos, principales contendientes en las tensiones económicas mundiales, no enfrentarían obstáculos derivados de esta competencia, al menos en el corto plazo. La ampliación del comercio a otros productos críticos como el litio, el cobre o las "tierras raras" sí podrían presentar algunos problemas que muy probablemente tengan una solución práctica a través de inversiones directas de empresas de los Estados Unidos y China en la región latinoamericana. En ese caso, los países del Mercosur deberán administrar las posibles tensiones con acuerdos apropiados y equilibrados, haciendo valer su soberanía económica. Estos arreglos serían convenientes para ambas economías latinoamericanas y, por lo tanto, ambas se beneficiarían de una tarea estratégica coordinada.

En el intercambio bilateral argentino-brasileño, la polarización política no debería tener impactos importantes salvo en el caso de los intercambios "administrados". Ese es el caso del intercambio automotriz que se lleva adelante mediante un acuerdo bilateral especial que liberaliza el comercio entre las partes con un objetivo de llegada al libre comercio en 2030. El comercio automotriz ha sido siempre un comercio administrado en el mundo, pero la novedad es la aparición de un cambio tecnológico hacia autos eléctricos, donde China tiene hoy el liderazgo. Las inversiones chinas se han concretado en Brasil que es el "mercado grande" regional y ello podría poner en riesgo el intercambio administrado entre Brasil y la Argentina. En el caso de los autos eléctricos, el Mercosur ha abierto cupos de importación como solución transitoria. En un escenario de mayor afinidad política y proyectos conjuntos es probable que los intereses de nuestra industria automotriz fueran más escuchados, pero con el drástico cambio tecnológico de por medio es difícil hacer pronósticos.

Las exportaciones argentinas de trigo a Brasil, que forman parte inicial de la historia de los acuerdos bilaterales, seguirán adelante al tratarse de un producto básico, pero podrían verse algo limitadas si Brasil sigue desarrollando la diversidad en su oferta agrícola. En el caso de los productos lácteos, que también son importantes en el patrón exportador argentino hacia Brasil, ya ha habido algunas dificultades con los productores brasileños que reclaman asistencia de su propio Estado para enfrentar la competencia.

Por último, en términos de nuestras exportaciones al Brasil, en 2025 se abrió una oportunidad significativa con el envío de gas de Vaca Muerta a Brasil. Y esta ventaja local no se vería afectada por factores estratégicos en la medida en que el abastecedor histórico de Brasil, que era Bolivia, ya no estaría en condiciones de mantener el suministro.

Como se ha mencionado ya, Brasil es el principal socio comercial de la Argentina, lo que implica que hay un interés de nuestras empresas por mantener y ampliar las relaciones económicas bilaterales, particularmente en un momento en que nuestro país debe hacer un esfuerzo para aumentar su competitividad. En ese escenario, los mercados cercanos de menor costo logístico y mayor afinidad cultural son el primer objetivo para pagar los esfuerzos de la apertura de nuevas oportunidades.

Seguramente, la polarización de ideas políticas no ayudará a fortalecer al Mercosur como mecanismo de posicionamiento internacional de sus miembros, pero al menos, lo que de-

NOS TRANSFORMAMOS PARA HACER HISTORIA

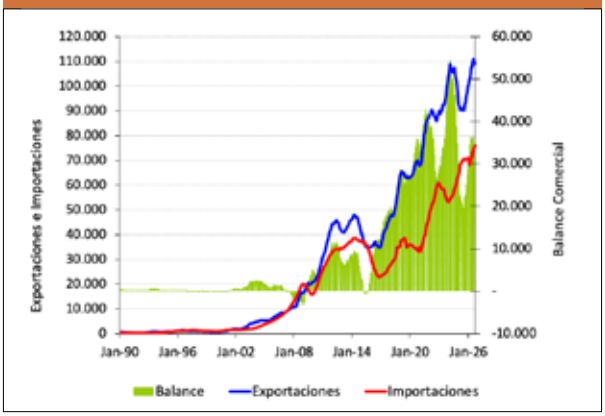
Somos protagonistas del cambio hacia una Argentina libre de humo, guiados por la ciencia y la innovación.



PHILIP MORRIS ARGENTINA

Gráficos 2 y 3

Comercio de Brasil con China
Exportaciones, Importaciones y Balance Comercial
Millones de USD - Acumulado 12 meses
1990.01 - 2026.09



Comercio de Argentina con China
Exportaciones, Importaciones y Balance Comercial
Millones de USD - Acumulado 12 meses
1991.01 - 2026.09



Fuente: FIEL con base en datos INTRACEN

Gráficos 4 y 5

Comercio de Brasil con Estados Unidos
Exportaciones, Importaciones y Balance Comercial
Millones de USD - Acumulado 12 meses
1990.01 - 2026.09



Comercio de Argentina con Estados Unidos
Exportaciones, Importaciones y Balance Comercial
Millones de USD - Acumulado 12 meses
1991.01 - 2026.09



Fuente: FIEL con base en datos INTRACEN

bería buscarse es una coordinación beneficiosa para seguir adelante con las negociaciones de nuevos acuerdos a la vez que se resuelven temas como el de las cuotas en el acuerdo con la Unión Europea que hasta el momento se abastecen con el mecanismo de asignación por orden de llegada.

En síntesis, desde los años 90, la construcción del Mercosur y la administración económica de Brasil y Uruguay (más recientemente Paraguay), en línea con las buenas prácticas internacionales, dieron como resultado la construcción de relaciones económicas y de flujos de comercio e inversiones dentro del acuerdo Mercosur que ganaron independencia de los vaivenes políticos en sus países miembros. La mayor polarización internacional abre alguna incertidumbre sobre si en esta ocasión en la que los signos políticos de las administraciones en Brasil y Argentina (principales socios del Mercosur) se encuentran en polos opuestos, este hecho funcionará como un factor de desacople del comercio y las inversiones bilaterales. La lectura de la situación presentada hasta aquí indicaría que, por el contrario, los factores que han modificado el patrón del comercio bilateral brasileño-argentino han sido de carácter económico más que político y que ambos países entienden la importancia de su coordinación para las empresas y consumidores de sus respectivas economías. De alcanzarse un escenario más favorable y menos polarizado, habría todavía más oportunidades que el Mercosur podría aprovechar.



LAS AUTOMOTRICES MÁS RENOMBRADAS

ELIGEN PIRELLI

¿Y VOS?

Los neumáticos son esenciales para asegurar el desempeño de tu vehículo. En colaboración con los mejores fabricantes de automóviles del mundo, Pirelli desarrolla neumáticos específicos para cada vehículo. Los neumáticos Pirelli producidos a medida son el reemplazo natural para el equipamiento original, fáciles de reconocer por su marcado exclusivo en el lateral y creados para cada automotriz. Elegí Pirelli cuando llegue el momento de cambiar los neumáticos de tu vehículo.

Para más información: www.pirelli.com.ar

PIRELLI

POWER IS NOTHING WITHOUT CONTROL.

Industria. En el inicio de una nueva fase recesiva

La industria anotó en septiembre la tercera caída en la comparación interanual, profundizando el deterioro en el acumulado del año, con desempeños diversos entre los sectores más dinámicos y los más rezagados. Refinación de petróleo lidera el crecimiento y la industria automotriz acumula la mayor caída y hace el mayor aporte a la contracción de la actividad fabril. En términos desestacionalizados se tuvo el quinto retroceso mensual –el sexto de la tendencia ciclo-, lo que, junto con otros indicadores, sugiere que técnicamente la industria se encuentra en el inicio de una nueva fase recesiva.

Por Guillermo Bermudez*



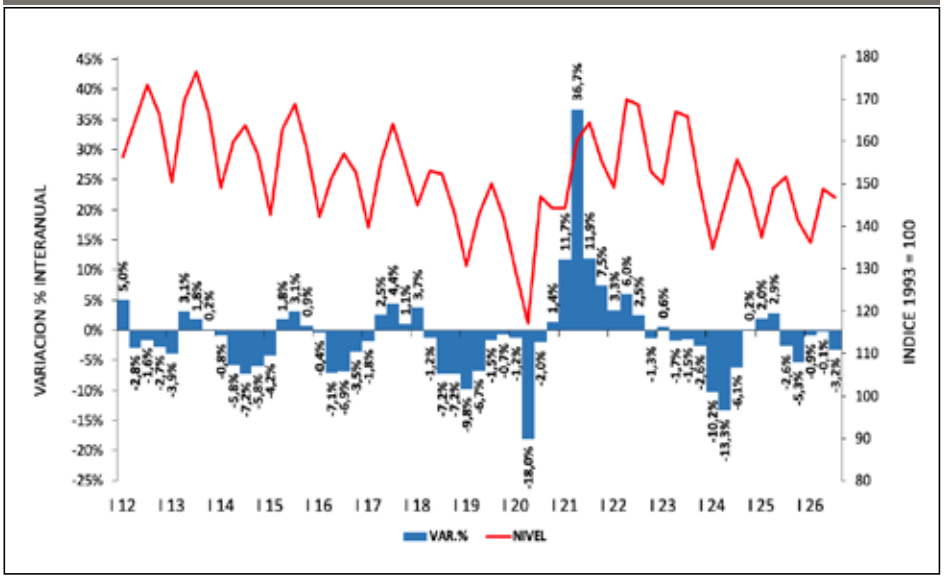
*Economista de FIEL

La producción industrial en el mes de septiembre registró un retroceso interanual de 2.9% de acuerdo a información preliminar del relevamiento de FIEL, acumulando en los primeros nueve meses del año una caída de 1.4% en la comparación con el mismo periodo de 2025.

En el mes se anotó la tercera caída interanual de la producción industrial, con desempeños sectoriales muy diversos entre los líderes y los más rezagados, a partir de la realización de paradas técnicas programadas o la existencia de conflictos gremiales, que afectaron el nivel de actividad.

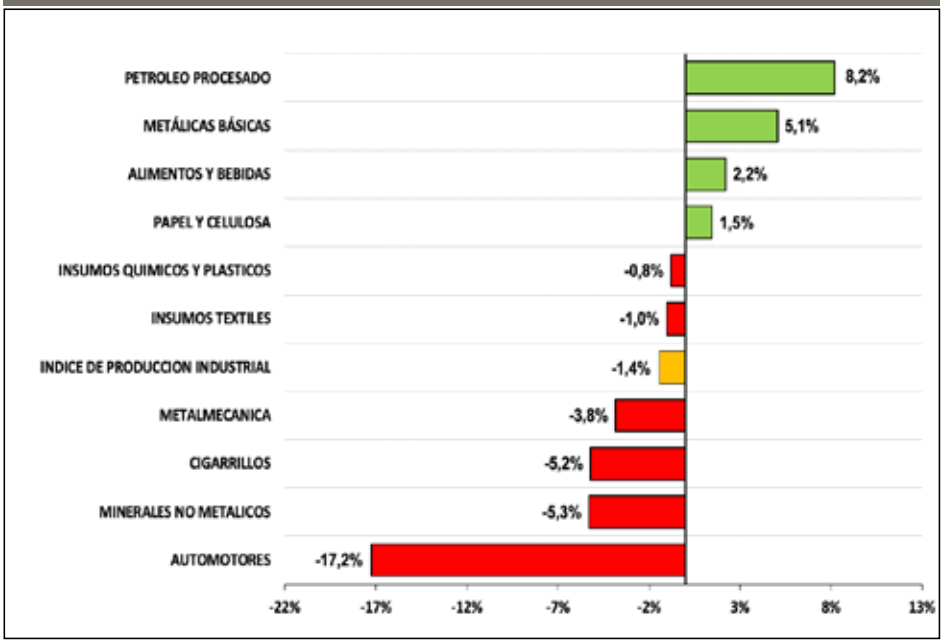
Por caso, entre los líderes, el sector de la refinación de petróleo fue alcanzado por la realización de una parada programada en el Complejo Industrial La Plata, no obstante lo cual, el nivel de petróleo procesado en lo que va del año se acerca a la marca record de 2007. En el otro extremo, entre los sectores que acumulan una mayor caída, la producción de minerales no metálicos registró una ligera mejora en la comparación con el año pasado a causa de la recuperación de despachos de cemento, luego de varios meses de estancamiento.

Gráfico 1.
ÍNDICE DE PRODUCCION INDUSTRIAL - IPI FIEL
Evolución Trimestral



Fuente: FIEL.

Gráfico 2. Producción Industrial por Sectores
Ranking de variaciones porcentuales (%)
Primeros 9 meses de 2026 / Primeros 9 meses de 2025



Fuente: FIEL.

Con lo anterior, en el tercer trimestre, la actividad industrial registró una caída interanual de 3.2%, encadenando cinco trimestres en retroceso, al tiempo que, en la comparación con el segundo trimestre, la producción corregida por estacionalidad mostró una contracción del 4.3%, sumando dos trimestres en retroceso. Entre julio y septiembre, respecto al nivel de actividad del mismo período del año pasado, el mejor desempeño lo mostró la refinación de petróleo,



> "…en el tercer trimestre, la actividad industrial registró una caída interanual de 3.2%, encadenando cinco trimestres en retroceso…"

seguido de la producción de papel y celulosa, de las industrias metálicas básicas y de la de alimentos y bebidas, ramas todas que redujeron el ritmo de crecimiento respecto al observado en el segundo trimestre.

De este modo, en el acumulado para los primeros nueve meses del año, el ranking de crecimiento lo lidera la refinación de petróleo que acumula un aumento de 8.2% en la comparación interanual. Las industrias metálicas básicas con un avance de 5.1%, la de alimentos y bebidas con un alza de 2.2%, y la de papel y celulosa con una mejora de 1.5% en la comparación con los primeros nueve meses de 2025, completan la nómina de las ramas con mejora de la actividad.

Con un retroceso acumulado entre enero y septiembre inferior al promedio se colocan los sectores de insumos químicos y plásticos (-0.8%) y el de insumos textiles (-1%), en ambos casos respecto al nivel alcanzado en los primeros nueve meses de 2025. Por su parte, con una contracción más pronunciada se encuentran la metalmecánica (-3.8%), los despachos de cigarrillos (-5.2%), la producción de minerales no metálicos (-5.3%) y la industria automotriz (-17.2%), sobre la misma base de comparación.

Con lo anterior, en el acumulado para los primeros nueve meses del año, la industria profundizó ligeramente su caída, con los sectores líderes recortando el ritmo de crecimiento y su contribución para contener un más profundo retroceso de la actividad.

Como se mencionó, las ramas que lideran el ranking recortaron su ritmo de crecimiento, y entre ellas la producción de alimentos y bebidas tuvo en el mes de septiembre un ligero retroceso en la comparación interanual. En el mes, el bloque se contrajo 0.6%, combinando una caída en la producción de bebidas del 5% con un nivel de producción de alimentos que igualó (+0.3%) el de un año atrás. Entre las bebidas, únicamente aguas, gaseosas y jugos tuvieron un ligero avance en el mes, mientras que mostró una caída generalizada la producción y despachos de bebidas alcohólicas. En el caso de los alimentos, se tuvo una moderación en el ritmo de crecimiento de la producción primaria de leche –que encadena veintitrés meses de aumento en la comparación interanual-, y en el de la producción de aceites, que se combinó con una nueva mejora en la faena porcina y nuevos retrocesos en la faena aviar y vacuna.

La caída de la faena vacuna se da en un contexto de recomposición de rodeos –que data de meses y se anticipa lento-, y de aumento de las exportaciones hasta niveles cercanos a record históricos. En el corto plazo, puede esperarse alguna disrupción en el abastecimiento de hacienda a frigoríficos en algunas zonas del país, a causa de la evacuación de animales producto de inundaciones resultantes de las excesivas lluvias asociadas al fenómeno de El Niño. Estas disrupciones podrían devenir en una sobreoferta de hacienda liviana o en menor estado de terminación, aunque no puede descartarse que demoras logísticas o en el cumplimiento de controles sanitarios puedan afectar el normal abastecimiento en los mercados de faena con efectos opuestos. Los precios del ganado darán cuenta del impacto de estos factores contrapuestos.

Entre los sectores que acumulan un retroceso de la producción en los primeros nueve meses del año, el de químicos y plásticos en septiembre registró una mejora, en parte explicada por un efecto de baja base de comparación. El bloque avanzó en septiembre 4.6% en la comparación interanual, a partir del aporte de los químicos básicos, de agroquímicos y de jabones. Con lo anterior, la rama recortó la caída acumulada en los primeros nueve meses del año hasta 0.8%, con resultados diversos al interior del bloque contando -tal el caso de la producción de neumáticos que acumula un retroceso superior al 40% a partir del cese de la actividad de FATE.

Entre las ramas industriales que acumulan una caída superior al promedio, la metalmecánica tuvo en el mes de septiembre una marcada contracción. El bloque retrocedió en el mes 8.9% en la comparación interanual, con caídas generalizadas entre las subramas al interior del bloque y encadenando cuatro meses de caída en

ROGGIO

Conocimiento y experiencia para el desarrollo de infraestructura

Construcción · Gestión y Valorización de Residuos · Transporte · Distribución de Agua y Saneamiento · Soluciones de IT · Entretenimiento y Turismo

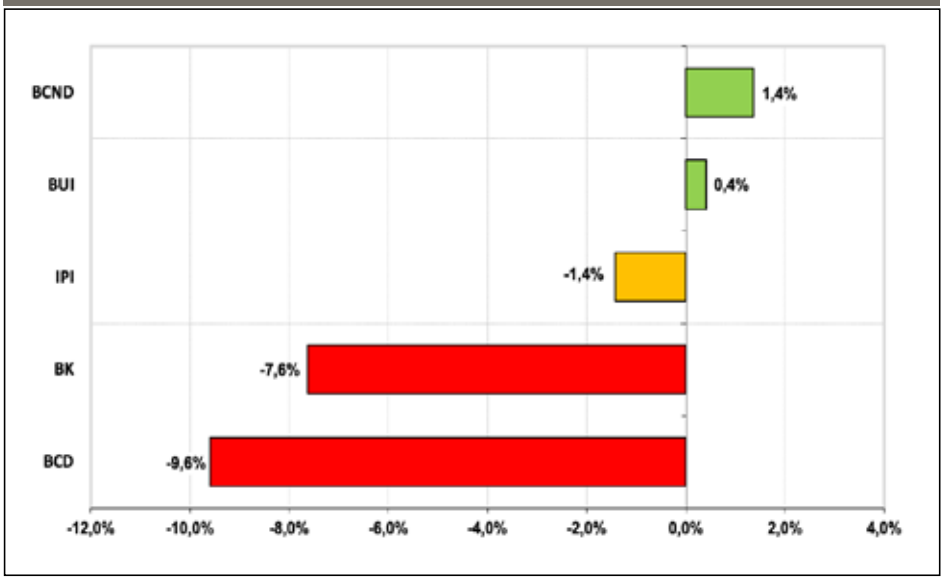


www.roggio.com.ar

la comparación con el año anterior.

En lo que se refiere a ventas de maquinaria agrícola, luego de dos meses de mejora, los datos de ACARA dan cuenta de una marcada contracción en septiembre. En el mes se patentaron 493 unidades, lo que significó un retroceso de 20.6% en la comparación interanual y uno del 0.7% en el acumulado de los primeros nueve meses de 2026. Entre los tipos de equipos, la caída más profunda se se registró en tractores (-22.6%), por sobre pulverizadoras (-21.7%), al tiempo que las ventas de cosechadoras se elevaron 4.7%, en cada caso en la comparación con los niveles de septiembre del año pasado. En el caso de los tractores, segmento al que corresponde el mayor volumen de unidades -401 de las 493 totales- vuelve a destacar el aumento de participación de importados -especialmente marcas asiáticas-, a partir de una agresiva competencia por precio y disponibilidad de modelos.

Gráfico 3. Índice de Producción Industrial (IPI) - FIEL
Evolución por Tipo de Bien
Primeros nueve meses de 2026 / Primeros nueve meses de 2025
(Var. % Interanual)



Fuente: FIEL.

También entre los sectores con mayor caída acumulada en lo que va del año, el de los minerales no metálicos registró en septiembre una ligera mejora, luego de un bimestre de profunda caída. En el mes, la producción del bloque avanzó 0.8% en la comparación interanual, recortando ligeramente las caídas de 15.1% y 11.3% observadas en julio y agosto pasado.

Detrás de la ligera mejora del bloque estuvo la recuperación de los despachos de cemento luego de meses de estancamiento. En septiembre se tuvo un alza interanual de ventas de cemento que alcanzó 4.5%, combinando una mejora de 0.4% en las entregas en bolsa –luego de cinco meses en caída-, con un aumento de 9.7% en las ventas a granel después de un bimestre de contracción. Es interesante mencionar que, en el mes, los despachos totales superaron las 964 mil toneladas, colocándose un 18% por encima del nivel de los meses previos. Con todo, en los primeros nueve meses del año las ventas de cemento alcanzan 7.3 millones de toneladas, colocándose 3.2% por debajo del nivel acumulado entre enero y septiembre del año pasado.

A diferencia de los despachos de cemento, las ventas de insumos para la construcción, de acuerdo al Grupo Construya, tuvieron en septiembre un retroceso de 2.9% en la comparación interanual, elevando el retroceso acumulado en nueve meses hasta 1.5% en la comparación con el mismo periodo de 2025. Para el grupo, la demanda de insumos enfrenta perspectivas positivas, contando la recuperación de la superficie permisada para la construcción y del crédito hipotecario. Costos en dólares mantienen elevados niveles en la comparación histórica.

Observando la evolución mensual de la rama, el resultado de septiembre abre el interrogante de si este indica el inicio de una recuperación o si refleja una normalización respecto a meses recientes a causa de mejores condiciones climáticas. Por caso, no debe perderse de vista que, en la Ciudad de Buenos Aires, el nivel de precipitaciones de julio pasado fue el más elevado en una década, y en los meses de agosto y septiembre se tuvo un recorte marcado de los volúmenes de lluvia. Cualquiera fuera el caso, los niveles de actividad de octubre 2025 y la última parte de ese año, son un desafío para el contexto actual del sector.

Lo anterior se da en un escenario en el que la actividad de la construcción volvió a mostrar un fuerte retroceso interanual en agosto (-4.4%) luego de la caída que se tuvo en julio (-4.5%), con contracción en la medición ajustada por estacionalidad y en la tendencia ciclo en los últimos ocho meses de acuerdo a mediciones del INDEC. En perspectiva, el dato alentador que surge del relevamiento de expectativas que realiza el instituto es la moderación del pesimismo empresario con un recorte de la participación de firmas que esperan un mayor deterioro de la actividad en los meses por venir, y que en el caso de empresas que se especializan en obras públicas se combina con una mayor expectativa de mejora.

Como se ha dicho, el sector automotriz acumula el mayor retroceso de actividad en lo que va del año,

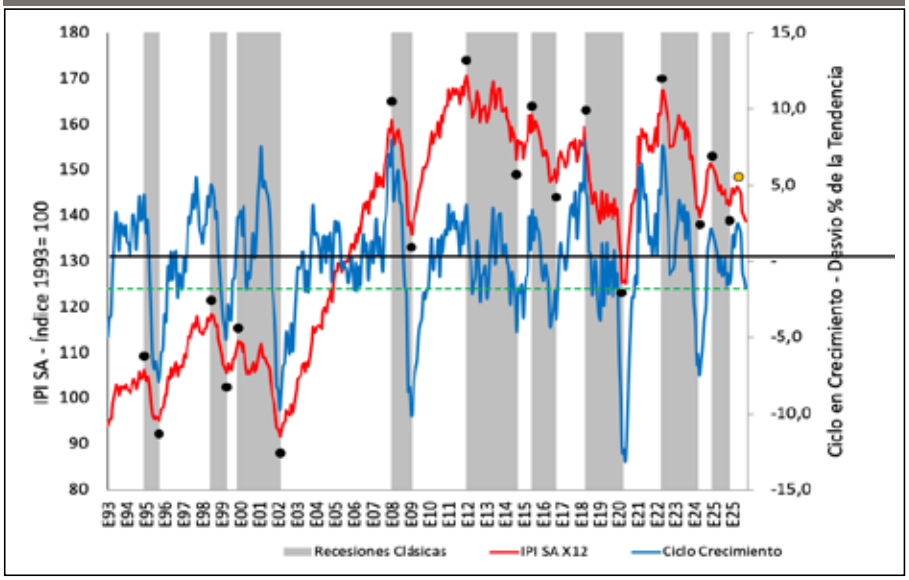
Desde 1972 ayudando a crecer a los argentinos:

"Apoyando el desarrollo de la banca argentina, promoviendo el financiamiento y la inclusión financiera"

ADEBA
Asociación de Bancos Argentinos

y en el mes de septiembre volvió a mostrar una marcada caída. En el mes, la producción del bloque se recortó 15.8% en la comparación interanual, combinando una merma del 28.1% en la fabricación de automóviles con una del 7.7% en la de utilitarios. Con lo anterior, el bloque acumuló en los primeros nueve meses del año una caída del 17.2%, haciendo el mayor aporte a la contracción de la industria.

Gráfico 4.
IPI SA: Ciclo Clásico y Ciclo en Crecimiento



Fuente: FIEL.

A partir de octubre, se inicia la producción de la nueva Renault Niagara en la planta de Santa Isabel (Córdoba) y desde diciembre de la Volkswagen Amarok en la terminal de Pacheco. En este escenario, y con los resultados de actividad prácticamente cerrados para 2026, algunas terminales han realizado anuncios de inversión para la radicación de tecnologías limpias en la industria automotriz local, destacándose el proyecto de Toyota por USD 1.3 mil millones en Zárate para la nueva Hylux en el marco del Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones (RIGI), y el de Ford para la producción de la Ranger híbrida enchufable en la terminal de Pacheco.

En lo que se refiere a las ventas de vehículos en el mercado local, en septiembre han vuelto a mostrar un retroceso. Las ventas mayoristas cayeron 20.4% en la comparación interanual, encadenando ocho meses de contracción, con envíos de vehículos nacionales recortándose 28.3%, mientras que los electrificados avanzaron al 295%. De este modo, las ventas de vehículos electrificados representaron el 7.3% del total del mercado en septiembre alcanzando en el acumulado en los primeros nueve meses el 6.8% en comparación con el 0.7% en el mismo periodo de 2025.

> "…abril fue un pico para una corta y poco dinámica recuperación, y desde mayo la industria se encontraría transitando una nueva fase de contracción."

Por su parte, los patentamientos -las ventas minoristas- acumulan un semestre en retroceso a tasas de dos dígitos, con crecimiento de la participación de marcas chinas, vehículos eléctricos e híbridos. En septiembre, las ventas minoristas se redujeron 11.4% en la comparación interanual acumulando una caída de 13% en los primeros nueve meses del año; se estima que el año cierre un 10% por debajo del nivel de ventas alcanzado en 2025.

En lo que se refiere a la participación de marcas chinas, en septiembre la participación en el total de patentamientos de livianos se elevó hasta 11.6%, con BYD colocándose novena del ranking de ventas con 1,584 unidades y 3.4% del mercado. Del mismo modo, crece la participación de híbridos y electrificados. En el mes se patentaron 8,322 vehículos híbridos, marcando un alza de 161% en la comparación interanual y alcanzando una participación del 17.8% en el total de livianos, al tiempo que, con 865 unidades vendidas en el mes, los vehículos eléctricos marcaron un crecimiento del 434% en la comparación interanual, alcanzando el 1.9% del total de livianos.

A diferencia de lo ocurrido en el mercado local, en septiembre las exportaciones tuvieron una mejora interanual del 6.8%, combinando un aumento en las exportaciones de automóviles del 2.2% con uno en la de pick ups de 8.8%, y permitiendo volver a alcanzar más del 70% de la producción del mes.

Lo interesante es que el aumento no vino explicado por las exportaciones a Brasil, destino al que los envíos

CÁMARA ARGENTINA DE LA CONSTRUCCIÓN

CAMARCO 90 AÑOS

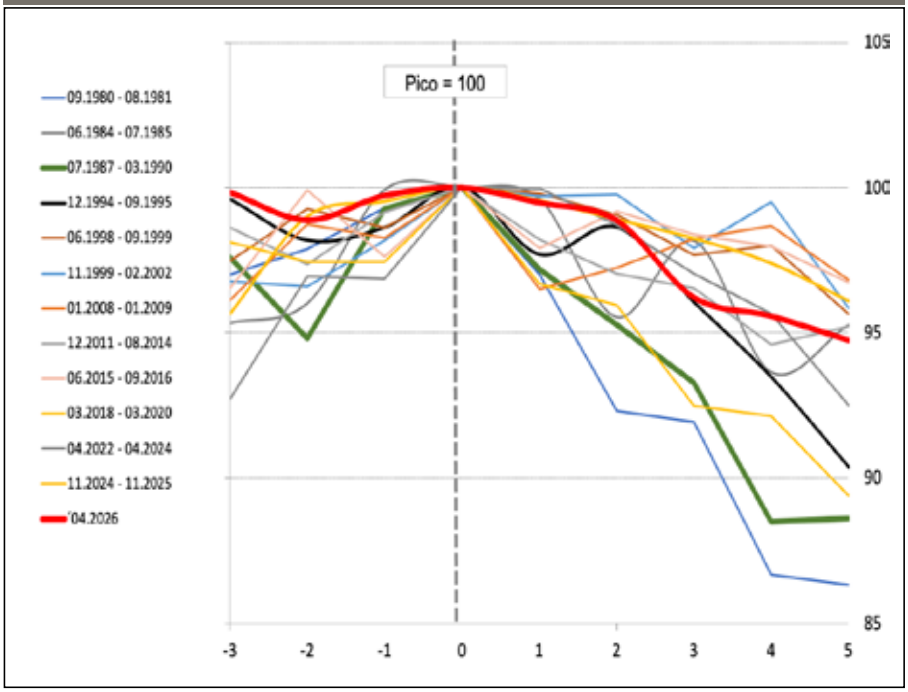
CONSTRUYAMOS **PUENTES**

camarco.org.ar

cayeron fuerte por segundo mes -15.8% en agosto y 18.9% en septiembre-, sino por el alza de ventas a destinos que poseen una menor participación, como Perú (+288.5%), Colombia (+152.4%), Chile (+96.5%), Ecuador (+82.8%), Paraguay y otros de América. Con todo, en los primeros nueve meses se llevan exportadas 203 mil unidades, lo que representa 1.6% por encima de los niveles de 2025.

Volviendo al análisis de la producción industrial, desde la perspectiva de los tipos de bienes producidos en los primeros nueve meses del año, todos, con la excepción de los bienes de uso intermedio, registraron un deterioro en la comparación con el crecimiento acumulado entre enero y agosto pasado.

Gráfico 5. Índice de Producción Industrial (IPI) de FIEL
Velocidad de caída en las recesiones industriales desde el pico de actividad
Fases recesivas seleccionadas
Mes de Entrada índice = 100



Fuente: FIEL.

Los bienes de consumo no durable lideran el ranking con un crecimiento de 1.4%, sosteniéndose en un récord para los primeros nueve meses del año. La producción de bienes de uso intermedio mantuvo la mejora acumulada en 0.4% entre enero y septiembre y en la comparación con el mismo periodo de 2025. Por su parte, los bienes de capital registran un retroceso de 7.6% y los de consumo durable una caída del 9.4%, en ambos casos sobre la misma base de comparación. Con lo anterior, los bienes de capital fueron los que registraron el mayor aumento de la caída acumulada, mientras que los bienes de consumo durable hacen la mayor contribución a la contracción de la industria.

IPI como Ciclo Económico

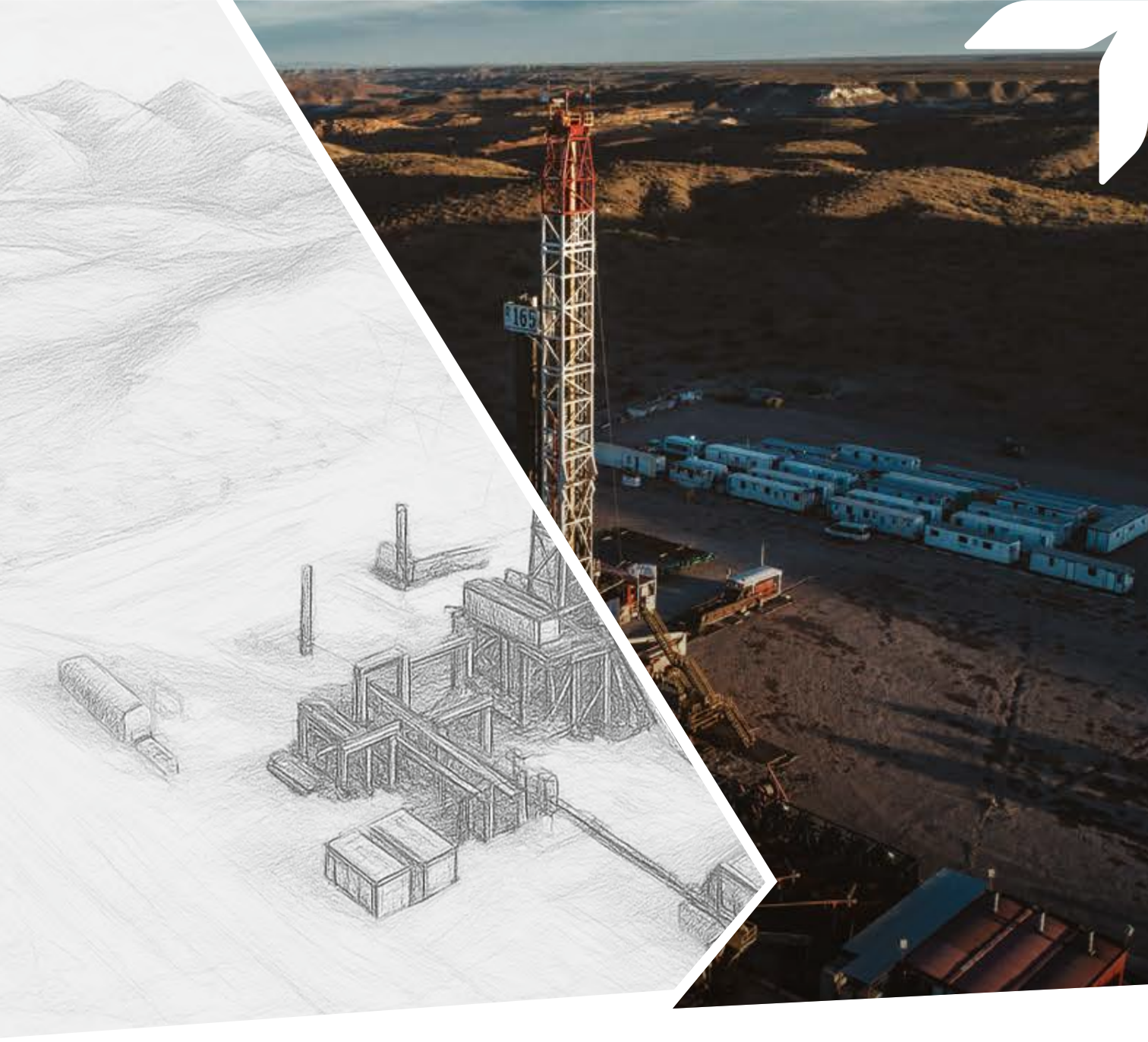
En términos desestacionalizados, la producción industrial del mes de setiembre tuvo un retroceso de 0.9% respecto al mes anterior, encadenando cinco meses de caída, secuencia que se eleva a seis meses si se considera el componente de tendencia ciclo.

Asimismo, el mes de abril se ha marcado como punto de giro –pico- para la recuperación industrial iniciada en noviembre de 2025, la que resultó la más corta y entre las menos dinámicas de la que se tenga registro desde 1980. En efecto, esa fase duró cinco meses –el mínimo técnico- y acumuló un crecimiento anual del 7.2% -inferior al 11.2% promedio y 10% mediano de las once fases previas-, resultando la menos dinámica luego de la transcurrida entre septiembre de 2016 y marzo de 2018, que en dieciocho meses alcanzó un crecimiento equivalente anual del 5.5%.

De este modo, desde mayo pasado se tiene una aceleración de la caída de las tasas de variación de corto y largo plazo, con una contracción más pronunciada de la tasa de corto plazo desde julio, y una tendencia ciclo que ha aumentado el ritmo de retroceso en los últimos meses. También la medida de ciclo en crecimiento es consistente con el análisis de ciclo clásico, contando que luego del pico de abril, desde julio la actividad se contrae con mayor velocidad de lo que lo hace la tendencia. Por su parte, el índice de difusión sectorial perforó el 50% en julio y se recorta superando el 40% en el tercer trimestre.

Las señales previas sugieren que la actividad industrial se encontraría –técnicamente- transitando desde mayo los primeros meses de una nueva fase de contracción, a un ritmo que supera el registrado en siete de las doce fases recesivas de la industria desde 1980, de acuerdo al relevamiento de FIEL.

En síntesis. La industria en septiembre volvió a mostrar un retroceso en la comparación interanual, con desempeños diversos entre los sectores líderes y los más rezagados. Refinación de petróleo continúa acumulando el mayor crecimiento y el sector automotriz la mayor caída. Desde la perspectiva del análisis del ciclo –clásico y en crecimiento- abril fue un pico para una corta y poco dinámica recuperación, y desde mayo la industria se encontraría transitando una nueva fase de contracción.■



Los sueños cuando crecen se convierten en orgullo.

Cumplimos 20 años invirtiendo en el país.

www.pampa.com

Pampa 20 años

Una débil demanda de pesos limita la acumulación de divisas

La magnitud de vencimientos y potenciales presiones cambiarias en un contexto pre electoral en 2027 sugieren que la autoridad monetaria debería intensificar su estrategia de acumulación de reservas, apuntalándose en la mejora de las cuentas externas y la holgura del esquema cambiario de bandas. La profundización de las compras es deseable para disipar expectativas negativas, pero una demanda de dinero débil e inestable limita ese curso de acción. Luce poco probable que las autoridades estén dispuestas a descuidar el objetivo de desinflación.

por Guillermo Bermúdez*



*Economista de FIEL.

En los próximos dos meses, el Tesoro enfrentará vencimientos de deuda en dólares con tenedores privados y Organismos Multilaterales (OI) por USD 2.3 mil millones, de los cuales USD 346 millones corresponden a privados y USD 1.3 mil millones al Fondo Monetario Internacional –el resto es deuda con otros Multilaterales-. Asimismo, en el próximo año los pagos que deben realizarse para la cancelación de capital e intereses con tenedores privados de deuda en dólares supera los USD 10.6 mil millones y con OI los USD 12.8 mil millones, totalizando una necesidad de divisas superior a los USD 23.4 mil millones. De ese monto, deberán cancelarse USD 17.5 mil millones entre enero y septiembre, antes de las elecciones presidenciales, de los cuales USD 7.3 mil millones son con tenedores privados. El perfil de vencimientos de 2028 resulta más exigente.

Más allá del reciente impacto del resultado de las elecciones en Brasil sobre los títulos soberanos locales, el riesgo país tuvo desde la segunda mitad de julio un recorrido ascendente desde algo por encima a los 400 puntos básicos hasta los niveles actuales por encima de los 700 puntos. Es claro que una parte de esa alza viene explicada por un contexto internacional que se ha deteriorado, no solo por la prolongación del conflicto en Medio Oriente -y su impacto sobre los precios de la energía y la inflación internacional-, sino también por los eventos en Estados Unidos respecto al alza del costo del financiamiento de largo plazo, contando el tamaño del déficit fiscal y de la deuda pública y la competencia por el fondeo de la infraestructura de la inteligencia artificial.

Más allá del contexto global, el castigo sobre la deuda soberana local ha sido muy marcado en comparación con el aumento del riesgo observado en otros países latinoamericanos, por caso Ecuador y Bolivia, y dejando de lado Chile, Perú o Uruguay, por mencionar algunos países en los cuales el riesgo prácticamente no se vio modificado.

Este aumento del riesgo local, podría estar asociado a una creciente desconfianza por parte de los inversores respecto a la sostenibilidad del programa financiero y a una eventual reversión de las políticas económicas frente a un cambio de gobierno en las elecciones presidenciales de 2027.

En este escenario, las autoridades han respondido acelerando la compra de divisas, luego de haber sobrecumplido el compromiso de adquisición de dólares que a comienzos de año había tomado con el FMI. En efecto, a principios de junio, las compras de divisas del BCRA ya habían superado los USD 10 mil millones acordados con el Fondo con vistas a la recomposición del stock de reservas netas, y hacia la última semana de octubre el volumen de compras se acercaba a los USD 16 mil millones, superando el acumulado en la misma cantidad de días hábiles que en 2024.

Como se observa en el Gráfico 1, desde la última parte de septiembre –hacia la jornada hábil 180-, se elevó el ritmo de compras diarias, alcanzando a principios de octubre la suma más elevada en una jornada –USD 291 millones- desde mediados de julio, cuando en un día el BCRA compró USD 345 millones. Sin embargo, la seguidilla de compras se interrumpió en los últimos días de octubre a causa de presiones sobre el mercado de cambios, en parte explicadas por el resultado de las elecciones presidenciales en Brasil.

El de destacar que el proceso de acumulación de divisas fue estimulado por el tamaño del superávit de las cuentas externas, no sólo en materia de comercio sino también por saldos positivos en la cuenta capital y financiera, a partir del aporte de sectores como el agro, la minería, el sector de hidrocarburos y algunos gobiernos subnacionales con la colocación de deuda en el exterior.

Al respecto, sólo en ocho meses el aporte neto de divisas a través de la cuenta corriente cambiaria del sector agropecuario ha superado los USD 22 mil millones, habiendo ingresado por la cuenta capital y financiera otros USD 1.4 mil millones. Del mismo modo, el sector de minería e hidrocarburos ha sumado en términos netos divisas al mercado de cambio por USD 10.3 mil millones a través de la cuenta corriente junto con USD 5.6 mil millones por la cuenta capital y financiera, en parte por la colocación de deuda en el exterior.

Claro es que más allá de la adquisición de divisas por parte del BCRA, sólo una parte ha podido ser incorporada al stock de reservas brutas, fundamentalmente por el uso de éstas para la cancelación de deuda del Tesoro, contando con el hecho de que la Secretaria de Finanzas ha desestimado en diversas oportunidades emisiones en el mercado internacional evitando convalidar tasas percibidas como excesivas. En efecto, de los cerca de USD 16 mil millones comprados en el año por el BCRA, han sido incorporadas al stock de reservas brutas algo más del 48% de ese monto, habiéndose aplicado a la cancelación de deuda –en términos netos- algo más de USD 8.1 mil millones. No debe perderse de vista que, con el crecimiento de los depósitos en dólares en el año, los requisitos de efectivo mínimo también han permitido incorporar a las reservas brutas cerca de USD 1.5 mil millones.

De lo anterior, con reservas brutas en el orden de los USD 50 mil millones, el stock de reservas netas varía según los conceptos descontados. Sin el swap de monedas con China se colocarían algo por encima de los USD 37 mil millones, al tiempo que restando encajes por depósitos en dólares se recortarían hasta USD 20.6 mil millones. Las reservas netas resultan positivas y cercanas a los USD 12 mil millones contando los desembolsos de abril del año pasado realizados por el FMI y BIRF por USD 13.7 mil millones, pero si se aplica la metodología del FMI que no permitía computar estos fondos –y otros conceptos menores como obligaciones con el BIS o fondos de SEDESA-, y se considera la deuda de corto plazo del BCRA por el pago de BOPREAL, las reservas netas resultarían negativas en cerca de USD 4 mil millones.

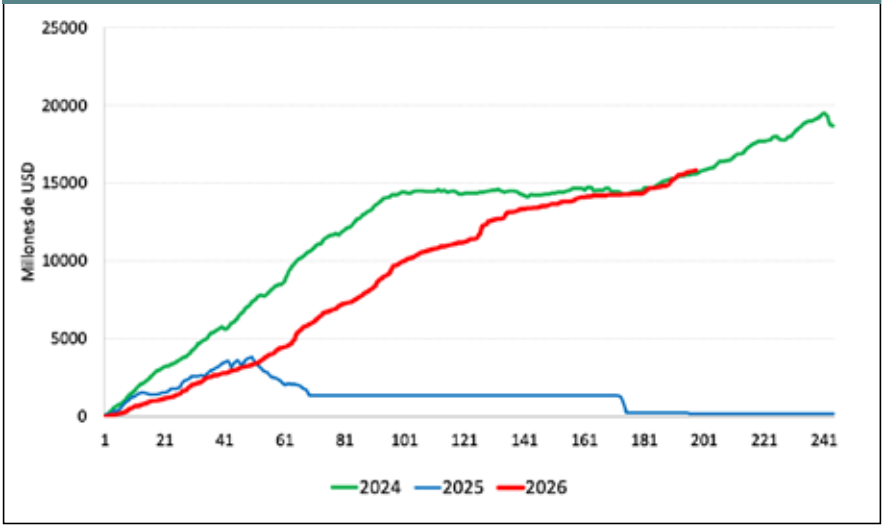
Con cualquiera de las métricas mencionadas, la posición de reservas netas resulta débil. Es así que, los datos sugieren que el BCRA debería profundizar su estrategia de acumulación de reservas de modo de disipar las dudas sobre su capacidad de cumplimento de los compromisos en el año próximo y de un 2028 que resultará más exigente, tanto en lo relativo a pagos a privados como a Multilaterales, y el propio FMI.

Al respecto de ello, la Secretaría de Finanzas ha señalado que el programa financiero de 2027 se encuentra cerrado, contando con los instrumentos para afrontar los vencimientos de deuda en dólares –entre ellos ingresos por privatizaciones y nuevo financiamiento bancario interna-

cional garantizado por unos mil millones-, sin necesidad de recurrir a los mercados globales de deuda. Además, el Ministro de Economía señaló que es una opción la activación de un tramo adicional del swap de monedas con China de no alcanzarse la renovación de parte de los vencimientos de 2027. No debe perderse de vista que la reciente aprobación de la tercera revisión del acuerdo de Servicio Ampliado que se mantiene con el FMI, también habilita un desembolso adicional de DEG 600 millones, equivalentes a unos USD 900 millones.

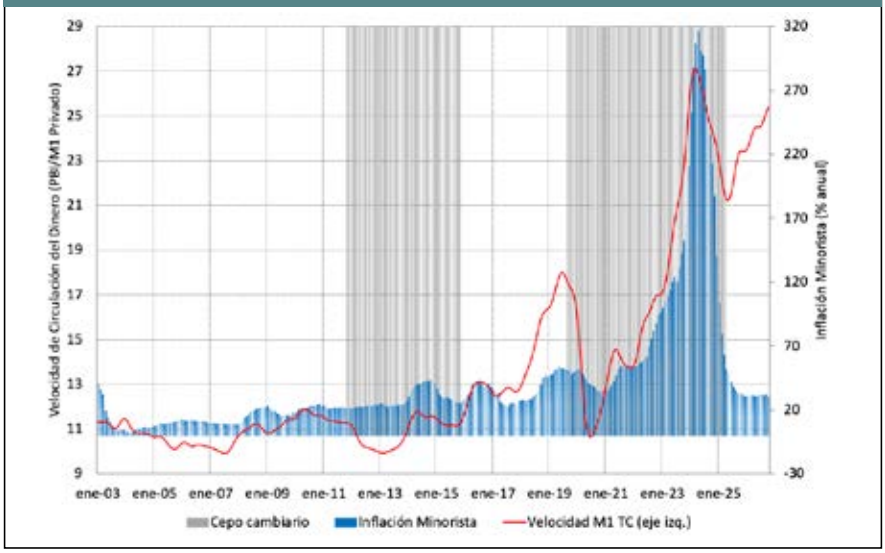
Junto con las divisas requeridas para el pago de deudas, la estrategia de acumulación del BCRA también debería contemplar la potencial presión sobre el mercado del dólar en un escenario de incertidumbre creciente en el marco del proceso electoral de 2027. Al respecto de ello, merece recordarse que solo la compra neta de billetes y divisas sin fines específicos por parte del sector privado no financiero sumó desde abril de 2025 –mes del levantamiento del cepo cambiario para personas físicas- y hasta octubre de ese año unos USD 29.9 mil millones, con picos de compras brutas de USD 6.4 mil millones y USD 7.7 mil millones en julio y septiembre. Claro es que conocidos los resultados de las elecciones de medio término, el ritmo de compras se recortó, pero lo hizo ligeramente. Por caso, en julio pasado las ventas netas superaron los USD 3.1 mil millones y en agosto los USD 2.6 mil millones, acumulando en los primeros ocho meses de 2026 compras sin fines específicos por USD 18.8 mil millones.

Gráfico 1. Compras Netas Acumuladas del BCRA
En millones de USD
Días hábiles por año
2024 a 2026



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Gráfico 2. Velocidad de Circulación del Dinero e Inflación Minorista
2003.01 - 2026.10



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Una nota al pie sobre el comportamiento de los ahorristas. La demanda sostenida de divisas sugiere cierta miopía respecto al devenir económico en el mediano plazo, en el que se espera una mayor holgura en la oferta de dólares que propenderá al fortalecimiento del peso, junto con un temor a la reversión de las políticas económicas en marcha. Para contener esta demanda no luce adecuado la reimposición de restricciones a la compra de divisas –dada la mejora en la posición externa-, o la aplicación de nuevos tributos –si no es por fines recaudatorios-, sino por el contrario, permitir una mayor flotación de la divisa avanzando en el levantamiento de las restricciones remanentes, de modo que en la unificación cambiaria se avance en la convergencia hacia una cotización de equilibrio.

Es importante destacar que la acumulación de reservas internacionales por parte del BCRA y la compra de divisas por parte de los privados en lo que va del año –una parte de las cuales permaneció en el sistema financiero-, y que

Préstamos que empezás a pagar a los



BANCOPATAGONIA

MUCHO TIEMPO PARA VOS Y LO QUE QUERÉS

PARA MÁS INFORMACIÓN, CONDICIONES O LIMITACIONES APLICABLES CONSULTE EN WWW.BANCOPATAGONIA.COM.AR/PERSONAS/PRESTAMOS/PATAGONIA-SIMPLE.PHP

TASAS Y CONDICIONES

CARTERA DE CONSUMO - PROMOCIÓN VÁLIDA EN ARGENTINA DEL 7/10/2026 AL 31/12/2026, AMBAS FECHAS INCLUIDAS. EL OTORGAMIENTO DEL PRÉSTAMO SE ENCUENTRA SUJETO A LA APROBACIÓN DE LAS CONDICIONES CREDITICIAS Y DE CONTRATACIÓN DE BANCO PATAGONIA S.A. LOS ACCIONISTAS DE BANCO PATAGONIA S.A. LIMITAN SU RESPONSABILIDAD A SU INTEGRACIÓN ACCIONARIA (LEY 25.738). bancopatagonia.com.ar

como se mencionó ha sido posible por la fortaleza de las cuentas externas, no ha ocasionado eventos disruptivos en el precio del dólar. En efecto, las cotizaciones del mes de octubre para los dólares alternativos han registrado una ligera variación respecto a los que tenían en enero pasado –luego de dejar atrás las turbulencias financieras de la última parte de 2025-, y un avance bien por debajo de la inflación acumulada en el período. Por caso, el dólar mayorista de octubre es 4.8% superior al de enero y el contado con liquidación 6.5%, mostrando una variación inferior las demás cotizaciones –libre, blue, MEP-. Asimismo, la distancia con la banda superior del actual esquema cambiario –un 22% en el caso del dólar mayorista o del 21% para el libre-, sugiere alguna holgura en el mercado de cambio.

Como se ha dicho, los datos recomiendan que el BCRA debe profundizar su estrategia de acumulación de reservas. Una mayor demanda por parte de la autoridad monetaria –y el Tesoro-, contribuiría por añadidura, a oxigenar a sectores expuestos a la competencia que se desenvuelven en un contexto de desaceleración de la actividad económica, por la vía de un tipo de cambio más elevado y menores tasas activas -a pesar de un canal del crédito poco profundo y niveles de mora que obstaculizan una más dinámica recuperación de los préstamos-.

Pero desde el inicio de la gestión, las autoridades han buscado evitar la contaminación del proceso de desinflación, y de ello las intervenciones en el mercado de cambio para contener impactos en las cotizaciones y el ceñido manejo de la oferta de dinero. No debe perderse de vista que la Base Monetaria acumula en el último año un retroceso en términos reales algo por encima del 12% y sólo en los últimos tres meses se ha observado un muy ligero repunte mensual en la medición desestacionalizada. Aun con el manejo de la política monetaria, el proceso de desinflación ha sido desafiado recientemente por shocks de oferta, como en el caso de los precios de la energía a causa del conflicto de Medio Oriente, en el de los alimentos producto de factores climáticos o de la recomposición del stock ganadero en el caso de la carne vacuna.

Con lo anterior, las autoridades podrían posponer la consecución del objetivo inflacionario –el que ha sido relegado entre las prioridades del público-, relajando su política monetaria con el objetivo de hacer una más acelerada acumulación de reservas en un escenario de superávit de las cuentas externas, de modo de fortalecer su posición para enfrentar vencimientos de deuda y un eventual proceso de dolarización pre electoral.

De lo anterior, dada la disponibilidad de divisas y la holgura en el actual esquema cambiario de bandas, el interrogante que se planea es ¿Por qué el BCRA –o el Tesoro- no intensifican el ritmo de adquisición de dólares? La respuesta se sugiere al observar la evolución de la demanda por pesos. La demanda de dinero no ha mostrado la recuperación esperada, demorando el proceso de remonetización de la economía, y recortando con ello la capacidad de la autoridad monetaria de emitir sin tener que recurrir a la esterilización por parte del Tesoro.

En efecto, en lo que se refiere a la recuperación de la demanda de dinero, el proceso de aumento iniciado en los primeros meses de 2024 quedó trunco entre marzo y abril de 2025 desde cuando se tiene un parsimonioso recorte en las tenencias de pesos. Por caso, el circulante en poder del público pasó de 1.5% del PBI en marzo de 2024 a 2.5% un año después desde cuando cae hasta 2.2% del producto en octubre en base a datos ajustados por estacionalidad. Del mismo modo, el agregado M1 pasó de un mínimo histórico de 3.7% del PBI en febrero de 2024 a 4.8% del producto en abril de 2025 desde cuando se contrae hasta colocarse en 3.9% del PBI en octubre, también en la medición ajustada por estacionalidad.

Asociado a lo anterior, un aparente anómalo comportamiento de la velocidad de circulación del dinero, presumiblemente asociado al levantamiento del cepo cambiario. En efecto, en una economía de moneda única con una tasa de inflación estable, el análisis del comportamiento de la demanda de dinero y la velocidad de circulación hacen foco en la función de reserva de valor que posee aquel. En procesos de aceleración inflacionaria en los que el dinero pierde aquella función –y eventualmente la de unidad de cuenta- se observa un aumento en la velocidad de circulación del dinero resultante de la búsqueda por parte del público de proteger el poder adquisitivo de la moneda –por ejemplo, a partir del stockeo de bienes-, lo que a su turno retroalimenta el fenómeno inflacionario.

En efecto, tal como se observa en el Gráfico 2, entre fines de 2020 y comienzos de 2024, se observa un marcado aumento de la velocidad de circulación del dinero siguiendo la aceleración inflacionaria –la tasa de variación de los precios llegó a superar el 300% a comienzos de 2024- resultante del desborde monetario durante aquella gestión económica. En los meses sucesivos, la velocidad de circulación comenzó a recortarse siguiendo el freno en el aumento de los precios producto del cambio en la orientación de las políticas fiscal y monetaria del nuevo gobierno. Esto último, aún en el marco de un cepo cambiario vigente, en el que la brecha era la manifestación del carácter bimonetario reprimido de la economía local.

En abril de 2025, en el levantamiento de las restricciones para la operatoria cambiaria de personas físicas, la inflación se había recortado al 50% anual y lo continuó haciendo con un menor ritmo mensual y alguna ligera reversión en meses puntuales, hasta colocarse en el orden del 30% en octubre de este año. No obstante, la velocidad de circulación del dinero revirtió su caída a partir de aquel mes y comenzó a trepar hasta alcanzar los niveles de fines de 2023.

Este comportamiento aparentemente anómalo, no lo es en una economía bimonetaria con los actuales niveles de inflación, dado que el público reduce su demanda de pesos, la cual además se torna altamente inestable y expuesta a cambios de expectativas que pueden inducir un más acelerado retroceso.

Todo lo anterior pone de manifiesto que las autoridades se encuentran ante el desafío de fortalecer su posición de reservas internacionales enfrentando una demanda de dinero débil y potencialmente inestable, que limita una profundización de la estrategia de acumulación de divisas sin esterilización. Aun con lo anterior, el BCRA podría avanzar con mayores compras, lo cual es deseable a los fines de disipar expectativas negativas sobre su capacidad de contener presiones sobre el mercado de cambio. Sin embargo, ello resulta poco probable dado el férreo manejo de la política monetaria desplegado en los últimos años que ha buscado no apartarse del objetivo central de desinflación.

CORDERO

Ingenio que trasciende

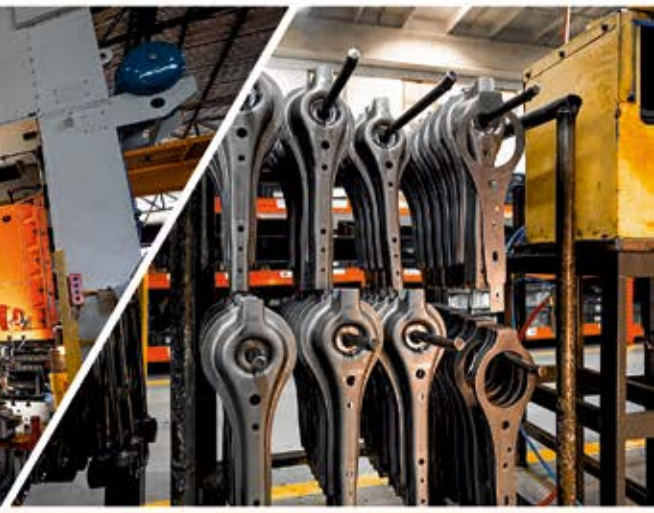












Soluciones metalmecánicas
integrales de vanguardia
para la movilidad

www.ecordero.com.ar

La re-privatización del servicio de agua potable y saneamiento en el AMBA:

Cómo cambiaron las reglas de la concesión (1993 vs. 2026)

En esta nota comparo la re-privatización de AySA (2026) con la concesión de Obras Sanitarias de 1993. El nuevo esquema buscó reducir el costo del capital y maximizar el valor de la venta, fijando en un contrato rígido cómo se calculan el WACC y la base de activos, y restando discrecionalidad a un regulador sin autonomía. Pero blinda el stock de capital y no solo los flujos eficientes, parte de costos iniciales que todavía lucen altos y, por la urgencia fiscal, se licitó sin una estructura tarifaria definida, cuya reforma se decide después de fijar la base de activos. En un servicio público de infraestructura, la credibilidad no la da la rigidez del contrato, sino su sostenibilidad política en un futuro incierto.

Por Santiago Urbiztondo*



*Economista de FIEL

Introducción

En esta nota reviso el diseño regulatorio y contractual que el gobierno nacional escogió en 2025-2026 para la nueva concesión del servicio de agua potable y saneamiento en el Área Metropolitana de Buenos Aires (AMBA), prestado desde 2006 por la estatal Agua y Saneamientos Argentinos (AySA), y lo contrasto con el de la concesión de Obras Sanitarias de la Nación (OSN) otorgada a Aguas Argentinas (AASA) en 1993, retomando el análisis desarrollado en diversos trabajos de FIEL.[1,2]

El proceso licitatorio culminó el 22 de octubre de 2026 con la adjudicación del 90% de las acciones del Estado nacional (Resolución MECON 1818/2026). De 17 grupos que inicialmente mostraron interés, solo dos consorcios llegaron a ofertar, en una licitación convocada sin precio base (Resolución MECON 704/2026) y adjudicada exclusivamente por el mayor precio en dólares. Ganó el consorcio integrado por PHX Aqua (55%), Rowing (20%), Arcos Saneamento e Participações (operador técnico, 15%) y Transclor (10%), con una oferta de US$340,2 millones sin IVA, frente a US$285 millones del Grupo Roggio. El precio implica una valuación de US$378 millones sin IVA por el 100% del capital (por el 90% el comprador desembolsa unos US$412 millones con IVA), un monto inferior a los US$500 millones anticipados por el Ministerio de Economía. El ganador asume, además, una deuda de US$70 millones, y el 10% restante sigue en manos de los trabajadores a través del Programa de Propiedad Participada. Antes de la apertura de ofertas, el ERAS ya había aprobado el Plan de Acción 2027-2031 presentado por la AySA todavía estatal, con una base de activos regulatorios (BAR) inicial de $790.074,6 millones de diciembre de 2025 (unos US$540 millones), un WACC de 8,90% real en dólares después de impuestos y un programa de inversiones de $2,89 billones (unos US$2.000 millones). El compromiso de inversión del ganador para el primer quinquenio (US$1.940 millones) coincide con ese plan, que incluye obras, mantenimiento, mejoras y operación, y no solo expansión.

Más allá de las controversias que rodearon el proceso,[3] a continuación examino los principales rasgos del diseño adoptado por el gobierno y la idea general que, a mi juicio, lo explica. En términos muy generales, que solo dos consorcios hayan llegado a ofertar, pese al notable esfuerzo del contrato por reducir el riesgo regulatorio, parece demostrar un fracaso que merece –y puede– ser explicado en términos regulatorios.

Un contrato rígido como atajo hacia un menor costo del capital

El esquema regulatorio y contractual de 2026 se explica, ante todo, por la búsqueda de reducir el costo del capital y maximizar el valor de la privatización, es decir, el ingreso fiscal. La apuesta fue que bastaría con establecer en un contrato rígido cómo se calcularían el WACC y la BAR, restando discrecionalidad a un regulador sin autonomía, para que los inversores percibieran un riesgo bajo y pagaran más por las acciones. De allí sus rasgos salientes: un WACC en dólares reglado por fórmula (con la prima de riesgo país acotada entre 4% y 10% durante los dos primeros ciclos tarifarios), una BAR inicial fijada por el vendedor antes de la venta, un valor residual dolarizado, indemnizaciones por rescate con multiplicadores y arbitraje internacional exclusivo.

La prioridad fiscal tuvo además un segundo efecto: empujó a adelantar el proceso aunque una pieza clave, la estructura tarifaria, no estaba definida al momento de licitar. La reforma de los coeficientes zonales, que el contrato asignaba a una propuesta de la concesionaria, fue anunciada por el ERAS el 1° de octubre, una semana antes de la apertura de las ofertas económicas, y tratada en audiencia pública el 26 de octubre, días después de la adjudicación. Así, el riesgo que el contrato pretendió eliminar en la fórmula del WACC y de la BAR reapareció por otra vía, como una indeterminación sobre los ingresos de todo el primer quinquenio, lo que tal vez contribuyó a que solo dos consorcios llegaran a ofertar.

En síntesis:

- Cambió la lógica de la privatización. En 1993 se licitó la concesión por la mayor rebaja tarifaria (que resultó ser del 26,9%); en 2026 se venden acciones con la tarifa vigente dada, y la competencia es por precio. El cambio refleja prioridades distintas: reducción tarifaria entonces, recaudación ahora.

- Clarificación parcial del esquema regulatorio adoptado. El régimen tarifario pasó de un híbrido ambiguo a un esquema de building blocks explícito, un salto técnico respecto del diseño impreciso de 1993 y la antítesis del costo-plus de facto aplicado durante la gestión estatal de AySA desde 2006. Pero no es un price cap puro: aunque el marco regulatorio define la prestación eficiente por comparación con otras empresas del país y del ex-

1 FIEL: La Regulación de la Competencia y de los Servicios Públicos: Teoría y Experiencia Argentina Reciente, 1998, Cap. 14. Urbiztondo, S.: "La regulación de los servicios públicos en Argentina, 2003-2015: Lógica y balance de tres períodos presidenciales bajo un mismo signo político", FIEL, Documento de Trabajo Nº 124, febrero 2016. Urbiztondo, S.: "AySA y la eficiencia de las empresas públicas argentinas", FIEL, Indicadores de Coyuntura 641, junio 2022. Urbiztondo, S.: "Algunas reflexiones generales respecto del proceso de privatización argentino de la década de los años '90s", FIEL, Indicadores de Coyuntura 676, julio 2025. Urbiztondo, S.: "La normalización de AySA y su privatización en 2026", FIEL, Indicadores de Coyuntura 677, agosto 2025.

2 El diseño examinado es el del Marco Regulatorio de la Ley 26.221 aprobado por el DNU 805/25 (que consolida los cambios del DNU 493/25) y la Resolución MECON 543/2026 (publicada el 28/04/2026), que contiene el modelo de contrato de concesión y sus anexos. No se incluye el Pliego de la licitación convocada por la Resolución MECON 704/2026 ni el contrato finalmente firmado, que podría tener ajustes respecto del modelo.

3 Hay varios llamados de atención: la tasación del BICE es reservada y fue denunciada ante la Procuraduría de Investigaciones Administrativas por legisladores de la Comisión Bicameral de Seguimiento de las Privatizaciones (Ámbito Financiero, 22/10/2026); hay una medida cautelar de la Cámara de Apelación en lo Contencioso Administrativo de La Plata que impide a AySA reducir sus obligaciones sobre acceso al agua potable, salud pública y ambiente sano mientras no se realice una evaluación integral; finalmente, la participación de Transclor dentro del grupo concesionario, habiendo sido desde 2009 proveedor exclusivo de policloruro de aluminio a AySA y objeto de diversas denuncias e investigaciones, también es –aunque no implique ninguna irregularidad per se– un llamado de atención.

terior, el contrato no traduce ese objetivo en una regla para las revisiones, que parten de los costos propios de la concesionaria y no de los de una empresa eficiente (la réplica del resultado de un mercado competitivo). Así, con un regulador débil puede deslizarse hacia el costo-plus en cada revisión.

- Se blindan los stocks en vez de los flujos. La regulación directa de un monopolio natural no desafiable debe buscar replicar el resultado de un mercado competitivo ausente: en el largo plazo, los precios reflejan los costos eficientes, pero nadie garantiza que una inversión se recupere bajo cualquier circunstancia (por ejemplo, ante una mala gestión o un cambio tecnológico o de demanda). Se justifica entonces trasladar al Estado y a los usuarios los riesgos que el inversor no controla y asegurar flujos que permitan operar, mantener e invertir, protegiendo al capital de daños arbitrarios causados por el propio regulador, pero no garantizar su valor. El contrato, en cambio, garantiza ese valor: la BAR no puede computarse por debajo del precio pagado, el valor residual se protege en dólares, el rescate se indemniza con multiplicadores y el WACC remunera además el riesgo país.

- La BAR inicial premia proyectar poca inversión. En el primer ciclo, con tarifas dadas, cada peso de inversión que no se proyecta eleva la BAR inicial y, presumiblemente, el precio de venta, a costa de tarifas más altas desde 2032 y de una expansión más lenta.

- Los costos de inicio pueden ser todavía muy altos. La normalización de AySA estatal no necesariamente se completó, y el tope de costos operativos del contrato toma como base los de 2025. Hay, en principio, espacio para financiar inversiones con ganancias de eficiencia, sin subir las tarifas reales. Además, el contrato no distingue esos ahorros genuinos de la simple postergación de obras: si se cumplen las metas, la concesionaria podrá retener lo cobrado por inversiones no ejecutadas.

- La estructura tarifaria quedó indefinida al licitar, y su reforma se decide después de fijar la BAR, con ingresos adicionales cuyo destino no está fijado.

- El regulador sigue siendo el eslabón débil, aunque pesa menos porque casi todo quedó atado en el contrato. Es una "regulación por contrato", con poca flexibilidad para lo imprevisto.

- Hay aciertos claros: restablecimiento del corte por mora, audiencias públicas en las revisiones ordinarias, mención al traslado de las ganancias de eficiencia en cada revisión (aunque sin una regla de reparto), consentimiento de la concesionaria para incorporar territorio y regulación por metas y no por medios. Las metas de cobertura, en cambio, son modestas.

De dónde venimos: 1993, la contrarreforma 2003-2015 y una normalización incompleta

La concesión de 1993 tuvo un buen diseño de base, con dos debilidades que fueron decisivas: un régimen tarifario ambiguo y ninguna previsión frente a un shock macroeconómico. El servicio se otorgó por 30 años, sin canon, a Aguas Argentinas, con Lyonnaise des Eaux como operador. El consorcio ganó ofreciendo 26,9% de rebaja sobre la tarifa de OSN (frente a 26,1% de Thames y 10,5% de North West). Las tarifas se fijaron bajo el "principio del riesgo empresario" y solo podían cambiar por revisiones quinquenales ligadas a metas e inversiones, por variaciones de más de 7% en una canasta de costos o por eventos puntuales. A eso se sumaron un ETOSS institucionalmente débil, renegociaciones tempranas (1994 y 1997) en las que multas no cobradas se canjearon por nuevos compromisos y, cabe subrayarlo, una estructura tarifaria catastral que no se corrigió antes de la venta.

Un contrato rígido no compra credibilidad: la privatización de AySA no leyó bien las lecciones de nuestra propia experiencia.

Tras el congelamiento de 2002, los gobiernos de 2003-2015 no renegociaron con un criterio explícito: mantuvieron tarifas congeladas, cubrieron costos con subsidios y avanzaron hacia la provisión estatal, con la rescisión del contrato de Aguas Argentinas y la creación de AySA en 2006. El ajuste de ingresos pasó a ser un costo-plus de facto. AySA mejoró la cobertura y algo la calidad respecto de Aguas Argentinas (por ejemplo, el tratamiento de desagües cloacales pasó de 7% a 15% entre 2006 y 2014, y la población con agua potable de 7,5 a 9,7 millones, ambos medidos sobre el área original de Aguas Argentinas),[4] pero a un costo muy alto: los costos operativos por cuenta (unitarios) subieron más de 300% en dólares entre 2001 y 2015, la etapa estatal (2006-2023) insumió US$14,1 mil millones de transferencias del Tesoro y en 2023 el costo operativo por cliente era 2,4 veces mayor (en US$) que el de 2001.

La normalización de 2024-2025 fue muy fuerte en lo financiero: el subsidio pasó de 82% del costo total en 2023 a un leve superávit en 2025. Pero, como mostré en la nota de agosto de 2025, se apoyó sobre todo en el desplome de la inversión (−81% respecto de 2023) y fue parcial en los costos operativos. En 2025, el costo unitario de explotación real todavía superaba en 124% al de 2001; el gasto en remuneraciones seguía 50% por encima del de 2001, con una planta permanente más de 50% mayor que la de Aguas Argentinas; y el gasto en bienes y servicios se mantenía prácticamente sin cambios, lo que sugiere que la captura por proveedores no se había corregido todo lo posible. Es

4 En ese período las incorporaciones de territorio fueron acotadas, como los servicios cloacales de Hurlingham e Ituzaingó en 2009 y el convenio con Escobar de 2012, mientras que la incorporación de nueve municipios del segundo y tercer cordón ocurrió en 2016-2018.

decir, la normalización de AySA estatal no necesariamente se completó entre 2024 y 2026, y ese es el punto de partida que hereda el nuevo contrato.

El nuevo marco y el contrato: building blocks con fórmulas cerradas

El nuevo marco regulatorio (DNU 493/25 y 805/25) explicita el equilibrio económico-financiero (art. 70): las tarifas deben cubrir costos operativos razonables y eficientes, tributos e inversiones, con una rentabilidad "al menos equivalente" al costo de capital. Prevé revisiones ordinarias cada 5 años como máximo, que deben considerar las ganancias de eficiencia del período previo y su "eventual" transferencia a los usuarios (lo más parecido a un price cap que tuvo el agua en Argentina), indexación automática como máximo trimestral (la lección de la Convertibilidad), revisiones extraordinarias y una tarifa social como subsidio directo. Vuelve el corte por mora, a los 60 días para residenciales, e incorporar territorio requiere el consentimiento de la concesionaria, lo que evita otra incorporación forzada de municipios con baja cobertura como la de 2016-2018. El Plan de Acción, que elabora la concesionaria y aprueba el ERAS (con aprobación tácita a los 90 días), obliga a la concesionaria solo "una vez que se cuente con la cobertura tarifaria suficiente".

El contrato baja el art. 70 a un esquema de building blocks[5] con fórmulas cerradas (cl. 9.3). En cada revisión, la tarifa se fija para que, en valor presente, los ingresos del ciclo cubran exactamente los costos operativos eficientes, la devolución del capital invertido (la BAR) y su remuneración al WACC. Una analogía útil es pensar la BAR como un préstamo de los inversores al servicio, que la tarifa va devolviendo con intereses: una cuenta del capital invertido pendiente de recuperar. El costo operativo reconocido tiene un tope igual a los costos unitarios auditados de 2025; el WACC se calcula en dólares por CAPM más el EMBI Argentina;[6] y la BAR crece con las inversiones certificadas por el auditor técnico.

En la práctica, esa cuenta del capital pendiente de recuperar parte de la BAR inicial, suma en cada revisión las inversiones efectivamente ejecutadas, certificadas por el auditor técnico y aprobadas por el ERAS, y resta las amortizaciones, todo reexpresado a moneda constante con el índice de precios mayoristas (IPIM). Solo en caso de rescate o terminación el saldo se convierte a dólares y se actualiza por la inflación mayorista de EE.UU. Se trata de un mecanismo habitual, pero tiene la particularidad de que la certificación asegura que solo las obras realizadas ingresen a la BAR del ciclo siguiente, sin corregir la tarifa del ciclo en curso que se calculó con la inversión proyectada. Si una obra se atrasa, los usuarios pagan su rendimiento y amortización desde la fecha prevista aunque todavía no exista; si se posterga al ciclo siguiente o no se hace, la concesionaria retiene lo cobrado.[7]

El primer ciclo (2027-2031) invierte la lógica

Como las tarifas no se revisan, la ecuación no calcula la tarifa a partir de los activos, sino los activos a partir de la tarifa: la BAR inicial es el valor que hace "justas" al WACC las tarifas vigentes. Con tarifas, costos operativos y WACC dados, la variable que cierra la ecuación es la inversión proyectada, y cada peso proyectado de menos aparece como una BAR inicial mayor. La razón es que, con tarifas dadas, los ingresos del quinquenio están fijos y la inversión proyectada se financia con ellos: en la fórmula entra restando como un costo del ciclo, y solo su valor residual al final del ciclo suma. Por lo tanto, cuanto menor es la inversión proyectada, mayor es el residuo de ingresos que se interpreta como remuneración del capital preexistente y se capitaliza en la BAR inicial, que luego se remunera al WACC y se amortiza durante 30 años (con un WACC de 8,9%, cada 100 de inversión que se deja de proyectar al inicio del ciclo eleva la BAR inicial en unos 75 a 80: el efecto neto de su valor residual, de unos 35 a 40, se amplifica porque la ecuación de la cl. 9.5.2 computa también el valor remanente de la propia BAR inicial al final del ciclo, lo que equivale a multiplicarlo por un factor cercano a 2,1). Como el plan lo elaboró la AySA estatal y el ERAS lo aprobó antes de la licitación, ese incentivo operó del lado del vendedor (más BAR, más valor para vender).

Como el valor de una empresa regulada que rinde su costo de capital se aproxima a su BAR, ese mayor valor podía trasladarse casi uno a uno al precio ofrecido, en la medida en que los oferentes le asignaran credibilidad al flujo de 30 años. El resultado sugiere que no se la asignaron plenamente: el valor de la empresa (unos US$448 millones sumando capital aportado y deuda asumida) quedó alrededor de 17% por debajo de la BAR inicial (unos US$540 millones). Así, la combinación de metas de expansión conservadoras, que ponían un piso bajo a la inversión proyectable, y una inversión proyectada baja permitió elevar la BAR inicial y, presumiblemente, el precio de venta, a costa de tarifas más altas desde 2032 y de una expansión más lenta: en los hechos, una transferencia desde los usuarios futuros hacia el ingreso fiscal de 2026, otra manifestación de la primacía del objetivo fiscal. Además, si alguna inversión necesaria quedó fuera del plan y se ejecuta más

5 Building blocks es el método con que los reguladores británicos fijan el punto de partida de cada período de price cap: el ingreso requerido se obtiene sumando sus componentes o "bloques" (costos operativos eficientes, amortización de la base de activos, rendimiento de esa base al costo de capital, impuestos y capital de trabajo).

6 La cl. 9.14 no fija un valor del WACC sino una fórmula que se recalcula en cada revisión ordinaria. Los componentes del CAPM en dólares están anclados a fuentes externas (bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años, S&P 500 de los últimos 30 años, beta de al menos cinco empresas de agua cotizantes en el NYSE o el NASDAQ, EMBI Argentina promedio de 12 meses). El único límite de nivel es una banda de 4% a 10% para la prima de riesgo país, que rige en los dos primeros ciclos (2027-2036). Para el primer ciclo, el ERAS aprobó (Resolución ERAS 30/2026, B.O. 21/08/2026) un WACC de 8,90% real en dólares después de impuestos (11,36% nominal en dólares). Según la prensa (iProfesional, 21/08/2026), el ERAS había observado la estructura financiera propuesta inicialmente por AySA y encargó a Macroconsulting una evaluación independiente, que fijó una banda de razonabilidad de 8,78% a 9,28%; AySA elevó entonces la proporción de deuda de 10% a 28% y presentó el 8,90% finalmente aprobado.

7 El contrato asigna al concesionario íntegramente esa diferencia si se cumplen las metas (cl. 9.5.1), sin distinguir entre un ahorro genuino de costos, que es razonable premiar, y una simple postergación de obras. La práctica regulatoria suele hacer esa distinción. Con metas modestas, que además pueden reprogramarse durante el primer año del primer ciclo (cl. 2.6), la salvaguarda del contrato de AySA es débil.

adelante, los usuarios la pagarán dos veces: primero dentro de la BAR inicial y luego cuando ingrese a la base.

Costos de inicio, price cap y benchmarking

Dentro de cada ciclo el esquema funciona como un price cap: las tarifas se actualizan por una canasta de índices del INDEC y por un Factor C de calidad, no por los costos incurridos, y la empresa se apropia de sus mejoras. La diferencia con un price cap puro está en el empalme entre ciclos, donde el nuevo nivel tarifario se calcula sobre los costos de la propia empresa (el promedio de sus dos últimos balances, que no puede superar la base 2025 reexpresada) y sobre la inversión certificada, no sobre una referencia externa de eficiencia que replique el resultado de un mercado competitivo. Con un regulador fuerte, eso es un price cap con revisiones bien hecho. Con uno débil, los costos declarados se convierten revisión tras revisión en la tarifa del ciclo siguiente.

Aquí pesa el punto de partida. Si, como indican los datos de 2025, los costos de explotación de AySA todavía lucen muy altos frente a los de 2001, en particular el gasto laboral y en bienes y servicios, el tope basado en 2025 no es exigente: impide empeorar, pero no obliga a mejorar. Habría entonces un espacio considerable para que la mayor eficiencia financie inversiones sin aumentar las tarifas reales en los próximos años. La pregunta es quién se apropia de ese espacio. Hasta 2031 queda en la concesionaria; desde 2032 se trasladaría a los usuarios solo si el regulador logra fijar costos eficientes con una referencia externa. El benchmarking está previsto (art. 101 del marco y cl. 9.8), pero la fórmula explícita de costo unitario (cl. 9.9) y la exigencia de criterios "objetivos y demostrables" para rechazar el Plan de Acción (cl. 6.6.3) lo vuelven fácilmente impugnable. Para que tenga efecto, la metodología debería explicitar con mucha anticipación a la revisión de 2031 una regla simple, por ejemplo que el costo unitario reconocido sea el menor entre el propio y el de una frontera comparativa, con una senda de convergencia (o un factor X derivado de esa brecha), y publicar los indicadores.

Reparto de riesgos: se blindan los stocks, no los flujos

El contrato traslada casi todo el riesgo no gestionable al Estado y a los usuarios y deja a la concesionaria básicamente el riesgo de gestión y de demanda. El riesgo macroeconómico se cubre con indexación trimestral, una revisión extraordinaria si el dólar se despega más de 15% del IPIM, y un WACC y un valor residual en dólares. Como la canasta de indexación replica la estructura de costos, ante una devaluación real la tarifa subirá más que el IPC. El riesgo regulatorio y político se cubre con una amplia lista de causales de revisión extraordinaria, casi todas escritas a favor de la concesionaria; un congelamiento tarifario pasa a ser causal de rescisión imputable al Concedente, y el arbitraje internacional es exclusivo y sin apelación.

El problema central es que la teoría justifica trasladar los riesgos no controlables, pero no garantizar el valor del stock de capital. En el Documento de Trabajo 124 (2016) sostuve que la seguridad jurídica exige remunerar los flujos futuros eficientes, no asegurar la rentabilidad sobre los activos. El contrato 2026 cruza esa raya: en caso de rescate, la BAR inicial no puede computarse por debajo del precio pagado; el valor residual se protege en dólares (al tipo de cambio libre si hay cepo); y el rescate paga entre 1,3 y 1,1 veces ese valor según el momento. A eso se suma una doble cobertura: el WACC incluye el riesgo país completo, de modo que los usuarios pagan una prima por un riesgo que el propio contrato le quita al inversor. Es la imagen invertida de lo ocurrido en 2003-2015, cuando se confiscaron las cuasi-rentas del capital hundido. Por último, la oferta pública de acciones, que podría haber creado un grupo de sostén, quedó librada al criterio de la concesionaria, sin plazo ni porcentaje mínimo, aunque el Decreto 494/2025 preveía vender al menos el 51% a un operador y colocar el remanente en el mercado de capitales.

La rezonificación tarifaria: la pieza que faltaba al licitar

En la audiencia pública del 26 de octubre, el ERAS trató una propuesta de AySA para reemplazar los 11 coeficientes zonales vigentes (entre 1,10 y 3,50) por 5 niveles (entre 0,75 y 2,75) asignados según el ingreso estimado de cada radio censal, eliminando además el descuento del 15%. Según las proyecciones difundidas, la facturación bruta aumentaría 7,3% (unos $140.000 millones anuales), con aumentos para el 60% de los usuarios residenciales (22,6% en promedio entre ellos, con subas muy superiores en algunos casos), escalonados con un tope de 5% mensual que en los casos extremos se extiende hasta 19 meses (lo que sugiere la existencia de aumentos acumulados de más de 150% para algunos de los usuarios perjudicados), y el excedente se destinaría a la Tarifa Social.[8]

La dirección del cambio (un "rebalanceo tarifario") es correcta, porque focaliza mejor el componente redistributivo. Pero la estructura sigue muy alejada de una tarifa en dos partes basada en costos, la referencia más simple de eficiencia, que luego podría complementarse con una tarifa social bien focalizada según ingresos, y continúa canalizando la redistribución mediante subsidios cruzados entre usuarios del servicio en lugar de una política social con costo fiscal explícito. Además, la reforma presenta tres serios problemas de secuencia y diseño:

- No es neutral en ingresos. La cl. 9.4 exige que los cambios de estructura no alteren el nivel tarifario (global), pero el excedente (unos $140.000 millones anuales) casi triplica lo necesario para eximir por completo a los beneficiarios actuales de la Tarifa Social (unos $52.000 millones anuales para cerca de 330.000 hogares, alrededor del 10% de los usuarios residenciales), y su destino queda librado a un acuerdo entre el ERAS y la concesionaria.

- Llega después de fijar la BAR. La BAR inicial se calculó con las tarifas de agosto, de modo que el ingreso adicional de la rezonificación no forma parte de la ecuación que la determinó (cl. 9.5.2). Lo que no se neutralice es un rendimiento por encima del WACC durante todo el primer ciclo (desde 2032 la revisión ordinaria recalcula los ingresos requeridos con la nueva estructura), que

8 Las cifras de la propuesta (incremento de facturación, cantidad de usuarios afectados y costo de la Tarifa Social) son proyecciones de AySA difundidas en ocasión de la audiencia pública y recogidas por la prensa.

difícilmente se haya reflejado en el precio de venta, porque los oferentes solo podían valuarlo con un fuerte descuento por incertidumbre. Es, precisamente, la indeterminación que el objetivo fiscal introdujo al adelantar la licitación.

- Crea un problema de identificación. Quien decide sobre el rebalanceo tarifario es el vendedor y quien ejecuta y percibe las consecuencias es el comprador, con aumentos tarifarios concentrados en 2027-2028. Así, la opinión pública difícilmente distinga entre lo que decidió el Estado antes de vender y lo que haga el nuevo operador, y tenderá a atribuir a la privatización aumentos que decidió el Estado que correspondía hacer independientemente de la gestión pública o privada de la empresa. Además, la cl. 8.6 asignaba esa propuesta a la concesionaria dentro de los 90 días de la entrada en vigencia, de modo que el nuevo operador hereda una medida que formalmente le correspondía proponer, pero en cuyo diseño no participó.

Lo mínimo que debería contener la resolución del ERAS es una regla explícita de neutralidad, la publicación del cálculo del excedente y un destino definido para lo que no se use en la Tarifa Social (por ejemplo, una reducción equivalente del coeficiente tarifario general o su imputación a inversiones no remuneradas en la BAR). La alternativa más prolija sería diferir la reforma a la primera revisión ordinaria, cuando pueda integrarse al cálculo de los ingresos requeridos.

Institucionalidad regulatoria: ERAS y APLA

En autonomía del regulador hubo un retroceso respecto de 1992. El ETOSS tenía seis directores, dos designados por cada jurisdicción (Nación, Provincia y Municipalidad de Buenos Aires), con presidencia rotativa anual. El ERAS tiene tres, todos nombrados por el PEN (a propuesta de cada jurisdicción), con un presidente designado por el PEN cuyo voto vale doble en caso de empate, y se financia con un porcentaje de la facturación, de modo que sus recursos crecen con las tarifas que él mismo aprueba. Faltan, como en 1992, la selección por concurso técnico y los mandatos escalonados (los mandatos siguen siendo de seis años).

El costo de ese retroceso parece menor porque el contrato ata casi todo lo que en 1993 quedó a criterio del Ente: la metodología del WACC, las reglas de formación de la BAR, el tope de costos operativos, los cronogramas con aprobación tácita y el arbitraje ante incumplimientos tarifarios.[9] Pero hay un precio importante que se pagará en forma de pérdida de flexibilidad: si en 10 años la metodología queda vieja o aparece una contingencia no prevista, el ERAS tendrá poco margen para tomar decisiones, y hará falta entonces un organismo con más capacidad técnica y credibilidad que la que cabe esperar con el diseño actual.

Cobertura, calidad y usuarios

Las metas de expansión son conservadoras. Con una cobertura actual de 74,5% en agua y 63% en cloacas (según el Plan Director de la APLA), el contrato exige 75,3% y 63,9% a fin de 2031, menos de un punto de aumento en el primer quinquenio pese a un plan de inversiones de unos US$2.000 millones; 78,9% y 65,3% a fin de 2036; y, después, al menos 2 y 1,5 puntos porcentuales más por quinquenio, con pisos de 85% y 70% en 2046 y de 90% y 75% al finalizar el contrato. En 2046, todavía 15% de la población no tendría agua de red y 30% no tendría cloaca, y la universalización queda como objetivo para el fin del plazo con prórroga, hacia 2066. Aguas Argentinas subió la cobertura de agua unos 2,6 puntos por año entre 1993 y 1997; el contrato exige menos de 0,2 puntos por año en el primer ciclo y entre 0,4 y 0,7 a partir del segundo. Además, el promedio esconde un AMBA dual (en los municipios incorporados en 2016-2018 la cobertura era de 36% en agua y 24,5% en cloacas), y el contrato no fija metas por zona. En calidad hay un avance, con indicadores concretos (presión, calidad del agua en redes, agua no comercializada) y aplicación del Factor C en el cómputo de las tarifas desde el segundo ciclo. Entre las novedades positivas para los usuarios están la audiencia pública obligatoria en cada revisión y una Sindicatura de Usuarios; entre las discutibles, que la deuda de quienes tienen el servicio disponible y no se conectan se traslada íntegramente a la tarifa del resto de los usuarios, que la micromedición sigue sin plazos y que no hay un régimen general para que terceros interesados (por ejemplo, municipios) tengan incentivos a contribuir a financiar expansiones fuera del Plan de Acción.

Sustentabilidad política

En el Documento de Trabajo 124 planteé que la reforma de los 90 y la contrarreforma posterior pueden ser parte de un mismo equilibrio: las presiones de corto plazo nunca se resisten, y lo que cambia es qué transferencia da rédito inmediato (los fondos de la venta en los 90, las cuasi-rentas de las empresas transferidas a los usuarios en los 2000).[10] La pregunta para 2026 es qué vuelve a este diseño resistente a la próxima tentación. El arbitraje y las indemnizaciones encarecen la reversión, pero no la vuelven impopular. Al contrario: el ajuste por devaluación, los cortes por mora y los aumentos de la rezonificación van directo a la factura, mientras las protecciones al inversor son poco visibles. La excepción, que puede volverse central, es el piso de 400 puntos básicos para la prima de riesgo país vigente hasta 2036: si el riesgo país se normaliza antes de que se fije el WACC del segundo ciclo (2032-2036), la fórmula seguirá reconociendo ese piso (con un EMBI de 200 pb, más de 100 pb adicionales de WACC sobre toda la BAR dado que afecta sólo el costo del capital propio y no el de la deuda), de modo que el contrato generará rentas muy visibles justamente cuando al país le vaya bien. Esa inconsistencia alimentará presiones de renegociación y elevará el riesgo regulatorio que el

9 El ERAS retiene, igualmente, facultades relevantes: modificar el régimen tarifario (Anexo E) previa opinión de la concesionaria, aprobar el reglamento de normas tarifarias, fijar subsidios y tarifa social, sancionar y definir la contabilidad regulatoria y el benchmarking. La APLA, por su parte, elabora un Plan Director no vinculante, de modo que la expansión queda definida en la práctica por lo que propone la concesionaria y lo que fija el Anexo I del contrato.

10 El razonamiento fue expuesto originalmente en Urbiztondo, S., M. Cristini, C. Moskovits y S. Saiegh: "The Political Economy of Productivity in Argentina: Interpretation and Illustration", IADB Working Paper Series # 102, octubre 2009.



piso pretendía compensar. Lo que falta son los factores de estabilidad que señalé como ausentes en los 90: grupos de sostén (accionariado disperso, empleados accionistas, municipios con obras comprometidas), un diseño que minimice reclamos políticamente sensibles (una tarifa social creíble y metas visibles por zona) y un regulador capaz de perfeccionar la práctica sobre la marcha.

Conclusión

La idea de que la seguridad del inversor, y con ella un menor costo del capital, se logra mediante un contrato rígido es incorrecta cuando se trata de la concesión de un servicio público, y en particular de un servicio público de infraestructura como el que presta AySA. No es un contrato entre privados que, ante un desacuerdo, se someterá a un arbitraje que obligará a cumplirlo o a compensar a la parte perjudicada, aunque ello implique la quiebra de la otra. En los servicios públicos de infraestructura existe una variable de "sostenibilidad política" que no se puede omitir: durante varias décadas, la sociedad y el poder político de turno evaluarán si el contrato es "justo" o "razonable". Si la respuesta es negativa, pueden ponerse en marcha fuerzas de magnitud insospechada, que modifiquen la legislación o incumplan fallos arbitrales para alterar el contrato de manera formal o sutil. La mera posibilidad de que ello ocurra le resta credibilidad y frustra la reducción del costo del capital que las garantías contractuales pretendieron otorgar. La escasa competencia en la licitación y un precio por debajo de lo esperado, y de la propia BAR, son consistentes con esa lectura.

Las señales de esa tensión ya están a la vista: tarifas calculadas sobre costos de inicio que todavía lucen elevados, una regla que no distingue el ahorro por eficiencia de la postergación de obras, un WACC que no distingue el riesgo propio del contrato del riesgo país (con un piso de 400 puntos básicos para la prima de riesgo país hasta 2036 que podría generar rentas visibles si el riesgo país se normaliza) y una rezonificación tarifaria decidida por el vendedor, que ejecutará el comprador y se atribuirá a la privatización. La propia experiencia argentina enseñaba que las reglas percibidas como injustas no sobreviven, ya sea por exceso de generosidad, como las condiciones de la venta de ENTel en 1990, o por exceso de rigidez, como las tarifas dolarizadas sin guía para salir de la Convertibilidad. Así, a mi juicio, en esta privatización de AySA se ha producido una mala praxis sutil pero notable: no se leyeron bien las enseñanzas de nuestra propia experiencia. La alternativa, un regulador autónomo cuyo profesionalismo y credibilidad den confiabilidad al contrato y reduzcan el costo del capital de forma creciente en el tiempo, junto con reglas que remuneren flujos eficientes en lugar de blindar stocks, es más lenta, pero consistente y sostenible. Tal vez sea, además, inescapable.



LÍDER MUNDIAL EN CONSTRUCCIÓN LIVIANA Y SOSTENIBLE

SAINT-GOBAIN

isover SAINT-GOBAIN megaflex SAINT-GOBAIN placo SAINT-GOBAIN tuyango SAINT-GOBAIN weber SAINT-GOBAIN

América Latina: proveedor de alimentos en un mundo complejo

América Latina es un proveedor principal de alimentos al mundo. Actualmente su oferta enfrenta un conflicto de tendencias en la organización del orden mundial. La tendencia histórica hasta 2022 se caracterizaba por el multilateralismo político y comercial y por el crecimiento mientras que, actualmente, se desarrolla una tendencia de fragmentación del orden internacional bajo presiones geopolíticas y geoeconómicas. En ambos casos, el desarrollo sectorial en la región es prioritario por su rol en el abastecimiento de alimentos. La mayor coordinación regional y público-privada deberían formar parte de la agenda para sortear los obstáculos del corto plazo.

Por Marcela Cristini y Guillermo Bermúdez*



A mitad del año en curso, desde esta sección de Indicadores de Coyuntura, se trazó un panorama de la situación internacional de los mercados de alimentos. Entonces se destacaba que la producción y el comercio de alimentos en el mundo había pasado de una tendencia de crecimiento y esfuerzos para la solución de problemas como los de seguridad alimentaria a una tendencia de fragmentación comercial e inflación de precios al consumidor, afectando a los hogares vulnerables. Con todo, se reconocía que, bajo ambas tendencias, América Latina y la Argentina seguían mostrando importantes fortalezas como abastecedores seguros de alimentos. Desde entonces, el panorama internacional ha mantenido una complejidad cambiante que se actualiza a continuación.

Los principales problemas de los mercados internacionales siguen vigentes. Las relaciones internacionales reflejan las consecuencias de los conflictos bélicos en curso y el viraje desde el multilateralismo hacia el proteccionismo comercial en los Estados Unidos, en primer lugar, seguido por países relevantes en el contexto mundial (la Unión Europea, Japón, Reino Unido, entre otros). Este último aspecto reconoce como problema subyacente la competencia tecnológica entre los Estados Unidos y China y su influencia en el resto de los países del mundo.

Este escenario mantiene su influencia en la producción y comercio de alimentos. Hasta hace poco tiempo las principales preocupaciones referidas al sector agroindustrial

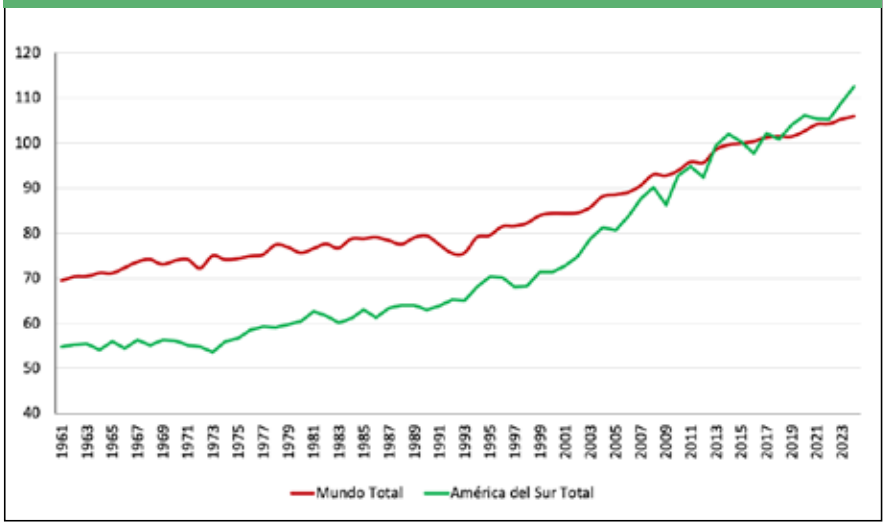
*Economistas de FIEL.

en las discusiones internacionales se concentraban en los problemas globales del cambio climático y en la evolución de la seguridad alimentaria. Actualmente, aunque estos temas continúan siendo abordados en los organismos multilaterales, su prioridad ha sido empañada por los conflictos comerciales que cambiaron los orígenes de los abastecimientos en países importantes (China), a la vez que los aumentos en el precio del petróleo llevaron a cambios en la producción y procesamiento de los productos agrícolas básicos.

La evolución reciente de la producción y el comercio de alimentos permite trazar algunas perspectivas para el caso de América Latina como uno de los principales exportadores mundiales en este rubro.

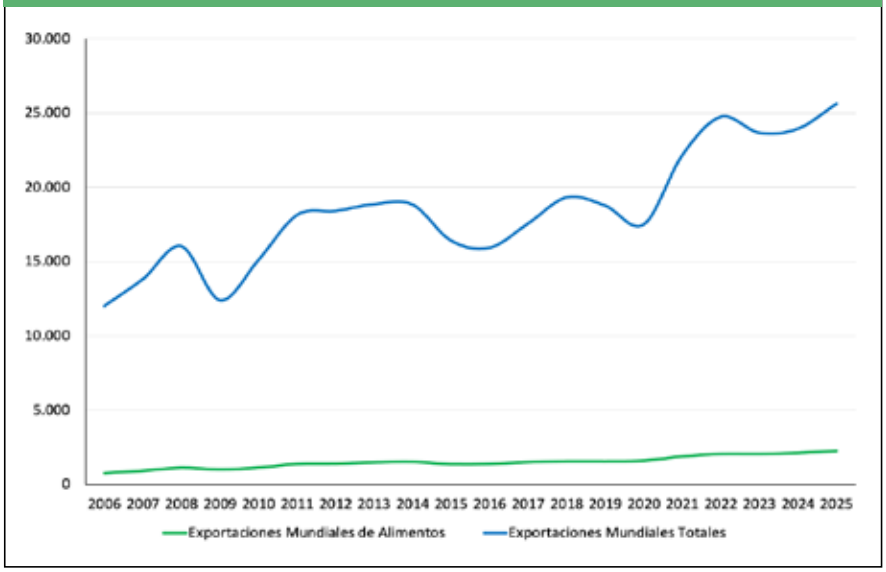
Para empezar, vale recordar que la producción agrícola mundial se mantuvo en crecimiento y en lo que va del siglo su volumen aumentó en un 61%, con un patrón productivo dominado por el maíz, el trigo, el arroz y la caña de azúcar. La producción de aceites vegetales aumentó un 130% y la producción de carnes aumentó un 60% impulsada por el aumento en la producción de carne aviar. Entre los principales productores se encuentran China, India, Brasil, los Estados Unidos y la Federación Rusa. La buena noticia es que también la producción per cápita aumentó y América del Sur se sumó a ese crecimiento con un comportamiento destacado en las últimas dos décadas (Gráfico 1).

Gráfico 1.Producción mundial per capita de alimentos
América Latina y el Mundo
índice 2014-2016=100
1961 - 2024



Fuente: FIEL con base en datos FAO y Banco Mundial

Gráfico 2. Comercio Mundial de alimentos
Exportaciones totales y de alimentos
-En miles de millones de USD-



Fuente: FIEL con base en datos INTRACEN

A la vez, el comercio mundial de alimentos continúa siendo una porción muy pequeña del comercio de mercaderías que no alcanza al 10% del total, con la ventaja de sufrir fluctuaciones mucho menores que las de los flujos totales, dado que se trata de consumos básicos (Gráfico 2). La dinámica de su crecimiento en los 2000 se explica por la mejora del desarrollo en los países del Asia y, más recientemente, de algunos países africanos. A medida que aumentan los ingresos de esos países, sus canastas alimentarias se completan y diversifican.

En general, los países se pueden dividir en importadores y exportadores netos de alimentos, aunque todos ellos, en mayor o menor medida, tienen producción propia. En efecto, cuando se analizan los flujos del comercio, varios de los principales productores se convierten también en importadores netos. En lo que va del siglo se ha afianzado el intercambio entre América y Europa como centros proveedores y el Asia como principal demandante.

En el caso de América Latina, su oferta es muy relevan-

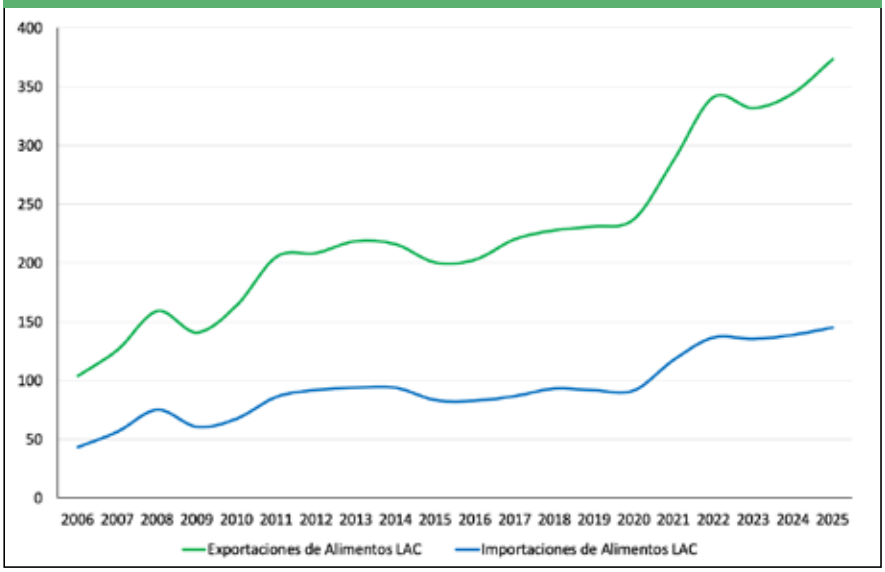
te para el mundo ya que es el mayor exportador neto y esa capacidad se ha ido ampliando en los últimos años (Gráfico 3). Actualmente provee en torno del 17% de la oferta exportadora total. A la vez, América Latina importa alimentos con una incidencia de tan sólo el 9% en el total de sus importaciones. Más allá de algunas diversificaciones hacia ofertas regionales del Asia o Europa, esas importaciones son mayormente abastecidas por países vecinos e integran el intracomercio regional.

Dentro de la oferta neta regional se destaca el liderazgo de Brasil caracterizado por la expansión de su frontera agrícola y por el aumento de su productividad. A la vez, el desacople comercial entre China y los Estados Unidos ha hecho que la primera buscase abastecedores seguros en América Latina y Brasil ha encabezado esa lista. Este hecho explica que Brasil exhiba un muy importante saldo comercial positivo con China.

En estos últimos meses, la inestabilidad económica mundial ha ido en aumento debido al mayor peso del endeudamiento de los principales países en el mundo, el aumento de la inflación internacional y el mantenimiento de las tensiones geopolíticas y geoeconómicas. El imperativo en el mercado de alimentos ha sido un regreso a la protección y ampliación de la propia producción y la construcción de alianzas que aseguren los abastecimientos.

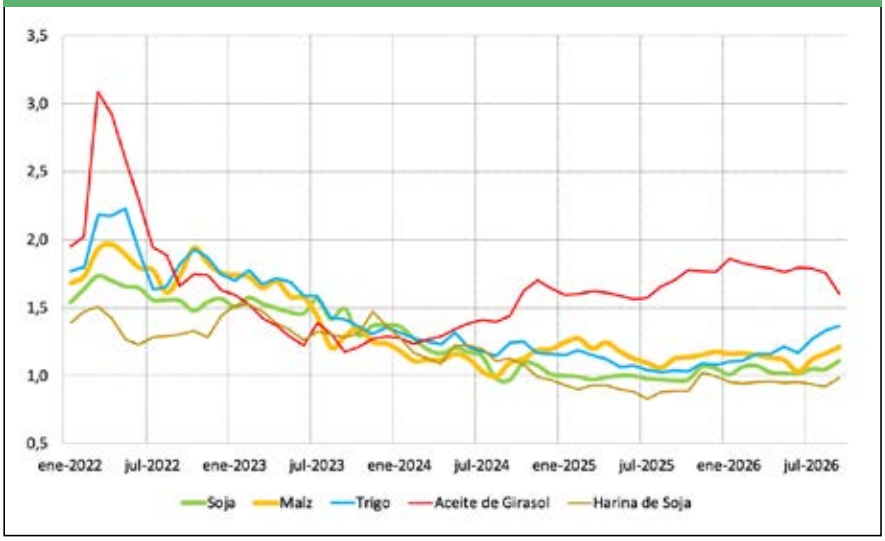
¿Cuál será el desempeño sectorial latinoamericano más probable en ese contexto?

Gráfico 3. América Latina y el Caribe
Comercio de alimentos
-En miles de millones de USD-



Fuente: FIEL con base en datos INTRACEN

Gráfico 4. Evolución de los precios internacionales
de commodities alimentarias
Dólares de septiembre de 2026
Índice 2000 = 1



Fuente: FIEL con base en datos FMI

Ese desempeño dependerá de factores exógenos como la tendencia y variabilidad de los precios internacionales y de los costos de producción y, de forma asociada, de la demanda externa por alimentos. También dependerá de factores endógenos como el aumento de la productividad y las políticas que favorezcan el desempeño sectorial.

Con respecto a los precios, vale recordar que el trazado de sus perspectivas en los años 50 anticipaba que los precios internacionales de los productos agrícolas, junto con el resto de las materias primas, declinarían tendencialmente con respecto al de los productos manufactureros (tesis Prebisch-Singer). Las décadas siguientes mostraron ciclos de precios y volatilidad creciente, pero el aumento del consumo en los países en desarrollo sostuvo los precios agroindustriales a la vez que el cambio tecnológico redujo los costos.



Comercio y Servicios Argentinos para Crecer

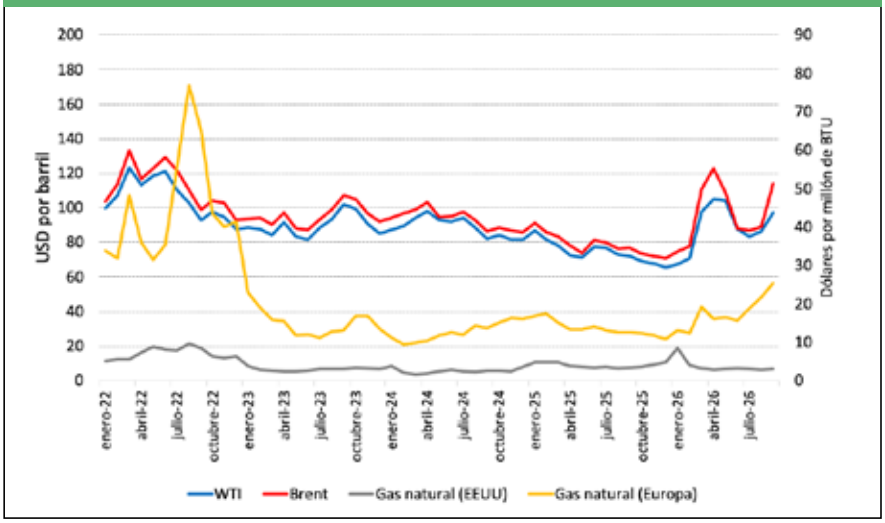
Cámara Argentina de Comercio y Servicios

cac.com.ar

Cuando los precios internacionales de los productos agropecuarios aumentan su variabilidad, muestran picos de incremento que afectan las condiciones de vida de la población mundial de menores ingresos. La incidencia de la inseguridad alimentaria se vincula a problemas de ingresos (pobreza) pero se agrava por los ciclos de los precios internacionales de los alimentos en países monoproductores o importadores netos de alimentos.

En el contexto actual, además, el incremento y la enorme volatilidad de los precios del petróleo siguen incidiendo negativamente en la actividad mundial, los costos logísticos y los costos de los fertilizantes (Gráficos 4 y 5). Paralelamente, la necesidad de cubrir la demanda de combustibles ha llevado a un aumento del uso de productos agrícolas básicos para la generación de biocombustibles.

Gráfico 5. Evolución del precio del petróleo y el gas natural en Estados Unidos y Europa
Dólares por barril y por millón de BTU
A precios de septiembre 2026 (IPM USA)



Fuente: FIEL con base en datos FMI

Por su parte, el sistema alimentario mundial sigue presentando deficiencias para atender a una población mundial creciente (en 2023 se superaron los 8 mil millones de personas, con 83% en países de ingresos bajos y medios). La oferta futura debe asegurar un aumento suficiente de la productividad para poder cubrir nuevas demandas, pero a la vez deberá sortear la incidencia del cambio climático, desarrollándose de un modo más sostenible.

Los datos de FAO muestran que "entre 638 y 720 millones de personas (del 7,8 % al 8,8 % de la población mundial) padecieron hambre en 2024". Luego del impacto negativo del COVID19 en 2020, la incidencia del hambre se redujo levemente entre 2022 y 2024. La atención humanitaria de los problemas de seguridad alimentaria también se vio disminuida por los conflictos como en Gaza y en varios países del África (guerra civil en Sudán, conflictos en República Democrática del Congo, entre otros). Los pronósticos indican que este problema no tendrá solución satisfactoria hacia 2030 como se había propuesto en los Objetivos de Desarrollo de las Naciones Unidas. África sigue siendo la región con mayores problemas.

América Latina ha recorrido un sendero favorable en los últimos años a la vez que hace su aporte significativo a la oferta mundial. Como se mencionó antes, la demanda de alimentos desde los países en desarrollo depende del crecimiento de los ingresos de su población. Si este crecimiento se detiene en un mundo fragmentado, las deficiencias de la seguridad alimentaria continuarán o se agravarán debido a la variabilidad de precios y a la desaceleración del crecimiento. En ese contexto, la oferta alimentaria de nuestra región perdería valor, a la vez que el aumento de la productividad enfrentaría serios límites de factibilidad económica.

En el mediano plazo, el descuido de los factores del cambio climático también afectará al mercado, con resultados inciertos para nuestra región. El agro genera aproximadamente el 12% de las emisiones de gases de efecto invernadero que, en el total, son dominadas por las emisiones urbanas (vehículos, uso de energía, etc.). En el caso de América Latina, su importancia como productor de alimentos determina una contribución más que proporcional (aproximadamente, 32%) que, sin embargo, resulta modesta cuando se corrige por el tamaño de su oferta. Así, el factor ambiental resulta una clave positiva de competitividad para la agroindustria de la región siempre que se controle el riesgo de deforestación.

Si el mundo fracasa en su intención de controlar los efectos del cambio climático, es probable que la oferta agrícola regional, que resultaría menos afectada, sume aún más valor a América Latina como oferente seguro, a la vez que los precios de los alimentos podrían aumentar, aunque con algún desplazamiento de la demanda.

Por último, los conflictos internacionales han puesto en evidencia la fragilidad de los abastecimientos básicos dando lugar a un nuevo escenario en el que garantizarse el acceso a oferentes seguros (aliados estratégicos) es prioritario para los países con poder de compra.

En síntesis, en el análisis precedente se mantiene la vigencia de dos tendencias para el mercado mundial de alimentos, una histórica hasta 2022 caracterizada por un mundo de multilateralismo comercial y crecimiento y otra, disruptiva del orden internacional, que se observa en el presente. En ambos casos el desarrollo del sector de alimentos en América Latina es insoslayable y la mayor coordinación regional y público-privada deberían formar parte de una agenda flexible para enfrentar la evolución de este complejo escenario.


GRIMOLDI

Bono demográfico en educación:

¿Qué pasa si no hacemos nada?

Si solo dejamos actuar a la demografía, las brechas de gasto por alumno entre provincias se agrandan. Y la experiencia acumulada muestra que el gasto, por sí solo, no garantiza aprendizajes: aprovecharlo requiere decidir explícitamente en qué se usa ese margen.

Por Ivana Templado*



*Economista de FIEL.

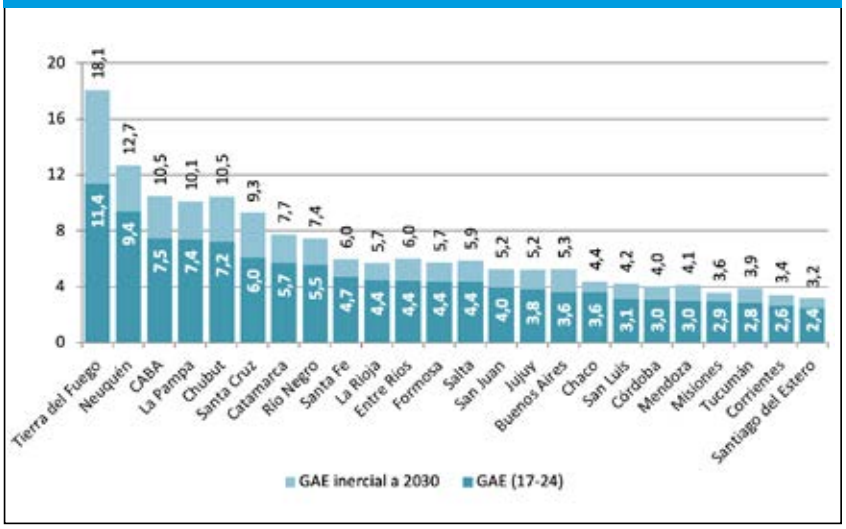
En una nota anterior vimos que la caída de la matrícula abre un margen en el gasto por alumno, que ese margen no es igual en todas las provincias y que suele ser más chico justo donde los aprendizajes son más bajos. En esta nota me hago una pregunta más sencilla: ¿qué pasa si no hacemos nada con ese margen? Spoiler: las brechas de gasto por alumno entre las provincias se agrandarían aún más.

Manteniendo el gasto educativo constante, las provincias que hoy más gastan pasarían a gastar proporcionalmente más por alumno que las que hoy menos gastan. Todas gastarían un poco más, pero no lo suficiente para achicar la brecha. Es lo que muestran los Gráficos 1 y 2: a cuánto pasaría el gasto por alumno estatal (GAE) de inicial + primaria en 2030 y el de secundaria en 2040 si solo cambia el denominador. Es decir, mantenemos el gasto e incorporamos la caída de matrícula proyectada. En inicial + primaria, la diferencia entre la provincia que más gasta y la que menos, Tierra del Fuego y Santiago del Estero, pasaría de casi cinco a casi seis veces. En secundaria, entre Tierra del Fuego y Tucumán, de 3 a 4 veces.

Esto es consecuencia de la dinámica demográfica: el bono existe para todas las provincias, pero no tiene la misma magnitud. Entre 2024 y 2030 la matrícula estatal de inicial + primaria cae alrededor de 18% en Misiones y Chaco, y 37% en Tierra del Fuego. Y la caída es más fuerte, justamente, donde el gasto por alumno ya era más alto. Por eso, no hacer nada no es neutral: el statu quo agranda la desigualdad entre provincias.

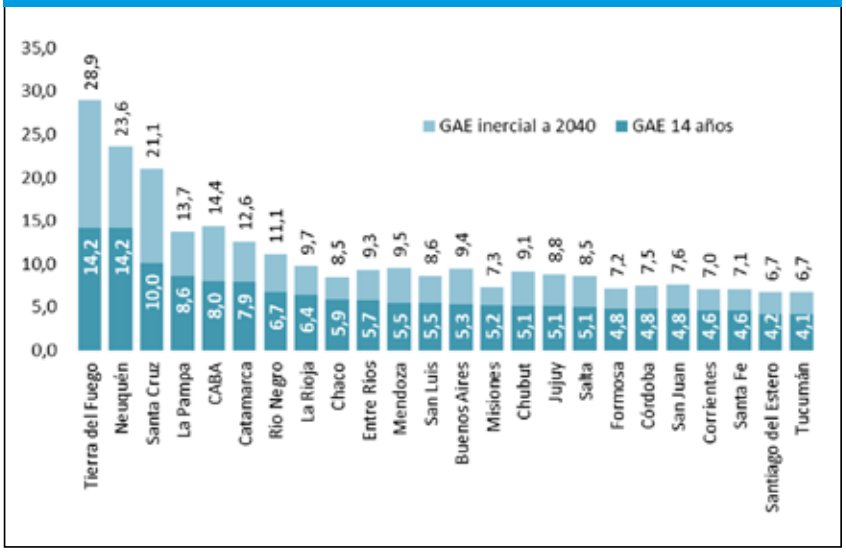
¿Es esta una foto de un mal año? No. El Gráfico 3 muestra, para cada provincia, el mínimo, el máximo y el promedio del GAE de inicial + primaria entre 2006 y 2024, es decir, desde que están vigentes la Ley de Financiamiento Educativo y la Ley de Educación Nacional. La distribución se mantiene: Tierra del Fuego siempre fue la que más invirtió por alumno, y Santiago del Estero, Corrientes y Misiones, de las que menos. Solo las provincias del sur, más La Pampa, tuvieron grandes variaciones; Neuquén, por ejemplo, pasó de 5 a 11 millones entre 2006 y 2024. En el resto, la amplitud de la barra no implica gasto creciente en el último tiempo.

Gráfico 1.Gasto por alumno estatal (GAE) en inicial + primaria. Promedio 2017-2024 y GAE inercial a 2030 Millones de $ de 2026



Fuente: elaboración propia con base en datos de la DNP y CGECSE.

Gráfico 2
Gasto por alumno estatal (GAE) en secundaria. Promedio 2011-2024 y GAE inercial a 2040 Millones de $ de 2026

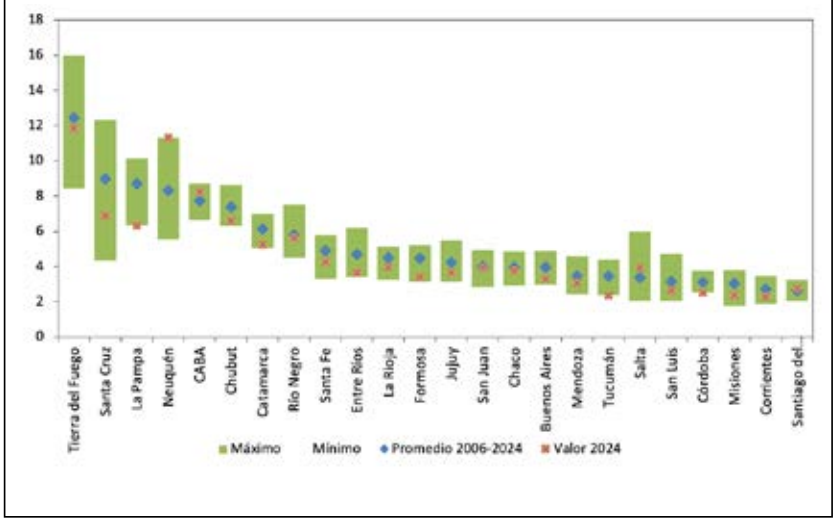


Fuente: elaboración propia con base en datos de la DNP y CGECSE.

Hay un dato más, en la mayoría de las provincias, el GAE de 2024 está por debajo de su promedio histórico, y en varias, como Tucumán, Misiones, Córdoba, La Pampa o Chubut, cerca de su mínimo. Las excepciones son Neuquén, CABA, Salta y Santiago del Estero. Es decir, el ejercicio parte de una base baja. Y como los salarios reales cayeron en promedio 30% entre 2017 y 2024, es probable que parte de ese margen termine absorbido por la recuperación salarial antes de llegar al aula.

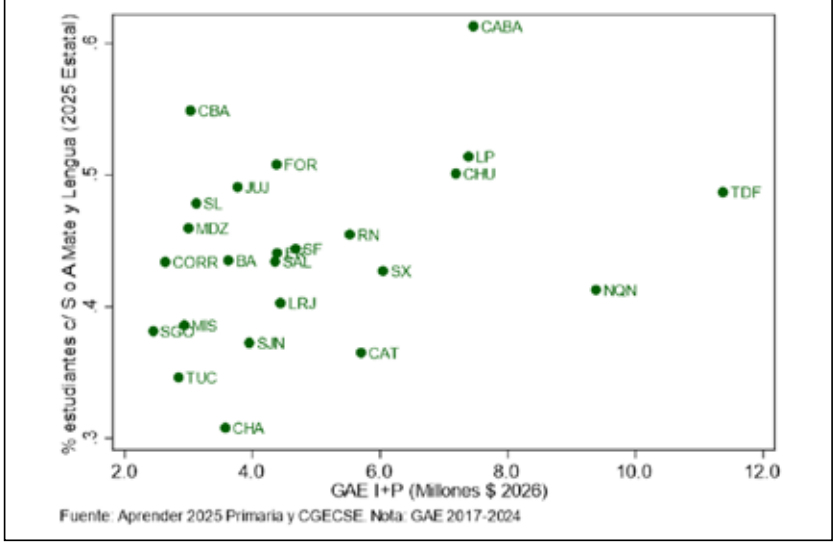
Si las brechas de gasto fueran brechas de aprendizaje, en el

Gráfico 3
GAE inicial + primaria. Mínimo, máximo, promedio 2006-2024 y valor 2024
Millones de $ de 2026



Fuente: elaboración propia con base en CGECSE (05/05/2026).

Gráfico 4
Aprendizajes 2025 según el GAE inicial + primaria 2017-2024. Sector estatal.



Fuente: elaboración propia con base en Aprender 2025 (primaria) y CGECSE.

Gráfico 4 veríamos algo parecido a una línea recta, pero no es lo que se observa. Hay cierta asociación positiva, como ya vimos varias veces en este espacio, pero muy lejos de la magnitud de las diferencias de gasto. En el sector estatal, el 44% de los estudiantes de 6° grado alcanzó un nivel satisfactorio o avanzado en Lengua y Matemática a la vez en Aprender 2025.

Con un gasto de alrededor de 3 millones por alumno, Córdoba tiene cerca del 55% de sus estudiantes con ambos aprendizajes logrados. Con GAE similares, San Luis y Mendoza están entre 46% y 48%, Misiones y Santiago del Estero cerca del 38%, y Tucumán y Chaco entre 31% y 35%. En el otro extremo, CABA gasta alrededor de 7,5 millones y llega al 61% de estudiantes con buenos aprendizajes; La Pampa y Chubut, con un gasto parecido, al 50%. Tierra del Fuego gasta más de 11 millones por alumno y tiene menos del 50% de sus estudiantes con aprendizajes esperados: lo mismo que Jujuy, que gasta menos de 4 millones. Con el mismo gasto hay resultados muy distintos, o resultados parecidos con gastos muy distintos.

Hay algo más que me parece importante. Salvo Tierra del Fuego, el GAE inercial de 2030 de todas las provincias cae dentro del rango de gasto que ya observamos hoy. O sea, ya sabemos qué se logró con esos niveles de gasto, y la dispersión es enorme. Que una provincia pase de 2,5 a 3,5 millones por alumno no dice nada sobre si va a parecerse a Córdoba o a Tucumán. Lo que parece hacer la diferencia no es tanto cuánto se gasta sino cómo y en qué se están asignando los recursos. Vale aclarar que esta comparación entre provincias no permite inferir qué ocurriría si una misma provincia aumentara su gasto.

Al ver diferencias tan marcadas en el gasto por alumno, la pregunta que surge es qué hay detrás. En promedio, el 88% del gasto es masa salarial, es decir, salarios por cargos. Pero las diferencias salariales entre provincias no alcanzan a explicar las del GAE: el salario testigo de la provincia que mejor paga es, como mucho, el doble del de la que peor paga. Y en cargos, hay provincias con 20 cada 100 alumnos y otras con 7. Lo dejo para una próxima nota.

Resumiendo, dejar que la demografía actúe sola no es neutral. Con el gasto constante, el GAE sube más donde ya era alto y las brechas entre provincias se agrandan. Y ese mayor gasto no garantiza mejores aprendizajes: para casi todas las provincias, el GAE inercial cae dentro de un rango de gasto que ya conocemos, y en ese rango conviven resultados muy distintos. Si el bono demográfico se deja correr, el resultado más probable es más de lo mismo, con más desigualdad. Aprovecharlo requiere decidir explícitamente en qué se usa ese margen, y para eso hace falta saber mejor en qué se gasta hoy.


Te escuchamos.
ICBC

Milei, entre la política exterior y el Congreso

por Rosendo Fraga*



El ámbito externo ha dejado un saldo negativo para Milei al finalizar el mes de octubre. El triunfo de Lula en la segunda vuelta claramente interrumpe los sucesivos triunfos de los aliados de Trump en América del Sur. Esto muestra que su apoyo no es tan importante como parecía hasta ahora y ello debilita la proyección política global de Javier Milei. La caída de Argentina en los mercados es una primera manifestación de ello en el campo económico. Simultáneamente, la visita del vicesecretario de Estado estadounidense, Christopher Landau, fue más una suma de reclamos que una manifestación de apoyo. Que el presidente fuera advertido por un funcionario claramente de segundo nivel ya mostró una actitud diferente de la Administración Trump. Se reclamó por la ley de soberanía destinada a sancionar a empresas extranjeras que participen en los proyectos económicos británicos en torno a las Islas Malvinas. Javier Milei decidió suspender el tratamiento de esta ley en el Congreso. También se le reclamó por las demoras en cumplir con la modificación de la ley de patentes medicinales, compromiso asumido por Milei con Estados Unidos al iniciar su mandato. También hubo pedidos por problemas surgidos con el RIGI y la implementación del acuerdo comercial entre Estados Unidos y la Argentina. No es una ruptura de la alianza. La relación con Chile es tensa y Washington quiere una solución política. La vinculación de Estados Unidos y el Reino Unido con este país se ha acercado, limitando el margen de acción de Argentina. La decisión del Tribunal del Mar de aceptar el reclamo argentino contra Gran Bretaña puede tener algún efecto, pero en el mediano o largo plazo, no en los próximos meses. Además, el inicio a mediados de noviembre de un viaje marítimo regular desde Punta Arenas en Chile a las islas puede escalar la tensión en el conflicto en torno a Malvinas. El eventual triunfo electoral de Netanyahu el 27 de octubre -el único aliado de Milei que lo acompaña en Malvinas- sería el único dato positivo del mes, pero tiene efectos limitados.

Dentro del oficialismo, el tema central es la creciente diferenciación adoptada por Patricia Bullrich. Sus declaraciones de que el presidente ha “cruzado un límite” en su relación con los medios implica una toma de posición fuerte y decidida que le otorga simpatías dentro del periodismo. Se diferencia en un tema que es prioritario en la actitud política de Milei, asumiendo la senadora una actitud desafiante. El presidente ha ordenado a su núcleo más cercano, encabezado por su hermana Karina Milei, no responder a los cuestionamientos de la senadora. En una muestra de pragmatismo, el presidente reconoció el valor político de su ex aliada y que tiene capacidad de ser presidente. En su círculo se dice que Bullrich podría ser candidata a vicepresidente para recomponer la relación. Esta divergencia ha dejado en suspenso el funcionamiento de la mesa política liderada por Karina y Martín Menem, para unificar políticamente la estrategia en las provincias con vistas a las elecciones del año próximo y en el Congreso para sancionar leyes. La negociación que paralelamente realiza el mileísmo con el PRO se viene demorando y el ex presidente Mauricio Macri quiere aprovechar el debilitamiento político de Milei para negociar en mejores condiciones. El promedio de once encuestas publicadas por Clarín el sábado 24 de octubre muestra que sólo un tercio apoya la gestión de Milei, pero que en un eventual ballotage con Kicillof se impondría por tres puntos. Cabe señalar que tanto la reciente visita a España como el apoyo a Bolsonaro en su campaña electoral muestran

*Director del Centro de Estudios Unión para la Nueva Mayoría

que Milei, como apoyo a los candidatos de la derecha en el plano internacional, podría estar teniendo un rol más negativo que positivo.

El Congreso y la negociación con los gobernadores es la prioridad de la Casa Rosada. Se acumulan las iniciativas del Gobierno que no logran obtener sanción. El aumento de las pensiones por discapacidad y el proyecto que obliga al Gobierno a acatar el fallo que dispone aumentar los fondos a las universidades -que tiene media sanción- serían aprobados en el Senado. El oficialismo, cambiando drásticamente su posición, votó la vigencia de la Ley de Tierras para evitar que fuera dejado sin efecto también todo el decreto de desregulación del cual formaba parte. El proyecto de Presupuesto 2027 se encuentra demorado en cuanto a su despacho de Comisión. La Casa Rosada quería obtenerlo para lograr la media sanción en Diputados el próximo 18 de noviembre, pero ello parece incierto. Las divergencias entre Milei y Bullrich se hacen sentir en el Congreso y en especial en el Senado, donde ella tiene más influencia. En este contexto, los gobernadores dialoguistas aumentan su capacidad de negociación. Los de Salta, Misiones, Jujuy, Catamarca, Tucumán y otros negocian sus proyectos provinciales que requieren financiamiento del gobierno nacional, especialmente en el ámbito de la infraestructura. Esto se vincula a la política de la Casa Rosada de impulsar las inversiones en energía y minería. Pero la infraestructura que reclaman los gobernadores es una condición necesaria que no se está cumpliendo. Los mandatarios provinciales están rechazando o demorando tanto las propuestas del peronismo para que se reincorporen a esta fuerza, como las de La Libertad Avanza para hacer acuerdos a nivel provincial. A un año de la elección presidencial, un panorama político incierto tiende a dilatar definiciones.

En el peronismo crece una tendencia hacia la unidad frente a la perspectiva de poder disputar el poder. La reciente reelección de Lula en Brasil ha alentado esta situación. Durante esa semana se reunieron Sergio Massa como líder del Partido Renovador, el diputado nacional Máximo Kirchner y el gobernador bonaerense Axel Kicillof. Fue una aproximación hacia la unidad que semanas atrás parecía casi imposible. Participaron también gobernadores que se han mantenido dentro del peronismo kirchnerista, como es el caso del de La Rioja (Quintela), La Pampa (Siliotto), Formosa (Insfrán) y el propio Kicillof. También estuvo presente el ex gobernador de Santiago del Estero, Gerardo Zamora. Este gesto deja poco espacio para una escisión electoral relevante dentro del peronismo y confirma la tendencia hacia una polarización electoral, como está pasando actualmente en todo el mundo occidental. Pese a los esfuerzos de sus abogados, Cristina Kirchner no podrá ser candidata por razones judiciales, pero sin su acuerdo el peronismo no lograría la unidad que necesita para disputar el poder en la elección. El sindicalismo se encamina a formar parte de un peronismo unificado. Para el peronismo resulta vital que se realicen las PASO, porque ello le permitiría consolidar su unidad y encauzar a toda su fuerza electoral. Dentro de La Libertad Avanza parece difícil que la suspensión sea aprobada por el Congreso. Si se concreta la visita del Papa León XIV, este sería un hecho que permitiría al peronismo reforzarse ideológicamente con la agenda del Sumo Pontífice. Esto sería interpretado como una muestra de moderación al peronismo. Cabe señalar que en la reciente elección brasileña, el voto evangélico se inclinó más por Bolsonaro y el católico más por Lula.

Publicidad en Indicadores de Coyuntura

Paute mensualmente en la revista y acceda en forma directa a miles de lectores con un marcado interés por los temas económico-políticos del país; empresarios, directivos y ejecutivos de compañías, profesionales en economía y finanzas, políticos, funcionarios públicos y de embajadas y periodistas especializados.



Si quiere publicitar en la revista contáctese con: Andrea Milano- tel: 011-4314-1990 - administracion@fiel.org.ar

Inversión: factor imprescindible para crecer



"Un caso particularmente interesante en la Argentina es el de la presencia de inversores extranjeros de capital de riesgo. Los inversores de capital de riesgo, en general, se caracterizan por proveer financiamiento inicial a empresas nuevas, en crecimiento, pequeñas y con características de innovación. Ese financiamiento se otorga a cambio de una participación accionaria en la empresa, con la expectativa de altos rendimientos. En nuestro país, varias empresas tecnológicas han logrado llamar la atención de inversores locales y extranjeros de riesgo en sucesivas rondas de inversión (que los inversores o las mismas start-ups organizan) y han logrado capitalizaciones muy importantes. Algunas de ellas se han convertido en "unicornios" (cuya valuación es de USD1000 millones o más). Ejemplos de los sectores tecnológicos que se encuentran en rápido desarrollo y que cuentan con capital extranjero de riesgo son las plataformas digitales de comercio minorista (Tiendanube), tecnología de autenticación (Auth0), nanosatélites (Satellogic), seguridad informática (Onapsis), plataforma digital de agronegocios (Agrofy), tecnología para banca digital (Technisys), finanzas de criptomonedas (Lemon Cash), infraestructura de medios de pago (Pomelo) y fintechs (Ualá). Una característica de estas empresas es su rápida regionalización desde su país de origen hacia el resto de América Latina y los Estados Unidos."

La inversión extranjera directa en la Argentina: recuperando un factor imprescindible para crecer en un mundo de cambio. M. Cristini y G. Bermúdez. Noviembre de 2022.

En este libro, los autores analizan las condiciones que debería cumplir la Argentina para volver a ser atractiva para los inversores extranjeros, partiendo de la necesidad de fortalecer la previsibilidad económica de mediano plazo. Para ello, en primer lugar, se reseñan las condiciones críticas de la economía argentina y los conflictos del escenario económico mundial a inicios de 2022. Sobre la base de esa evidencia, se sintetiza el rol potencial que tendría un mayor flujo de ingresos de inversión extranjera directa (IED) para el país en el futuro inmediato y en el mediano plazo. En segundo lugar, habiendo identificado el problema de la pérdida de confianza de los inversores internacionales como un obstáculo central para la aceleración de la inversión en el país, el trabajo resume las mejores prácticas internacionales para la atracción de inversiones usando evidencia de países que también transitaron episodios adversos y reconociendo como punto de referencia los casos de países en desarrollo exitosos en este objetivo. A partir de esa evidencia, se elaboran las recomendaciones finales, las cuales se basan en factores objetivos importantes para los inversores internacionales, los cuales están más ligados a cuestiones de estabilidad económica, seguridad jurídica y reglas creíbles que a las de incentivos fiscales.

▶Otros trabajos relacionados con este tema:
***"Inversión Extranjera Directa en el MERCOSUR: el papel de Europa"*, Cristini, M. y Amal, M. 2006. FIEL.**

KINTO ONE FLEET

Alquilá tu flota a largo plazo **con el respaldo de Toyota.**



www.kinto-mobility.com.ar

"Toyota Argentina S.A., CUIT: 33-67913936-9. Planta Industrial: Ruta 12, Km 81 (B2800OFA) Zárate - Bs. As. PARA MÁS INFORMACIÓN O LIMITACIONES APLICABLES CONSULTE EN https://www.kinto-mobility.com.ar/one-fleet. Términos y Condiciones de Uso, Política de Privacidad y Contrato de Locación de Automotor constituirán el único y completo acuerdo con Toyota Argentina S.A."

Los efectos de la reelección de Lula

por Rosendo Fraga*



La reelección de Lula en Brasil pone en discusión la interpretación de si están perdiendo los oficialismos o se trata de una nueva era en la política global. Quienes impulsan la vigencia de una visión más tradicional sobre el proceso político que está en desarrollo sostenían que no había un cambio ideológico ni un cuestionamiento al sistema de democracia representativa, encuadrando en este concepto el giro a la derecha que muestran las victorias de esta orientación en el mundo occidental.

La visión contraria es que tiene lugar una profunda transformación política generada por cambios producidos por las nuevas tecnologías y redes sociales, que tienen efectos culturales e ideológicos que favorecen a la derecha y cuestionan el sistema de representación política tradicional.

El triunfo de Lula -Brasil es el segundo electorado del mundo occidental después de Estados Unidos- rompe esta dicotomía. Ha ganado un oficialismo, lo que no venía sucediendo, y al mismo tiempo una expresión de la política tradicional, lo que tampoco era común. Es decir, la reelección de Lula para su cuarto mandato no encaja con las interpretaciones precedentes.

Las encuestas hasta el día previo a la elección mostraban un empate en torno al 50%, pero finalmente Lula se impuso por más de tres puntos. Pero ya desde el jueves 22 las redes sociales mostraban que Lula estaba ganando en este

*Director del Centro de Estudios Unión para la Nueva Mayoría

ámbito. Esta fue la clave de su triunfo.

El apoyo a Bolsonaro en las redes sociales se vio interrumpido por el conflicto que se dio en torno al rol de Meta en la campaña y las denuncias contra su titular, Mark Zuckerberg. Este fue intimado por la justicia brasileña por inclinar su empresa, potenciando la presencia de Bolsonaro y disminuyendo la de Lula. Esta denuncia fue corroborada hasta por la propia Comisión de Evaluación de Contenidos de la compañía. Ello paralizó la acción de Bolsonaro en una red social que le era afín. Las encuestas no mostraron este cambio de tendencia, que sí se estaba dando en ese ámbito.

El congresista André Janones, apodado "El General", fue el encargado de organizar el activismo del PT, tanto en el ámbito digital como en las calles. Al frente del canal de Whatsapp "Ejército de Lula", organizó la presencia en línea de sus simpatizantes, donde comenzó a competir con los de Bolsonaro, quienes tradicionalmente obtenían mejores resultados que la izquierda en estos espacios de difusión. El canal alcanzó más de 10 millones de seguidores. El congresista enviaba diariamente "misiones" a sus simpatizantes, que incluían republicar videos y promover consignas contra Flávio Bolsonaro. El congresista también animaba a los votantes a sumarse a "tendencias", como las que consistían en publicar votos con la bandera brasileña y hacer el gesto característico del presidente, la "L" con los dedos. En la recta final, Janones recurrió a transmisiones en vivo con Lula y artistas, que duraron hasta 24 horas antes de la elección.

Cabe señalar que en la primera vuelta en Minas Gerais ganó el candidato de Flavio Bolsonaro, Cleitinho, un músico y youtuber de 28 años sin trayectoria política. Tras la primera vuelta, Lula trabajó eficazmente para modificar la situación en el segundo estado más poblado del país, que ahora dejará de estar gobernado por el PT. Una de las causas podría deberse a que un operador afín a la derecha en la región, como Fernando Cerimedo, que venía actuando a favor de Bolsonaro y que en Argentina había apoyado a Milei, en Perú a Fujimori y en Bolivia a Paz, se encuentra ahora detenido y sin capacidad real de influir en este ámbito.

La presidente de México, Claudia Sheinbaum, reconoció rápidamente el triunfo de Lula en el balotaje. Ésta no había asumido ningún rol protagónico durante la campaña del presidente brasileño, a pesar de su afinidad ideológica, aunque sí había expresado públicamente sus simpatías.

El problema para Donald Trump es que Brasil, México y Canadá -países no alineados con él- constituyen en el hemisferio americano el 48,1% del territorio, el 36,4% de la población y el 17,3% del PBI.

Proyectos como el Escudo de las Américas que impulsa Estados Unidos en la región, destinado a combatir el narcotráfico y el crimen organizado y la insurgencia de izquierda, quedarán a partir de ahora limitados en su alcance. Probablemente habrá países que buscarán ubicarse en un punto intermedio entre Estados Unidos por un lado y Brasil y México por el otro.

En el ámbito global, China ganará terreno con un gobierno brasileño más libre para desarrollar su rol en los BRICS.



"...China ganará terreno con un gobierno brasileño más libre para desarrollar su rol en los BRICS."

La política estadounidense para frenar el desarrollo de la influencia de la potencia asiática en la región se verá disminuida.

Posiblemente la Administración Trump busque impulsar la relación con el gobierno de Milei en Argentina para que ocupe el liderazgo de los gobiernos de derecha y centroderecha en la región. Pero el rol regional del presidente argentino se verá limitado por el triunfo de Lula en Brasil. Además, este tiene lugar en momentos en que el plan económico argentino es materia de controversia y la imagen positiva de Javier Milei ha decrecido.

Parece así dibujarse un escenario de polarización entre el partido del presidente, La Libertad Avanza, y el peronismo, que ha representado la corriente populista durante los últimos ochenta años. Una eventual derrota de Trump en la elección de medio mandato estadounidense, sumado al triunfo de Lula, debilitarán el efecto político de los triunfos de derecha en las últimas elecciones de América Latina. El gobierno argentino se mantiene en silencio frente al resultado electoral brasileño, pero es claro que Milei no está dispuesto a mejorar su mala relación con Lula. El vínculo comercial entre Buenos Aires y Brasilia no se alterará, pero sí puede dificultar los acuerdos regionales, como el del MERCOSUR con la Unión Europea.

En cuanto a la elección estadounidense de medio mandato, si pierde Trump ello implicará un efecto negativo para la Administración de Javier Milei. Lo mismo ha sucedido con el resultado de la elección israelí, en la que una eventual alianza entre los partidos opositores a Netanyahu y los árabes-israelíes podrían formar un nuevo gobierno.

La huida de Flavio Bolsonaro de Brasil es el primer hecho que pondrá a prueba la convivencia de Lula con Trump y Milei, si será posible un terreno común entre ellos o si la confrontación seguirá escalando.

Argentina:
Indicadores Económicos Seleccionados
Noviembre 2026

ARGENTINA							
CUENTAS NACIONALES	**UNIDAD**	**FUENTE**	**2025**	**III TRIM 25**	**IV TRIM 25**	**I TRIM 26**	**II TRIM 26**
PBI	Precios constantes, variación % anual	INDEC	4,5	3,2	2,2	2,3	1,9
Inversión interna bruta	Precios constantes, variación % anual	INDEC	16,2	10,2	-2,6	-11,6	-11,1
Exportaciones	Precios constantes, variación % anual	INDEC	8,1	10,3	11,8	9,8	13,7
Importaciones	Precios constantes, variación % anual	INDEC	28,0	25,2	11,1	-7,5	-8,6
Consumo total	Precios constantes, variación % anual	INDEC	7,3	5,7	3,6	2,2	-0,3
ACTIVIDAD ECONÓMICA	**UNIDAD**	**FUENTE**	**2025**	**JUN 26**	**JUL 26**	**AGO 26**	**SEP 26**
Actividad económica (EMAE 2004=100)	Variación % anual	INDEC	4,5	3,1	-1,5	-1,7	-
Producción industrial (IPI Manufacturero Base 2004=100)	Variación % anual	INDEC	1,6	2,0	-4,9	-3,2	-
Construcción (ISAC Base 2004=100)	Variación % anual	INDEC	5,9	4,2	-4,5	-4,4	-
Ventas en supermercados (constantes)	Variación % anual	INDEC	2,0	-3,1	-2,1	-3,7	-
Centros de compras (constantes)	Variación % anual	INDEC	3,1	-5,8	3,6	4,6	-
Servicios públicos (ISSP Base 2004=100)	Variación % anual	INDEC	1,9	0,8	0,2	-	-
Producción industrial (IPI Base 1993=100)	Variación % anual	FIEL	-0,9	1,4	-2,5	-4,2	-2,9
Alimentos y bebidas	Variación % anual	FIEL	3,0	7,3	1,6	2,5	-0,6
Cigarrillos	Variación % anual	FIEL	-1,8	7,9	-16,8	-5,2	-10,9
Insumos textiles	Variación % anual	FIEL	0,2	-0,1	-1,2	-2,0	-2,3
Pasta y papel	Variación % anual	FIEL	-1,8	3,6	4,5	4,5	2,0
Combustible	Variación % anual	FIEL	-1,8	4,5	10,1	4,1	-1,0
Químicos y plásticos	Variación % anual	FIEL	-10,4	0,5	-0,6	-9,6	4,6
Minerales no metálicos	Variación % anual	FIEL	6,5	1,2	-15,1	-11,3	0,8
Siderurgía	Variación % anual	FIEL	3,2	6,9	8,5	0,3	2,1
Metalmecánica	Variación % anual	FIEL	-2,8	-0,7	-7,8	-12,6	-8,9
Automóviles	Variación % anual	FIEL	-3,3	-13,9	-16,1	-11,8	-15,8
Bienes de consumo no durable	Variación % anual	FIEL	2,3	7,4	-0,3	1,7	-1,6
Bienes de consumo durable	Variación % anual	FIEL	-6,1	-5,8	-10,5	-15,3	-11,6
Bienes de uso intermedio	Variación % anual	FIEL	-2,2	0,6	-0,1	-4,6	0,4
Bienes de capital	Variación % anual	FIEL	4,0	-4,8	-11,0	-6,3	-12,7

ARGENTINA							
PRECIOS Y SALARIOS	**UNIDAD**	**FUENTE**	**2025**	**JUN 26**	**JUL 26**	**AGO 26**	**SEP 26**
IPC Nacional (Nivel general)	% var. Anual y mensual	INDEC	31,5	1,9	2,1	1,7	1,9
Alimentos y bebidas no alcohólicas	% var. Anual y mensual	INDEC	32,2	1,3	2	1,7	2
Bebidas alcohólicas y trabaco	% var. Anual y mensual	INDEC	25,2	2,1	1,5	2,1	1,4
Prendas de vestir y calzado	% var. Anual y mensual	INDEC	15,3	0,4	-1,3	-0,6	1,4
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	% var. Anual y mensual	INDEC	41,6	3,3	2,2	2,8	3,1
Equipamiento y mantenimiento del hogar	% var. Anual y mensual	INDEC	19,3	1,5	2,1	1,4	1,6
Salud	% var. Anual y mensual	INDEC	28,2	2,9	2,5	2,4	2,4
Transporte	% var. Anual y mensual	INDEC	32,0	1,6	1,9	1,5	1,5
Comunicación	% var. Anual y mensual	INDEC	35,0	0,9	2,4	2,3	2,5
Recreación y cultura	% var. Anual y mensual	INDEC	30,5	4,2	5	0	1,9
Educación	% var. Anual y mensual	INDEC	52,3	1,7	1,9	2,5	3
Restaurantes y hoteles	% var. Anual y mensual	INDEC	42,2	1,6	2,8	1,8	1,1
Otros bienes y servicios	% var. Anual y mensual	INDEC	32,9	1,8	2,2	2,4	1,9
IPC Región GBA (Nivel general)	% var. Anual y mensual	INDEC	31,7	1,9	2,3	1,6	2
IPC Región Pampeada (Nivel general)	% var. Anual y mensual	INDEC	31,5	2	2	1,6	2
IPC Región Noreste (Nivel general)	% var. Anual y mensual	INDEC	28,8	1,9	2	1,8	1,7
IPC Región Noroeste (Nivel general)	% var. Anual y mensual	INDEC	31,4	1,7	2	1,8	1,9
IPC Región Cuyo (Nivel general)	% var. Anual y mensual	INDEC	31,7	1,6	1,9	1,7	1,9
IPC Región Patagónica (Nivel general)	% var. Anual y mensual	INDEC	32,9	1,6	2	1,8	1,4
Salarios - IVS (INDEC)	% var. Anual y mensual	INDEC	24.031	30.816	31.413	32.120	33.030
Salario mínimo	Pesos. Fin de período	FIEL	314.366	372.400	376.600	383.800	391.200
PRECIOS	**UNIDAD**	**FUENTE**	**2025**	**JUN 26**	**JUL 26**	**AGO 26**	**SEP 26**
Precios mayoristas (IPIM)	% var. Anual y mensual	INDEC	26,2	1,1	0,8	2,1	3,2
Precios mayoristas (IPIB)	% var. Anual y mensual	INDEC	26,6	1,1	0,8	2,3	3,4
Productos nacionales (IPIB)	% var. Anual y mensual	INDEC	26,8	1,1	0,9	2,2	3,7
Primarios (IPIB)	% var. Anual y mensual	INDEC	29,0	-0,6	-1,1	4,6	7,7
Manufacturas y energía eléctrica (IPIB)	% var. Anual y mensual	INDEC	26,0	1,7	1,6	1,3	2,0
Productos importados (IPIB)	% var. Anual y mensual	INDEC	26,2	2,2	0,6	3,0	0,3
COSTOS DE LA CONSTRUCCIÓN	**UNIDAD**	**FUENTE**	**2025**	**JUN 26**	**JUL 26**	**AGO 26**	**SEP 26**
Índice de Costo de la Construcción (ICC)	% var. Anual y mensual	INDEC	22,9	2,6	2,1	2,1	2,5
Materiales	% var. Anual y mensual	INDEC	21,3	1,8	1,6	1,6	1,7
Mano de obra	% var. Anual y mensual	INDEC	23,7	3,3	2,5	2,4	3,2
Gastos generales	% var. Anual y mensual	INDEC	25,5	2,8	2,5	2,3	2,5

ARGENTINA

TIPO DE CAMBIO	UNIDAD	FUENTE	2025	JUL 26	AGO 26	SEP 26	OCT 26
Tipo de cambio nominal	Pesos por dólar, promedio	Banco Nación	1.263,7	1.507,9	1.521,3	1.535,2	1.544,3
Tipo de cambio bilateral real, USA	Índice base 1997=100	FIEL	140,1	138,2	138,3	138,3	136,8
Tipo de cambio multilateral real	Índice base 17/12/2015=100	BCRA	89,1	85,5	85,5	85,8	83,0
Tipo de Cambio Efectivo (Exportación - Maíz)	Pesos por dólar, promedio	FIEL	1.162,6	1.376,9	1.388,6	1.400,4	1.413,7
Tipo de Cambio Efectivo (Exportación - Soja)	Pesos por dólar, promedio	FIEL	995,2	1.143,6	1.153,4	1.163,2	1.174,2
MERCADO LABORAL	**UNIDAD**	**FUENTE**	**2025**	**III 25**	**IV 25**	**I 26**	**II 26**
Empleo Urbano 31 Aglomerados	miles de personas	INDEC	13.418	13.606	13.503	13.472	13.569
Desocupación	% de la PEA	INDEC	7,4	6,6	7,5	7,8	7,9
			2025	**ABR 25**	**MAY 26**	**JUN 26**	**JUL 26**
Asalariados públicos	Miles de trabajadores	MTSS	3.405	3.378	3.379	3.396	3.385
Salario privado (mediana)	Pesos	MTSS	1.403.336	1.600.829	1.606.773	2.416.818	1.689.227
COMERCIO EXTERIOR	**UNIDAD**	**FUENTE**	**2025**	**MAY 26**	**JUN 26**	**JUL 26**	**AGO 26**
Exportaciones de bienes	Millones de US$	INDEC	86.949	9.055	8.854	8.883	10.036
• Export.de bienes primarios	Millones de US$	INDEC	22.077,0	1.886	2.110	1.731	2.225
• Exportación de manufacturas agropecuarias	Millones de US$	INDEC	30.412,0	3.344	3.068	3.301	3.495
• Exportación de manufacturas industriales	Millones de US$	INDEC	23.377,0	2.418	2.170	2.356	2.534
• Export. de combustibles y energía	Millones de US$	INDEC	11.081,0	1.406	1.506	1.494	1.781
Precios de las exportaciones	Variación interanual %	INDEC	-0,5	16,5	12,4	16	16,4
Volumen de exportaciones	Variación interanual %	INDEC	6,2	6,8	1,5	-3,1	6,1
Importaciones de bienes	Millones de US$	INDEC	75.670,0	6.861	6.739	6.696	7.060
• Imp. de bienes de capital	Millones de US$	INDEC	15.072,0	1.119	1.167	1.310	1.413
• Imp. de bienes intermedios	Millones de US$	INDEC	24.301,0	2.344	2.426	2.235	2.521
• Imp. de combustibles	Millones de US$	INDEC	3.149,0	794	614	517	181
• Imp. de piezas y accesorios	Millones de US$	INDEC	15.113,0	1.094	1.083	1.159	1.256
• Imp. de bienes de consumo	Millones de US$	INDEC	11.401,0	923	889	941	1.129
• Imp. de vehículos automotores	Millones de US$	INDEC	5.678,0	455	448	423	450
• Resto de importaciones	Millones de US$	INDEC	954,0	131	112,0	109,00	110
Precios de las importaciones	Variación interanual %	INDEC	0,4	11,6	8,4	11	10,4
Volumen de las importaciones	Variación interanual %	INDEC	3,0	-3,8	-9,2	-6,5	-11,2
Saldo del balance comercial	Millones de US$	INDEC	11.279,0	2.194	2.115	2.187	2.976

ARGENTINA

BALANCE DE PAGOS	UNIDAD	FUENTE	2025	III TRIM 25	IV TRIM 25	I TRIM 26	II TRIM 26
Cuenta corriente	Millones de US$	Minist. Economía	-7.788,1	-2.100	1.922	-2.411	2.214
• Balance de mercancías	Millones de US$	Minist. Economía	15.359,0	4.348	6.283	6.339	9.293
• Balance de servicios	Millones de US$	Minist. Economía	-11.600,9	-2.679	-1.930	-4.039	-2.102
• Balance de rentas	Millones de US$	Minist. Economía	-14.078,7	-4.276	-3.219	-5.366	-6.032
• Transferencias corrientes	Millones de US$	Minist. Economía	2.532,5	506	788	655	1.055
Balance de cuenta capital	Millones de US$	Minist. Economía	454,1	136,8	86,2	64	36
Balance de cuenta financiera	Millones de US$	Minist. Economía	-12.003,1	-3.658,1	2.192,6	-2.399	2.542
Errores y Omisiones	Millones de US$	Minist. Economía	-4.669,1	-1.694,5	184,3	-52,7	291,9
SISTEMA FINANCIERO	**UNIDAD**	**FUENTE**	**2025**	**JUL 26**	**AGO 26**	**SEP 26**	**OCT 26**
Tasa Adelantos Cuenta Corriente	% nominal anual, fin de período	BCRA	46,8	28,8	26,8	26,9	25,1
Tasa Call Money (Pesos)	% nominal anual, fin de período	BCRA	39,3	25,0	21,2	24,1	21,1
Tasa Plazo Fijo (Pesos, 30 ds.)	% nominal anual, fin de período	BCRA	35,2	21,2	22,2	22,6	23,1
Tasa Plazo Fijo Badlar (Bancos Privados)	% nominal anual, fin de período	BCRA	35,4	21,6	23,0	22,8	23,1
Riesgo país	Índice, fin de período	JPMorgan	754,9	430	512	607	765
Índice Merval	Índice base 1986=100, fin de período	BCBA	2.334.467,3	115.528	106.490	98.960	92.080
Total depósitos del sector privado	Millones de pesos, fin de período	BCRA	129.118.080,0	184.834.259	182.804.228	188.348.526	188.217.920
Total préstamos al sector privado	Millones de pesos, fin de período	BCRA	92.389.724,0	140.550.179	143.482.866	147.769.225	149.264.525
Base monetaria	Millones de pesos, fin de período	BCRA	36.584.692,0	46.193.622	45.621.808	46.262.060	46.804.518
M2 (total sectores)	Millones de pesos, fin de período	BCRA	72.951.556,0	94.962.362	92.902.214	94.808.414	92.251.240
Reservas líquidas del Banco Central	Millones de dólares, fin de período	BCRA	36.991,0	47.599	50.861	47.482	50.482

ARGENTINA

SITUACIÓN FISCAL	UNIDAD	FUENTE	2025	JUN 26	JUL 26	AGO 26	SEP 26
Recaudacion tributaria nacional	Millones de pesos	Minist. Economía	183.109.216	20.017.104	22.965.441	20.508.537	21.358.918
Recaudación tributaria DGI	Millones de pesos	Minist. Economía	123.514.029	14.000.988	14.896.973	14.038.860	14.533.373
• Impuesto al valor agregado	Millones de pesos	Minist. Economía	61.296.099	6.549.322	6.825.626	6.675.409	6.918.462
• Impuesto a las ganancias	Millones de pesos	Minist. Economía	37.063.166	3.211.778	5.111.219	4.636.836	4.772.938
• Impuesto a los débitos y créditos bancarios	Millones de pesos	Minist. Economía	13.995.364	1.432.017	1.545.029	1.520.865	1.604.583
• Impuesto a los combustibles	Millones de pesos	Minist. Economía	4.846.146	674.831	638.389	724.899	705.907
• Impuestos internos	Millones de pesos	Minist. Economía	3.408.545	276.063	278.959	301.804	301.054
• Otros impuestos	Millones de pesos	Minist. Economía	2.904.708	1.856.977	497.751	179.046	230.429
Recaudación tributaria DGA	Millones de pesos	Minist. Economía	13.898.296	1.426.917	1.767.784	1.636.096	1.851.977
• Aranceles a las importaciones	Millones de pesos	Minist. Economía	6.706.705	545.789	575.667	620.591	730.426
• Derechos de exportación	Millones de pesos	Minist. Economía	7.191.591	881.128	1.192.117	1.015.506	1.121.551
Recaudación de segur. social	Millones de pesos	Minist. Economía	45.633.685	4.589.199	6.300.720	4.833.581	4.973.568
Ingresos no tributarios	Millones de pesos	Minist. Economía	11.059.991	977.074	1.366.214	1.205.374	1.549.381
Gasto primario	Millones de pesos	Minist. Economía	183.695.180	21.809.377	20.977.603	19.882.398	21.302.507
• Seguridad social	Millones de pesos	Minist. Economía	46.988.475	4.715.891	6.468.676	4.989.059	5.110.513
• Bienes y servicios y otros gastos	Millones de pesos	Minist. Economía	8.069.626	814.162	892.188	715.143	1.269.824
• Salarios	Millones de pesos	Minist. Economía	16.357.104	1.610.094	2.178.520	1.603.158	1.668.761
• Transferencias corrientes	Millones de pesos	Minist. Economía	95.987.882	10.051.321	11.202.631	10.904.263	10.816.725
• Gastos de capital	Millones de pesos	Minist. Economía	6.607.430	669.065	690.200	813.215	970.274
Resultado fiscal primario, SPNF	Millones de pesos	Minist. Economía	11.769.219	-696.843	3.066.449	2.096.438	1.533.756
Pago de intereses	Millones de pesos	Minist. Economía	10.315.400	328.049	2.715.436	1.354.793	450.467
Resultado fiscal global, SPNF	Millones de pesos	Minist. Economía	1.453.819	-1.024.891	351.013	741.645	1.083.290

DEUDA PÚBLICA	UNIDAD	FUENTE	2025	III TRIM 25	IV TRIM 25	I TRIM 26	II TRIM 26
Deuda pública total nacional	Millones de US$	Minist. Economía	452.551	451.611	452.551	481.442	471.795
Deuda pública externa, Sector Público Nacional	Millones de US$	Minist. Economía	174.999	171.353	174.999	174.579	181.113

CONTEXTO INTERNACIONAL

MERC. FINAN. INTERNAC.	UNIDAD	FUENTE	2025	JUL 26	AGO 26	SEP 26	OCT 26
Fed Fund Rate	%	Federal Reserve	4,22	3,63	3,63	3,88	3,88
US Treasury Bill (10 años)	%	Federal Reserve	4,30	4,75	4,67	5,29	5,00
LIBOR 180 días	%	IMF	4,22	3,73	3,73	3,73	3,73
Dow Jones (Industrial)	Índice	Dow Jones	44.296,14	52.485	53.186	50.906	94.530
Índice Bovespa	Índice	Bolsa de Brasil	138.065,84	177.999	177.419	186.340	169.186
Índice IPC	Índice	Bolsa de México	57.500,44	66.937	65.430	64.214	69.787
Índice IPSA	Índice	Bolsa de Chile	8.413,26	11.017	11.446	10.969	94.233
Índice Taiwan Weighted	Índice	Bolsa de Taiwan	23.969,57	43.120	46.128	47.940	46.041
Índice Hang Seng	Índice	Bolsa de Hong Kong	24.047,76	25.884	25.567	24.613	23.212
Índice SET	Índice	Bolsa de Tailandia	1.232,14	1.624	1.595	1.599	1.579
Índice KLSE Composite	Índice	Bolsa de Malasia	1.568,59	1.725	1.726	1.651	1.604
Índice Seoul Composite	Índice	Bolsa de Corea	3.104,51	6.595	6.820	6.838	5.469
Índice Straits Times	Índice	Bolsa de Singapur	4.106,34	5.629	5.755	5.676	5.416
Índice Nikkei 225	Índice	Bolsa de Japón	41.767,00	64.362	66.312	66.754	62.190

CONTEXTO INTERNACIONAL

ESTADOS UNIDOS	UNIDAD	FUENTE	2025	IV TRIM 25	I TRIM 26	II TRIM 26	III TRIM 26
PBI	Real, variacion % anual	BEA	2,3	2,0	2,6	2,2	2,1
PBI	Miles de millones de US$ corrientes	BEA	30.861,3	31.462,5	31.906,3	32.563,0	33.010,0
Inversión	% PBI corriente	BEA	21,6	21,3	21,5	21,4	22,2
Exportaciones	% PBI corriente	BEA	10,5	10,7	11,1	11,7	11,4
Inflación minorista, promedio anual	%	BLS	2,6	2,6	2,6	3,0	2,1
Inflación mayorista, prom. anual	%	BLS	2,2	2,1	2,5	4,5	6,4
Cta. corriente de balance de pagos	Miles de Mill. de US$	BEA	-1.177,1	-221,1	-212,6	-246,0	-
Tipo de cambio	USD / Euro	Federal Reserve	0,89	0,86	0,85	0,86	0,87

BRASIL	UNIDAD	FUENTE	2025	III TRIM 25	IVTRIM 25	I TRIM 26	II TRIM 26
PBI	Real, variacion % anual	BCB	2,3	1,8	1,8	1,8	2,0
PBI	Miles de millones de US$ corrientes	BCB	2.318,7	2.376,0	2.430,9	2.475,7	2.716,9
Inversión	% PBI corriente	BCB	17,6	17,3	16,0	16,5	16,1
Exportaciones	% PBI corriente	BCB	17,6	17,9	17,6	16,0	17,5
Inflación minorista, promedio anual	%	BCB	5,0	5,2	4,5	4,1	4,6
Inflación mayorista, prom. anual	%	BCB	4,3	2,9	-0,1	-1,8	1,9
Cta. corriente de balance de pagos	Millones de US$	BCB	-75,5	-20,7	-13,1	-20,2	-7,3
Tipo de cambio	Reales por dólar	BCB	5,5	5,4	5,4	5,3	5,0

CONTEXTO INTERNACIONAL

CHILE	UNIDAD	FUENTE	2025	III 2025	IV 2025	I 2026	II 2026
PBI	Real, variacion % anual	BCCh	2,5	1,7	1,6	-0,3	-0,2
PBI	Miles de millones de US$ corrientes	BCCh	357,6	344,8	395,4	394,2	380,3
Inversión	% PBI corriente	BCCh	24,1	25,1	24,6	22,3	22,7
Exportaciones	% PBI corriente	BCCh	34,6	34,2	35,0	33,9	35,1
Inflación minorista, promedio anual	%	BCCh	4,2	4,5	4,2	3,7	3,6
Inflación mayorista, prom. anual	%	BCCh	7,5	7,6	7,5	8,8	13,0
Cta. corriente de balance de pagos	Millones de US$	BCCh	-4,3	-3,3	1,3	3,4	-0,4
Tipo de cambio	Pesos por dólar	BCCh	951,2	959,4	935,3	885,3	899,6
URUGUAY	**UNIDAD**	**FUENTE**	**2025**	**III 2025**	**IV 2025**	**I 2026**	**II 2026**
PBI	Real, variacion % anual	BCU	1,8	1,0	0,1	1,0	-0,5
PBI	Miles de millones de US$ corrientes	BCU	85,5	85,7	92,5	90,5	90,6
Inversión	% PBI corriente	BCU	16,0	11,4	21,3	13,9	17,6
Exportaciones	% PBI corriente	BCU	32,0	34,2	28,9	34,0	30,3
Inflación minorista, promedio anual	%	BCU	4,6	4,3	4,0	3,2	3,7
Inflación mayorista, prom. anual	%	BCU	5,7	2,9	1,0	-2,2	1,7
Cta. corriente de balance de pagos	Millones de US$	BCU	-0,4	0,3	-0,5	-0,0	-0,5
Tipo de cambio	Pesos por dólar	BCU	41,1	40,1	39,6	39,1	40,1
PRECIOS COMMODITIES	**UNIDAD**	**FUENTE**	**2025**	**JUL 26**	**AGO 26**	**SEP 26**	**OCT 26**
Soja	USD por ton.metr. (FOB Golfo de México)	MinAGRI	418	466	491	527	509
Trigo	USD por ton.metr. (FOB Golfo de México)	MinAGRI	245	310	334	349	319
Maíz	USD por ton.metr. (FOB Golfo de México)	MinAGRI	210	220	231	249	228
Aceite de Soja	USD por ton.metr. (Rotterdam)	MinAGRI	1.081	1.228	1.228	1.228	1.228
Aceite de Girasol	USD por ton.metr. (FOB Ptos. Argentina)	MinAGRI	1.130	1.329	1.368	1.310	1.337
Café	US centavos por libra	ICO	255	187	183	167	164
Petroleo (WTI)	USD por barril, precio FOB.	EIA - DOE	65	79	82	95	97
Aluminio	(FOB Malasia/Singapore)	LME spot	2.605	3.177	3.241	3.210	3.058
Cobre	USD por ton.metr.	LME spot	9.787	13.608	14.370	14.487	14.402
Níquel	USD por ton.metr.	LME spot	15.215	17.195	17.000	15.860	15.669
Zinc	USD por ton.metr.	LME spot	2.767	3.579	3.930	3.954	3.761
Oro	USD por onza	NY spot	3.500	4.035	4.348	4.187	3.899

PROYECCIONES ECONÓMICAS	PERIODO	FIEL MACROECONOMIC FORECASTS (FMF)
PBI real	2026, var % anual	0,8
IBIF real	2026, var % anual	-11,5
Tipo de Cambio ($/USD)	Dic. 2026 (promedio)	1.602,0
IPC (INDEC Total País)	2026 var % diciembre-diciembre	30,1

Visite también nuestro Blog de

INDICADORES DE COYUNTURA

Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas



https://fielfundacion.org/blog/

Patrocinantes FIEL



























































Fundación de
Investigaciones
Económicas
Latinoamericanas

Córdoba 637 5to piso | (C1054AAF) Capital Federal | Argentina
Tel: 54 11 4314-1990
www.fiel.org
@Fundacion_FIEL