

31 de octubre de 2025

Un triunfo contundente que despeja las dudas sobre la gobernabilidad

Por Ignacio Labaqui. Columnista invitado

El triunfo contundente obtenido por el gobierno en las elecciones del domingo pasado remueve del horizonte las incertidumbres surgidas de la elección bonaerense del 7 de septiembre. El triunfo del peronismo en la provincia de Buenos Aires en septiembre generó incertidumbres en torno a:

1. El desempeño de La Libertad Avanza en las elecciones de octubre. Si hasta septiembre la duda era cuál sería el margen de la victoria oficialista, luego de la elección bonaerense las preguntas pasaron a girar en torno a si habría tal victoria y si el apoyo electoral alcanzaría para obtener un tercio de la Cámara de Diputados.
2. Conectado con ello, resurgieron las dudas acerca de la gobernabilidad. Los meses previos a las elecciones del domingo pasado mostraron a un gobierno arrinconado por la oposición en el Congreso. Un mal resultado electoral habría dejado al gobierno en una situación muy vulnerable de cara a la segunda mitad del mandato.
3. La sustentabilidad del pago de la deuda pública. Previsiblemente el resultado de septiembre llevó a un aumento en el riesgo soberano y a que el tipo de cambio tocara el techo de la banda forzando al Banco Central a vender dólares para contener una mayor depreciación del peso. La intervención de Estados Unidos permitió tener el tipo de cambio bajo control, pero no eliminó las dudas sobre la capacidad de pago en la medida que el riesgo país se mantuvo hasta la jornada previa a la elección por encima de los 1.000 puntos básicos. Un resultado adverso en las urnas habría acentuado las dudas entre los inversores incluso a pesar del anuncio de ayuda por parte del Tesoro norteamericano.
4. La posibilidad de regreso del peronismo al gobierno en 2027 y de un giro de 180 grados en la política económica, tal como ocurrió en 2019. La elección de septiembre mostraba como gran ganador al gobernador Axel Kicillof, quien, pese a su enfrentamiento con Cristina Fernández de Kirchner, no parece haber hecho ninguna autocrítica respecto de la política económica del período 2011-2015.

El desempeño electoral de La Libertad Avanza en octubre de alguna manera reescribe el pasado. Es como si la elección de septiembre jamás hubiera ocurrido. El gobierno y sus aliados obtuvieron más del 40% de los votos, una cifra que está en línea con lo que ha sido el parámetro habitual de las victorias oficialistas en elecciones intermedias. El voto a nivel nacional es un proxy de la fortaleza del mandato que la sociedad da al gobierno, y si comparamos con otras victorias legislativas de oficialismos, se trata de un mandato fuerte. En segundo lugar, el gobierno al sumar entre LLA y sus aliados 64 de las 127 bancas en juego en Diputados y 13 de los 24 escaños que se renovaban en el Senado, no solo cuenta con un escudo legislativo sólido, sino que queda en una posición de fuerza a la hora de negociar leyes en el Congreso. Más aún, en el Senado, que históricamente fue un karma para los gobiernos no peronistas, el peronismo quedó con menos de 30 de las 72 bancas. Finalmente, el gobierno revirtió el resultado bonaerense y logró una victoria en la “madre de todas las batallas”, de gran importancia en la percepción que el mercado y el sector privado tienen sobre la elección intermedia.

Al revés que el gobierno, el peronismo ha quedado sumamente golpeado por el resultado del domingo pasado. No solo pierde bancas en ambas cámaras del Congreso, sino que continúa sumergido en una profunda crisis de liderazgo que ha afectado de manera negativa su capacidad de atraer votantes. La derrota bonaerense ha debilitado a quien podría haber emergido como un potencial rival enfrentar a Milei en 2027. De cara a futuro es de esperar que la derrota del domingo pasado agudice las tensiones pre-existentes dentro del peronismo, particularmente en la provincia de Buenos Aires.

Agreguemos que el pobre desempeño de Provincias Unidas deja hoy a Milei sin rivales de cara a la elección presidencial. Esto sin embargo no debería sobre estimarse. La evidencia muestra que las elecciones intermedias, especialmente desde 2009 en adelante, han sido en la mayoría de los casos pobres predictores de la siguiente elección presidencial.

¿Cuál es el impacto de la elección sobre la dinámica interna del gobierno? El resultado por encima de las expectativas ha fortalecido a Karina Milei y reduce la probabilidad de un empoderamiento de Santiago Caputo. El asesor presidencial había desaconsejado enfrentar a los gobernadores otrora aliados del gobierno en las elecciones advirtiendo que ello complicaría la situación del oficialismo en el Congreso, hecho que efectivamente ocurrió. Sin embargo, la decisión de desafiar a los gobernadores aliados en su territorio probó ser exitosa y gracias a eso el gobierno gozará de una mayor fortaleza en el Congreso.

Habrà sin dudas cambios en el gabinete, pero ellos deberían ser menos profundos a los que cabría haber esperado en un escenario electoral de menor contundencia. Es probable que el gobierno mantenga sin cambio la fórmula de gobernabilidad elegida en 2023. Esto es aprovechar las poderosas herramientas institucionales que la Constitución le da al presidente y negociar con los gobernadores afines y los bloques centristas mayorías circunstanciales para la aprobación de leyes. Un desempeño electoral de menor fortaleza habría probablemente requerido de un esquema de presidencialismo de coalición como el que se utiliza en otros países de la región.

Las primeras señales dadas por Javier Milei fueron de moderación, algo que sin duda es positivo, dado que, a pesar la victoria del domingo pasado, el oficialismo no cuenta con mayorías en ninguna de las dos cámaras, por lo cual la cooperación con la oposición moderada es clave para aprobar reformas estructurales. El tratamiento del presupuesto será un primer test para evaluar la voluntad y capacidad del gobierno de negociar con los gobernadores. Desde que inició su mandato el fantasma de una crisis de gobernabilidad sobrevoló el escenario. Durante el primer año de gestión el gobierno tuvo una gobernabilidad mayor a la esperada gracias al estado de confusión que la llegada de Milei al poder produjo en el establishment partidario y a una estrategia exitosa de negociación. Este año, a fuerza de errores no forzados, el gobierno tuvo una sucesión de derrotas legislativas que avivaron las dudas sobre la gobernabilidad.

Esto cambió de manera radical con la elección. Al llegar al poder Milei contaba con solo un 10% del Senado y un 15% de la Cámara de Diputados. A partir de diciembre tendrá junto a sus aliados alrededor de 110 bancas de Diputados, y en el Senado alcanzará un tercio solo sumando las 5 bancas que posee el PRO. En este sentido, el gobierno emerge de la elección en una situación inmejorable. Basta con evitar la sucesión de errores no forzados cometidos a lo largo de este año para llegar a 2027 con chances de asegurar la reelección.

La sorpresa electoral y una nueva oportunidad

Por Cucchiara Research

El contundente resultado electoral tomó por sorpresa a los mercados y realineó las valuaciones. La caída en el riesgo país de 400 puntos básicos en unos días, fruto de una suba en los bonos soberanos de entre 15% y 20%, prácticamente no tiene registro. El índice Merval tuvo este lunes la mayor suba diaria en dólares de toda su historia. Los mercados y la mayoría del electorado expresaron rotundamente su preferencia por no retornar a la agenda populista. Como solemos mencionar, la alternativa de centroizquierda en Argentina que nos gobernó durante 16 años todavía discute si llueve de abajo hacia arriba o de arriba hacia abajo. Esto, claramente, es un componente del riesgo país y quedó en evidencia con la brutal compresión de riesgo de esta semana. Nos surge una sana envidia hacia los espacios de centroizquierda de Uruguay, Chile o Brasil, donde una elección tiene un efecto muy acotado en el riesgo país y en el costo del crédito, tanto para el soberano como para los privados.

En enero de 2025, el bono de referencia argentino (GD35) llegó a rendir 10,25%. De esos puntos, 4,75% correspondían a la tasa libre de riesgo (bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años) y 4,20% al riesgo Latam (Latinoamérica sin Argentina ni Venezuela). De aquel 10,25%, unos 8,95% eran “importados” —es decir, el riesgo base— y 1,30% representaba el riesgo local sobre Latinoamérica. El viernes pasado, antes de las elecciones, la tasa libre de riesgo era 4% y el riesgo Latam, 3%; con lo cual el riesgo importado o base era sólo 7%. A pesar del apoyo rotundo del Tesoro norteamericano, el GD35 rendía cerca de 15%, dejando nuestra medida de riesgo por sobre la región en 8%. El contundente resultado electoral volvió a ubicar este diferencial sobre el promedio regional en 3,5%. Sin dudas, el discurso presidencial del domingo y la agenda de diálogo abierto con los gobernadores para emprender las necesarias reformas constituyen un gran fundamento para la normalización del crédito externo.

	TIR Arg. (GD35)	TIR EEUU 10 años	Riesgo Latam	Riesgo Arg sobre Latam
Enero 2025	1025	475	420	130
Viernes pre electoral	1500	400	300	800
Actual	1050	400	300	350

Fuente: Cucchiara Research en base a BCRD.

El Gobierno quedó muy cerca de alcanzar niveles de tasas razonables para un primer acceso al mercado internacional luego de muchos años. Cabe recordar que Argentina no necesita emitir deuda en el mercado internacional para pagar gastos corrientes, sino que la necesidad de fondeo es para refinanciar sus propios vencimientos. Creemos que, con una baja adicional de 150 puntos básicos en el riesgo país, y con tasas de fondeo del 8,5%-9%, el país podría realizar una primera emisión en el mercado internacional (ya sea una nueva emisión u una oferta voluntaria de canje de los bonos cortos). Si bien el respaldo del Tesoro norteamericano es una inmensa ayuda para normalizar el acceso al crédito, el equipo económico aún tiene temas domésticos por resolver, básicamente atados a los tres sospechosos de siempre: la política cambiaria, monetaria y fiscal.

En materia cambiaria, la dinámica de los últimos meses pone en evidencia el mal diseño de las bandas. Solemos ser bastante insistentes en este punto desde hace tiempo, así que pedimos disculpas de

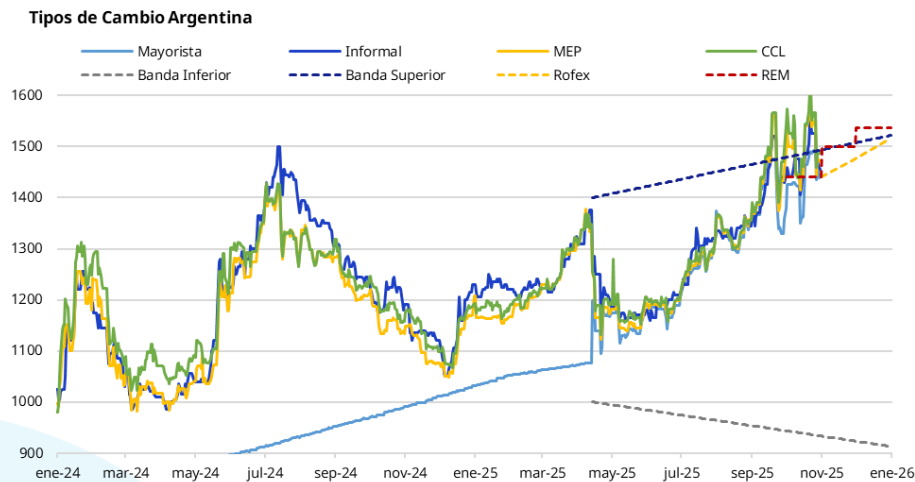
antemano al lector por ser repetitivos. El deficiente diseño de las bandas cambiarias deja a la economía muy expuesta frente a cualquier viento en contra. En las últimas semanas fue la incertidumbre generada por las elecciones, pero en el futuro ese viento en contra puede provenir de los términos de intercambio, una eventual sequía o mala cosecha, otras elecciones, o simplemente del fortalecimiento global de la divisa norteamericana. Si bien el tipo de cambio real (TCRM) actual se acerca mucho más a niveles razonables gracias a la corrección de los últimos meses, el problema es que este nivel más razonable de hoy se encuentra prácticamente en la banda superior. Un nivel razonable debería asemejarse más a una banda intermedia que a una superior. Nuestra conclusión es muy similar a las propias estimaciones del equipo técnico del Fondo Monetario Internacional en su External Balance Assessment para el 2024, su marco analítico para evaluar si el tipo de cambio real de un país está alineado con sus fundamentos.

Otro punto débil de nuestras bandas es que son bandas de fijación y no de intervención. Esto significa que, cuando el tipo de cambio alcanza el techo (o el piso) de la banda, la autoridad monetaria debe vender (o comprar) divisas para proteger dicha banda. Un esquema mucho más flexible y saludable, creemos, sería el de bandas de intervención, donde ante un tipo de cambio real muy alto el BCRA pueda vender divisas sin fijar un nivel específico, y ante un tipo de cambio excesivamente apreciado pueda comprar divisas, también sin establecer un piso. De esta forma, en la banda superior disminuye la probabilidad de un ataque especulativo contra las reservas del Banco Central, que, como usted sabe, no abundan.

Si bien las reservas netas se recuperaron durante la gestión de Milei, aún son muy bajas, tanto en relación con el PBI como frente a los pagos de deuda. Los países latinoamericanos con bajo spread de crédito (Brasil, Chile, Perú y Uruguay) presentan una altísima cobertura de reservas frente a sus compromisos internacionales. Solo para dimensionar, estas economías tienen en promedio reservas equivalentes al 20% del producto; extrapolado a la Argentina, implicaría unos USD 120.000 millones.

Sería muy sano para la macroeconomía reforzar las reservas —perdón al lector nuevamente por la insistencia en este punto—. Si el Banco Central muestra un compromiso de no vender las reservas actuales, ya sean propias o prestadas, y da señales de que, a partir de abril, tiene intención de comprar reservas con la cosecha para fortalecer la posición externa, el riesgo país seguirá bajando. Hasta la cosecha gruesa no será fácil comprar. Si bien mucha demanda de dólares se adelantó durante las últimas semanas por la incertidumbre electoral, también se adelantó la oferta producto de la eliminación temporal de retenciones. Las estimaciones para la cosecha de trigo son alentadoras, en parte van a ayudar desde el lado de la oferta. Además, si en las próximas semanas vemos un incremento de la oferta por la cuenta capital gracias a la tranquilidad posterior al resultado electoral, sería muy positivo que el Tesoro o el BCRA compren divisas. Ya estamos viendo empresas de primera línea emitir deuda en el exterior, y posiblemente se sume alguna provincia; sería una muy buena noticia que el BCRA aproveche esta oferta para recomponer de a poco las reservas, como ya lo hizo unas semanas atrás con las compras vía block trade.

En este punto también hubo buenas noticias tras las elecciones. En una presentación reciente, el vicepresidente del BCRA remarcó la necesidad de acompañar la remonetización de la economía y, para lograrlo, uno de los vehículos será la compra de reservas por parte del Banco Central. Si bien hasta ahora fue una simple declaración en una conferencia, la señal es valiosa.

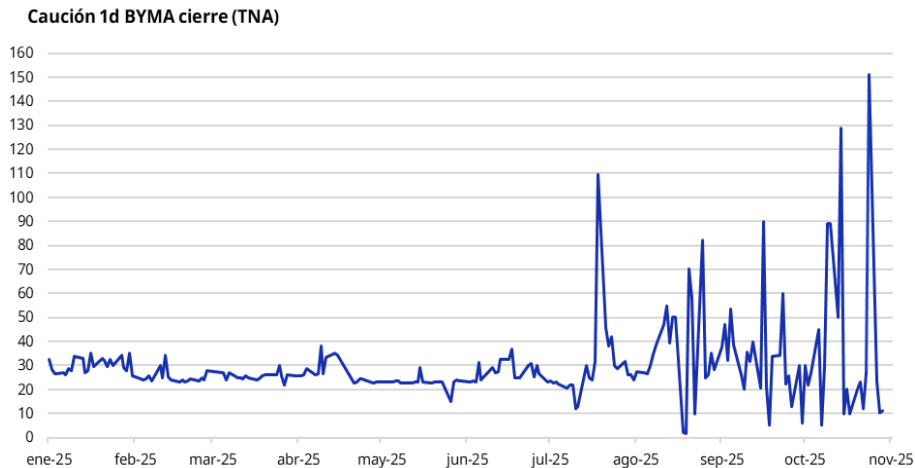


Fuente: Cucchiara Research en base a BYMA, BCRA y ROFEX.

Otro punto clave es la política monetaria. Si bien el esquema adoptado de agregados monetarios podría implicar una mayor volatilidad en las tasas de interés, la dinámica de tasas que experimentamos durante los últimos meses resulta totalmente insostenible. Los costos de la política monetaria en este período, cuyo único objetivo fue evitar la suba del tipo de cambio, no fueron menores. Se deterioró en exceso el mercado de deuda en pesos, precisamente el que más debía preservarse. Las tasas nominales de las letras más cortas superaron durante varios días el 70%-100%, y la tasa real de los bonos CER en la parte media de la curva operó durante muchas semanas por encima del 25%.

No existe actividad económica que pueda resistir semejantes niveles de tasas reales. Los datos de actividad ya venían mostrando una marcada desaceleración en los últimos meses, y estas tasas le dieron otro golpe adicional. En la misma línea, la cartera de créditos con problemas de mora viene aumentando en el sistema financiero.

Vale remarcar que, en las últimas semanas, y especialmente después del resultado electoral, las tasas se vienen normalizando, en parte gracias a que el Tesoro brindó liquidez al rolear un porcentaje menor a los montos de letras que van venciendo. Otra noticia conocida ayer, fue la modificación sobre los requerimientos de integración de encajes diarios del BCRA, que vienen haciendo imposible el manejo de liquidez por parte de los bancos y, por ende, del sistema. La medida de ayer va en la dirección correcta, pero se queda muy corta dado que apenas baja los requerimientos. Otra política de vital importancia sería establecer un corredor de tasas. El BCRA debería implementar un corredor de tasas para absorber saldos ociosos (tasa pasiva) y asistir con liquidez (tasa activa), con el fin de evitar sobresaltos que generan una gigantesca e innecesaria volatilidad en las tasas, lo cual solo contribuye a dañar la actividad económica.

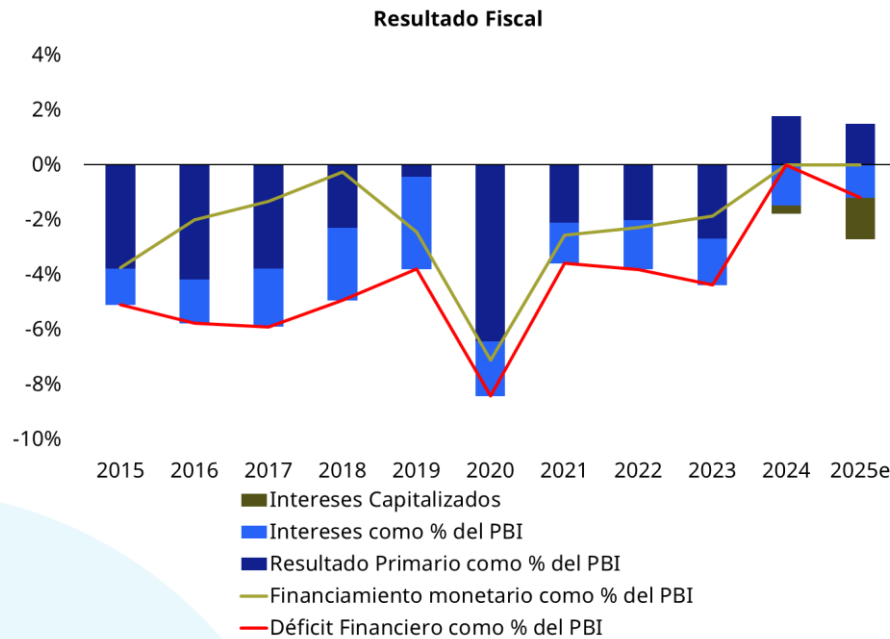


Fuente: Cucchiara Research en base a BYMA.

El último punto es la política fiscal. El primer año de mandato, el Gobierno logró reducir entre 6 y 7 puntos del producto el gasto público consolidado y revertir un déficit primario prácticamente crónico, que se financiaba con emisión monetaria. Este año, seguramente el equipo económico logre la meta de 1,6 puntos de superávit fiscal primario. Hacia adelante, será complejo que el gasto público continúe bajando; de hecho, en 2025 viene aumentando levemente en términos reales. Muchas de las herramientas utilizadas en 2024 —como el salto devaluatorio, la caída real de jubilaciones y salarios públicos, la reducción de subsidios, la obra pública y las transferencias a provincias— ya se agotaron. Creemos que esto no es tan preocupante: un gasto consolidado en los niveles actuales puede financiarse perfectamente con impuestos. Sería inocente pensar que la sociedad podría legitimar otra baja del gasto público como la de 2024.

En la misma línea, el necesario llamado a consenso con los gobernadores podría implicar algún gasto extra por parte del Gobierno nacional. Parte de estas concesiones fiscales podría financiarse con un crecimiento sostenido; recordemos que, si la economía crece 2%, los ingresos fiscales aumentan 0,5% en relación con al producto. Por ello, la estabilidad vale oro: no solo ayuda al crecimiento, sino que además favorece la dinámica fiscal.

Por último, un punto no menor. Supongamos que el Gobierno, en el corto plazo, cede ingresos fiscales para negociar con las provincias y se alcanza un superávit fiscal primario de 1% en lugar de 1,5%. Esto no necesariamente es una mala noticia si esa concesión de corto plazo permite aprobar reformas estructurales que favorezcan el crecimiento de largo plazo y la intertemporalidad y consistencia del equilibrio presupuestario a largo plazo. A priori, la reforma laboral parece la más factible, dado los lineamientos e incentivos conjuntos con los gobernadores. Las reformas impositiva y previsional lucen más complejas, pero, dada la nueva conformación del Congreso, no es en absoluto imposible lograr un reordenamiento integral del sistema previsional e impositivo.



Fuente: Cucchiara Research en base a Mecon.

El gran apoyo social en las urnas le abre una gran oportunidad al Gobierno. Para aprovecharla, debe superar los desafíos mencionados. En estos días, las señales son positivas: el Gobierno convocó a negociar a los gobernadores, una gran señal para comenzar a buscar consensos y emprender la necesaria agenda de reformas de largo plazo. Por otro lado, las tasas de interés comienzan de a poco a normalizarse; serían muy bienvenidas medidas que apunten a contener la volatilidad de las tasas, tanto vía normalización de encajes como con un corredor de pases. Por último, el BCRA dio indicios de estar dispuesto a comprar reservas; un punto muy positivo sería aprovechar la tranquilidad cambiaria poselectoral para modificar el esquema actual de bandas cambiarias.

La sociedad apoyó al Gobierno en una coyuntura compleja. Se abre una gran oportunidad. Esperemos no desaprovecharla.

Muchas gracias,