

8 de septiembre de 2025

Entre el capricho de la continuidad o el pragmatismo de cambio

El peronismo dio un gran batacazo electoral en la Provincia de Buenos Aires, con una diferencia superior a los 13 puntos sobre La Libertad Avanza. La estrategia electoral del oficialismo claramente no funcionó: apelar casi exclusivamente al voto propio, profundizar la grieta con una narrativa de “nosotros o los kukas”, dar por muerto —una vez más— al peronismo y menospreciar toda crítica, incluso las más cercanas y constructivas, parece no haber dado resultado. Como bien sabemos, el panorama puede cambiar significativamente en octubre. No sólo porque se trata de una elección nacional, sino porque cambian tanto la composición de las alianzas como el sistema de votación. Veremos qué impacto tiene la boleta única. La elección nacional de medio término seguramente será menos favorable al oficialismo que lo que indicaba el escenario base hasta hace unas semanas.

Al mismo tiempo, falta una eternidad para las elecciones presidenciales, y este resultado no debe confundirse con lo ocurrido en 2019 con la victoria de Alberto Fernandez. De hecho, en los últimos cuatro procesos electorales, el espacio ganador en las legislativas bonaerenses de medio término no logró imponerse en las presidenciales dos años después.

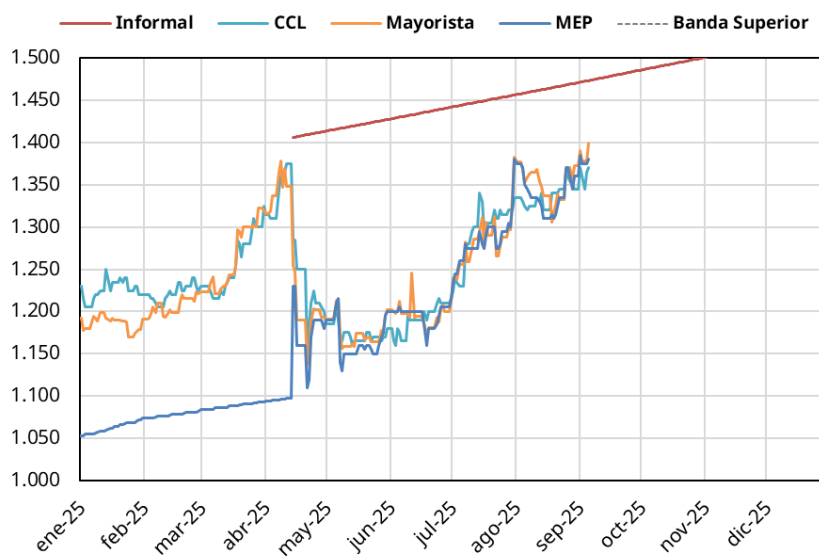
Hay dos elementos claros que pegarán fuerte en las variables de mercado. Uno de ellos, sin duda, es el perfil de la fuerza opositora ganadora: una coalición de centroizquierda con antecedentes de extrema irresponsabilidad fiscal y escasos reparos a la hora de vulnerar derechos de propiedad. Esto, por supuesto, alimenta la desconfianza. El ganador de ayer fue Axel Kicillof. Si bien falta muchísimo para la elección presidencial de 2027, hoy Kicillof parece contar con una ventaja dentro del peronismo de cara a una eventual candidatura presidencial. Como siempre decimos, es de trascendental importancia que la Argentina logre evitar los gobiernos pendulares, y esta elección no hace más que ratificar que el péndulo sigue vigente, y con fuerza. Pero este no es el único punto que afecta la confianza del mercado. En los últimos meses han quedado al descubierto varios errores de diseño en el programa económico oficial, con bandas cambiarias mal calibradas y un esquema monetario abiertamente disfuncional. Y como si eso fuera poco, también hemos visto una preocupante dosis de populismo electoral, tanto desde la oposición —con leyes fiscalmente imprudentes promovidas desde el Congreso— como desde el oficialismo, que ha recurrido a tasas de interés exorbitantes y ventas masivas de futuros para contener al dólar.

Ahora se abren dos etapas. Una, de corto plazo, que va hasta las elecciones de finales de octubre; y otra mucho más larga, con más de dos años de gestión por delante. Tanto en esta primera etapa como después de las elecciones nacionales, el Gobierno deberá decidir entre el capricho de insistir con las políticas desacertadas implementadas en estas últimas semanas o el pragmatismo de saber corregir a tiempo, como lo ha hecho en varias oportunidades desde diciembre de 2023.

El punto clave son las bandas cambiarias y cuál será la decisión del Gobierno respecto al tipo de cambio. Entre el cierre mayorista del viernes y el techo de la banda hay una brecha cercana al 8%. Ese margen luce exiguo frente al batacazo electoral. La primera opción del equipo económico sería evitar que el tipo de cambio toque la banda superior. Sin embargo, este escenario tiene una probabilidad muy baja: no

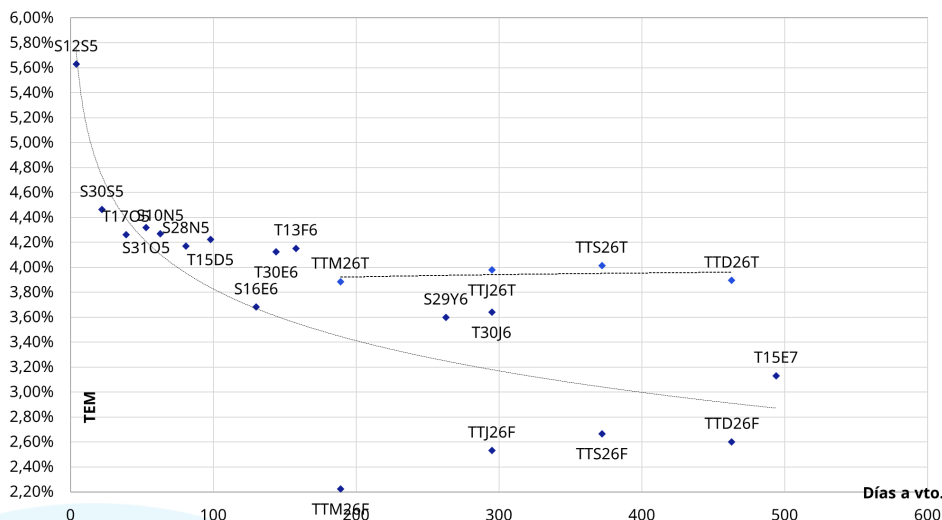
sólo porque carecen de instrumentos para lograrlo, sino porque exigiría una dosis de necesidad o capricho por parte del oficialismo difícil de justificar.

Dentro de la banda, el acuerdo con el Fondo permite que intervenga el Tesoro. Según nuestros cálculos, al Tesoro le restan alrededor de USD 1.000 millones propios, aunque estos fondos están comprometidos para cubrir vencimientos con organismos internacionales en las próximas semanas. Las otras dos herramientas disponibles son una suba adicional de la tasa de interés en pesos y la intervención en el mercado de futuros del dólar (ROFEX), que son justamente las que viene utilizando sin demasiado éxito. En el mercado de futuros, la posición vendida ronda actualmente los USD 6.000 millones, por lo que todavía podría vender unos USD 3.000 millones más dentro de los límites vigentes. Es muy probable que, desde la rueda de hoy, veamos nuevas intervenciones en futuros con el objetivo de amortiguar la suba del tipo de cambio.



Fuente: Cucchiara Research en base al BCRA.

La tasa de interés merece un párrafo aparte. Los costos de la política monetaria electoralista están a la vista. Se destruyó el mercado de deuda en pesos, justamente el que más había que preservar. Las tasas TNA de las letras más cortas superaron durante varios días el 70%, y la tasa real de los bonos CER ronda el 25% en la parte media de la curva. 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 darán otro golpe más. En la misma línea, muchas entidades financieras están atravesando serias dificultades: por un lado, la operatoria con los encajes actuales resulta inviable; por el otro, la cartera de créditos con problemas de mora viene aumentando con fuerza. Por último, la estrategia de fijar una tasa exorbitantemente alta con fines electorales ha sido un rotundo fracaso. Si el Gobierno insiste en intentar contener al dólar sólo con tasas de interés, la situación no hará más que empeorar. Como dice un gran economista, pretender frenar una corrección cambiaria en Argentina exclusivamente con política monetaria es como intentar detener un auto agarrándolo de la antena.



Fuente: Cucchiara Research en base de BYMA.

Pongámoslo en términos claros: por evitar una corrección menor del tipo de cambio real (¿15%?, ver cuadro debajo), el Gobierno hizo todo lo posible para generar una crisis financiera o, siendo más contemplativos en el diagnóstico, empujar al país hacia una recesión. Desde la salida del cepo, gracias a la flotación del peso, la apreciación del real en Brasil, la desaceleración de la actividad local y la prudencia fiscal, el tipo de cambio real se había recuperado cerca de un 20%, mostrando un pass through relativamente contenido. Esto representaba una excelente noticia para el equipo económico: el principal problema del programa —la excesiva apreciación cambiaria— comenzaba a corregirse gradualmente. En ese contexto, nos sorprende el carácter caprichoso de la decisión de intentar frenar al dólar con tasas de interés claramente insostenibles.



Fuente: Cucchiara Research en base del BCRA.

La decisión sensata sería dejar que el dólar se acomode rápidamente en la banda superior. Con el resultado electoral en la mano, el Gobierno tiene la excusa política perfecta para hacerlo. Luego de las elecciones de octubre, el tipo de cambio real debería subir un escalón más, ya sea mediante una nueva banda —más alta y más sensata para la economía argentina— o directamente con un régimen de flotación administrada. Un tipo de cambio real más elevado permitiría mejorar la rentabilidad del sector transable, fortalecer la posición de reservas y reducir el riesgo país. Esto implicaría una desinflación algo

más lenta, pero también más sostenible en el tiempo. No vamos a detenernos en este punto, usted — como buen lector— conoce nuestra visión del tema cambiario desde hace tiempo. Ahora bien, si el Gobierno no está pensando en un cambio de esquema luego de las elecciones nacionales de octubre, entonces sí estaríamos ante un problema serio. Pero no creemos que sea el caso. El propio instinto de supervivencia política hace que un cambio en el esquema cambiario y monetario post octubre sea casi un hecho.

La gran pregunta es qué hará el Gobierno hasta las elecciones. Proteger la banda tiene un costo elevado: implica seguir perdiendo reservas y conlleva un nuevo salto en el riesgo país. Por otro lado, modificar las bandas antes de octubre también tiene un costo, esta vez político: una mayor devaluación podría traducirse en una suba más marcada de los precios de los alimentos. El Gobierno deberá ponderar cuidadosamente estos riesgos. El BCRA cuenta con alrededor de USD 7.000 millones de reservas líquidas propias para defender la banda, y podría tomar prestados hasta USD 14.000 millones adicionales de los encajes en dólares, que no son propios. Esperamos no volver a recurrir a esas prácticas nefastas.

USD Million	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Aug-25
Reservas Brutas	41.500	39.007	23.073	31.500	41.500
Encajes	11.400	11.905	9.096	15.100	13.927
Swap China	20.400	18.705	18.182	17.882	18.207
BIS	3.157	3.100	3.100	-	
Sedesa	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900
Reservas Netas	4.643	3.397	- 9.205	- 3.382	7.466

Fuente: Cucchiara Research en base del BCRA.

Los activos ya muestran un claro castigo en el pre-market. Vale recordar que falta una eternidad para 2027 y que las elecciones de medio término no son un buen predictor de las presidenciales. Cuanto antes se corrija el esquema cambiario, menor será el impacto sobre los activos, especialmente sobre los bonos soberanos y la curva en pesos. Un tipo de cambio más alto implica una menor pérdida de reservas — positivo para los bonos soberanos en dólares, con una lectura similar para las acciones— y una menor tasa real necesaria en pesos —beneficioso para la curva soberana en moneda local—. No vemos motivos para salir de los bonos corporativos: seguramente caigan en los próximos días, pero si los rendimientos vuelven a superar el 9% (hoy se ubican más cerca del 8%), será una excelente oportunidad de compra.

Muchas gracias, tranquilidad y buena semana.

Juan José Battaglia

juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho

manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber

ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino

tomasmandino@cucchiara.com.ar

Jonathan Rung

jonathan@cucchiara.com.ar