

Retomando la agenda

12 de septiembre de 2025

Economía

Durante las últimas semanas, la demanda por activos argentinos (pesos, bonos y acciones) ha venido cayendo como consecuencia del miedo y la incertidumbre que genera un potencial panorama político adverso. Los resultados electorales de las elecciones de PBA acentuaron aún más esta sensación y generaron caídas más pronunciadas.

Comprender el escenario político resulta clave para entender la dinámica de las variables macro, ya que la volatilidad corresponde a una cuestión de mayor percepción de riesgo y no a los fundamentos estructurales del programa económico.

La derrota oficialista por 13 p.p. impactó negativamente en un mercado que esperaba una diferencia menor, de 5 p.p. Mientras que Fuerza Patria (FP) logró retener al 90% de sus votantes de la primera vuelta de la elección presidencial de 2023, La Libertad Avanza (LLA) no logró seducir a los votantes de Juntos por el Cambio (JxC). Suponiendo que quienes votaron a LLA en aquella elección lo volvieron a hacer en ésta —supuesto altamente simplificador, pero útil como ejercicio analítico—, solo el 8% de los votantes de JxC votó por el partido violeta.

La elección se caracterizó por una baja participación del padrón electoral, apenas un 61% que implicó 5,5 MM de ausentes; 2,6 MM más que en 2023. Por su parte, el 19% de los votos fue destinado a otros partidos, entre ellos Somos Buenos Aires (5,24%) y Frente de Izquierda (4,36%).

Analizar los resultados de manera absoluta y no relativa da más información para realizar proyecciones sobre lo que podría ocurrir en octubre.

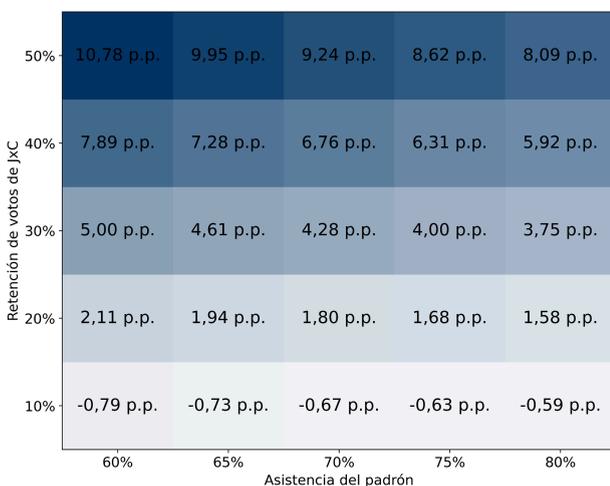
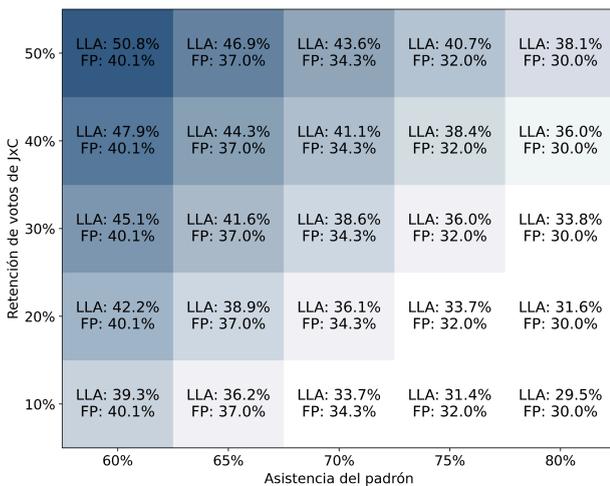
Lo primero a considerar es que Fuerza Patria prácticamente mantuvo su masa de votantes en un contexto de gran ausentismo, algo previsible considerando el aparato de los intendentes al tratarse de una elección provincial. Obtuvieron 3,8 MM de votos contra los 4,2 MM que obtuvieron en 2023. Esto no ocurrió para LLA, que si bien aumentó la cantidad de votos (2,7 MM contra 2,5 MM), estuvo muy lejos de captar el 100% de los votos de JxC, de nuevo bajo el supuesto antes mencionado. De los 2,3 MM de votos a captar, sólo sumaron 190 mil. **Para las elecciones nacionales de octubre, proyectamos que esa retención de votos será mayor al 8% visto en PBA, pero mantenemos el 90% para el electorado de FP. En otras palabras, consideramos que las elecciones de PBA revelaron el piso de LLA y el techo de FP, en términos porcentuales.**

Además de la retención de votos de JxC por parte de LLA, la otra variable a considerar de cara a octubre es la participación. Si bien proyectamos una participación electoral superior a la registrada en las elecciones de PBA —dado que se trata de una elección de mayor relevancia—, estimamos que el caudal de votos de FP se mantendrá constante. En consecuencia, un aumento en la participación no incrementaría la cantidad de votos obtenidos por dicho espacio, sino que reducirá su peso relativo sobre el total.

A partir de las distintas combinaciones entre retención de los votos de JxC y la participación del electorado, proyectamos un panorama de los escenarios de cara a octubre. Suponemos que la participación estará entre el 60% y el 80%, y la retención de votos será del 50% como máximo. Para todos los escenarios asumimos la misma cantidad de votos para FP, 8,6 MM.

De esta forma, podemos proyectar qué porcentaje de votos obtendrían estos partidos, así como la diferencia entre ellos. **Evidentemente, a mayor nivel**

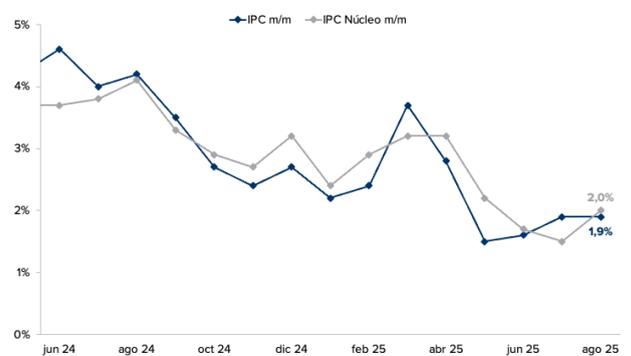
de retención de votos y menor nivel de participación de votantes de otros espacios, mayor será el resultado que obtendría LLA en las elecciones, como porcentaje del total de votos válidos. En cuanto a la diferencia respecto a FP, expresada en puntos porcentuales, ésta aumentaría a mayor nivel de retención de votos y se magnificaría a menor asistencia.



Nuestro escenario base es de una participación del 65%, con una retención de votos de JxC por parte de LLA del 30%. Bajo estos supuestos, estimamos que LLA obtendría 41,6%, FP 37,0%, y la diferencia sería de 4,61 pp. A partir de nuestras proyecciones, vemos como poco probable un escenario de empate o derrota del oficialismo.

En cuanto a la inflación, el último dato del IPC indicó un aumento mensual del nivel general de precios del 1,9% para el mes de agosto. Fue mejor de lo esperado, el REM la ubicaba en 2,1%. Se trata de un dato positivo, considerando que a pesar de que en agosto la demanda real de dinero cayó más de un desvío estándar respecto a su media en lo que va del 2025, la inflación permaneció por debajo del 2%. Además, resulta especialmente alentador si se tiene en cuenta la variación en el tipo de cambio ocurrida durante el período, es decir, no hubo “pass-through”.

IPC e IPC Núcleo - Variación mensual



Fuente: IEB en base al INDEC

Renta Fija

El eje del mercado desde el fin de las LEFIs estuvo marcado por la tasa de interés, que en términos reales superó los 40 p.p (ver CER-L tramo corto). La licitación del día miércoles pareciera marcar que esta situación ha cesado. La suba del FX puede haber dado aire para bajar la tasa de las operaciones simultáneas y permitir el arbitraje con letras. Los resultados marcaron una caída de la LECAP más corta - licitada - del 75% al 59%, y con un roll over del 91%. Más aún, se vio una caída en la tasa de operaciones simultáneas, donde el BCRA ofrecía al 35%.

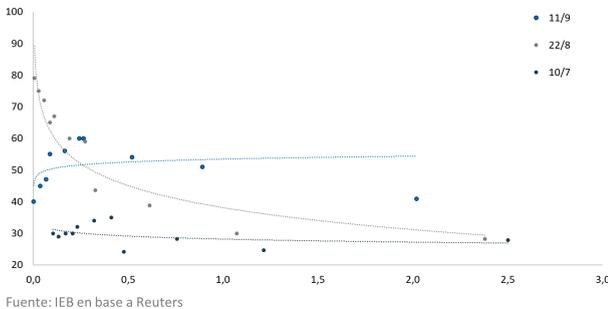
Aún así, la tasa nominal y real que se puede observar en la curva de tasa fija y CER-L continúa en niveles elevados (y dispersos). Eso mismo sigue marcando disyuntivas en torno a como pararse en

ambas curvas para capturar mayores retornos, en caso de una normalización.

de la banda. De este modo, vemos atractivas las letras cortas y los bonos DLK, en especial TZVD5.

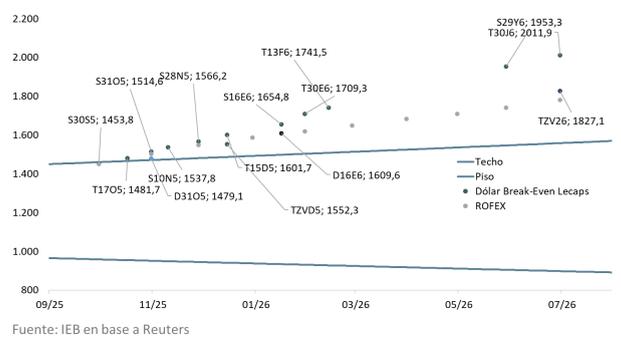
Curva LECAPs

Cambios en la curva de pesos al precio de cierre - Eje. Ver (TNA) - Eje. Hor (MD)



Comparativo Instrumentos FX

BE LECAPs con A3500, y Bonos DLK



Recién con el resultado final de la elección de octubre podrá darse con la clave para determinar qué instrumento podría ser mejor. Con la inflación marchando por debajo del 2% mensual, a pesar de sorpresivas depreciaciones, la renta fija pareciera tener mayor atractivo. Cuando observamos la inflación BE, comparando ambas curvas, vemos que el mercado espera que en 2026 los precios se incrementen a un ritmo del 2% mensual, lo que daría una inflación i.a. del 25% para 2026.

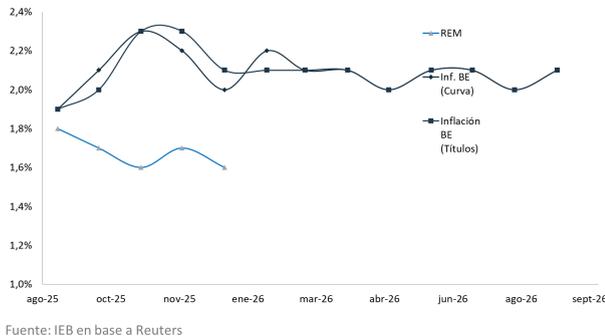
Renta Variable

En nuestro semanal de julio “[Tiempo de veto](#)” planteamos tres escenarios posibles para las elecciones de medio término, siendo nuestro escenario base el de una amplia victoria para el oficialismo en las elecciones nacionales con un buen desempeño en PBA. No obstante, los resultados del domingo fueron adversos como resultado de lo que fue ocurriendo en los últimos meses en el plano macro-político, llevando a un creciente sentimiento de negatividad para el mercado de renta variable tras el mal desempeño de las compañías durante la temporada de resultados del 2T.

Dados estos argumentos, es factible que la inflación continúe con cierta inelasticidad a la baja aunque 25% luce más como un techo que como un piso. Por eso mismo, en caso de extender “duration”, continuamos viendo con mayor atractivo la curva de tasa fija.

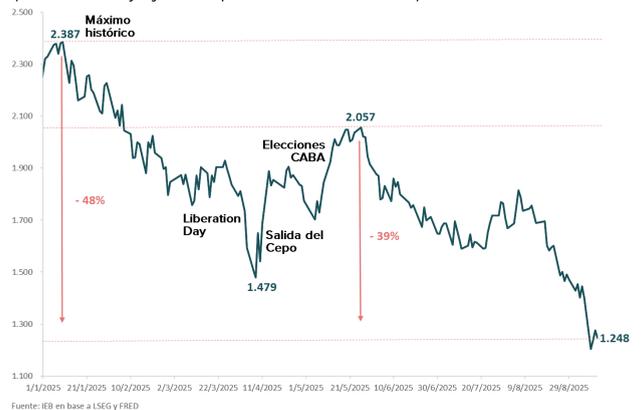
Inflación Breakeven

Inflación esperada, según REM y curva de LECAPs vs CER



S&P Merval

(en USD CCL y ajustado por inflación de EE.UU.)



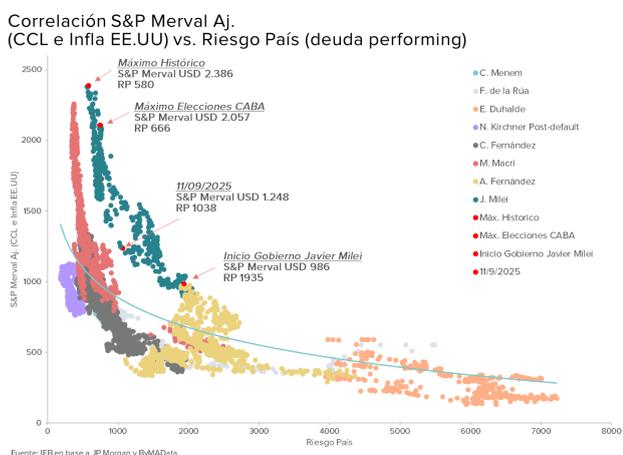
Para finalizar, el salto del FX tornó el apetito por cobertura menos atractivo y también hizo que algunas letras marquen un FX implícito por encima

Fuente: IEB en base a LSEG y FRED

Fuente: IEB en base a Reuters

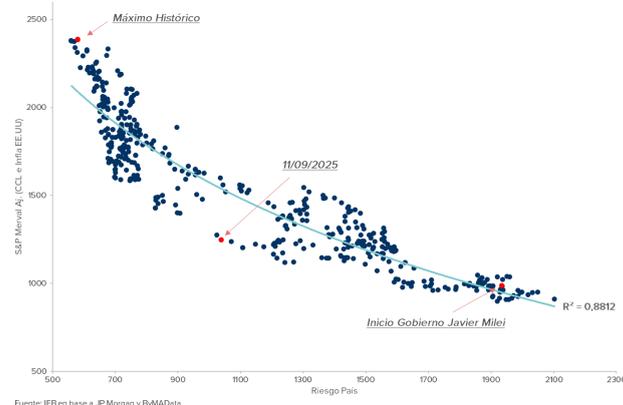
La suma de estos factores llevó a una fuerte corrección del S&P Merval al comenzar la semana. Sin embargo, creemos que el mismo fue exacerbado por la incertidumbre sobre las futuras decisiones políticas, ya que con el correr de los días el índice mostró una notable recuperación ante una disminución en las tasas como se vio en el apartado “Renta Fija”.

Ahora bien, si analizamos el desempeño del S&P Merval con respecto a los niveles de riesgo país en una mirada de muy largo plazo, observamos un patrón recurrente en los últimos años: cotizaciones que se encuentran por encima de los valores de riesgo país asociados. No obstante, dicho desvío se reduce notablemente ante la fuerte corrección que ha experimentado la renta variable local en comparación a la deuda soberana durante el último tiempo.



Al observar únicamente la presidencia de Javier Milei dicha situación se evidencia con mayor claridad: El S&P Merval inicia su recorrido arbitrado a los niveles de riesgo país. Alcanzado el máximo histórico a principios de este 2025, el equity argentino se observaba “sobreevaluado” frente a los niveles de riesgo país. Tras dicho máximo y frente a una fuerte corrección, el índice de acciones vuelve a la zona de “subvaluación” con respecto a los niveles de riesgo país.

Correlación S&P Merval Aj. (CCL e Infla EE.UU) vs. Riesgo País



Esta situación puede corregirse por un ajuste mayor de la deuda soberana (incremento del riesgo país) o un alza en el equity argentino. De darse un escenario positivo en las elecciones de octubre, muy probablemente ocurran ambas: reducción del riesgo país y del desvío de “subvaluación” del S&P Merval.

Entonces, ¿qué esperamos en los diferentes sectores?

Claro está que las Reguladas y Servicios Financieros, son los que presentan mayor estabilidad en sus flujos a corto plazo. A largo plazo, siempre existe el riesgo político de un retraso en las tarifas que redunde en una “defensividad” teórica (cantidades, “Q”) frente a precios pisados (“P”). Oil & Gas, Telecomunicaciones y Real Estate siguen con una perspectiva de flujos estable, aunque con mayor riesgo: nivel de actividad, ingreso disponible y el precio del crudo son variables que pueden afectar en particular a cada sector.

Finalmente, Materiales y Bancos son los sectores que presentan perspectivas más negativas en el corto plazo. Incluso, en el informe “[Jugando el trade electoral](#)” planteamos el complejo momento por el que atraviesa el sector Bancos. Algo que se comenzó a ver en los resultados del 2T25 y será aún más evidente en los del 3T25: créditos fuertemente golpeados por las altas tasas reales, mayor porcentaje de morosidad, ROEs bajos que impiden convalidar múltiplos altos. De hecho, el ajuste en

precio que han tenido las acciones del sector, lo han llevado a una fuerte compresión de múltiplos.

Por lo tanto, queda claro que ante un triunfo de LLA en las elecciones de octubre, el riesgo país debería comprimirse impactando positivamente en los activos de riesgo argentino, incluida la renta variable. Mientras que un empate o derrota resultaría en lo opuesto.

En el informe de esta semana [“Elige tu propia aventura”](#) planteamos tres posibilidades de inversión de acuerdo al riesgo que está dispuesto a asumir el inversor de cara a octubre y sus expectativas de resultados.

GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IEB RESEARCH

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

VALENTIN VEDDA

Analista - Macro

vvedda@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

MATEO MARZANO

Analista - Renta Fija

mmarzano@grupoieb.com.ar

IGNACIO HERNANDEZ MORAN

Research Assistant

ihmoran@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.