

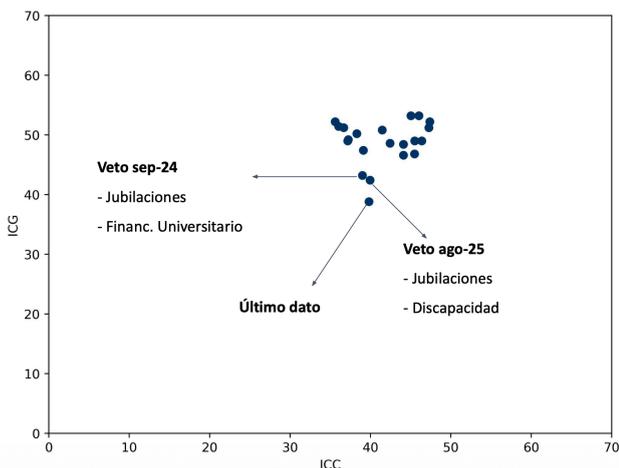
Semana clave

03 de octubre de 2025

Economía

El frente político sigue siendo el más determinante en la evolución de las variables macro. Como venimos observando hace semanas, el sentimiento del mercado es muy cambiante y las expectativas se mueven al compás de las noticias del momento. **En este sentido, y a 23 días de la elección de octubre, el mercado se encuentra expectante tanto a la concreción del apoyo estadounidense así como en la imagen política del gobierno y el sentimiento del electorado.** Dichos factores serán determinantes en el resultado electoral así como en el rumbo de la economía a partir del día siguiente.

Caputo viaja a encontrarse con Bessent el fin de semana, será el inicio de una semana clave en la que comenzaremos a conocer la “letra chica” de lo que hasta ahora no han sido más que anuncios. **La culminación de estas negociaciones será el 14/10 cuando el presidente Javier G. Milei se reúna con su par de EE. UU., Donald J. Trump**

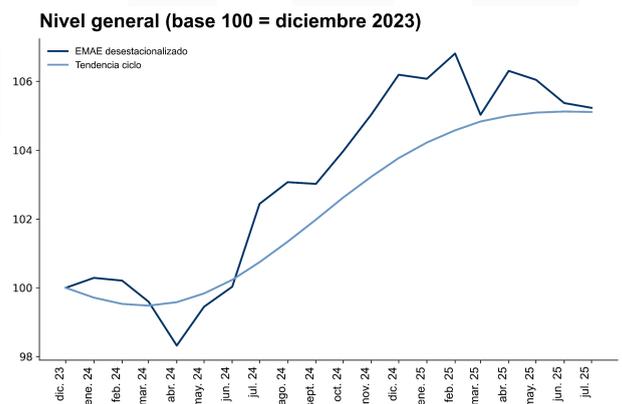


El **dato de ICG de septiembre** fue el último dato de la serie publicado antes de las elecciones de octubre, siendo el próximo el lunes posterior a la votación. Se trata de un indicador relevante ya que históricamente tiene una alta correlación con el resultado oficialista en elecciones. **Dicho índice fue**

de 1,94 a nivel general, 38,8% en términos porcentuales (se divide al índice en 5 para obtenerlo en porcentaje para que así sea comparable con el resultado electoral). Se trata del valor más bajo del mandato de Milei, incluso por debajo de septiembre-24 y agosto-25, meses en los que se debatieron los vetos presidenciales en el Congreso.

El relevamiento contempla los días entre el 5 y 15 de septiembre, por lo que no considera el anuncio de Bessent y las noticias posteriores. Así, el oficialismo llega a las elecciones con un índice superior al de Alberto Fernández (31,6%) pero menor al de Macri (57,2%). Dichos mandatarios obtuvieron resultados del 34,5% y 41,75% respectivamente.

Por su parte, el ICC de septiembre también se mantuvo en los niveles del mes anterior, su valor fue del 39,8%. Como ya analizamos en un [reporte anterior](#), éste tiene una alta correlación con el EMAE (para la gestión Milei), que se mantiene sin cambios sustanciales en lo que va del 2025; el índice desestacionalizado cayó apenas un 0,79% YTD (último dato de julio), lo que muestra que el crecimiento económico está en pausa.

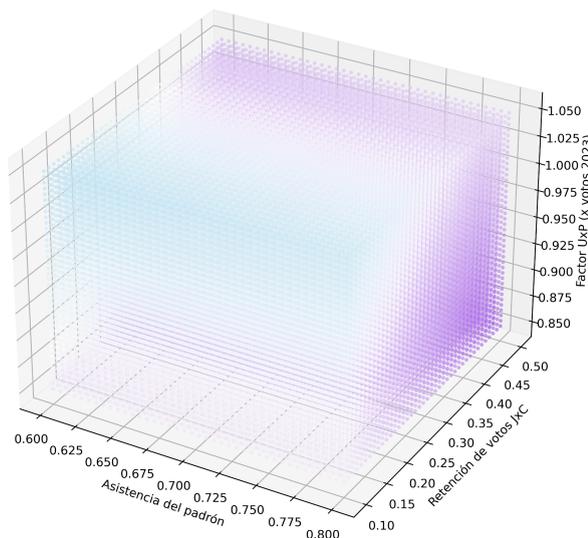


Fuente: IEB en base a INDEC

Nuestro modelo, desarrollado antes de la publicación del ICG y basado en la probabilidad de distintos niveles de participación, transferencia de votos de JxC a LLA y variación en el caudal del electorado de Fuerza Patria, simula escenarios

posibles y estima su probabilidad relativa, ofreciendo así una proyección predictiva. La media obtenida del resultado para el oficialismo fue del 38,4%, con un desvío estándar de 4,45 pp, en línea con el ICG. Por su parte, la media obtenida para Fuerza Patria fue del 36,0% con un desvío estándar de 3,30 pp.

El modelo se basa en los resultados de las elecciones presidenciales de 2023 (primera vuelta), tomando como referencia la cantidad de votos de cada fuerza. A partir de allí, se proyectan los posibles escenarios para octubre bajo los siguientes supuestos: (i) se considera que quienes votaron a Milei en 2023 repetirán su voto, lo que permite aislar la dinámica de los votos de JxC; (ii) la retención de votos de JxC por parte de LLA se estima entre 10% y 50% (en la elección de PBA fue del 8%); (iii) la participación electoral se proyecta entre 60% y 80% (en PBA fue del 61%); (iv) los votos de UxP, ahora Fuerza Patria, podrían multiplicarse por un factor de entre 85% y 105% respecto a 2023 (en PBA fue del 90%). La combinación de esas 3 dimensiones genera el conjunto de resultados posibles dados los supuestos enunciados.



Las conclusiones de nuestro análisis, así como del ICG, parecen indicar que el resultado más probable para el oficialismo ronda el 38% - 39%.

En materia cambiaria, tras la Comunicación “A” 8336 que limita el arbitraje entre el dólar mayorista y los dólares financieros, **resurgió la brecha**. Esto se da en el contexto del debate sobre el tipo de cambio, y la continuidad o no del actual esquema de bandas tras la elección. A diferencia de casos anteriores de brecha, éste tiene la peculiaridad de que ahora hay libre acceso al mercado oficial para los individuos, que tienen claros incentivos a demandar spot.

Dólar CCL, Riesgo País



Fuente: IEB en base a Reuters, INDEC y JP Morgan

La alta demanda de dólares por el contexto de incertidumbre –o visto de otro modo, la poca demanda de pesos– no constituye un escenario favorable para el gobierno para acumular reservas, condición fundamental para mostrarse solvente y transmitir tranquilidad al mercado. Tanto la baja de retenciones como el acuerdo con el Tesoro de EEUU son medidas que apuntan en esa dirección, al actuar como un aumento de oferta de dólares y un estímulo a la confianza de los acreedores, traducido en una baja del riesgo país.

Es importante remarcar que esta tensión cambiaria se da en un marco de superávit fiscal y cantidad de dinero fija. En este sentido, **no observamos un problema del lado de la oferta en el mercado de dinero**.

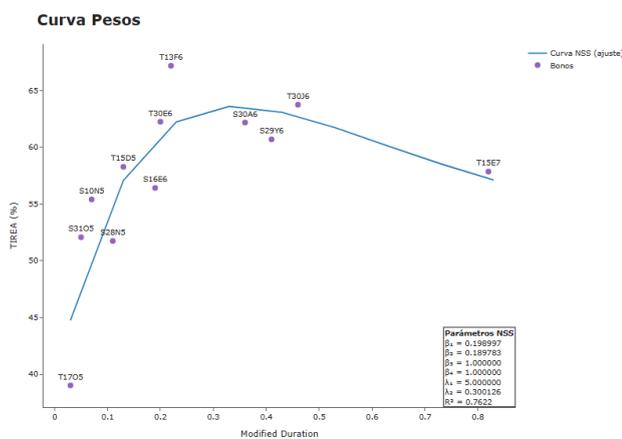
No obstante, sí notamos una demanda de dinero que paulatinamente se muestra cada vez más debilitada, en parte causada por la pausa en la

actividad, la incertidumbre política y retroalimentada por la suba del tipo de cambio. Es a partir de esta contracción de donde surgen los problemas cambiarios y, potencialmente, una temporal suba de la inflación. Esto no favorece al Tesoro en acumular reservas, su participación en el mercado de dólares generaría un aumento de la demanda que elevaría el precio del dólar y consecuentemente erosionaría aún más la demanda de dinero.

Renta Fija

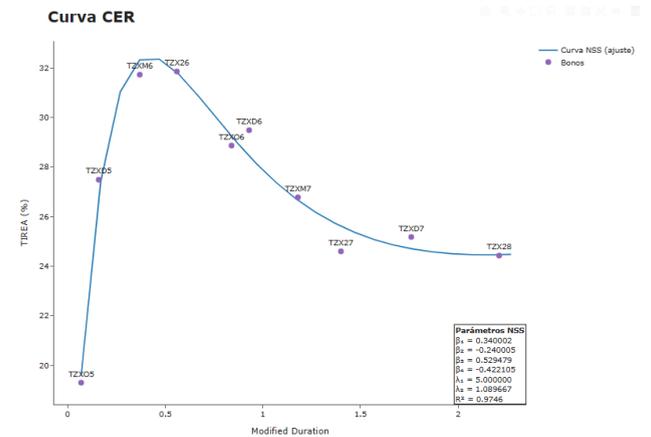
El escepticismo es lo que prima en el mercado dado que falta aún precisiones sobre el potencial acuerdo (ver sección Economía). El BCRA vende D31O5, y realiza canjes de sus letras en pesos para intervenir en toda la curva DLK y brindar cobertura barata.

A su vez, con la creciente demanda de dólares la curva pesos pierde relevancia y sus rendimientos se encuentran absolutamente distorsionados. Esto se puede ver en la letra de febrero (T13F6) que ofrece una TEM de 4,85% -al menos 2,6% por encima de la inflación mensual proyectada- mientras que las más largas no superan el 4,4%. En este sentido resulta extraño que la curva tenga una forma de U invertida ¿Por qué muestra expectativas de una suba de tasas hasta dicha fecha, para luego descender?

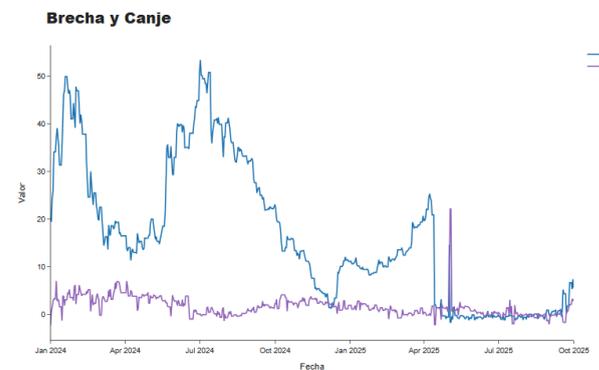


Si bien no es común dicha forma, la curva CER muestra la misma curvatura, dando a entender que el proceso de convergencia de tasas será post-febrero. Por el momento, las explicaciones

pueden encontrarse en la estacionalidad de la demanda de dinero, la cual desde febrero hasta julio suele ser elevada.



Por otro lado, con la vuelta de la brecha, muchas empresas han vuelto a licitar obligaciones negociables a tasas por debajo del 6,5% - tal como YPF Luz -. Esto muestra el apetito por cobertura ante el desacople del oficial, y el temor ante que la diferencia entre MEP y oficial siga escalando.

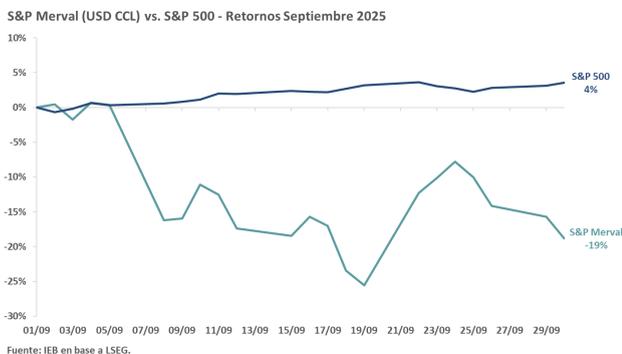


Dicho esto, creemos que la mejor alternativa es dolarizarse a través de instrumentos con liquidación en moneda extranjera. LOMA 27 y IRSA 29 poseen rendimientos atractivos y podrían beneficiarse del apetito por instrumentos pagaderos en MEP. Además, debido a su corta duración, su paridad no debería reflejar - en gran medida - la incertidumbre política del país.

Renta Variable

Históricamente el mercado de acciones de Estados Unidos suele experimentar una corrección en septiembre; ello como consecuencia de los rebalances de carteras de grandes fondos de inversión, factores estacionales y eventos macroeconómicos que suelen ocurrir en sintonía. Sin embargo, este 2025 fue una de las excepciones, ya que tras la decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de recortar la tasa de referencia en 25 bps el mercado continuó alcanzando nuevos máximos históricos dando impulso a los activos de riesgo a nivel global.

El S&P Merval, por su parte, escapó a esta dinámica retrocediendo un 19% en dólares durante septiembre afectado por factores idiosincráticos del país, siendo la principal influencia las elecciones de medio término, seguido por la presión en los FXs financieros y la incertidumbre alrededor de las reservas del Banco Central.



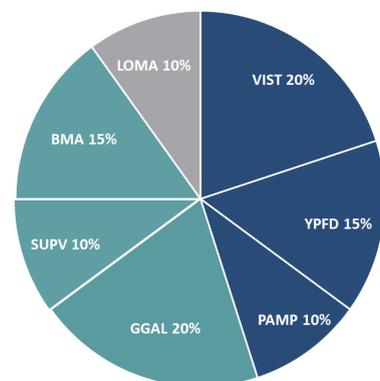
Entre las acciones más afectadas tuvimos a las del sector bancario, sector que como hemos mencionado en varias oportunidades cuentan con una mayor sensibilidad ante las variaciones en el nivel de riesgo país. Seguido por el sector de telecomunicaciones y de servicios públicos (reguladas) producto de la incertidumbre sobre el rumbo político tras los resultados electorales en PBA, lo que pone en duda los futuros ajustes tarifarios en la generación y transporte de gas y energía eléctrica, así como también la sostenibilidad

del salario real para convalidar precios en los servicios de telecomunicaciones.

Por el contrario, el resto de sectores logró una mayor defensividad durante el periodo, siendo el sector materiales y de real estate los más defensivos ante la mayor defensividad de sus ingresos frente al tipo de cambio.

Hacia adelante, el panorama no luce alentador para los resultados del 3T25 con un nivel de actividad que se resintió en los últimos meses y un tipo de cambio que ejerce presión alcista sobre los costos de las compañías.

No obstante, aún queda por delante un evento relevante para este mes: las elecciones nacionales de medio término. Para ello, y en vista de los últimos anuncios del gobierno argentino con el tesoro estadounidense, decidimos mantener una cartera de acciones compuesta por compañías que hayan experimentado una fuerte corrección en las últimas semanas, con mayor sensibilidad a cambios en el riesgo y que cuenten con un volumen significativo que las haga susceptibles de recibir flujos externos, de manera de capturar una potencial suba tras disminuir la volatilidad luego de los comicios nacionales:



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.