1816
ECONOMÍA | ESTRATEGIA

07 de septiembre de 2025

INFORME ESPECIAL

RECALCULANDO

Adrián Rozanski, CFA
Director

Mariano Skladnik, CFA
Director

Martín Defilippo
Director

Gustavo Cerezo
Economista

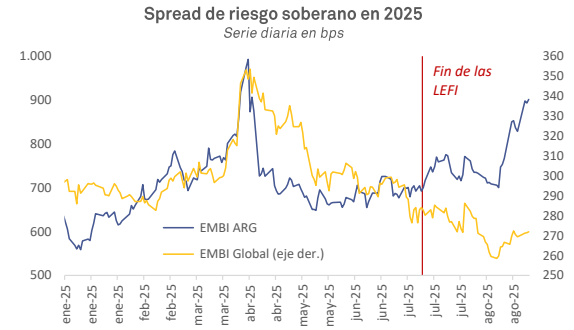
1) IMPACTANTE TRIUNFO DEL PERONISMO. En el principal distrito del país, que representa el 37% del electorado nacional, **el Peronismo obtuvo el 47,1% de los votos, superando en más de 4 puntos el 42,9% que había sacado Massa en PBA en la elección presidencial de 2023. La Libertad Avanza naturalmente creció respecto al 25,7% que había sacado Milei hace dos años (obtuvo ahora el 33,8%), pero el resultado estuvo lejísimos del "empate técnico" del que había hablado el Presidente el miércoles de la semana pasada, con un diferencial de 13,3 puntos entre ambas fuerzas.** En el cuadro de abajo desagregamos el resultado de la elección por Sección Electoral: el Peronismo ganó en 6 de las 8 secciones, con una diferencia de más de 10 puntos en la Primera Sección y de más de 25 en la Tercera Sección (entre las dos Secciones se explica el 70% del electorado de PBA).

Resultados de últimas elecciones en PBA (votos como % de positivos)

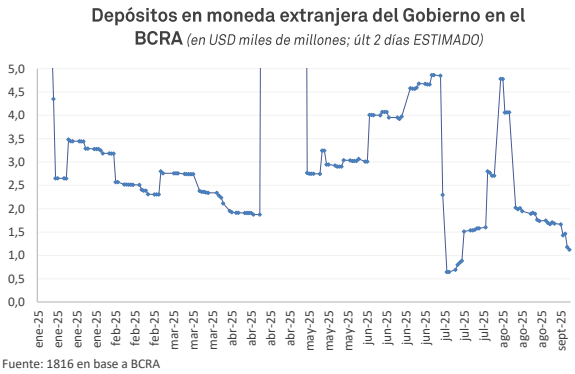
Secciones electorales	Peso en padrón PBA	Peso en padrón Nacional	2025 (Legisl.)		2023 (Balotaje)		2023 (General)			2021 (Diputado)		2019 (General)		2017 (Senador)		2015 (General)	
			PJ	LLA	Massa	Milei	Massa	Milei	Bullrich	Tolosa P	Santilli	AF	Macri	CFK	Esteb Bullrich	Scioli	Macri
TOTAL PBA	**100%**	**37,0%**	**47,1%**	**33,8%**	**50,7%**	**49,3%**	**42,9%**	**25,7%**	**24,1%**	**38,5%**	**39,8%**	**52,1%**	**35,9%**	**37,2%**	**41,4%**	**37,1%**	**32,9%**
PRIMERA	35,7%	13,2%	47,3%	37,2%	56,4%	54,8%	43,4%	25,4%	24,1%	38,4%	39,2%	52,2%	35,4%	37,1%	40,6%	35,8%	31,8%
Merlo	3,2%	1,2%	49,3%	31,6%	70,2%	46,9%	52,4%	24,4%	15,7%	47,1%	27,8%	65,1%	22,4%	49,5%	28,2%	47,7%	20,2%
Gral San Martín	3,0%	1,1%	52,9%	37,0%	58,8%	53,9%	43,9%	24,5%	24,3%	38,5%	38,0%	51,2%	35,3%	35,4%	40,4%	34,5%	32,7%
Moreno	2,9%	1,1%	54,4%	30,4%	69,2%	47,1%	52,6%	25,8%	14,5%	46,6%	29,7%	63,9%	23,7%	46,7%	29,7%	46,3%	20,5%
Tigre	2,5%	0,9%	35,4%	35,1%	53,8%	58,4%	41,7%	27,0%	24,2%	36,6%	40,1%	50,5%	36,5%	30,8%	36,3%	28,5%	26,1%
Pilar	2,2%	0,8%	59,1%	31,9%	55,4%	60,3%	43,3%	29,9%	20,5%	43,1%	34,3%	53,3%	35,7%	37,8%	42,8%	38,8%	35,1%
Tres de Febrero	2,2%	0,8%	42,2%	46,4%	52,4%	52,2%	40,7%	24,0%	27,8%	34,7%	43,4%	48,6%	37,7%	33,2%	44,7%	32,9%	35,2%
Malvinas Arg	2,1%	0,8%	65,5%	24,8%	63,7%	48,7%	50,6%	26,0%	16,1%	50,2%	27,1%	62,2%	25,8%	47,0%	30,9%	42,1%	18,5%
Morón	2,1%	0,8%	43,8%	40,0%	52,0%	53,1%	40,4%	22,6%	29,2%	33,7%	43,3%	46,2%	40,2%	32,0%	46,6%	31,3%	38,2%
San Isidro	2,0%	0,7%	28,1%	57,4%	36,9%	67,4%	28,1%	23,9%	41,8%	22,1%	57,9%	31,7%	57,8%	21,6%	61,0%	21,0%	54,5%
Resto	13,4%	5,0%	-	-	54,5%	56,3%	41,7%	25,7%	25,7%	36,8%	41,8%	50,4%	37,5%	36,0%	42,8%	35,0%	33,7%
SEGUNDA	4,6%	1,7%	35,4%	29,8%	48,4%	64,2%	35,5%	29,8%	27,0%	32,2%	48,1%	46,6%	42,5%	32,1%	48,1%	34,4%	36,2%
TERCERA	35,5%	13,1%	53,9%	28,6%	64,4%	46,7%	49,9%	23,2%	19,6%	44,9%	32,6%	59,6%	28,3%	44,7%	34,7%	43,3%	27,5%
La Matanza	8,3%	3,1%	53,3%	28,7%	66,8%	42,4%	53,2%	22,6%	16,6%	47,8%	28,0%	64,5%	23,5%	50,1%	30,0%	48,2%	23,1%
Lomas de Z	4,1%	1,5%	55,7%	28,0%	63,6%	45,0%	49,8%	21,7%	21,5%	45,2%	33,0%	58,7%	29,4%	44,5%	35,7%	44,3%	28,6%
Quilmes	3,7%	1,4%	48,3%	31,5%	62,7%	48,0%	48,5%	22,3%	22,8%	40,3%	39,7%	55,2%	32,8%	41,1%	39,5%	40,0%	32,5%
Almirante Brown	3,4%	1,3%	54,3%	28,3%	65,6%	45,8%	50,6%	23,1%	18,4%	47,3%	29,5%	60,2%	26,7%	45,1%	32,5%	43,0%	26,4%
Lanús	2,8%	1,0%	49,6%	32,0%	59,1%	46,2%	46,1%	20,3%	26,4%	39,4%	39,7%	53,6%	34,2%	38,9%	40,8%	37,2%	33,5%
Florencio Varela	2,6%	1,0%	55,7%	23,8%	75,6%	44,1%	56,0%	24,2%	12,7%	50,3%	24,9%	67,9%	20,9%	51,2%	28,4%	50,6%	19,1%
Avellaneda	2,3%	0,8%	61,6%	27,4%	62,5%	46,0%	49,0%	20,4%	23,9%	42,8%	36,1%	55,3%	33,0%	41,7%	39,3%	39,1%	33,1%
Berazategui	2,1%	0,8%	60,9%	29,6%	62,2%	49,4%	48,2%	25,5%	18,4%	44,3%	31,7%	59,1%	27,7%	44,1%	33,8%	42,9%	25,5%
Resto	6,3%	2,3%	-	-	61,8%	54,4%	46,5%	26,8%	19,6%	43,7%	34,4%	57,2%	30,8%	41,2%	37,0%	40,5%	29,2%
CUARTA	3,8%	1,4%	40,3%	30,3%	44,8%	64,7%	33,2%	29,3%	29,4%	33,0%	49,6%	44,5%	46,0%	27,0%	49,6%	33,0%	40,0%
QUINTA	9,3%	3,4%	37,5%	41,7%	46,9%	65,6%	33,4%	28,9%	30,0%	30,1%	49,9%	42,7%	45,8%	28,6%	51,0%	31,7%	41,1%
Gral Pueyrredón	4,1%	1,5%	36,7%	52,1%	48,1%	63,0%	34,6%	27,8%	29,9%	28,3%	47,5%	42,8%	44,8%	30,0%	49,6%	32,3%	39,9%
Resto	5,2%	1,9%	-	-	45,9%	67,6%	32,4%	29,8%	30,2%	31,5%	51,9%	42,6%	46,6%	27,4%	52,3%	31,1%	42,1%
SEXTA	4,7%	1,7%	34,2%	41,7%	40,2%	69,6%	29,2%	33,2%	29,7%	27,8%	51,5%	39,2%	49,2%	25,0%	52,4%	28,5%	43,9%
SÉPTIMA	2,0%	0,7%	38,2%	32,8%	43,1%	64,5%	32,4%	30,5%	29,2%	32,0%	50,6%	42,7%	47,0%	27,7%	50,5%	30,7%	39,9%
CAPITAL (LA PLATA)	4,5%	1,6%	43,9%	36,7%	52,4%	53,4%	39,9%	22,7%	30,1%	32,8%	45,8%	44,2%	43,0%	29,6%	49,6%	29,9%	41,1%

Fuente: 1816 en base a datos oficiales

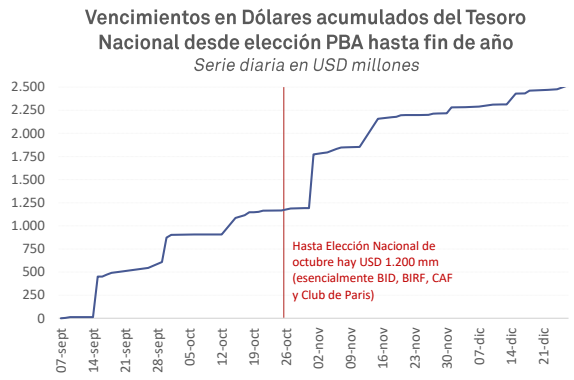
Para uso exclusivo de Zofingen Securities S.A.



Fuente: 1816 en base a diversas fuentes



Fuente: 1816 en base a BCRA

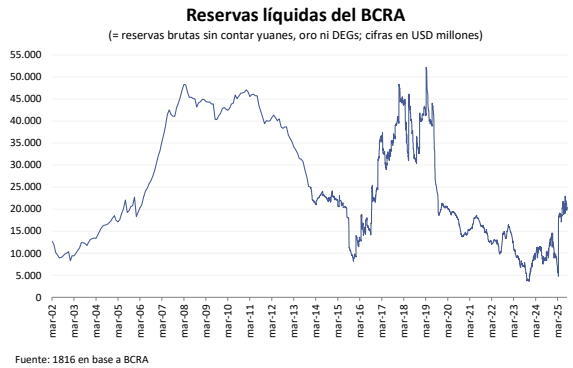


Fuente: 1816 en base a Mecon

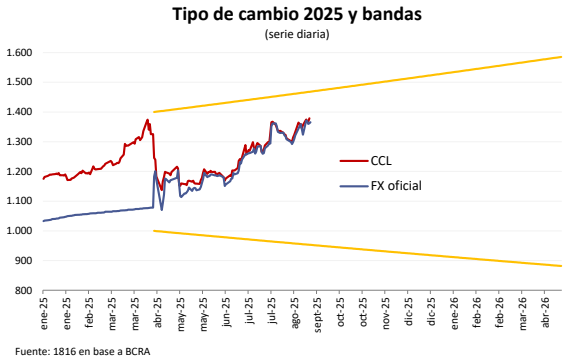
2) PENSAMOS QUE EL MERCADO NO ESPERABA EL "EMPATE TÉCNICO", PERO TAMPOCO UN TRIUNFO TAN AMPLIO DEL PJ, DE MODO QUE DAMOS POR HECHO QUE ESTARÁN PRESIONADOS MUY FUERTE LOS ACTIVOS FINANCIEROS; EL GOBIERNO, QUE ESPERABA OTRO RESULTADO, SE VERÁ OBLIGADO A RECALCULAR. Ya veníamos de semanas muy agitadas, en las que: (i) el tipo de cambio no estaba en el techo de la banda simplemente porque la tasa de interés llegó a ser de 40% en términos reales y porque el Gobierno vendía futuros y spot, y (ii) el riesgo país se había ido a la zona de 900 puntos básicos, pese al contexto positivo para mercados emergentes (ver 1era figura). Es difícil saber exactamente qué resultado estaba metido en los precios de los activos, pero seguramente el mercado no esperaba un desempeño tan bueno del Peronismo como el que vimos. En ese sentido, parece inexorable que tendremos presión sobre el tipo de cambio (ya se ve en el "dólar crypto") y descensos en los precios de bonos y acciones en las próximas horas. **El equipo económico, que según decía el propio Caputo hace unos días, tomaba como dato que el Gobierno iba a tener un gran desempeño electoral ("las elecciones serán muy favorables para LLA"; ver acá), se verá obligado a tomar muchas decisiones difíciles a partir de hoy.**

3) EL PODER DE FUEGO DEL TESORO PARA INTERVENIR EN EL SPOT ES MUY LIMITADO. De los datos oficiales de depósitos en Dólares y en Pesos del Tesoro en el BCRA se desprende que el fisco vendió USD 200 millones el martes y compró USD 34 millones el miércoles. Florencia Donovan, la periodista que anticipó esos dos números vía redes el miércoles (ver acá) informó dos cosas adicionales el viernes; (i) que entre el jueves y el viernes el Tesoro vendió otros USD 339 millones en total (ver acá), y (ii) que las compras que hizo el Tesoro el miércoles (muy llamativas dadas la dinámica del mercado) se explicaron porque el Gobierno le solicitó a una provincia que había colocado deuda en el exterior que le venda divisas ese día (ver nota acá). **Si tomamos las cifras de Donovan de jueves y viernes como válidas, entonces al cierre del viernes al Tesoro le debían quedar depósitos en dólares en el BCRA por unos USD 1.130 millones (ver 2da figura). ¿Eso es lo que puede vender el fisco? No: es que, según datos oficiales, entre mañana 8 de septiembre y el día de las elecciones nacionales del 26 de octubre, el Tesoro enfrenta vencimientos con organismos internacionales (incluyendo el Club de París) por una cifra muy similar (USD 1.165 millones;**

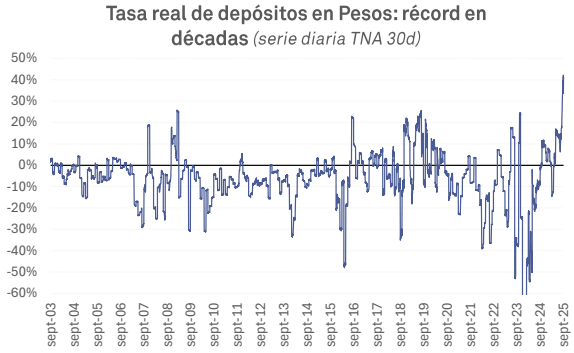
Para uso exclusivo de Zofingen Securities S.A.



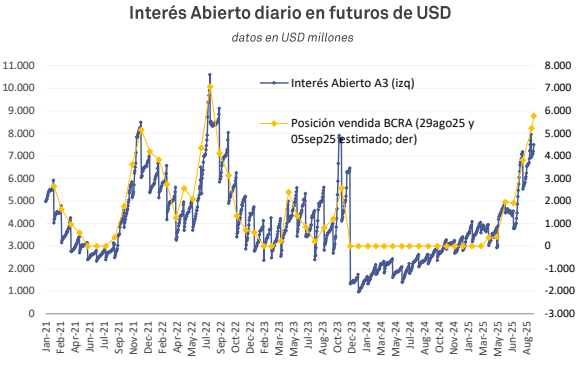
Fuente: 1816 en base a BCRA



Fuente: 1816 en base a BCRA



NOTA: tomamos TAMAR privada recientemente, antes TM20, antes Badlar. Para inflación tomamos IPC de cada mes. Fuente: 1816 en base a BCRA e INDEC

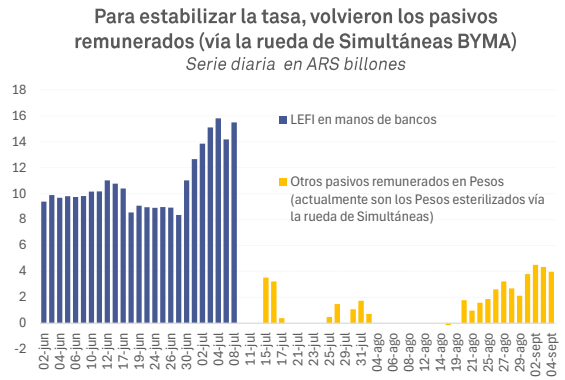


Fuente: 1816 en base a Rofex y MAE

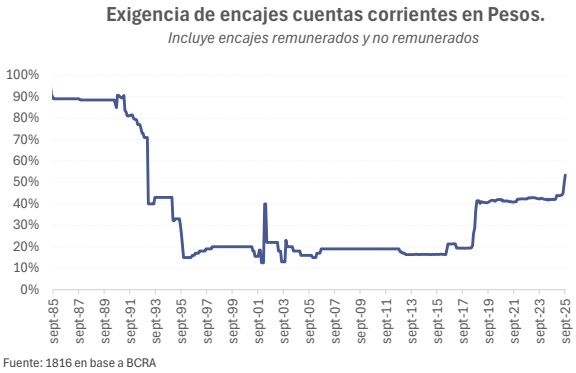
ver figura). En otras palabras, si pensamos al Tesoro como un ente separado del BCRA, entonces salvo que el Mecon reciba en estos dos meses nuevos desembolsos de organismos internacionales, la capacidad del fisco de seguir vendiendo dólares es extremadamente limitada.

4) EL PODER DE FUEGO DEL BCRA ES MUCHÍSIMO MÁS GRANDE Y LA CLAVE SERÁ VER SI EL GOBIERNO ESTÁ DISPUESTO A DEFENDER EL TECHO DE LA BANDA DURANTE 7 SEMANAS O NO. El stock de reservas líquidas, que son básicamente las reservas brutas del BCRA pero sin contar ni la posición en yuanes, en oro o en DEGs, ronda los USD 20.000 millones, como mostramos a la izquierda. Según lo acordado con el Fondo, el BCRA podría empezar a vender dólares en niveles de alrededor de 1.470 y ayer Caputo aclaró por redes post resultado que el esquema no se modificará ("Nada va a cambiar en lo económico. Ni en lo fiscal, ni en lo monetario, ni en lo cambiario"; ver acá). La gran pregunta que se harán todos en el mercado es cuántas divisas estará dispuesto el Gobierno a vender de aquí a las elecciones nacionales del 26 de octubre. El equipo económico también podría subir más las tasas para tentar a los inversores a colocarse en Pesos, aunque lo cierto es que ya las subieron tanto (como mostramos en la 3era figura, la tasa de un plazo fijo en términos reales ya supera cualquier nivel que vimos en las últimas décadas) que no es claro que a esta altura eso influya mucho en la voluntad de los inversores de hacer carry. **Suponemos que al menos en las próximas jornadas continuará creciendo la posición vendida de futuros de Dólar del BCRA, que según nuestros cálculos cerró el viernes en alrededor de USD 5.800 millones (ver 4ta figura). Recordar que A3 permite al Central tener un short agregado de hasta USD 9.000 millones.** Independientemente de que el BCRA defienda o no el techo de la banda, algo muy positivo para tener presente es que al menos en julio y agosto el pass-through fue muy acotado. **¿Podría recalcular totalmente la política cambiaria el Gobierno y verdaderamente dejar flotar sin defender ningún nivel? No puede descartarse del todo, pero implicaría un cambio significativo del equipo económico, que en estos 2 meses reflejó que no se siente cómodo con la volatilidad del FX. El propio Milei en su discurso tras la derrota aclaró que no habría cambios en la política cambiaria.**

Para uso exclusivo de Zofingen Securities S.A.



Fuente: 1816 en base a BCRA



Fuente: 1816 en base a BCRA

5) IMPRESIONES SOBRE LA LICITACIÓN DE ESTA SEMANA. En medio de la decisión cambiaria, el Gobierno deberá anunciar mañana lunes las condiciones de la subasta del miércoles, en la que vencen unos $7,2 billones sin contar las tenencias de BCRA (el número podría ser algo mayor o menor si es que el Central operó la S12S5 en el mercado secundario en las últimas semanas). En las últimas subastas el Gobierno forzó a los bancos a renovar sus tenencias vía subas de encajes y veremos qué hace en esta oportunidad. **Como recientemente el BCRA volvió a emitir pasivos remunerados en Pesos vía la rueda de simultáneas de BYMA** (un promedio de $4,2 billones al día entre lunes y jueves de la semana pasada; ver 1era figura) **no es totalmente evidente que otra vez suban encajes: esta vuelta, si quisiera, el Gobierno podría enfrentar un rollover menor al 100% y luego esterilizar los Pesos vía simultáneas (como hacían antes con las LEFI). En las próximas horas veremos qué decisión toma el equipo económico. No perder de vista que si aumentan encajes en la antesala de la subasta lo que se asegura el Gobierno no es solo que los bancos demanden títulos, sino que los demanden prácticamente a cualquier tasa (porque de lo contrario quedan en rojo en efectivo mínimo).**

6) POLÍTICAMENTE, UN TEMA FUNDAMENTAL A MIRAR LOS PRÓXIMOS DÍAS ES QUÉ HACE LA CÁMARA DE DIPUTADOS CON EL PROYECTO QUE REFORMA LOS DNU. Estos días todos estaremos muy atentos a ver si Diputados decide votar la iniciativa que aprobó la semana pasada el Senado sobre los DNU que, en caso de convertirse en ley, podría complicar mucho al Gobierno de Milei en el segundo tramo de su mandato. **El proyecto aprobado por el Senado lo que dice es que los futuros DNU quedarían sin efecto pasados 90 días desde su emisión, salvo que sean aprobados por ambas cámaras.** Implicaría un cambio sustancial respecto a la situación actual, en la cual los DNU tienen fuerza de ley salvo que ambas cámaras los rechacen (y en la amplia mayoría de los casos ninguna cámara los termina tratando). Nosotros damos por hecho que si esta nueva ley se aprueba, **el Presidente la vetará, de modo que lo importante será ver: (i) con qué porcentaje de votos eventualmente aprueba Diputados (en el Senado la ley se aprobó con el voto afirmativo de 56 senadores, es decir, del 78% de la cámara), dado que con dos tercios de ambas cámaras el Congreso podría bloquear un futuro veto, y (ii) los tiempos en que**

Para uso exclusivo de Zofingen Securities S.A.



Fuente: 1816 en base a diversas fuentes

ocurran las cosas, porque el 10 de diciembre se renuevan los asientos del Poder Legislativo. ¿Cómo serían los pasos? Diputados debería primero aprobar el proyecto, luego Milei tiene 10 días hábiles para eventualmente vetar y luego la Cámara Baja debería votar la insistencia antes del 10D. **El Gobierno hasta aquí fue cortando puentes con muchos sectores políticos, pero la percepción generalizada era que contaba con un fuerte apoyo popular. Veremos cómo se reconfiguran las cosas tras el resultado de ayer.**

7) EL MERCADO ES ANSIOSO Y EMPEZARÁ HOY MISMO A ESPECULAR CON ESCENARIOS POSIBLES DE CARA A LAS PRESIDENCIALES 2027. En ese sentido, es útil tener presente que **las últimas 4 elecciones de medio término fueron malas predictoras del resultado de las siguientes elecciones presidenciales: (i) después del triunfo de De Narváez a Nestor Kirchner en PBA en 2009, CFK sacó el 54% en 2011, (ii) después del triunfo de Massa a Insaurralde en 2013, Macri ganó las presidenciales en 2015 (en una elección en la que Massa salió tercero), (iii) después del triunfo de Esteban Bullrich a CFK en 2017, AF ganó en 1era vuelta en 2019 y CFK volvió al poder, y (iv) después del triunfo de Santilli (de JxC) a Tolosa Paz en 2021, Milei triunfó en las presidenciales de 2023 (y JxC terminó tercero). A raíz de lo de hoy indudablemente el mercado ajustará fuerte hacia abajo la probabilidad implícita de que Milei sea reelecto en 2027: veremos si empieza a meter en precios una chance alta de regreso al poder del Peronismo de izquierda (Kicillof fue claramente el gran ganador de la jornada, por ser el artífice del desdoblamiento pese a la oposición de CFK) o asigna chances a que surja una tercera alternativa, más vinculada con los gobernadores de "centro". El riesgo país de 900 puntos era un promedio ponderado de distintos escenarios políticos, entre los cuales había uno, al cual el mercado le asignaba una probabilidad relativamente alta, que era el de un Milei que estaba (y seguía) firme. Veremos en las próximas semanas dónde está el nuevo equilibrio.**

Para uso exclusivo de Zofingen Securities S.A.

1816

ECONOMÍA | ESTRATEGIA

DISCLAIMER

El contenido del presente informe está basado en información pública que 1816 considera confiable, pero no necesariamente exenta de errores y/u omisiones. 1816 no asume ningún tipo de responsabilidad por el uso de los datos provistos en el presente reporte, por parte de clientes o terceros.

Está prohibida la distribución de este reporte sin el expreso consentimiento de 1816.

Para comentarios, consultas o sugerencias publicados por favor contactarse a research@1816.com.ar