1816
ECONOMÍA | ESTRATEGIA

04 de septiembre de 2025

INFORME ESPECIAL

# LA PRIMERA GRAN PRUEBA


**Adrián Rozanski, CFA**
Director

**Mariano Skladnik, CFA**
Director

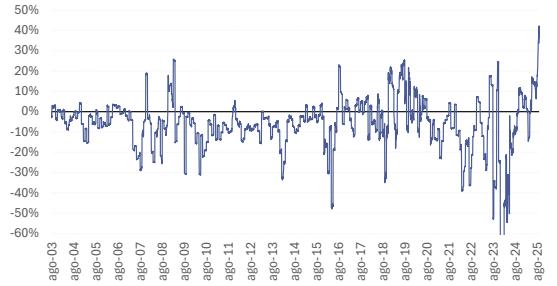
**Martín Defilippo**
Director

**Gustavo Cerezo**
Economista


**Precio histórico ADR GGAL**
*Serie diaria*

Fuente: 1816 en base a Nasdaq

**Tasa real de depósitos en Pesos: récord en décadas** *(serie diaria TNA 30d)*



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

**Exigencia de encajes cuentas corrientes en Pesos.**
*Incluye encajes remunerados y no remunerados*

Fuente: 1816 en base a BCRA

**1) El resultado de la elección de este domingo en PBA es difícil de anticipar por varias razones: (i) porque hay encuestas de todo tipo** (ejemplos extremos: Isasi-Burdman dicen que La Libertad Avanza ganaría en la Tercera Sección Electoral, bastión histórico del peronismo, mientras que Opina Argentina le dijo a Clarín hace unos días que tiene al PJ arriba incluso en la Primera Sección; ver notas acá y acá), **(ii) porque no hay antecedentes en las últimas décadas de elecciones en PBA separadas de las nacionales** (lo que implica, entre otras cosas, que nadie sabe cuánta gente irá a votar), **y (iii) porque en las últimas dos semanas estalló el escándalo de los audios**, cuyas consecuencias en términos de opinión pública son difíciles de precisar. Pese a que en la elección de este domingo en PBA se eligen cargos para la legislatura bonaerense (irrelevantes en términos prácticos para la política económica de Milei) y compiten candidatos en general poco conocidos a nivel nacional, por diversas razones los comicios quedaron instalados como un evento clave para el futuro del Gobierno (y del país). Dado el siempre presente antecedente de las PASO 2019 (que en pocas horas destruyó el valor de los activos argentinos), **el mercado, ante la duda, eligió cubrirse en las últimas jornadas**, en las que bonos y acciones operaron muy débiles (ver 1era figura).

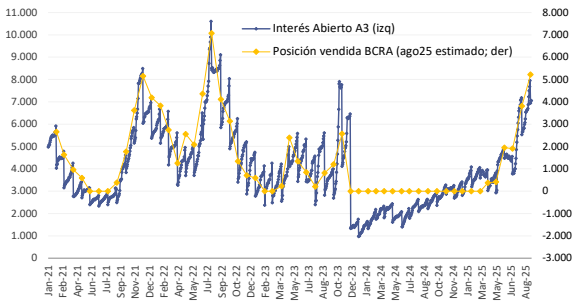
**2) En estos últimos 2 meses el Gobierno demostró estar dispuesto a todo para mantener la estabilidad cambiaria en el período electoral y veremos pronto si valió la pena o no.** La tasa de interés real alcanzó su nivel más alto en más de 20 años (ver 2da figura), los encajes bancarios se fueron a niveles no vistos en más de 30 años (ver 3era figura), la posición vendida del BCRA en futuros de dólar aumentó hasta valores inéditos desde 2022 (ver 1era figura en próxima página) y el Tesoro vendió dólares en el mercado spot por primera vez desde que se firmó el acuerdo con el FMI. Respecto a esto último, el Mecon ya había vendido dólares en el mercado durante agosto (ver nuestro Informe Especial del viernes pasado acá), pero ahora Quirno oficializó que podría ser una práctica habitual en el futuro inmediato (tener presente que el fisco tenía este lunes USD 1.700 millones depositados en el BCRA; ver figura). **La política económica tan enfocada en lo**



Para uso exclusivo de Zofingen Securities S.A.

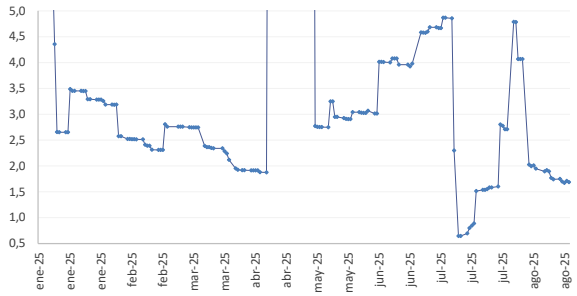
Interés Abierto diario en futuros de USD

*datos en USD millones*




Fuente: 1816 en base a Rofex y MAE

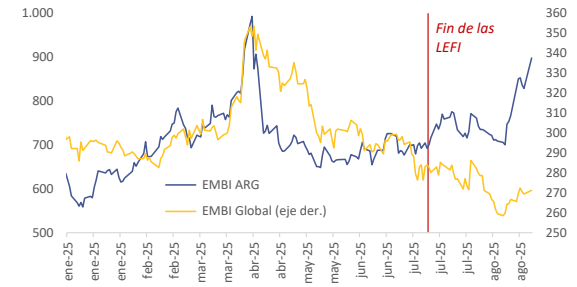
Stock diario de depósitos en moneda extranjera del Gobierno en el BCRA *(en USD miles de millones)*



Fuente: 1816 en base a BCRA

Spread de riesgo soberano en 2025

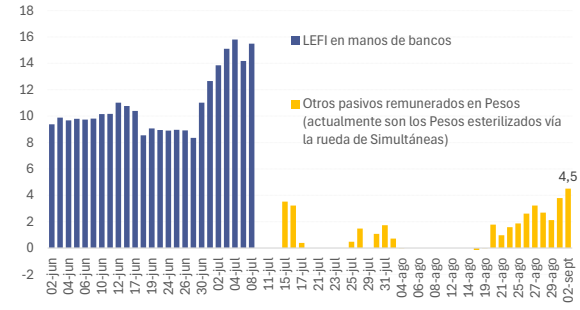
*Serie diaria en bps*




Fuente: 1816 en base a diversas fuentes

Para estabilizar la tasa, volvieron los pasivos remunerados (vía la rueda de Simultáneas BYMA)

*Serie diaria en ARS billones*




Fuente: 1816 en base a BCRA

**electoral no será gratis y el propio Milei lo ha reconocido públicamente: la actividad económica ya venía estancada en el primer semestre de 2025 (el nivel desestacionalizado del EMAE de junio estaba por debajo del de diciembre 2024) y nos sorprendería enormemente que no haya un descenso relevante del PBI en el 3T25 con respecto al 2T25.**

**3) Una buena performance electoral del oficialismo pareciera ser condición necesaria para que la situación financiera se calme un poco.** El riesgo país actual, en torno a los 900 puntos, es un promedio ponderado de distintos escenarios políticos, de modo que una buena elección del Gobierno en la Provincia (algo que se parezca a un empate) debería impactar positivamente en los bonos (y lo contrario también es cierto). **Dicho lo anterior, repetimos que, en nuestra opinión, no todo el mal desempeño de la deuda de los últimos meses puede atribuirse a la dinámica política. Hace un mes, cuando todas las encuestas eran favorables al oficialismo y el escándalo de los audios no había estallado, los títulos argentinos también mostraban debilidad relativa, como mostramos en la 3era figura.** ¿Por qué? Pensamos que por la decisión del Ejecutivo de poner en un segundo plano el objetivo de acumular reservas y por la salida de las LEFI, que generó una volatilidad excesiva en el mercado local. **En ese sentido, nuestra opinión es que, independientemente de los resultados electorales de septiembre y octubre, post comicios veremos modificaciones tanto en la política cambiaria** (donde prevemos un esfuerzo más decidido en acumular reservas) **como en la política monetaria.**

4) Habiendo pasado casi dos meses desde el final de las LEFI, **esta es la tercera semana seguida en la que el BCRA estuvo fijando todos los días una tasa de interés a 1 día (vía la rueda de simultáneas de BYMA), volviendo a un esquema más tradicional de política monetaria, en el que el Central establece una tasa de interés y la base monetaria se vuelve endógena. Como mostramos en la 4ta figura a la izquierda, el stock de "Otros" pasivos remunerados en Pesos (que hoy son esencialmente los Pesos que esterilizan vía simultáneas) alcanzó los $4,5 billones este martes, siendo un porcentaje relevante de lo que eran las LEFI hace dos meses.** Post comicios suponemos que vía simultáneas u otro instrumento el Gobierno seguirá fijando una tasa de interés considerando lo excesivamente volátil que fue toda la dinámica financiera



Para uso exclusivo de Zofingen Securities S.A.

durante el período en que las que la tasa overnight no tenía ni piso ni techo (en las últimas semanas, con el cambio de actitud del Central, la volatilidad de tasas fue mucho más acotada). **Una de las consecuencias de que el BCRA haya aceptado volver a emitir montos relevantes de pasivos remunerados en Pesos es que se vuelve menos indispensable seguir aumentando encajes en cada licitación del Tesoro (sencillamente podría haber rollover menor al 100% y que el Central esterilice los Pesos impresos).** La semana que viene, post elecciones de PBA, el Mecon enfrenta vencimientos de la S12S5 por unos $7,2 billones (sin contar las tenencias BCRA) y veremos si vuelven a modificar las normas de efectivo mínimo o no.

**5) Quirno aclaró ayer que la actual política económica (que implica, entre otras cosas, tasas muy altas e intervención en el FX) durará hasta las elecciones de fin de octubre, de modo que -salvo resultados extremos este domingo- hay que prepararse para que en las próximas 7 semanas la economía continúe deteriorándose (en términos de actividad económica, nivel de reservas, etc). Un riesgo claro de esta estrategia, que el Gobierno parece dispuesto a asumir, es que las cosas se deterioren tanto en estos meses que, incluso con un buen resultado para el oficialismo, post elecciones los bonos queden cotizando en niveles que dificulten mucho imaginar el rollover de los vencimientos de deuda externa en un futuro previsible.**



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