

8 de septiembre de 2025

# Strategic data

ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

## Fuerte revés electoral: puntos clave sobre los próximos pasos de LLA

Una vez más, ni siquiera el encuestador menos optimista se acercó al resultado de ayer, lo que demuestra que medir el humor del conurbano es una tarea prácticamente imposible. Siendo honestos, el mercado también se equivocó. A pesar de la reciente debilidad de precios, este 'riesgo de cola' no estaba priceado. Por este motivo, **esperamos un tono fuertemente pesimista en todos los activos argentinos a lo largo de la jornada**. Seguir creyendo que estas elecciones no serán un evento relevante ya no es opción. Aunque no se trate de las legislativas nacionales, las consecuencias negativas de esta dura derrota para el oficialismo reavivan el fantasma de un regreso del kirchnerismo, que hasta ahora parecía guardado bajo llave. En las últimas semanas pensábamos que el punto más positivo en la política argentina era que, a pesar de las dificultades del oficialismo, del otro lado de la vereda la oposición parecía desarmada. Hoy, tras el sorpresivo resultado del domingo, esa percepción se desvaneció. Aún con todas sus internas, los kirchneristas parecen haberse vuelto a encarrilar, poniendo en marcha todo su aparato a su favor (gran trabajo de los intendentes peronistas, que gobiernan alrededor del 75% de la población de la provincia). Lejos de ser dramáticos, el partido no termina hasta el pitazo final, pero se requieren cambios importantes en la estrategia política del oficialismo para mantener sus chances de cara a las legislativas y evitar que regresen las vibras del 2019.

Fuerza Patria (Kirchnerismo) gana						LLA + Pro gana
Brecha > 10pts	Brecha: 7-10 pts	Brecha: 5-7 pts	Brecha = 5 pts	Brecha 3-5 pts	Brecha 0-3 pts	Brecha: 0 pts – Diferencia mayor
Escenario extremo (Bearish)	Bearish	Levemente Bearish	Expectativa del mercado	Levemente Bullish	Bullish	Escenario extremo (Bullish)

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### 1.- Trackeando la derrota de principio a fin

Pasando a los resultados, LLA logró victorias únicamente en dos de las ocho secciones (la cuarta y la sexta). Del otro lado, Fuerza Patria (FP), la coalición peronista, se impuso en las seis restantes y, en muchos casos, por amplios márgenes. Más importante aún, FP superó a LLA en la primera y la tercera sección, que en conjunto representan el 71,2% del padrón, por 10,6 puntos y 25,5 puntos, respectivamente. En el total, FP alcanzó el 47,28% de los votos frente al 33,71% de LLA, lo que implica una diferencia decisiva de 13,57pp (muy por encima del rango estimado de -3/-7 puntos).

Diputados y Senadores Provinciales						
	Porcentaje de votos			votos		
	FP	LLA	Otros	FP	LLA	Otros
Total provincia	47,28%	33,71%	19,01%	3.820.119	2.723.710	-6.543.829

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Senadores Provinciales						
	Porcentaje de votos			Bancas		
	FP	LLA	Otros	FP	LLA	Otros
Primera sección	47,49%	36,88%	15,63%	5	3	0
Cuarta sección	40,34%	30,30%	29,36%	3	2	2
Quinta sección	37,47%	42,04%	20,49%	2	3	0
Séptima sección	38,23%	32,84%	28,93%	3	0	0

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Diputados Provinciales						
	Porcentaje de votos			Bancas		
	FP	LLA	Otros	FP	LLA	Otros
Segunda sección	35,32%	29,79%	34,89%	4	4	3
Tercera sección	53,97%	28,43%	17,60%	10	6	2
Sexta sección	34,15%	41,75%	24,10%	4	5	2
La Plata	44,09%	36,49%	19,42%	3	3	0

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## 2.- Dejen que el esquema cambiario haga su trabajo

El equipo económico debe estar preparado para una fuerte caída en la demanda real de dinero y sus respectivas consecuencias. Todos los portales cripto están señalando que el FX/CCL estará demandado desde el arranque de hoy. Desde nuestro punto de vista, subir los encajes y permitir que el tipo de cambio suba hasta el límite superior de las bandas es la mejor opción dentro de sus alternativas. El tuit de Caputo reforzó nuestra postura. Es probable que el BCRA deje que el peso se deslice alrededor de un 8,5% hacia la banda superior desde el cierre del viernes (\$1.355). Cualquier otra cosa sería una mala señal, ya que intervenir demasiado temprano sería desperdiciar munición valiosa. El equipo económico debería utilizar la banda superior como una especie de “test” durante un par de ruedas, monitoreando cómo reacciona el mercado. Si la dinámica resulta insuficiente, hay una probabilidad razonable de que se mueva la propia banda, aunque no sin la bendición del FMI. Después de todo, el acuerdo exige que el BCRA venda en la banda superior, pero esas reglas están sujetas a cambios negociados, como vimos tras la primera revisión.

### El límite superior de la banda parece ajustado en términos históricos (para un mercado en turbulencia)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En tanto, incluso bajo un buen desempeño del oficialismo en las elecciones de medio término, el límite superior de \$1.470 lucía exigente en el largo plazo para una economía que requería fuertes flujos de capital para sostener el probable déficit de cuenta corriente a ese nivel de tipo de cambio, y las exigente metas de acumulación de reservas (en torno a US\$12.000 millones). Ahora que ocurrió el cisne negro, la sostenibilidad de la banda superior en estos niveles luce más desafiante que nunca, dado que está lejos de ser un tipo de cambio de “over shooting”. Como referencia, el promedio histórico del TCR real entre enero de 1997 y agosto de 2025 se ubica en \$1.618 en pesos de hoy. En cuanto al traumático episodio de las PASO 2019, JxC llegó a la elección con un TCR de \$1.600, y el

triunfo de AF disparó una corrida cambiaria hasta \$2.000, forzando la reimplantación del cepo 14 días después de la elección. Reconocemos que la situación actual es diferente, dado que la administración Milei aún tiene 2 años por delante para cambiar el rumbo. Sin embargo, el desafío es sostener el techo actual de la banda en un contexto de un Kirchnerismo competitivo electoralmente.

**Aferrarse al plan económico: mantener la banda superior y subir los encajes**

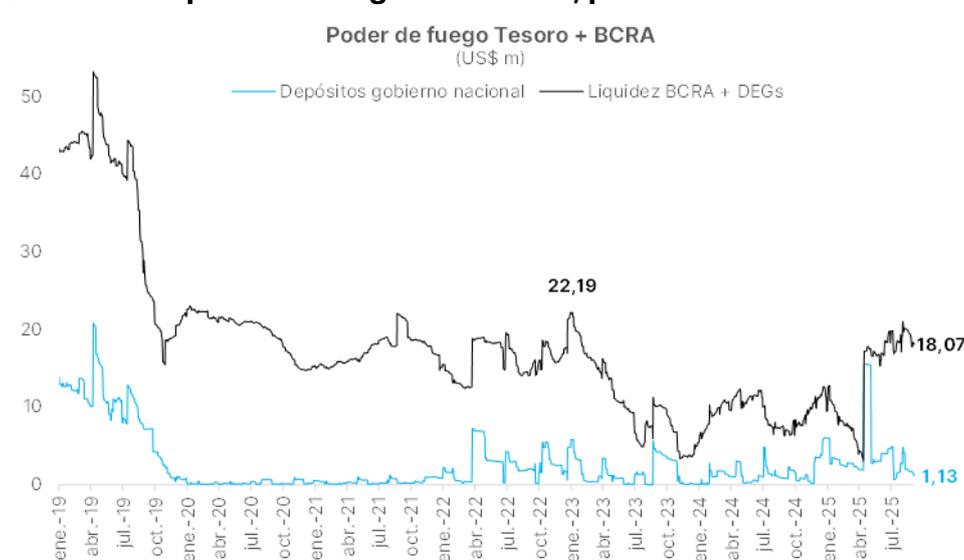


Fuente: X Social Media

**3.- ¿Qué poder de fuego posee el BCRA?**

Tras vender un estimado de US\$520 millones en el mercado cambiario la semana pasada, el Tesoro habría finalizado con aproximadamente US\$1.130 millones depositados en el BCRA. Con una caída tan abrupta en la demanda de dinero, será el propio BCRA el que deba intervenir para demostrar su fortaleza en el límite superior de \$1.470. Estimamos que al 3 de septiembre las reservas líquidas (definidas como la suma de efectivo, tenencias de Treasuries de EE.UU. y DEG) se ubicaban en US\$18.280 millones. Asimismo, considerando el rojo de US\$339 millones del jueves y viernes, esta cifra podría reducirse a US\$18.070 millones hoy (una parte del drenaje se mantiene como liquidez o encajes). De cara a las 34 ruedas hasta el 26 de octubre, vale destacar que Argentina debe pagar US\$1.250 millones a organismo internacionales y US\$860 millones al FMI (en la primera semana de noviembre). Aún más importante, US\$13.200 millones de la liquidez del BCRA corresponden a encajes de depósitos en dólares, lo que reduce significativamente el poder de fuego “efectivo” a aproximadamente US\$5.000 millones. Si bien el BCRA cuenta con una posición en oro relevante (alrededor de US\$7.000 millones) desprenderse de este activo podría interpretarse más como una señal de debilidad que de fortaleza.

**El poder de fuego es decente, pero no ilimitado**



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Esta gestión del Banco Central supo mantener una posición de liquidez extremadamente ajustada, entre US\$3.000 y US\$4.000 millones, en la primera quincena de 2025. Pero aquello ocurrió en la antesala del acuerdo con el FMI (que luego desembolsó US\$14.000 millones) y sin el kirchnerismo

como fuerza política más competitiva en el horizonte. A modo de referencia, tras las PASO de 2019 (sabemos que la situación actual no llegó al “punto de no retorno” como aquella vez), el dólar saltó 30% y el BCRA vendió US\$2.040 millones en las 14 ruedas posteriores hasta la reimposición de los controles de capital. En ese lapso, las reservas líquidas del BCRA se desplomaron en US\$10.200 millones, desde US\$39.300 millones a US\$29.200 millones, principalmente debido a los masivos retiros de depósitos en dólares que afectaron los encajes (caída de US\$4.860 millones).

#### 4.- Subir encajes para absorber liquidez:

La idea que circula en algunos ámbitos es que las autoridades podrían comenzar a rescatar bonos en pesos para apuntalar las curvas en pesos, pero nos parece contraproducente en el actual contexto de caída en la demanda real de dinero. La única manera de fortalecerla es obligando al sistema bancario a aumentar su posición en títulos públicos. El BCRA aprovecharía el anuncio de la próxima licitación (miércoles) para elevar los encajes y ajustar la parte integrable con títulos públicos. Considerando que el apetito de los agentes privados no financieros por instrumentos en pesos se desvanecerá, el ratio de rollover se verá más tensionado, lo que implica que se necesitará un aumento mayor en el requerimiento de encajes. El Tesoro enfrenta pagos por AR\$17 billones, de los cuales unos AR\$6,4 billones están en manos privadas. Nuestra estimación se ubica en torno a un **aumento de +5 puntos en el encaje total sobre depósitos** para capturar la liquidez mencionada. Sin embargo, cada decisión que tienda hacia un endurecimiento del marco monetario complicará aún más el resultado de las elecciones de medio término. A esta altura, es probable que elijan mantener la “nominalidad” lo más estable posible, aunque a costa de continuar frenando la actividad.

#### 5.- Es momento de un giro político: ¿vuelve a entrar Santiago Caputo?

Más allá de que no se trata de elecciones presidenciales, y de que el partido legislativo más importante se jugará el 26 de octubre, está clarísimo que no hay tiempo que perder. También necesitan enviar una señal de cambio en la estrategia política. El reciente traspasé debería servir como llamado de atención para moderar la postura más dura y tender puentes con los gobernadores. Caer en la desesperación solo empeoraría las cosas, y en ese sentido, el discurso del presidente fue en la dirección opuesta. Al mismo tiempo, **devolver a Santiago Caputo al centro de la escena parece el camino correcto**. Vale recordar que Caputo y Karina Milei han estado enfrentados ferozmente por sus distintas visiones respecto a la estrategia electoral nacional. Mientras el joven líder del equipo político de Milei impulsaba evitar confrontaciones significativas con los gobernadores y competir únicamente en provincias donde estaban completamente seguros de ganar, Karina, asesorada por los primos Menem, buscaba construir rápidamente un partido de alcance nacional sin importar el costo. La elección del último camino derivó en choques con prácticamente todos los gobernadores moderados, lo que tuvo como consecuencia la derrota en cada votación reciente en el Congreso (incluyendo la reversión de vetos presidenciales). La derrota de ayer es otra consecuencia de esta estrategia. Desde esa perspectiva, Caputo aparece como uno de los grandes ganadores de este domingo.

#### 6.- Poniendo en precios el resultado negativo

Más allá de la presión cambiaria esperada, los instrumentos en moneda dura de Argentina están *priceando* un escenario peor al anticipado, con caídas del 8/10,5% según el *pre-market*. Estos precios se traducen en una ampliación de +360/430 puntos básicos en los rendimientos de la parte corta de la curva, y de 120/190 pbs en los más largos (35/38/41/46s). Dejando de lado las PASO de 2019, cuando Alberto Fernández sorprendió derrotando a Macri con una victoria irremontable, en las últimas elecciones desfavorables para los partidos pro-mercado, el EMBI+ Argentina (“neteadó” del propio EMBI+) saltó entre 120/180 pbs. Nuestro *view* sobre si conviene recortar posiciones o

redoblar la apuesta depende de la reacción en estas primeras ruedas y, especialmente, de la dinámica cambiaria. Si el BCRA comienza a vender reservas en niveles observar bajas mayores.

### EMBI+ Argentina y Reacción del Spread Legislativo en Elecciones Pasadas

Elección	Fecha	Fuerza Ganadora	EMBI+ Argentina			EMBI+		Spread por Legislación		
			Semana antes	Pre-Elección	Semana después	Pre-Elección	Semana después	Semana antes	Pre-Elección	Semana después
PASO	11-08-13	Frente Para la Victoria	-65	1036	-19	338	-4	62	-157	-64
Generales	27-10-13	Frente Para la Victoria	40	891	-67	326	4	-112	-283	-11
PASO	09-08-15	Frente Para la Victoria	-23	592	-18	418	0	4	143	14
Generales	25-10-15	Frente Para la Victoria	-34	542	-53	394	-2	8	165	-18
Balotaje	22-11-15	Cambios	-26	470	21	376	9	21	142	31
PASO	13-08-17	Cambios	-3	444	-34	344	-8	6	9	-6
Generales	22-10-17	Cambios	1	349	6	316	3	-4	1	3
<b>PASO</b>	<b>11-08-19</b>	<b>Frente de Todos</b>	<b>43</b>	<b>872</b>	<b>781</b>	<b>440</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>89</b>	<b>112</b>
<b>Generales</b>	<b>27-10-19</b>	<b>Frente de Todos</b>	<b>98</b>	<b>2.146</b>	<b>129</b>	<b>363</b>	<b>8</b>	<b>-25</b>	<b>377</b>	<b>-88</b>
PASO	12-09-21	Juntos por el Cambio	52	1538	-26	355	3	-5	151	-6
Generales	14-11-21	Juntos por el Cambio	9	1734	16	372	5	-52	197	68
<b>PASO</b>	<b>13-08-23</b>	<b>La Libertad Avanza</b>	<b>-99</b>	<b>1.917</b>	<b>201</b>	<b>336</b>	<b>22</b>	<b>-57</b>	<b>457</b>	<b>-12</b>
<b>Generales</b>	<b>22-10-23</b>	<b>Unión por la Patria</b>	<b>-93</b>	<b>2.416</b>	<b>145</b>	<b>379</b>	<b>-3</b>	<b>131</b>	<b>699</b>	<b>-145</b>
Balotaje	19-11-23	La Libertad Avanza	-60	2416	-458	357	-15	37	665	-324
<b>Legislativa PBA</b>	<b>07-09-25</b>	<b>Unión por la Patria</b>	<b>72</b>	<b>901</b>	<b>??</b>	<b>272</b>	<b>??</b>	<b>71</b>	<b>200</b>	<b>??</b>

*Nivel Pre-Electoral se refiere a la última rueda de negociación antes de la elección.*

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## NUESTRO EQUIPO

**Pedro Siaba Serrate**

Head of Research & Strategy  
[psiabaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psiabaserrate@portfoliopersonal.com)

**Pedro Morini**

Strategy Team Leader  
[pmorini@portfoliopersonal.com](mailto:pmorini@portfoliopersonal.com)

**Natalia Denise Martin**

Analyst  
[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)

**Martín Cordeviola**

Analyst  
[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)

**Emiliano Anselmi**

Chief Economist  
[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

**María Solana Cucher Fajans**

Economist  
[mcucher@portfoliopersonal.com](mailto:mcucher@portfoliopersonal.com)

**Diego Ilan Méndez, CFA**

Corporate Credit Team Leader  
[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

**Lautaro Casasco Herrera**

Analyst  
[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)

**Lucas Caldi**

Research Asset Management  
[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

**Lucas Delaney**

Intern  
[ldelaney@portfoliopersonal.com](mailto:ldelaney@portfoliopersonal.com)

[www.portfoliopersonal.com](http://www.portfoliopersonal.com)

✉ [consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

☎ 0800 345 7599

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV. |