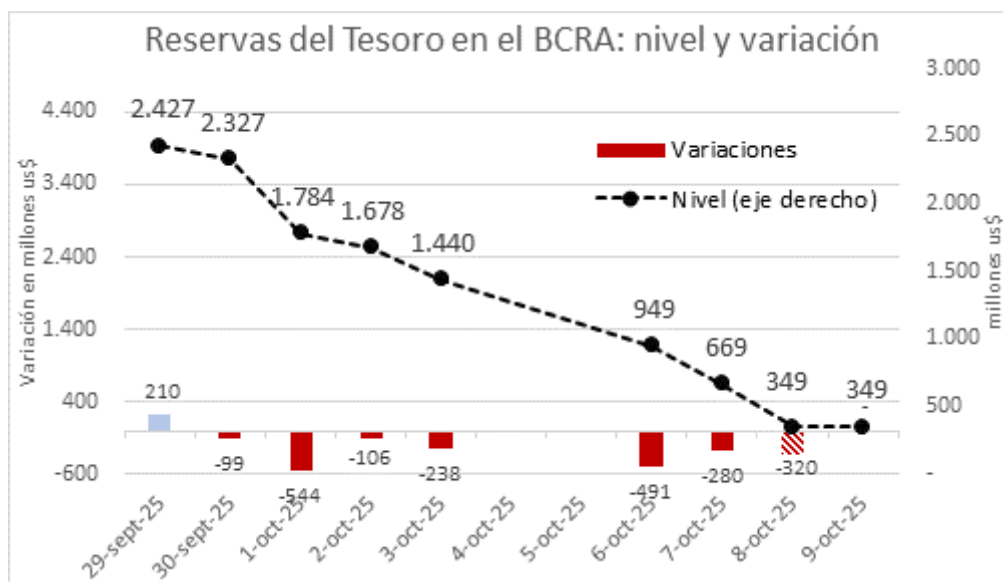


DE CARA A LAS ELECCIONES DEL 26 DE OCTUBRE

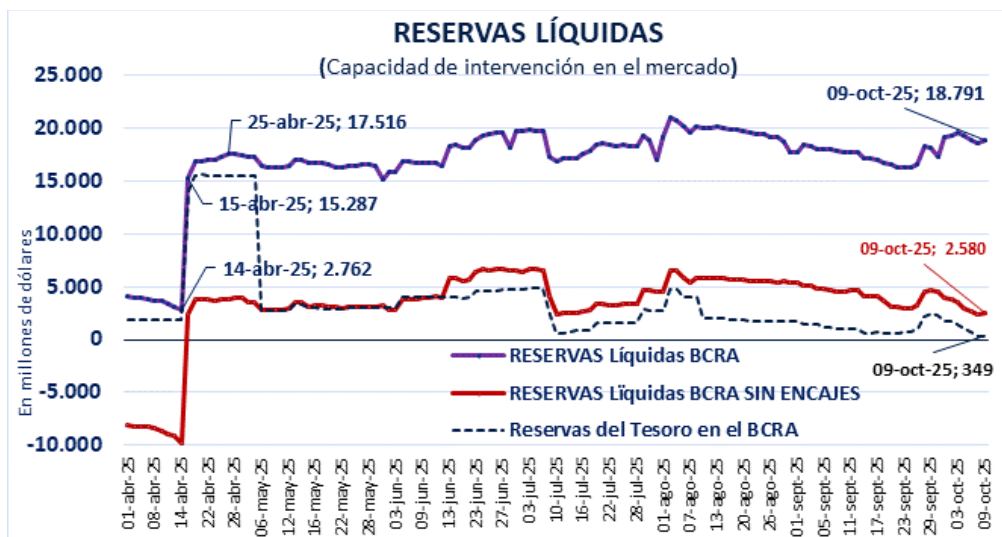
Una movida inédita.

La confirmación del swap del Tesoro de los Estados Unidos juntamente con la intervención del propio Tesoro en el mercado cambiario revirtió la tendencia negativa de los mercados hacia el cierre de la semana. Las presiones sobre el tipo de cambio venían in crescendo particularmente a partir del lunes 29 de septiembre cuando se diluía el efecto de la reducción temporaria de retenciones y el campo liquidaba menos divisas. Desde entonces las reservas del Tesoro argentino en el BCRA acumularon una pérdida de más de us\$ 2.400 millones, quedando el último jueves 9 (últimos dos datos estimados) con aproximadamente sólo us\$ 350 millones como primera defensa del tipo de cambio, antes de que el oficial toque nuevamente el techo de la banda y el BCRA tenga que volver a vender divisas.



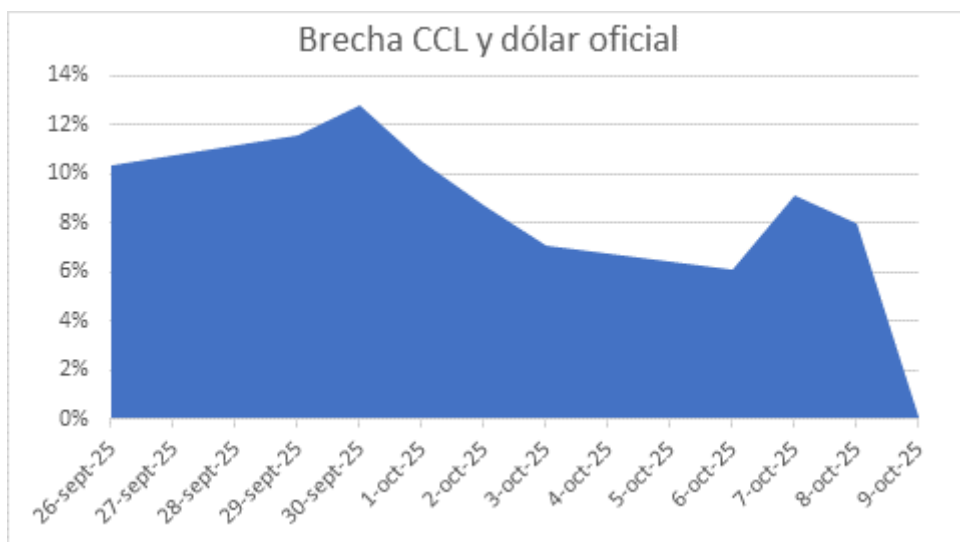
Que el BCRA cuente con casi us\$19.000 millones de reservas líquidas (reservas brutas menos SEDESA menos oro – swap chino neto de activación) ya no disuadía a un mercado en el cual aumentaba la expectativa de depreciación. Esto sucedió a partir de la catastrófica derrota en las elecciones de la provincia de Buenos Aires. Cuando observamos las reservas líquidas, pero netas de encajes de los depósitos en dólares en los bancos encontramos que en las últimas jornadas disminuyeron como contracara del aumento en la presión cambiaria: las personas físicas compraron divisas, pero las depositaron mayormente en el sistema bancario, aumentando de esta manera los encajes en el BCRA. En consecuencia, las reservas netas de encajes disminuyeron.

INFORME MACRO – 13 DE OCTUBRE DE 2025



Por último, están las reservas que el Tesoro tiene en el BCRA, que son las que están directamente asociadas a la capacidad de pago de los próximos vencimientos de deuda externa con privados (los bonos). La disminución de estas últimas pareciera haber dominado la escena. La creciente expectativa de devaluación quedó visible en la ampliación de las brechas entre los tipos de cambio financieros y el oficial.

Si bien faltan precisiones sobre los detalles la confirmación del swap del Tesoro norteamericano por us\$ 20.000 millones y, particularmente, la inédita compra de pesos por parte de este disipa el escenario de equilibrios múltiples y aminora la virulencia de ataques especulativos que venía dominando la escena hasta el jueves 9 de octubre. Por lo pronto, los mercados se recuperaron y la brecha se redujo hasta prácticamente desaparecer.



Modelo de crisis cambiaria: intervención y cambio de expectativas.

En la literatura de modelos de crisis cambiarias, se llaman modelos de segunda generación (Obstfeld 1996) a aquellos en que se presentan equilibrios múltiples, en los cuales se pueden

INFORME MACRO – 13 DE OCTUBRE DE 2025

dar escenarios alternativos dependiendo de las expectativas del mercado. En un primer escenario, el “bueno”, no hay expectativas de devaluación, no se produce ataque especulativo alguno, y no hay ajuste en mercado cambiario. En un segundo escenario, el “malo”, crecen expectativas de devaluación, hay ataque especulativo, y finalmente se produce el salto cambiario. Cabe aclarar que la crisis cambiaria se puede desatar por más que los fundamentos de la economía sean sólidos; si el ataque especulativo sobre la moneda se produce porque algunos participantes del mercado simplemente creen que los otros piensan que se va a producir una devaluación, entonces la devaluación se produce, en lo que llaman profecía autocumplida. Pasar de un equilibrio bueno a uno malo se explica por un simple cambio de expectativas, que en principio son independientes de los *fundamentals* de la economía. No obstante, las expectativas pueden revisarse abruptamente a partir de novedades (*news*) que afectan a la economía y que pueden ser de diversa índole: fragilidades de la propia económica (salto inflacionario, aumento en el déficit fiscal o de cuenta corriente, etc), factores económicos exógenos (fuerte reversión de términos de intercambio o de flujos de capitales porque suben las tasas de interés internacionales), o diversos factores de índole política. Una modelación de este tipo parece describir adecuadamente la situación del mercado cambiario argentino en las últimas jornadas.

La principal novedad fue la catastrófica derrota en las elecciones del 7 de septiembre en la provincia de Buenos Aires, sorpresiva por su magnitud dado que el mercado esperaba una diferencia de 5 puntos cuando en realidad fueron 14. Para constatarlo revisamos una serie bastante amplia de variables económicas (reservas del BCRA, tipo de cambio real, resultado fiscal, resultado comercio exterior, pobreza, PIB, inflación), comparando la situación actual, previa a las elecciones de la provincia de Buenos Aires, con cuatro momentos difíciles recientes correspondientes a gobiernos no Kirchneristas: 1) previo a la asunción del gobierno de Macri (dic-2015), 2) previo a la asunción del gobierno de Milei (dic-2023), 3) previo a la crisis cambiaria del gobierno de Macri (abril 2018), 4) previo al establecimiento del régimen de bandas cambiarias (abril 2025).

En primera instancia visualizamos que los *fundamentals* económicos no se encontraban peores que en los otros momentos económicos difíciles, correspondientes con gobiernos no Kirchneristas. Por el contrario, en términos relativos la situación reciente luce mucho más confortable abonando a la hipótesis del modelo de crisis cambiaria con equilibrios múltiples, según el cual el disparador principal podría ser el catastrófico resultado electoral.

INFORME MACRO – 13 DE OCTUBRE DE 2025

	Previo gobierno de Macri		Previo gobierno de Milei		Previo crisis cambiaria 2018		Previo al régimen bandas		Previo a las elecciones Pcia Bs As.	
Reservas BCRA en us\$ millones										
Reservas brutas BCRA	15-dic-15	24290	12-dic-23	25225	26/4/2018	58401	10-abr-25	24704	5-sept-25	40531
Indice de Tipo de cambio real base 17 dic-2015=100:										
Multilateral (BCRA)	15-dic-15	73,6	12-dic-23	74,5	26/4/2018	91,4	10-abr-25	78,8	5-sept-25	96,3
Real brasileño (BCRA)	15-dic-15	73,3	12-dic-23	75,5	26/4/2018	99,7	10-abr-25	73,2	5-sept-25	92,8
Dólar estadounidense (BCRA)	15-dic-15	73,4	12-dic-23	74,4	26/4/2018	84,9	10-abr-25	92,1	5-sept-25	107,0
Resultado fiscal en \$ billones de ago-25:										
Resultado Primario (Secretaría de Hacienda)	dic-15	-5,386	dic-23	-5,212	abr-18	-0,700	abr-25	0,906	ago-25	1,557
Comercio en us\$ millones (sin estacionalidad):										
Exportaciones sin estacionalidad (INDEC)	dic-15	3771	dic-23	5335	abr-18	5206	abr-25	6487	ago-25	7431
Importaciones sin estacionalidad (INDEC)	dic-15	4821	dic-23	5068	abr-18	6309	abr-25	6352	ago-25	6183
Saldo comercial sin estacionalidad (INDEC)	dic-15	-1050	dic-23	267	abr-18	-1103	abr-25	135	ago-25	1248
Poblacion por debajo línea de pobreza										
% de población (INDEC y UTDT)	dic-15	26,9%	dic-23	41,7%	abr-18	26,3%	abr-25	33,5%	ago-25	31,1%
PIB mensual (variación % ciclo tendencia anualizada)										
EMAE (INDEC)	dic-15	-4,0%	dic-23	-4,2%	abr-18	-6,9%	abr-25	2,4%	jul-25	-0,2%
Inflación en % mensual										
Indice Precios al Consumidor INDEC	dic-15	5,1%	dic-23	25,5%	abr-18	2,7%	abr-25	2,8%	ago-25	1,9%

Como vimos anteriormente, a partir del resultado electoral aumentaron abruptamente las expectativas de que el gobierno abandone la banda cambiaria. De la mano de la pérdida creciente de reservas internacionales el BCRA aumentó el costo de defender la divisa y sería cuestión de días/semanas que finalmente se decidiera dejar de sostener el tipo de cambio en el techo de la banda.

Pero con la inédita intervención cambiaria y la confirmación del swap de monedas por parte del Tesoro de los Estados Unidos se produjo un nuevo cambio de expectativas, que descartaría el escenario disruptivo. Esto es sin dudas un logro, aunque no debería caerse en la creencia de que es producto exclusivo de una buena relación entre presidentes, sino que hay, por supuesto, motivos geopolíticos profundos que explican la ayuda con condicionamientos todavía por conocer en precisión.

No cometer más errores no forzados.

Todo lo anterior no significa que el gobierno no haya cometido errores en materia económica. Por el contrario, seguramente errores económicos influyeron sobre el resultado electoral. Por ejemplo, la economía venía creciendo fuertemente en la segunda mitad del año 2024 y hasta mediados del primer trimestre de 2025 cuando comenzó a dar muestras de estancamiento. La economía llegó a las elecciones en franco retroceso y ello siempre es un determinante importante en el resultado electoral. De manera estilizada podemos mencionar como errores económicos del gobierno los siguientes:

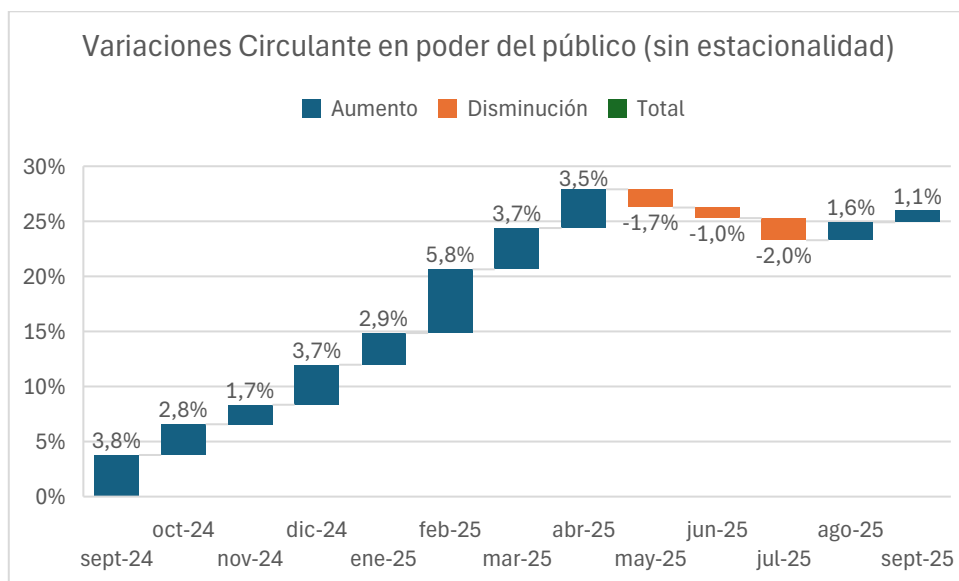
1) A comienzos de este año el anuncio de reducir el ritmo de devaluación mensual (el crawling peg) de 2% a 1% mensual cuando la inflación todavía estaba en un rango de alrededor del 3% mensual. Esto profundizó la apreciación cambiaria real al mismo tiempo que reaparecía el déficit de cuenta corriente, el BCRA comenzaba a vender divisas y con ello aumentaban las expectativas de devaluación. Esta situación finalmente provocó el abandono del esquema del

INFORME MACRO – 13 DE OCTUBRE DE 2025

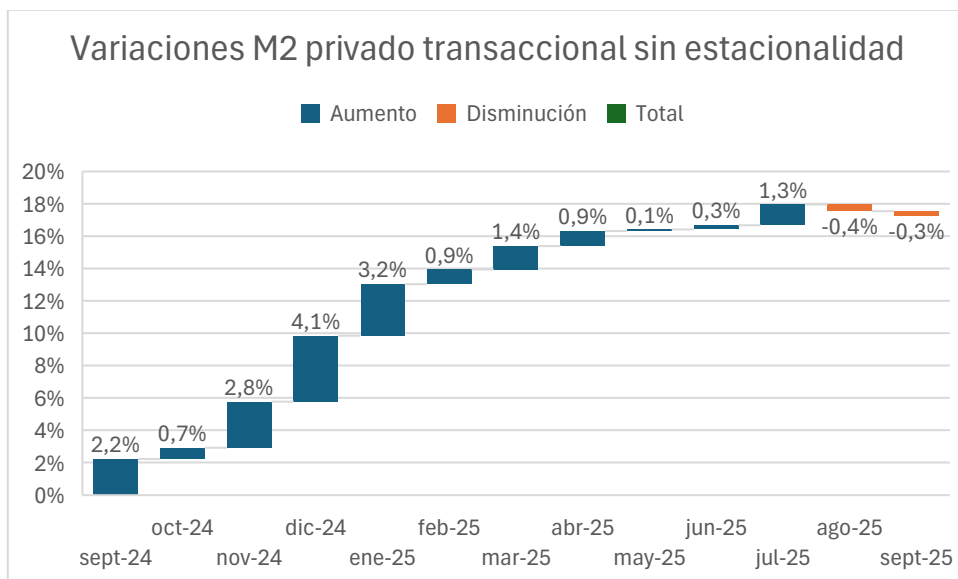
crawling y, a partir del 11 de abril, acuerdo con el FMI mediante (fondos frescos), la implementación de un nuevo esquema cambiario (bandas) y monetario (control del agregado M2 transaccional privado) que generaría la expectativa de restablecer el equilibrio externo.

2) Las buenas expectativas del nuevo esquema chocaron con el discurso del propio presidente Milei, que predecía una continua caída del tipo de cambio por debajo del piso de la banda cambiaria (inicialmente 1000 pesos por dólar). Según el presidente cuando ello sucediera el BCRA no compraría divisas como preveía el acuerdo firmado con el FMI, sino que mantendría la cantidad de dinero fija y ello obligaría a las personas a sacar sus dólares guardados para realizar transacciones corrientes en lugar de los pesos, en lo que dio en llamar “dolarización endógena”. Ni el dólar llegó al piso de la banda ni se empezaron a usar dólares para transacciones corrientes. Lo que sí se logró es que resurgiera la percepción de atraso cambiario ante la “presión” que sufrieran las autoridades económicas por bajar el valor del dólar complaciendo los deseos del presidente, para lo cual se aplicó una política monetaria híper contractiva.

Como se observa a continuación se estancó el aumento del dinero “en la calle” (variaciones del circulantes en poder del público en términos reales y ajustados por estacionalidad)



Y también se detuvo el crecimiento del agregado monetario M2 transaccional privado, elegido por el BCRA para controlar el crecimiento monetario, por ser el más correlacionado con la tasas de inflación (variaciones del M2 transaccional privado en términos reales y corregido por estacionalidad)



Demás está decir que la política monetaria híper contractiva no hizo más que profundizar la caída de la actividad económica en los meses previos a la contienda electoral. Deberían evitarse estos errores no forzados, particularmente no volver hablar de dolarización en medio de un programa de estabilización. Por su parte el efecto sobre la inflación de la política monetaria contractiva habría sido muy acotado. No sólo porque hay algún retraso (*lag*), sino porque el efecto de la política monetaria híper contractiva al mismo tiempo se compensa con el aumento en las expectativas inflacionarias al incrementarse las expectativas de depreciación.

Pensando a futuro

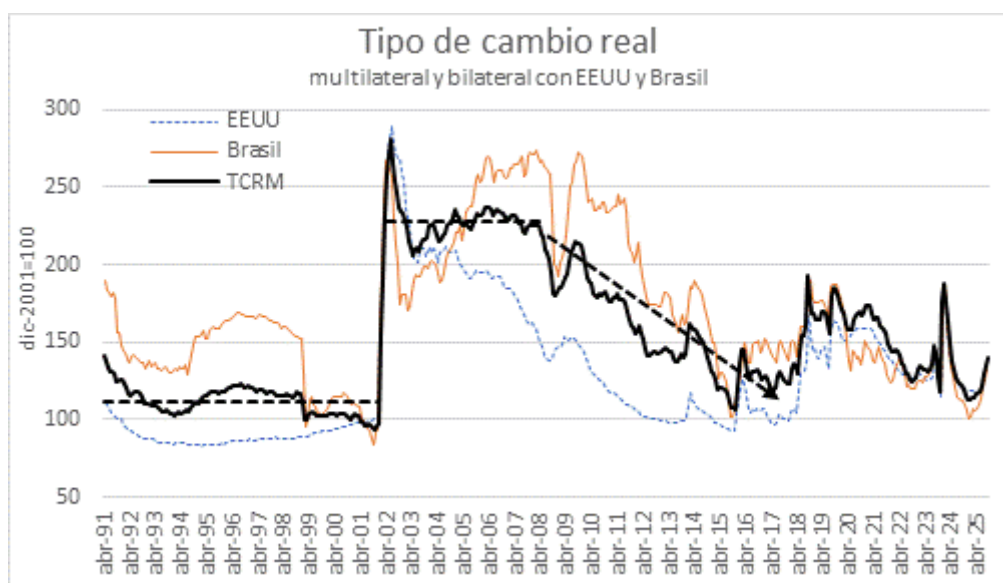
Ahora bien, para que la intervención cambiaria logre revertir las expectativas de manera permanente hay requisitos que deben cumplirse: 1) que sea de magnitud y creíble, 2) que claramente eleve el costo de los ataques especulativos, 3) que además el tipo de cambio se “estacione en un buen equilibrio”, esto es acorde a los *fundamentals*.

Bajo estas premisas, una primera evaluación de la intervención del Tesoro norteamericano, que se hizo efectiva a través de bancos locales, luce creíble y de magnitud por ser de un gigante como lo es el Tesoro de los Estados Unidos que es el país cuyo Banco Central (FED) emite la moneda con la cual se compran los pesos. Esto también eleva el costo de los ataques de aquellos que especulan con la devaluación. Resta evaluar los requisitos para que el tipo de cambio se estacione en un equilibrio “bueno” para que la intervención cambiaria del Tesoro norteamericano y el swap no tengan efectos transitorios que se diluyan en breve. Para eso nos centramos en el nivel al cual podría converger el tipo de cambio real de la economía.

El tipo de cambio real resulta una variable fundamental en una economía “abierta” y “pequeña” como la nuestra, y su nivel está asociado a fundamentos que lo definen. Empezamos caracterizando distintas etapas económicas de las últimas décadas según el nivel y volatilidad del tipo de cambio real: mientras la etapa de la Convertibilidad se caracterizó por un tipo de cambio bajo (peso apreciado), por el contrario, en una primera fase de la

INFORME MACRO – 13 DE OCTUBRE DE 2025

posconvertibilidad se logró sostener un tipo de cambio alto (peso depreciado). No obstante, ninguna de las dos etapas pudo consolidarse. La convertibilidad colapsó cuando se hizo evidente que el tipo de cambio quedaba atrasado, principalmente a partir de la devaluación de la moneda brasileña en enero de 1999. En la primera fase posconvertibilidad, el tipo de cambio real pudo sostenerse en buena medida gracias a los superávits “gemelos”, fiscal y externo. Pero a partir de 2008 comenzó una fase de apreciación real creciente de la mano del abandono de los superávits “gemelos”, y con el afianzamiento de políticas propias de populismo macroeconómico. A partir del gobierno de Macri comenzó una última etapa de extremada volatilidad cambiaria de la mano de la profundización del desorden macroeconómico iniciado en la etapa previa (fuertes déficits fiscales y cuasi fiscales e inflación al borde de la híper).



El gobierno de Milei ha mostrado, no sin dificultades, una mejora sustantiva en el ordenamiento macro, particularmente fiscal y cuasi fiscal. Sin embargo, no resulta todavía claro que nivel de tipo de cambio real podría tener la economía argentina en los próximos años. En el deseo del presidente Milei está un nivel de tipo de cambio real próximo al de la convertibilidad. Ello quedó de manifiesto cuando pronosticó que el dólar tocaría el piso de la banda cambiaria establecida a partir del 11 de abril con el acuerdo firmado con el FMI. Para entender si un tipo de cambio “bajo” (moneda apreciada) es de “equilibrio” debemos analizar los llamados determinantes fundamentales del tipo de cambio de “equilibrio de largo plazo” de los cuales destacamos dos: 1) un tipo de cambio bajo podrá sostenerse si la economía tiene reducidos pasivos externos netos, esto es si en el tiempo no acumula déficits de cuenta corriente porque de lo contrario deberá depreciar su moneda para generar superávit externos con los cuales repagar sus “deudas” (pasivos externos), 2) un tipo de cambio bajo podrá en definitiva sostenerse si es acompañado por aumentos en la productividad de la economía que se traduzcan en aumentos de la producción de bienes transables internacionalmente.

Entonces, para que tengamos un tipo de cambio real bajo de “equilibrio”, esto es un peso apreciado, se requieren consolidar una serie de políticas. Creer que el tipo de cambio real es bajo cuando en realidad faltan consolidar políticas y reformas sustantivas puede conducir a nuevas crisis. A la vez es cierto que las perspectivas a futuro de sectores como la energía y la

INFORME MACRO – 13 DE OCTUBRE DE 2025

minería contribuyen a proyectar mayores exportaciones acordes con una moneda apreciada. Pero todavía hay una transición que atravesar y la experiencia actual indica que no pueden descontarse a pleno esas ganancias futuras. Por otra parte, sería sabio evitar los efectos de la llamada “enfermedad holandesa”, esto es la “desindustrialización” que provoca el efecto de la apreciación cambiaria por el descubrimiento de recursos naturales.

Por todo esto, y en primer lugar, hay que consolidar la reversión del déficit en superávit fiscal. Dado que un déficit en la cuenta corriente refleja el exceso de gasto sobre ingresos de toda la economía, sector privado más sector público, una reversión de déficit a superávit fiscal generalmente contribuye a reducir el déficit de cuenta corriente, y con ello a un tipo de cambio real más bajo de equilibrio.

Pero, además, para sostener una moneda apreciada se requieren de profundas reformas estructurales que consoliden un salto de productividad sustantivo para la economía. Además de estar bien hechas (por ejemplo, evitar fracasos de reformas pasadas como la reforma laboral de los años 90') y con la secuencia adecuada (no abrir la economía en el contexto de un tipo de cambio atrasado) las reformas estructurales requieren ser aprobadas por el congreso nacional. En consecuencia, habrá que esperar al resultado de las próximas elecciones de octubre, dada la retroalimentación entre el resultado electoral y la probabilidad de sostener el resultado fiscal y de implementar en el futuro las reformas estructurales que produzcan un salto en la productividad. De todo esto dependerá el tipo de cambio real acorde a nuestra economía en una próxima etapa.