

# ieNEWS

ISSN 3008-8348

EDICIÓN #132 - SEPTIEMBRE 2025

Serie de flores: Flor de Amapola



**INSTITUTO DE  
ECONOMIA**  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS / UNICÉN

**FCE** UNICEN  
**ECONOMICAS**

## Editorial

---

El Instituto de Economía es un centro de investigación dependiente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires. Desde su creación en 2009, el Instituto ha estado ligado al desarrollo económico local, colaborando con los municipios de la zona y el sector privado.

---

### DIRECTOR

SEBASTIAN AUGUSTE

### STAFF

SERGIO GUTIÉRREZ

DANIEL HOYOS MALDONADO

PATRICIA LAURA RÁBAGO

MARÍA DEL CARMEN ROMERO

SANDRO JOSÉ GUIDI

MARIO RAVIOLI

MARIO SEFFINO

VERÓNICA BAZTERRICA

AGUSTINA SBERGAMO

### SECRETARIA EJECUTIVA

PIERINA FRONTINI

En agosto decíamos que lo más rotundo en términos económicos en el mes fue el derrumbe de la confianza del consumidor y que eso mostraba una preocupación profunda de la gente por la marcha de la economía. También decíamos que no podíamos deducir de esa caída qué es lo que cambió, si la gente empezó a creer que las políticas de Milei no funcionan, o si es que la gente empezó a creer que si a la oposición le va mejor, vuelven políticas que no quieren. La confianza no te dice quién genera la desconfianza, que hoja de la tijera política corta. Lo mismo pasa con la elección. Que el mercado haya reaccionado tan negativamente al resultado no esperado (se esperaban más votos para Milei) te dice que el mercado ve con malos ojos que la gente no apoye a Milei. Pero, ¿el mercado no es la gente? Sí, pero es gente distinta. En el mercado influye gente que no vota, y el votante medio suele no estar en el mercado. Pero, ¿los mercados no se equivocan? Sí, al igual que la gente. Uno podrá decir o pensar que los que mueven el mercado tienen zapatos holgados y no le aprieta como le aprieta al que menos tiene. Pero en el fondo si los que menos tienen no consumen, las empresas que cotizan en bolsa no ganan dinero, y por ende valen menos. Más que esta discrepancia de apretón relativo, lo que pasa es que las expectativas son distintas y se forman de manera distinta. Unos mirando números económicos, otros con el termómetro de lo que dicen todos y lo que me pasa a mí. Hoy hay una preocupación muy grande en el votante medio por los otros, lo más común es oír decir que “hay gente que no llega a fin de mes”. El mercado rara vez se basa en esa información, aunque a veces debería hacerlo más, porque en economía las expectativas juegan un rol muy importante. Si todos creemos que pasará algo, terminará pasando. En estas dos notas analizamos estos temas, con el fin de desafiarlos a reflexionar. A algunos les gustará, a otros no, pero no estamos para escribir notas que gusten o no, sino que los desafíen. Si logramos que a los que les gusta y a los que no la nota les hace pensar, misión cumplida.

Los invitamos a leer dos artículos, y contestamos la preocupación de un lector por el dóar. Esperando que los disfruten, los saluda atte.



**DR. SEBASTIAN AUGUSTE**

Director Instituto de Economía

---

Las opiniones vertidas en esta publicación son de exclusiva responsabilidad de quienes la emiten y no representan necesariamente el pensamiento del Instituto de Economía, de la Facultad de Ciencias Económicas, la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires o sus autoridades. Los contenidos de esta publicación pueden ser reproducidos parcialmente siempre que el extracto vaya precedido por una referencia completa al Instituto de Economía, FCE, UNICEN, seguida de la fecha de publicación del documento. En nuestra Web: <http://www.econ.unicen.edu.ar/ie/> puede suscribirse a este Newsletter. Para consultas o comentarios, escribir a [instituto\\_economia@econ.unicen.edu.ar](mailto:instituto_economia@econ.unicen.edu.ar).

## Escriben en este número



***Dr. Sebastián Auguste***

Doctor en Economía por la Universidad de Michigan, Ann Arbor, EE.UU. y Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires. Es profesor en la Universidad Torcuato Di Tella y Director del Instituto de Economía



***Dr. Daniel Hoyos***

Doctor en Economía (ESADE) y Magíster en Economía de Gobierno (UDES). Profesor Asociado del Departamento de Economía y Métodos Cuantitativos (UNICEN). Área de Especialización:

## Sumario

**P4 - Invasión por pesimismo económico**

**P7 - Sobre el dólar**

**P10 - Usted pregunta, IECON responde**

**P12 - La coyuntura en gráficos**



# Invasión de pesimismo económico

Por Sebastián Aguste

Los datos de confianza al consumidor, riesgo país, cotización del dólar y la actividad económica apuntan solo en una dirección, pesimismo. Las elecciones reforzaron el pesimismo que ya tenía la gente, ahora en el mercado: las cotizaciones de los bonos y acciones cayeron luego de la elección, aún anticipándose que al gobierno no le iba a ir tan bien. Esta vez el mercado llegó más tarde que la gente, la confianza al consumidor y del gobierno había colapsado ya antes de las elecciones.



Cualquier crisis de confianza es problemática en la economía, porque las expectativas son una parte sumamente importante de cómo nos comportamos. La crisis de confianza se traduce en menos consumo, menos inversión y por ende menos actividad económica. En economía sí existe la profecía autocumplida: si todos creemos que nos va a ir mal, nos termina yendo mal.

Muchas veces nuestras crisis de confianza se desataron por movimientos bruscos de los precios de los commodities, por ajustes de tasas a nivel internacional, por pandemias, por corridas de flujos de capitales, por nombrar algunas de las recientes. Esta crisis de confianza no tiene estos condimentos previos. No hubo caída fuerte de precios de commodities, ni pandemia, ni EE.UU. movió fuerte sus tasas. Esta crisis de confianza parece autoinfligida.

En primer lugar, hubo varios yerros del gobierno, más políticos que económicos: la polarización excesiva, la no búsqueda de consensos, los escándalos cripto y de corrupción (que se pueden pensar como menores si se comparan con otros exabruptos del pasado, pero pasó en un gobierno que su bandera era ir contra la casta y sus manejos), el manejo de las jubilaciones y la

discapacidad, etc. En lo económico creo que un yerro importante fue no acumular reservas cuando el dólar estaba en el piso de la banda y el énfasis demasiado excesivo en bajar la inflación a costa de la actividad económica. Mantener el tipo de cambio pisado para bajar más rápido la inflación tenía como contracara pisar la actividad económica. Esta decisión se lo podría adjudicar a un exceso de optimismo del propio gobierno respecto a las elecciones. En ediciones pasadas dijimos que el gobierno prefería ceñirse a su política anti-inflacionaria aunque eso sea rescindir votos por falta de plata. Tal vez lo que no esperaba el gobierno era que iba a rescindir tantos votos, al menos por lo que se vio en la elección de la provincia de Buenos Aires. El propio gobierno instaló que esta elección de octubre es clave y le dio una importancia máxima, y hoy todos están gélidamente pendientes de la misma.

En segundo lugar, esta crisis es autoinfligida por lo que pocos hablan, el rol de la oposición política en nuestro país. La oposición rara vez es constructiva, al menos en nuestro país, y se ha dedicado a minar el campo al gobierno en todo lo que podía. Es un River- Boca donde quedamos presos nosotros, los argentinos de a pie, de sus jugadas políticas y donde poco importa el largo plazo de nuestra economía y nuestro bienestar, sino sacar tajada de lo que se puede. A río revuelto ganancia de pescadores, y viendo sangre en el agua los tiburones se han lanzado. Esto es una segunda daga a la confianza. El plan de Milei requiere reformas estructurales que deben pasar por el Congreso, y por lo visto el Congreso no le va a dar nada, por ahora. En rigor de verdad no es que Milei y su plan requieran reformas estructurales, el país las requiere para salir del pantano. Lo que se ve en la discusión política es: o no hay consenso de la necesidad de estas reformas (el peor escenario) o están jugando para las elecciones y luego vendrá un período de cierta racionalidad política. La tijera tiene dos caras: siento que en esto tiene tanta culpa la oposición como el gobierno, que eligió confrontar. Las ideas de Ernesto Laclau están más vigentes que nunca cuando vemos cómo se hace política en nuestro país.

En tercer lugar, estamos nosotros y lo que se denomina Expectation Effect. Cómo nos sentimos está condicionado por las expectativas previas que generamos. Doy un ejemplo: la Argentina salió segunda en el mundial de Brasil, para la mayoría de los países del mundo era un motivo de festejo y felicidad, para nosotros fue un fracaso. La economía argentina venía muy mal antes de Milei, con un riesgo real de hiperinflación y colapso. Este gobierno arregló varias cosas, logró bajar la inflación muy rápido sin default, sin un aumento fuerte del desempleo, sin recesión económica, sin licuar salarios. Para muchos países esto hubiera sido un gran logro. Para lo que esperábamos, no alcanza. Muchos dicen que este gobierno arregló la macro sin mirar la micro. Me parece una contradicción. La macro es meramente el agregado de los microcomportamientos, sinceramente

no puede existir tal cosa. En notas anteriores decíamos que la pérdida de confianza del consumidor no siempre venía de la mano de noticias económicas, sino de otro tipo de noticias. Un ejemplo de esto son las tarifas de los servicios públicos: todos sabíamos que estaban subsidiadas, y que ese subsidio se pagaba con inflación, y que la inflación es un impuesto a los más pobres, y que por ende teníamos en nuestro país el sinsentido que la gente pobre subsidia a la rica para que pague el gas y la luz barato. Ahora una cosa es entenderlo y otra cosa es luego asumirlo cuando la tarifa sube. Mucho de los cambios de Milei afectaron el bolsillo de la clase media, y tal vez muchos esperaban que los costos de acomodar la economía los iba a pagar esa figura imaginaria y siempre mal definida de “la casta”.

Yo soy de los que piensan que si todos tienen la culpa, nadie tiene la culpa. Por eso en este caso creo que la principal responsabilidad de esta crisis autoinfligida la tiene el propio gobierno. Así debe ser siempre, y así lo debe asumir el gobierno. La pregunta del millón, la que nos hacemos en el barro es: ¿chocó la calecita o se puede arreglar cuando pase el temblor?

Seguramente habrá minorías poco democráticas que gustan de voltear gobiernos. Por algo hemos tenido nuestra historia de inestabilidad política. Al país no le conviene, y creo que en eso somos mayoría. Las urnas dan mensajes. ¿Cuál será el mensaje de esta elección de medio término? ¿acaso queremos volver a las políticas que nos llevaron hasta acá? ¿es el ascenso de Kicilloff y sus ideas económicas lo que viene? ¿Qué le estamos pidiendo a este gobierno que mejore o cambie? El voto es no-positivo, pero no está claro que es lo que no queremos. Aquí es donde los mercados se espantan y por eso vuela el riesgo país y el dólar. Y ojo con pensar que el mercado son otros, somos nosotros, y sino quién está detrás comprando dólares.

Al final del día estamos en manos de nuestros políticos, en quienes depositamos el voto y la confianza. Tanto en los políticos que son oficialistas como los que están en la oposición. Hemos tenido ya demasiadas crisis en nuestra historia, y siempre son muy costosas. Esta crisis de confianza tendrá su correlato en la actividad económica, seguramente empezaremos a ver números rojos.

# Sobre el dólar

Por Sebastián Aguste

El dólar subió para quedarse a un nuevo nivel, eso es innegable. El dólar a 1000 pesos era ficticio. El dólar a 1500 depende. Muchos bramaban por la apreciación del tipo de cambio real, lo cierto es que en economía es muy difícil saber cuál es el tipo de cambio real de equilibrio, porque este tipo de cambio tiene que balancear aspectos futuros de la economía (no es un tema de oferta y demanda de dólares hoy), y esos



aspectos futuros depende de lo que pase a futuro. Si esperamos que a la economía le vaya bien en el futuro, el tipo de cambio real se aprecia (el de equilibrio es más bajo) y si esperamos que le vaya mal se deprecia (es más alto).

Cómo discutimos en notas anteriores, el Central cambió su política monetaria, dejando de fijar el tipo de cambio, y pasando a fijar agregados monetarios. Dijimos que era una política a la cuál no estábamos acostumbrados y que había generado ruido en el mercado, hoy se ve que no fue una buena idea en un año electoral haber hecho este cambio. Si bien la política monetaria ahora es distinta, el Central podría haber comprado dólares en la parte baja de la banda para acumular Reservas. Ex post es claro que no haberlo hecho fue un error. El Central resignó estabilizar el tipo de cambio al medio de las bandas para presionar más la baja de la inflación, y le salió mal. Es cierto que el objetivo del Banco Central es estabilizar precios, pero en una economía pequeña como la nuestra y con elevado passthrough no controlar el tipo de cambio es un problema para la inflación. El tipo de cambio pasó de la banda baja a la alta, casi una devaluación del 40% que todavía no se reflejó en precios, pero sabemos que pronto se acelerarán porque el tipo de cambio los moverá. Entonces, no atender el tipo de cambio y su estabilidad es un error en la política de contención de precios.

El salto en el dólar tiene que ver con un cambio en las expectativas, claramente. La incertidumbre política de las elecciones de octubre no ayuda: sube la demanda de dólares como cobertura y mete más presión al tipo de cambio. El Central vende a futuro para dar esa cobertura, es en parte su rol, la pregunta es si está vendiendo a un precio razonable o barato. Nos pasó en la elección de 2015. El presidente del Central en ese entonces, Alejandro Vanoli, vendió miles de millones de dólares a futuro a un dólar oficial mucho más bajo que el dólar blue, regalados, y luego el Central pagó los costos en pérdidas de reservas.

Cuál será el tipo de cambio de equilibrio post elecciones dependerá de qué pase en las mismas y cómo reaccione el mercado. Peor le va al gobierno, más alto será el tipo de cambio. Y esto no porque el tipo de cambio sea oficialista, el tipo de cambio no vota. Sino porque lo que ancló hasta acá la economía para que se ordene un poco fue el ancla fiscal, y el temor es que se pierda, como ya está en parte pasando con las medidas del Congreso. Al gobierno se le hará más difícil mantener el ancla fiscal, pero además si es más alto el tipo de cambio, el gobierno necesitará más pesos para comprar los dólares que tiene que pagar en 2026 por la deuda. Y además, cuanto más alto es el riesgo país más caro es tomar nueva deuda. Se entra en un círculo para nada virtuoso. De ahí el fuerte interés de Milei de obtener un crédito con el Tesoro de los EE.UU. para romper este espiral negativo de expectativas.

¿Qué cosas puede hacer el gobierno en este momento? En primer lugar, y lo que se ha hecho en el pasado, es contener al dólar para que no suba y que por lo tanto no le cueste tantos pesos al gobierno financiar el pago de intereses y amortizaciones. Es el eterno dilema de nuestro país por no tener una moneda fuerte y tener que endeudarse en moneda extranjera. ¿Cómo se contiene el dólar? Una es aumentando la oferta, para eso el gobierno eliminó retenciones de forma temporaria en una medida extrema para que el campo venda parte de sus stocks, y por eso el gobierno está tras un crédito del Tesoro. La otra es reprimiendo la demanda, lo que conocemos como cepo, que iría en contra de los principios libertarios. Ahora si el gobierno defiende un dólar, digamos 1500, que no es el que el mercado considere de equilibrio post elecciones lo van a correr, y le limpiarán las pocas reservas que le quedan. El peso sin reservas en el Central no vale nada, o puede valer cualquier cosa. Hoy lo están corriendo. ¿Pondrá algún cepo o cepito? Macri los puso, no tuvo reparos. Pienso que Milei se va a resistir más.

Ahora contener al dólar no es la única solución. La forma más fácil de cortar una corrida es dejando correr al dólar, dejándolo flotar. Esa es una solución de mercado que a alguien libertario no le afectaría su pudor. Que valga lo que tiene que valer. Me imagino al presidente pensando, votaron

esto, ahora tengan el dólar que se merecen. La ventaja de este enfoque es que el Central no pierde las pocas reservas que tiene, y post elecciones puede ser un buen escenario, porque se converge al nuevo equilibrio en general con overshooting del tipo de cambio, es decir con una ligera apreciación y con tasas de interés más bajas. Otra ventaja del salto cambiario es que puede motorizar a la economía a través de los productos de exportación y de aquellos productores locales que sustituyen importaciones. Si se queda corto con la devaluación, las tasas son altas, si se pasa de lado con la devaluación, se converge con tasas bajas. Este camino del salto cambiario tiene el problema del salto de precios. Si uno fuera meramente eleccionario, debiera decir que si deja que el tipo de cambio salte, no va a llegar a reflejarse en el IPC antes de las elecciones, pero todos sabemos que esto va a pasar, y pensar que el votante medio va a ir a la urna sólo con el dato oficial del INDEC es un poco naive.

Un salto devaluatorio es ser más pobres, es bajar el salario en dólares, es bajar el precio de nuestros activos en dólares, es ajustar por precios, pero sin rescindir actividad. En una economía que viene sufriendo de falta de actividad, puede que no sea malo.

En economía sabemos que un salto del tipo de cambio tiene un efecto ambiguo en el nivel de actividad. Depende de varios factores. Es expansivo por el lado de la exportación, de la sustitución de importaciones, de bajar costos locales y mejorar la rentabilidad de algunas inversiones. Pero por otro lado tenemos el aumento del peso de la deuda externa (se necesitan más pesos para pagarla) y puede generar una inflación de costos. Una devaluación es más exitosa para fomentar la economía si: a) se resuelve el tema de la deuda y b) hay poco passthrough. Por lo que los dólares del Tesoro también vendrán bien para ese potencial camino, y que la devaluación sea en un contexto que ya luce recesivo es buena porque suele ser menor el passthrough (como ha pasado hasta ahora desde marzo, donde el tipo de cambio le ganó a la inflación).

Ahora lo paradójico de todo esto es que el tipo de cambio ya saltó, la pregunta es cuanto más se necesita para el equilibrio post-elecciones. Cuanto mejor blinde a la economía el gobierno, menor será el tipo de cambio necesario. Para esto necesita dos cosas: financiamiento asegurado (crédito del Tesoro de los EE.UU.) y sostener el superávit fiscal.

Esto nos lleva a la magia de la economía, a veces hay que dejarla un poco sola y sana.

Estaría bueno quedarnos con las cosas buenas de los gobernantes de turno, y que tengamos un presidente que entiende que no podemos vivir con déficit fiscal es bueno. Ojalá esto lo adoptemos como cultura, de vivir con lo nuestro. El ancla fiscal no alcanza, pero ayuda. Le podríamos pedir a la oposición que desde el Congreso colabore, y a las provincias que se ordenen también en lo fiscal.

# Usted pregunta, IECON responde

*Lo invitamos a enviarnos su consulta antes del 10 de cada mes para que nuestro equipo pueda darle una respuesta a sus consultas.*

***instituto\_economia@econ.unicen.edu.ar***



**Julia.** Nos pregunta porqué sube el dólar y hasta cuando

**IECON:** Al aumento del dólar se lo puede ver y explicar desde diversas dimensiones, pero en todas hay un factor común, el aumento de la incertidumbre.

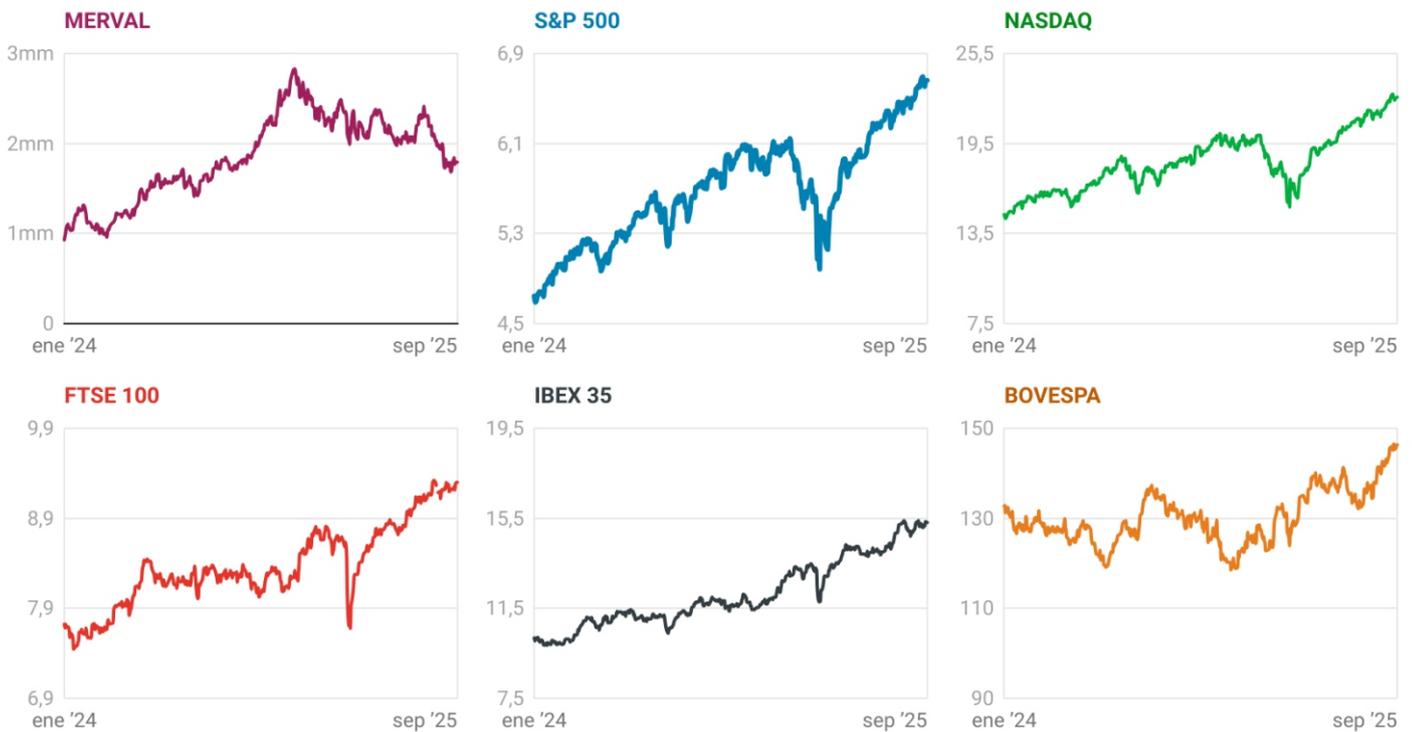
En primer lugar podemos decir que tal vez el dólar arrancaba de muy abajo. Esto es algo que en otros Newsletter hemos discutido, la apreciación real del dólar que estaba haciendo a la Argentina cara. En segundo lugar está la cobertura por las elecciones. Ya es un patrón común en nuestro país en los últimos años cubrirse en las elecciones. Las empresas frenan sus inversiones y buscan pararse en moneda dura, y las personas frenan su consumo y buscan pararse en moneda dura, y todo aquel que tiene un ahorro lo hace, y muchos que tienen depósitos en dólares lo sacan, y muchos que tienen depósitos en pesos lo pasan a dólares. Todo esto porque no confiamos en nosotros mismos, no confiamos en nuestro sistema político. Si la opción A y la B son parecidas, no habría incertidumbre de si gana A o B. Pero este no es el caso de nuestro país, que más allá de estar polarizado políticamente, más grave aún está polarizado económicamente, y no logramos ciertos consensos básicos. Entonces, las elecciones terminan siendo de gran incertidumbre, porque no tenemos ni idea para dónde arranca la cosa después.

El ayudón que vino de afuera permitió descomprimir al dólar. Con esto se debería llegar a las elecciones sin sobresaltos. Además al gobierno le quedan aún otras herramientas, como los controles o cepos. Deberíamos esperar un dólar contenido en las bandas, y luego de las elecciones dependerá. Si el gobierno hace una pésima elección, probablemente el dólar presione la banda superior, y ahí sí el gobierno debería pensar ya en liberar un poco la banda. Si el gobierno hace una elección razonable, para como viene todo, el dólar debería estabilizarse en un valor más bajo, más cerca de 1250/1300. El dólar a 1100 no vuelve más (o no debería)

# La Coyuntura en gráficos

## Evolución de los mercados accionarios entre enero 2024 y septiembre 2025.

Índices bursátiles seleccionados (Argentina, Estados Unidos, Gran Bretaña, España y Brasil)



Elaboración propia en base a Investing.com

Creado con Datawrapper

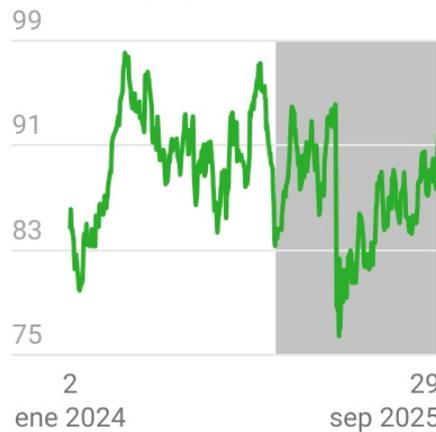
## Evolución de activos financieros seleccionados (ETFs)

enero 2024 a septiembre 2025.

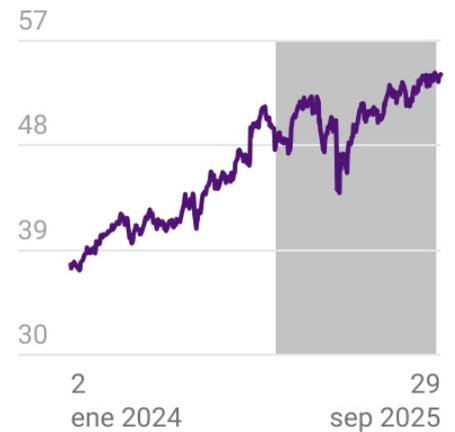
### SPY (S&P 500)



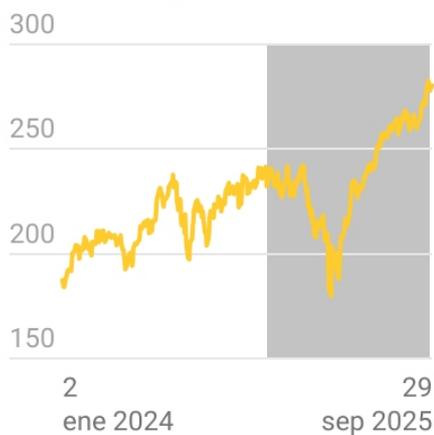
### XLE (Energía)



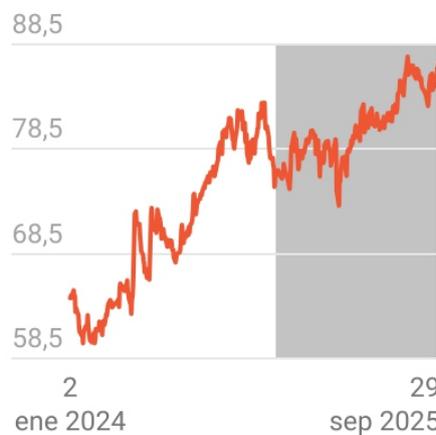
### XLF (Finanzas)



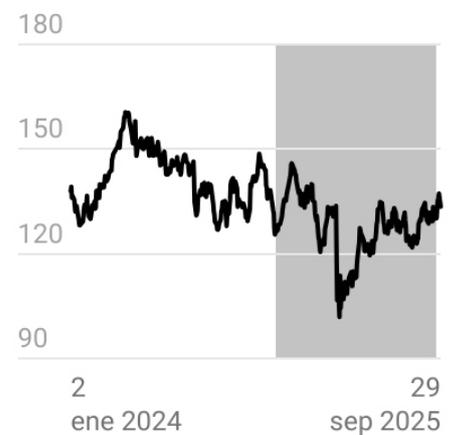
### XLK (Tecnologías de la información)



### XLU (Servicios Públicos)



### XOP (Exploración y producción de petróleo y gas)

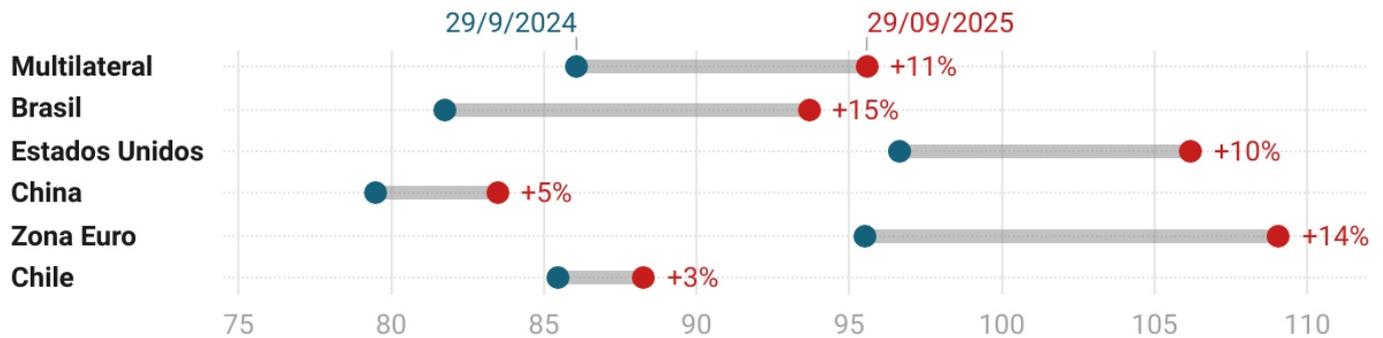


Los ETF (Exchange Traded Funds) son fondos diversificados que replican índices específicos que, a su vez, se proponen representar un determinado segmento del mercado. Fuente: elaboración propia en base a Investing.com.

Creado con Datawrapper

## Tipo de cambio real

base 17-12-2015 = 100 Variación interanual.



Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

Creado con Datawrapper

## Tipo de cambio en Argentina

pesos por dólares estadounidenses - julio 2024 a septiembre 2025

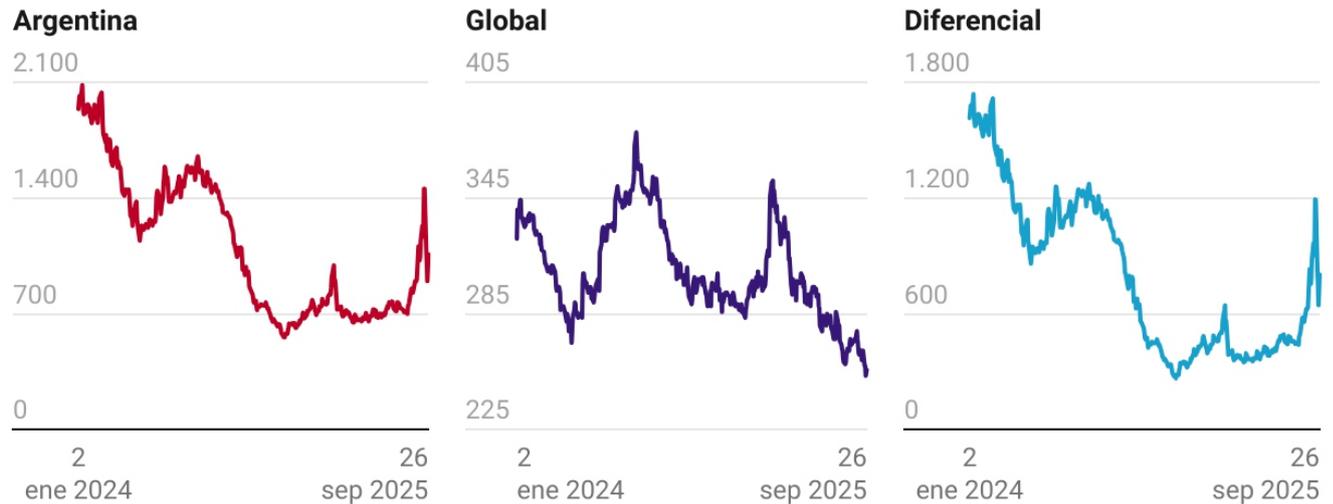


Fuente: elaboración propia en base a ambito.com

Creado con Datawrapper

## Riesgo País: Argentina vs Global

EMBI (Emerging Markets Bonds Index) elaborado por J.P.Morgan Chase. Enero 2024 - septiembre 2025



Fuente: elaboración propia en base a invenomica.com

Creado con Datawrapper

## Variables monetarias seleccionadas

saldos a la fecha indicada en la unidad monetaria de referencia.

Variable	unidad	24/9/2025	22/8/2025	24/9/2024	Var.% m/m	Var.% a/a
<b>Reservas Internacionales</b>	millones de dólares	39.032	41.505	28.241	-6,0	38,2
<b>Base Monetaria</b>	miles de millones de pesos	41.247	44.128	21.841	-6,5	88,9
<b>Depósitos</b>	miles de millones de pesos	171.879	167.183	110.219	2,8	55,9
<b>Préstamos al Sector Privado</b>	miles de millones de pesos	105.194	102.319	47.424	2,8	121,8
<b>M1</b>	miles de millones de pesos	50.349	50.809	34.202	-0,9	47,2
<b>M2</b>	miles de millones de pesos	75.125	75.114	52.278	0,0	43,7

Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Creado con Datawrapper