

La antesala electoral

05 de septiembre de 2025

Economía

El mercado se encuentra expectante a los resultados que dejará la elección del domingo, consciente de que su desenlace servirá principalmente como un anticipo de lo que podría ocurrir en los comicios de octubre. Se trata de una elección cuyo resultado dictará el sentimiento que primará en el mercado en el interín hasta las elecciones nacionales.

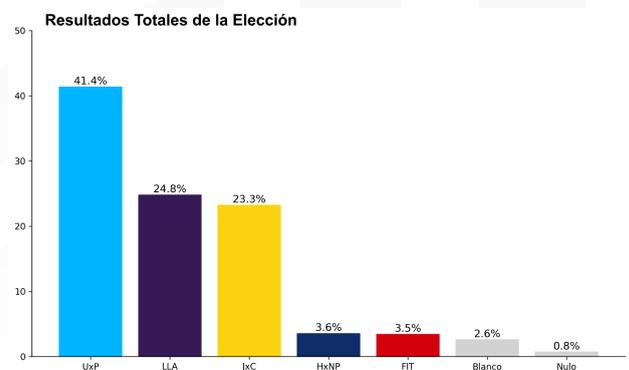
Se trata de una elección importante si consideramos que PBA concentra a 14,3 millones de personas, lo que representa al 37% del padrón electoral del país. Su población se concentra principalmente en la primera y tercera sección, representando el 36% y 35% del total respectivamente. El hecho de que algunas secciones voten diputados y otras legisladores, además de hacerlo en cantidades diferentes, puede hacer que la interpretación de los resultados sea menos evidente. La elección se da en un contexto de incertidumbre y ruido político, con encuestas privadas que no muestran un claro favorito y con el índice de confianza del gobierno (ICG) de agosto para PBA de 33,6% (versus 42,4% a nivel nacional).

Si bien es cierto que la elección de PBA no es en sí misma del todo relevante para la ejecución y futuro del plan económico, su relevancia radica en la información que brinde de cara a octubre, así como el clima que genere hasta ese momento. Su interpretación es la de una suerte de “gran encuesta” que permitirá tener una primera impresión de la valoración de los votantes sobre el rumbo del gobierno, en particular para evaluar si la ciudadanía mantiene su disposición a respaldar las políticas implementadas o si, por el contrario, muestra signos de agotamiento y comienza a retirarle su apoyo.

Naturalmente, la pregunta que surge es qué se considera un resultado favorable, moderado o malo. Si bien ya hay expectativas formadas, que

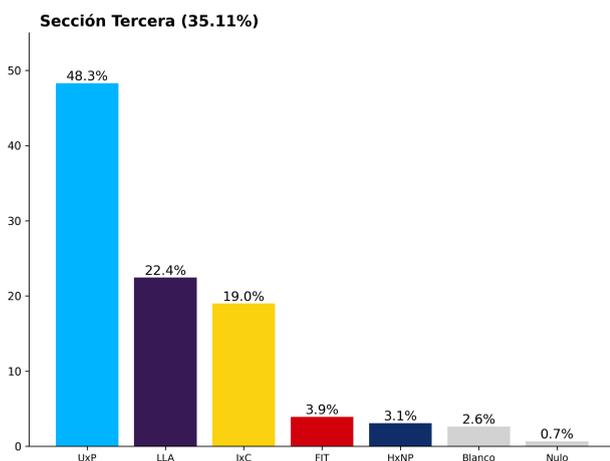
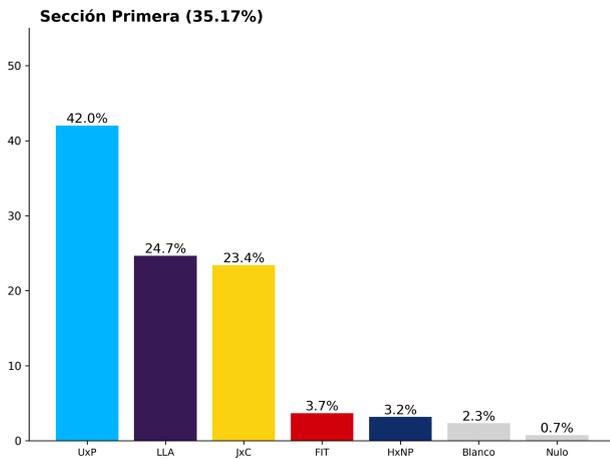
probablemente sean las que configuren esa interpretación, comparar los resultados a las elecciones presidenciales del 2023 (en PBA) parece un enfoque más objetivo, al menos para obtener una referencia contra qué comparar.

En la primera vuelta votaron 10.199.399 personas, no solo para presidente sino que además para gobernador y legisladores provinciales y nacionales. El 41,42% lo hizo por Unión por la Patria (UxP), el 24,84% por La Libertad Avanza (LLA), el 23,28% por Juntos por el Cambio (JxC) y el 10,47% restante se distribuyó en votos a Schiaretti, la izquierda o fueron votos en blanco o nulos. La suma entre LLA (2,5 millones de votos) y JxC (2,4 millones de votos) –una aproximación del voto “anti kirchnerista”– fue del 48,12%, es decir, 4,9 millones de votantes. Los votos obtenidos por LLA en la segunda vuelta fueron de 4,8 millones (49,1%), contra 4,9 millones (47,7%) de UxP.



Al analizar los resultados por sección electoral, puede verse como UxP tuvo una victoria contundente en la primera y tercera (que agrupan al 70% de los votantes), mientras que el resultado, aunque favorable, fue menos holgado en el resto de secciones. Si se agrupan los votos de LLA y JxC, su suma es mayor a los votos obtenidos por UxP para todas las secciones, excepto por la tercera en la que aún así presenta una ventaja de 6,9%. Mientras que en la primera sección obtuvieron el 48,1% de los

votos y en la tercera el 41,4%, en las restantes superó el 50%, llegando incluso al 60% en la sexta.

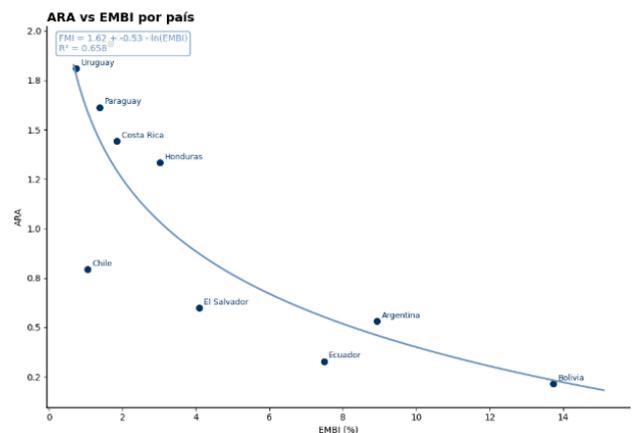


El pesimismo es notorio en el clima preelectoral, los inversores parecen haber adoptado la postura de “pagar para ver” y se muestran cautelosos. Un escenario de victoria, empate o derrota por un margen acotado satisface la expectativa del mercado, que espera una derrota en torno a 5 pp.

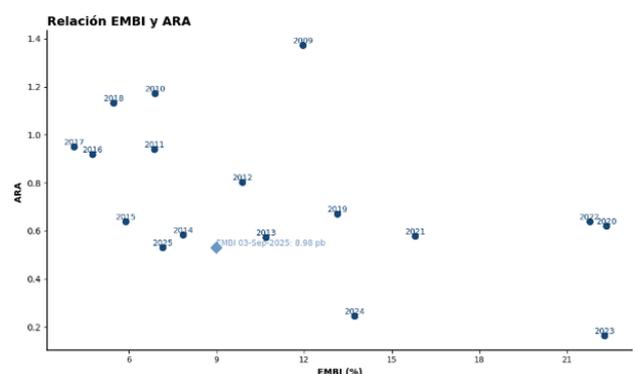
Renta Fija

Tras las elecciones, ¿Habrá una mayor certidumbre sobre el rumbo económico? Tantos rumores, especulaciones e intentos de predicciones, nublan el porvenir tanto del evento electoral del próximo domingo, como del 26 de octubre.

Lo cierto es que el mercado ha reaccionado con pudor previo a las elecciones de la Provincia de Buenos Aires. El riesgo país se incrementó 214 bps a dos meses vista, con lo cual la divergencia con los índices de EM es todavía más grande. **A tal magnitud ha llegado que el GD30 se encuentra 22% rezagado con respecto a sus comparables “high-yield” de otros países.**



En términos históricos, Argentina se encuentra en niveles de EMBI spread entre 2014 y 2012. Más allá del tan aclamado resultado fiscal, y sus diferencias relativas a dichos años, la principal preocupación del mercado parecen ser las Reservas Internacionales, que al fin y al cabo son las que garantizan el re-pago de la deuda.



De este modo, el relato hegemónico sienta en pugna el resultado electoral, y además exige reservas. Aunque, lo que vemos es que hay espacio para seleccionar nuevamente las exigencias y que variables prioriza el mercado a la hora de invertir.

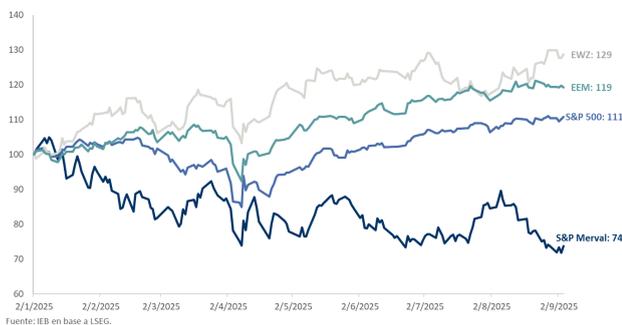
Estadísticamente, entre Argentina y El Salvador hay 450 pbs de diferencia, pero tan solo 0,1 en ARA (una métrica utilizada por el FMI para medir la “performance” de las reservas internacionales).

En fin, la rigurosidad del mercado no parece ser el argumento principal de que el GD35 se encuentre en 62% de paridad. Las elecciones Nacionales, por sí solas, podrían bastar para que Argentina retorne a niveles de Riesgo País cercanos a 500 bps, y lo que suceda en PBA el domingo será tomada como la encuesta con menor margen de error.

Renta Variable

El contexto internacional continuó tornándose desafiante para la renta variable global tras declararse ilegales la mayoría de los aranceles de la administración de Trump, lo que incrementó nuevamente la incertidumbre sobre el déficit de EE.UU. Situación que recayó sobre la corrección que venía experimentando el equity local en agosto, fruto de la temporada de balances y el clima político, que lo llevó hasta su mínimo del 2025. Sin embargo, este número funcionó como soporte interrumpiendo la tendencia bajista y acumulando una caída del 2% para la primera semana del mes.

S&P Merval vs. Indices Comparables (YTD)



No obstante, las expectativas de un posible recorte de tasas por parte de la Reserva Federal en la reunión de septiembre incentivó un flujo positivo hacia la renta variable de países emergentes desde comienzos de año (ver gráfico previo). Situación que

no se vio reflejada en el S&P Merval, el cual mostró un comportamiento contrario basado en factores idiosincráticos a los que luego se sumó la volatilidad asociada a un proceso electoral. **Creemos que un resultado positivo para el oficialismo en las elecciones de la Provincia de Buenos Aires podría revertir la dinámica que viene experimentando el equity argentino, acoplándose al contexto internacional.**

Por otro lado, tuvimos la presentación del resultado anual de IRSA Inversiones y Representaciones (IRSA). Los cuales, evidenciaron una disminución del 19% en su margen EBITDA (ajustado), principalmente como resultado de un aumento de los costos - producto de la apreciación del peso - dado que los ingresos también se incrementaron en un 2,3%.

El segmento con mayor crecimiento y ponderación en los resultados consolidados es el de Centro Comerciales. En este se destaca el aumento de los ingresos, el cual resultó en un aumento del 10% del EBITDA ajustado. Otros aspectos destacados fueron el nivel de ocupación de casi 98% y el aumento de la superficie alquilable tras la adquisición de Terrazas de Mayo, un centro comercial ubicado en Malvinas Argentinas, GBA.

En cuanto al segmento de oficinas, el mismo experimentó un aumento en el precio de alquiler por metro cuadrado, el cual ronda los USD 25,5 en comparación a USD 24,4 del año previo. A lo que se sumó un nivel de ocupación de 96%, reflejando una recuperación con respecto a 2024. Sin embargo, esto resultó en una disminución del 15,8% del EBITDA ajustado dada la menor superficie alquilable tras la venta de una unidad.

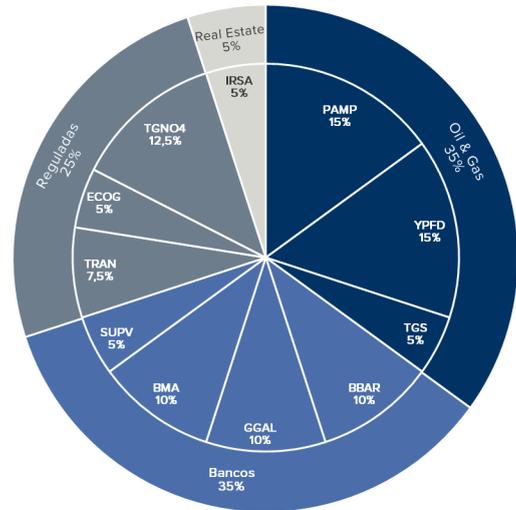
El segmento de hotelería continuó sufriendo el impacto de la reducción del turismo ante una apreciación del peso, reflejando menores ingresos y ocupación. Mientras que en el segmento de ventas y

desarrollo informó un EBITDA ajustado de -USD 16.472 MM frente a los USD 29.731 MM el año anterior.

En cuanto a la situación financiera, el flujo neto de efectivo generado por actividades operativas ajustado (FFO ajustado) se redujo un 63% con respecto al año anterior, lo que junto al incremento del Capex, resultó en un FCF de USD 37.576 MM para el 2025 frente a los USD 187.391 MM de 2024 (-80% a/a). Esto debido a las grandes inversiones que llevó adelante la compañía durante este período principalmente en el segmento de centros comerciales.

Hacia adelante - y teniendo en cuenta el periodo electoral - continuamos con nuestra estrategia y cartera, con expectativas de un escenario base positivo para el oficialismo. Para ello, mantenemos una posición dominante en el sector bancario dado los múltiplos de valuación a los que cotiza (P/BV en torno a 1x), su alta liquidez y su mayor sensibilidad ante variaciones en el nivel de riesgo país y tasas. Seguido por el sector de Oil & Gas, segundo sector con mayor liquidez, el cual creemos ya ha factorizado la contracción en los precios internacionales del crudo.

Finalmente, mantenemos un sector defensivo como es actualmente el Regulado tras la mejora en los flujos de caja futuros ante la recomposición tarifaria ocurrida el año previo. Dejando el remanente en el sector de Real Estate que, como vimos anteriormente, tuvo una temporada de resultados positiva ante la reincorporación de los créditos hipotecarios y el incremento en los créditos personales y prendarios. **De esta forma, nuestra cartera queda compuesta de la siguiente manera:**



GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IEB RESEARCH

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

VALENTIN VEDDA

Analista - Macro

vvedda@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

MATEO MARZANO

Analista - Renta Fija

mmarzano@grupoieb.com.ar

IGNACIO HERNANDEZ MORAN

Research Assistant

ihmoran@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación -

Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.