Argentina Weekly

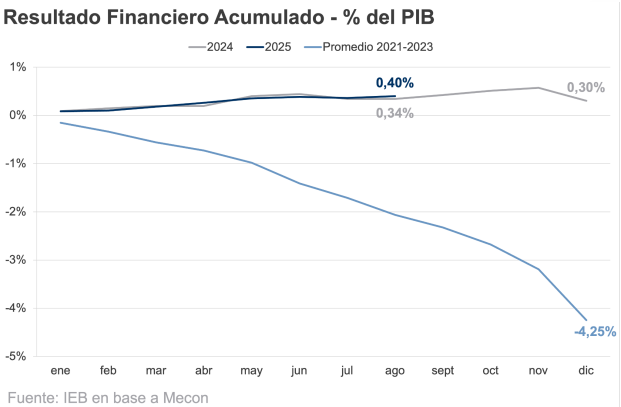
Defendiendo la banda

19 de septiembre de 2025

Economía

El factor político sigue siendo determinante en la evolución de las variables macro. Dado el escenario preelectoral, el mercado no tiene claro qué esquema o tinte político prevalecerá tras las elecciones, por lo que ante la incertidumbre busca cubrirse y alejarse de los activos que percibe como más riesgos.

Desde el Congreso, la oposición logró avanzar con medidas que proponen aumentar el gasto público, lo que implica una amenaza, real o potencial, al ancla fiscal y consecuentemente a la monetaria –el último dato muestra que el Sector Público Nacional registró en agosto un resultado fiscal acumulado del 0,40% del PIB–. El miércoles, los diputados opositores lograron insistir con los vetos a las leyes de financiamiento universitario y emergencia sanitaria, que juntos implican un costo fiscal anualizado de 0,30% del PIB, o ARS 2,03 BB. El proyecto queda ahora en manos del Senado, que originalmente sancionó la ley con 58 votos afirmativos, más de los dos tercios necesarios para insistir con el veto. Por su parte, el jueves los senadores culminaron con la insistencia a la ley de reparto de los ATN, que ya había sido tratada en Diputados.



Fuente: IEB en base a Mecon

La consecuencia de éstas medidas es un deterioro en las expectativas y un aumento en la percepción de riesgo de los activos argentinos; aumenta así la probabilidad asignada a un peso más abundante –por un potencial quiebre del superávit fiscal– y un estado menos solvente, lo que vuelve menos atractiva a la moneda y a la deuda pública. Asimismo, la buena elección de Fuerza Patria en las elecciones de PBA aumentó la probabilidad que el mercado asigna a su éxito político en octubre y en 2027. Estos factores hacen caer la demanda de los activos mencionados, lo que se traduce en una suba del dólar y del riesgo país.

Comprendiendo esto, el anuncio del presupuesto por parte del Presidente, además de ratificar el ancla fiscal –e implícitamente la monetaria–, buscó moderar el tono y aumentar las partidas que los sectores críticos demandaban, para así apaciguar la tensión política.

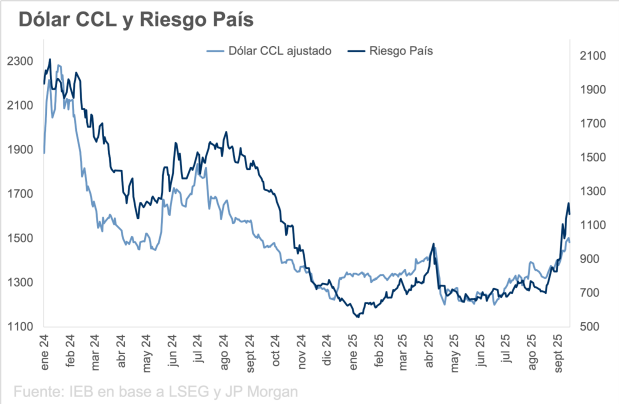
El problema de las expectativas es esencialmente un problema de caída de demanda. En lo monetario, dada una cantidad de dinero –la Base Monetaria Amplia permanece fija en el orden de los ARS 59,1 BB–, se observa una demanda cada vez menor relativamente –el M2 privado transaccional es de ARS 51,2 BB–. Esto desequilibra el mercado de dinero y presiona al nivel de precios al alza, siendo un potencial problema inflacionario. El gráfico refleja el ratio entre oferta sobre demanda de dinero, la suba abrupta de abril corresponde al giro de dividendos del BCRA al Tesoro.

Fuente: IEB en base a BCRA

La respuesta inicial fue un apretón monetario que llevó a las tasas de interés a niveles excepcionalmente altos, al tiempo que se buscaba aumentar la oferta de dólares para contener su precio, mediante la venta del Tesoro y la venta de futuros del BCRA. La política monetaria luego viró a permitir tasas de interés menores –aumentó el stock del BCRA de otros pasivos remunerados, por las simultáneas de BYMA– a costa de una mayor presión sobre el tipo de cambio.

El foco ahora está puesto sobre la capacidad (y voluntad) del BCRA para defender la banda cambiaria, así como la demanda de dólares por parte del mercado. Una hipotética flotación del dólar podría deteriorar aún más las expectativas y alimentar la caída demanda de dinero, lo que generaría inflación aún sin haber emitido pesos (velocidad del dinero).

La evolución del CCL ajustado por inflación refleja que su precio relativo al resto de precios de la economía se abarató desde el comienzo de la gestión. Hubieron ciertos períodos en dónde la tendencia bajista se vio interrumpida, siendo el último entre mediados de junio de 2025 y el presente.



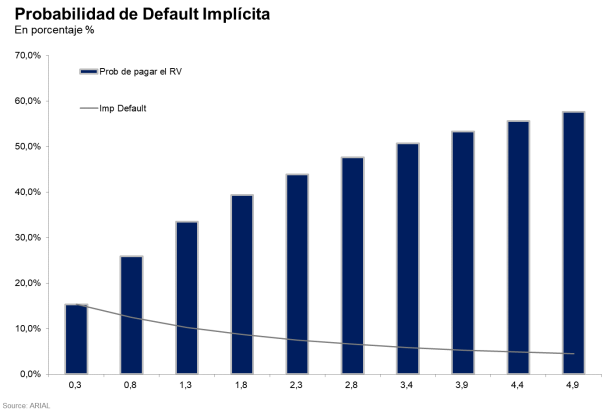
Renta Fija

La incertidumbre prima sobre la percepción de riesgo de los activos de renta fija. Esto se refleja en las paridades tanto de la curva Soberana, como de Globales, que van desde el 64% - GD29- al 46% -GD41-. A su vez, los rendimientos de la curva de BOPREAs van desde el 24%, en el BPB7D, a 19%, para el BPD7D.

El stress de los activos financieros lleva a preguntarnos no solo que escenarios electorales tienen en precios, sino si hay expectativas de un evento crediticio.

Con el dólar en el techo de la banda, la brecha con el MEP ampliándose al 3% ¿Cuánto podrá aguantar el esquema? ¿Alcanzará para las elecciones?

De acuerdo a nuestro modelo de valuación de la curva soberana, la probabilidad implícita de que Mieli finalice su mandato sin un "default" es 40%, mientras que las probabilidades de no pagar el servicio de deuda en enero es 15%. Asimismo, si observamos que piensa el mercado con respecto a la ocurrencia del pago de julio del año que viene, tan solo le asigna un 75%.



Ante expectativas sumamente deprimidas, con los agentes sin ningún tipo de reacción ante medidas de tasa de interés, nuestra recomendación es concentrarse en instrumentos cortos con liquidación en moneda extranjera.

En especial, BPB7D, que es un bono emitido por el BCRA con vencimiento en abril 2026 y rendimiento aproximado de 24,2%. Para perfiles más conservadores vemos valor en NPCAD -Obligación Negociable de CEPU- y LOC2D, que ofrecen

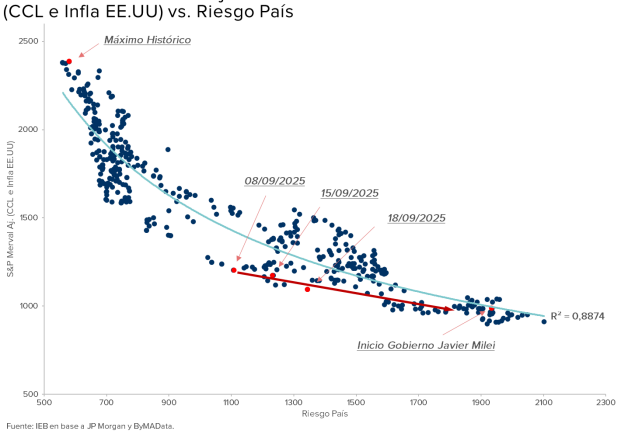
TIREAs cercanas al 7% y vencen en marzo del próximo año y diciembre del actual, respectivamente.

Renta Variable

Esta semana tuvo lugar en Washington la reunión mensual de la Reserva Federal de EE.UU., donde se decidió una reducción de tasas de 25 bps quedando la misma en el rango de 400 - 425 bps. Lo que dió lugar a que los principales índices estadounidenses logren nuevos máximos históricos durante la previa. El S&P Merval, por su parte, escapó a esta dinámica reaccionando a la baja, principalmente motivado por los factores idiosincráticos locales observados en el apartado "Economía".

Dicho contexto continuó incentivando la corrección tanto para el riesgo país como para el S&P Merval durante la semana, lo cual creemos podría mantenerse hasta las elecciones de octubre y de allí, un desenlace abierto de según el resultado de ellas. Esto nos lleva a retomar nuestro análisis sobre la correlación del S&P Merval en dólares con respecto a la deuda soberana.

Correlación S&P Merval Aj.
(CCL e Infla EE.UU) vs. Riesgo País

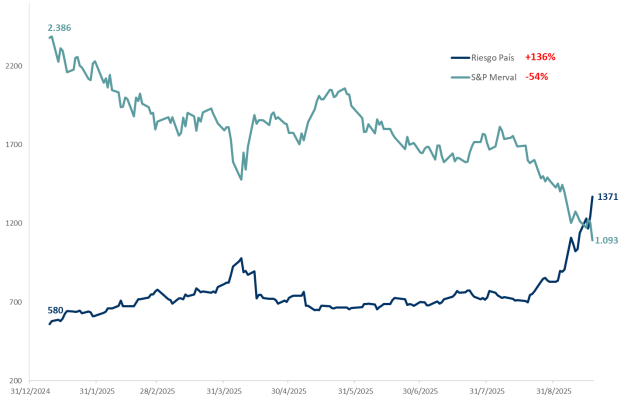


Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMAData.

Aquí mantenemos nuestro análisis compartido en semanas anteriores donde observamos que si bien las acciones casi han retornado por completo a niveles previos a la victoria de LLA en la segunda vuelta de las elecciones presidenciales, la deuda soberana aún no lo ha hecho. Es por ello que creemos que dicho arbitraje vendrá dado por una mayor corrección en la deuda soberana, arbitrando con los valores de S&P Merval observados al inicio del gobierno de Javier Milei, situación que se ve convalidada en las consecutivas fechas señaladas en el gráfico superior.

Así mismo, si observamos la dinámica de ambas variables por separado y desde los máximos históricos alcanzados a principio de año, se puede percibir que el riesgo país ha retrocedido por encima de lo que lo ha hecho el equity.

S&P Merval (CCL Aj. por Inflación) vs. Riesgo País



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMA Data

Teniendo en cuenta este contexto, y a la espera de las elecciones nacionales de medio término, creemos conveniente orientar las inversiones hacia activos de menor riesgo argentino priorizando la preservación del capital. Una alternativa es nuestra cartera de CEDEARs, para aquellos inversores que aún conserven una mirada constructiva sobre el equity internacional o, en su defecto, instrumentos de renta fija, según lo expresado en dicha sección.

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

IGNACIO SNIECHOWSKI
Head of Research
isniechowski@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

NORBERTO SOSA
Director
nsosa@grupoieb.com.ar

VALENTIN VEDDA
Analista - Macro
vvedda@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.