

Cambio de expectativas

24 de septiembre de 2025

El cambio de expectativas entre hoy y el viernes pasado fue tan profundo y contundente, que nos podría llevar a pensar que hablamos de dos países diferentes. El viernes el humor que pesaba sobre el mercado era sombrío, lúgubre y ominoso. Un BCRA vendiendo reservas para sostener el FX en el techo de la banda, el riesgo país disparado, la oposición (y algunos que, hasta no hace mucho, se autopercebían “oficialistas”) despegándose de la foto política y fogueando aún más el enrarecido clima. **La política influía en la macro, y la macro en la política en un “loop” cuya dinámica parecía de difícil resolución.**

Nuevamente la actual administración sorprende en su creativa y virtuosa forma de sacar conejos de la galera. La alineación estratégica que desde el inicio de su gestión marcó el gobierno rindió frutos. El Secretario del Tesoro de EE. UU. salió a “ponerle el pecho” al gobierno y su programa económico con una contundencia nunca antes vista.

En este breve informe nos proponemos repasar rápidamente las novedades y luego centrarnos en las implicancias de ellas.

Hoy por la mañana se conocieron los primeros detalles del resultado de la reunión bilateral entre Milei y Trump de ayer.

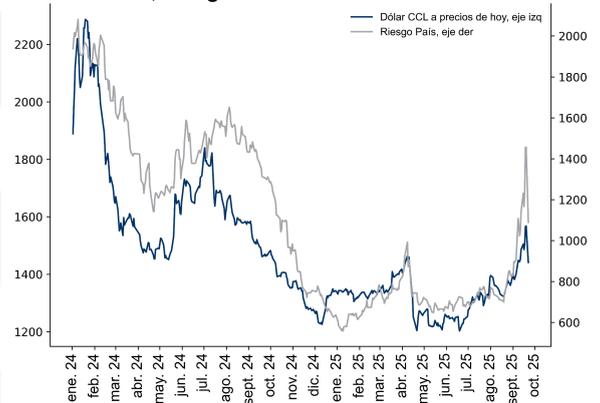
En una publicación en la red X, Scott Bessent brindó algunos detalles, siendo los más significativos:

1. Disposición por parte del Tesoro de EE. UU. para realizar compra de deuda soberana argentina en dólares
2. Negociar un swap de hasta USD 20 BB con el BCRA
3. Línea de crédito contingente (stand-by credit) utilizando el ESF (Exchange Stabilization Fund)

Con este cambio de expectativas ya desde el lunes, el BCRA dejó de intervenir para mantener el FX dentro

de la banda y el tipo de cambio mayorista pasó de cotizar ARS/USD 1475 (techo de la banda) a ARS/USD 1365. Por su parte, el CCL bajó de niveles de ARS/USD 1560 a ARS/USD 1373. El riesgo país también tuvo un giro abrupto, cayendo desde los 1456 pp a la zona de 1000 pp, descenso que continúa dado la positiva reacción de la deuda soberana en la apertura de hoy.

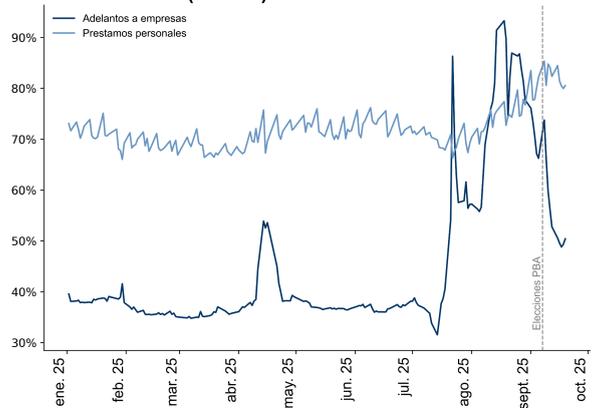
Dólar CCL, Riesgo País



Fuente: IEB en base a Reuters, INDEC y JP Morgan

Este cambio de tendencia en las expectativas aliviana el panorama cambiario y monetario, dando lugar a posibles compras de divisas del Tesoro, potencial baja de tasas vía reducción de encajes y/o baja de la tasa de pasivos remunerados (ruedas simultáneas BYMA).

Tasas Activas (% TNA)



Fuente: IEB en base a BCRA

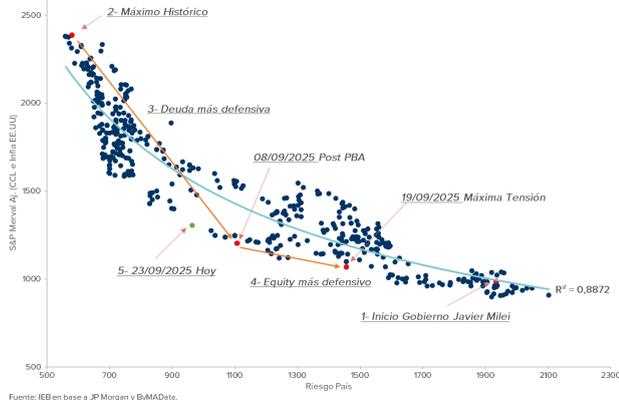
La dinámica que se observa es totalmente la opuesta a la de la semana pasada. El desafío ahora pasa por que este radical cambio de expectativas en “Wall

Street”, pase a “Main Street”; es decir, que el impacto en la economía real se comience a sentir lo más rápidamente posible. **El control del FX y la baja de tasas serán un buen punto de partida.**

Será importante, entonces, prestar atención a la discusión de la ley sobre la reglamentación de DNU y el dato de ICG de la UTDT (se publicará el 29.09).

A continuación pasamos a la estrategia de cómo posicionarnos: La impactante baja del riesgo país; que pasó de niveles de 1.456 al cerrar la rueda del viernes a valores de menos de 1.000 bps hoy ha explicado el fuerte repunte del equity argentino. **El “re-pricing” se da claramente por una fuerte baja en el riesgo y, por tanto, mayor apetito de activos argentinos de riesgo. En este sentido nos parece muy atractivo posicionarse en equity argentino con una proporción de la cartera.**

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



Resulta interesante analizar la cronología que ha tenido la relación S&P Merval (USD CCL) y riesgo país:

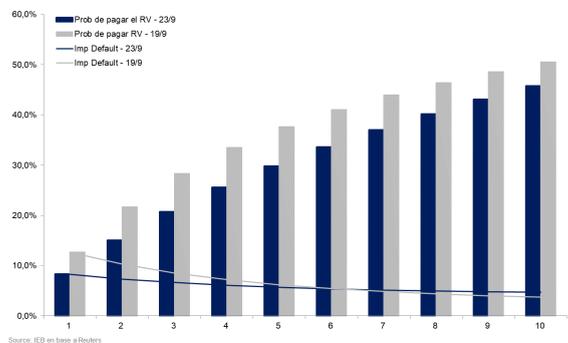
1. Partiendo de una situación de valuación arbitrada al inicio de la gestión Milei
2. Pasamos a máximos históricos, en los cuales el índice operaba ya en zonas de sobre-valuación
3. El fuerte ajuste que tuvo el equity - post elecciones en la PBA- se dió en un contexto de cierta defensividad en la deuda soberana

4. Luego la situación se invirtió: el equity se tornó relativamente más defensivo con un fuerte incremento del riesgo país
5. Hasta llegar al cierre de hoy en el que, aún por debajo de niveles de riesgo país de 1.000 bps, el equity argentino presenta -en este escenario- un potencial de upside mayor que la deuda soberana

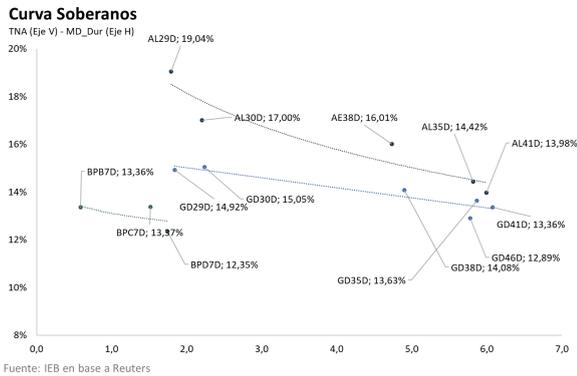
Renta Fija

Uno puede evaluar el riesgo tanto como una métrica constante en el tiempo (Riesgo País) o como las probabilidades de pago de los vencimientos. **Desde la segunda óptica, podemos ver que las probabilidades de un evento crediticio cayeron para los próximos cuatro pagos - hasta el último pago del mandato de Javier Milei en julio del 2027 - aunque, luego se iguala a la que esperaba el mercado previo a los anuncios.**

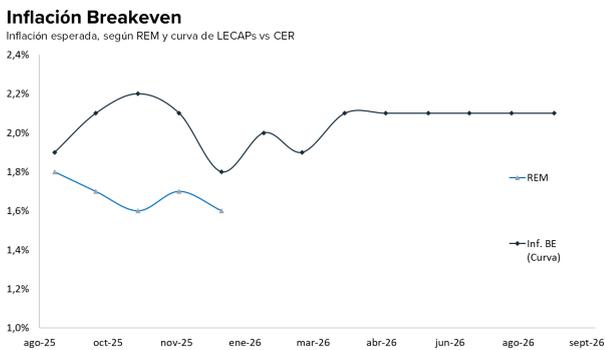
Probabilidad de Default Implícita En porcentaje %



¿Puede el mercado asumir que nuestro riesgo de impago hasta 2027 es equivalente al de los Estados Unidos? Tomando las declaraciones pareciera que esa es la forma adecuada de valorar la deuda soberana, pero no siempre se materializa “pari-passu”. Por eso mismo, a pesar del contundente apoyo, la curva de BOPREAs luce más atractiva - en términos de relación riesgo y retorno - que la de Globales y Soberanos. En este sentido, recomendamos posicionarse en el serie C, con put BCRA el 30 de abril 2027.



Por otro lado, la compresión de los soberanos no se reflejó de igual forma en la curva pesos y CER-L.



Fuente: IEB en base a Reuters

La tasa real, marcada la parte corta de los bonos CER, se encuentra en niveles del 29% y la inflación “break-even” refleja expectativas de desinflación se han apaciguado, dado que cuentan con un piso marcado en 1,9% mensual (25% interanual).

Evaluando una potencial compresión de las curvas, compatibles con una tasa real del 10%, los CER-L largos cuentan con un mayor potencial debido a su mayor sensibilidad ante variaciones en los rendimientos.

Ticker	TIR	TNA 30	TEM	Precio Target	Precio Actual	TIR Actual	Retorno
TZ05	12,4%	11,73%	0,86%	130,24	127,00	29,41%	2,35%
TZ5	11,7%	11,52%	0,93%	1.361,70	1.323,50	29,10%	2,89%
TZ05	11,0%	10,49%	0,87%	227,51	217,70	30,04%	4,64%
TZ06	10,4%	9,96%	0,83%	178,05	167,00	22,91%	6,62%
TZ5	10,3%	9,88%	0,82%	1.612,52	1.500,00	22,93%	7,50%
TZ05	10,2%	9,73%	0,81%	202,62	209,40	21,36%	8,52%
TZ06	10,0%	9,57%	0,80%	118,45	105,50	21,24%	12,28%
TZ06	9,9%	9,51%	0,79%	207,48	183,95	20,41%	12,70%
TZ8	9,8%	9,41%	0,78%	1.784,92	1.031,00	20,56%	15,28%
TZ07	9,8%	9,41%	0,78%	151,58	130,00	20,87%	16,60%
TZ07	9,7%	9,33%	0,78%	287,39	221,05	21,65%	20,86%
TZ07	9,6%	9,22%	0,77%	189,88	158,85	18,32%	19,54%
TZ08	9,6%	9,12%	0,76%	245,05	194,95	18,57%	25,70%
DICP	9,4%	9,01%	0,72%	42.002,45	34.075,00	16,50%	23,26%

Fuente: IEB en base a BVM

Para concluir, creemos que hay opciones para posicionarse en instrumentos dolarizados - como la

curva de BOPREAs o sintéticos a 2026 -, los cuales permiten rendimientos por encima del 12%. De este modo, nos parece sensato invertir en esta dirección sin tomar riesgo en pesos.

Renta Variable

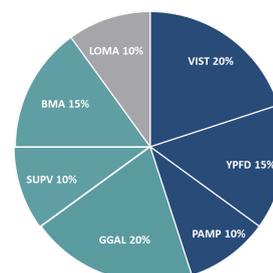
El S&P Merval acumula un alza de casi 18% en dólares desde mínimos del viernes pasado. Aún factorizando esta suba; el índice se encuentra un 10% por debajo de los valores a los que operaba previo a las elecciones en PBA.

S&P Merval (en USD CCL y ajustado por inflación de EE.UU.)



Fuente: IEB en base a S&P y FRED

Como venimos sosteniendo, creemos que habrá una mayor sensibilidad en el sector bancario dado que, es el sector con mayor sensibilidad a cambios en el riesgo potenciado también por el gran volumen que negocian. Consideramos entonces adecuada una cartera que refleje acciones que cuenten con los siguientes requisitos: i) hayan sido fuertemente golpeadas en sus cotizaciones, ii) sean muy sensibles a cambios en el riesgo y iii) presenten un volumen significativo que las haga susceptibles de recibir flujo (condición necesaria que coticen como ADRs):



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.