

Viento de frente (externo)

20 de noviembre de 2025

No ha habido mayores novedades durante la semana en el mercado local. Más allá del dato de inflación, la tranquilidad del FX y estabilidad en las tasas, lo relevante continúa siendo el frente político. El oficialismo continúa enfocado en refinar y alistar los detalles de las reformas a tratar luego del 10 de diciembre.

El panorama no ha sido favorable en el frente externo. Los mercados se encuentran dominados por una creciente presión vendedora y aversión al riesgo. El mercado de renta variable se encontraba frente al desafío que representa el reporte de resultados de un gigante como NVDA. Si bien la misma reportó un buen trimestre y alejó temporalmente los fantasmas de una burbuja en la IA, poco duró el efecto.

Será clave para los activos argentinos como continúe evolucionando el factor externo. Como venimos sosteniendo, nuestra tesis de inversión para Argentina es muy constructiva. La clave será, entonces, que cese el viento de frente.

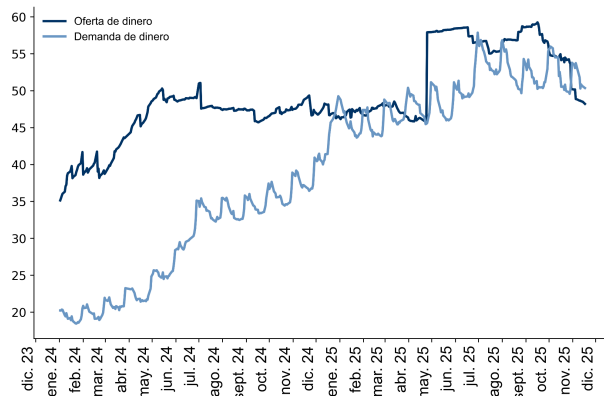
Economía

Al contar con ancla fiscal, el programa económico permite tener control sobre la política monetaria. No es necesario financiar un déficit fiscal aumentando la cantidad de dinero ni el stock de deuda. A partir del ancla fiscal entonces, toma lugar el ancla monetaria. **El equipo económico decidió poner el foco en la cantidad de dinero.**

Eliminado el déficit cuasifiscal, la misma permaneció fija hasta abril del 2025, luego aumentó por una distribución de dividendos del BCRA al Tesoro y finalmente se contrajo al tiempo que la demanda real de dinero se debilitó. En definitiva, **los desequilibrios observados en el mercado de dinero no se dieron por un descontrol de la oferta de dinero, sino por el comportamiento de la demanda.**

Mercado de Dinero

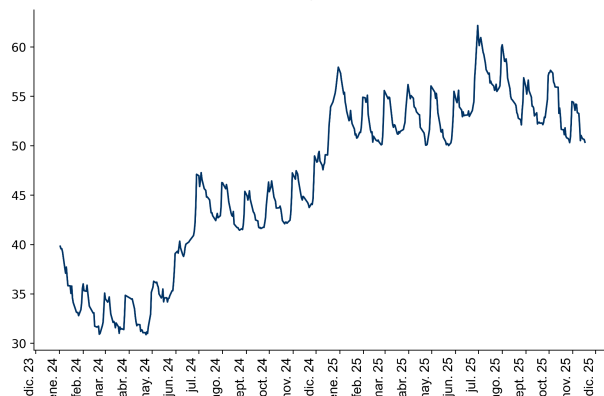
En billones de ARS



Fuente: IEB en base a BCRA

Demanda real de dinero

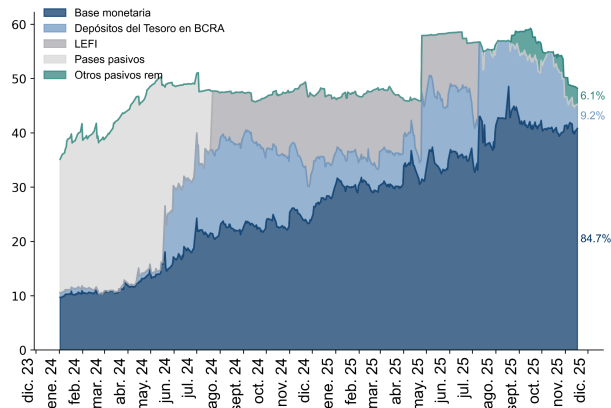
M2 privado transaccional a precios de hoy



Fuente: IEB en base a BCRA, INDEC

Composición oferta de dinero

En billones de ARS



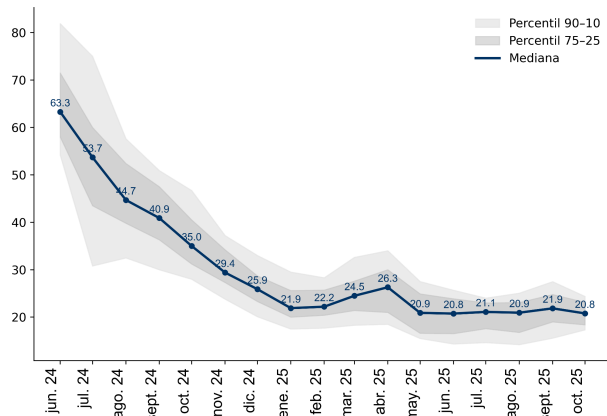
Fuente: IEB en base a BCRA

La caída en la demanda de dinero observada en los meses antes de las elecciones legislativas provocó la respuesta del equipo económico de endurecer aún más la política monetaria. A partir de la destrucción de pesos causada por (i) la compra de

pesos de EEUU, (ii) la venta de dólares del BCRA y (iii) la ganancia de futuros, la oferta de dinero convergió hacia la debilitada demanda. El stock de la oferta es de ARS 48,2 BB y el de la demanda (M2 privado transaccional) ARS 50,4 BB, lo cual representa el 6,1% del PIB aproximadamente. La demanda real de dinero llegó a alcanzar el 14% del PIB, se encuentra en un nivel bajo en términos históricos. **En la medida que se den las condiciones necesarias, la recuperación de la demanda real de dinero impulsaría un aumento de la oferta monetaria mediante la compra no esterilizada de reservas, que se daría en la misma proporción.**

Ahora bien, surge el interrogante de por qué no expanden la oferta de dinero si la demanda se encuentra por encima de ésta. Nuestro diagnóstico es que el equipo económico aún espera que se consolide el aumento de la demanda de dinero, de la mano de un aumento en el nivel de actividad y niveles de tasa de interés más bajos. Asimismo, las expectativas de inflación a 12 meses se muestran rígidas para bajar del 20%, siendo un síntoma de que la demanda real de dinero aún se encuentra débil. Proyectamos que la adopción de una política monetaria laxa tomará lugar cuando las expectativas de inflación sean más favorables.

Expectativas de Inflación a 12 meses (%)



Fuente: IEB en base a BCRA (REM)

Renta Fija en Dólares

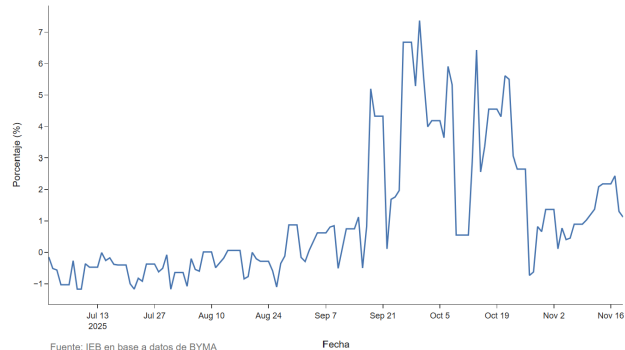
Las emisiones de deuda corporativa alcanzaron máximos en lo que va del gobierno de Javier Milei,

superando los USD 4 BB. De este modo, se dieron varios fenómenos al mismo tiempo que podrían ser interesantes a la hora de rever la estrategia local.

En primer lugar, la alta demanda de CCL y MEP para participar de las emisiones primarias provocó el resurgimiento de la brecha, y el canje -dado que la mayor parte de las emisiones se dieron en Cable. **Por lo que vemos apropiado intercambiar instrumentos MEP y CCL por DLK para aprovechar esta brecha que en nuestra opinión es temporal. Además, en tanto el BCRA comience a acumular reservas, la brecha entre FXs debería cerrarse de “arriba hacia abajo”.**

Brecha

Diferencia MEP - Oficial en %



Fuente: IEB en base a datos de BYMA

En segundo lugar, los montos colocados no permiten que los spreads corporativos comprimen fuertemente y alcancen mínimos anuales. Todavía persisten en niveles cercanos a 450 bps, aunque vemos posible una convergencia hacia la zona de 300 bps, en la parte larga de la curva corporativa.

Spreads

En Puntos Básicos sobre la tasa libre de riesgo



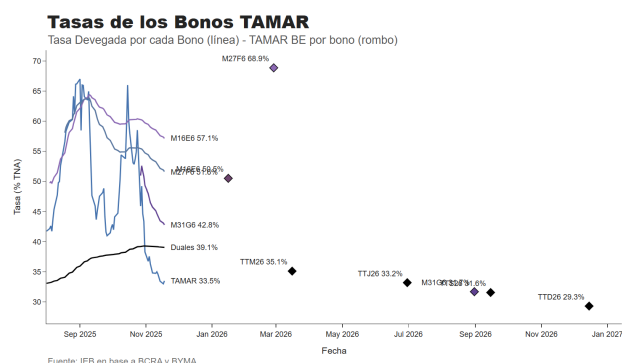
Fuente: IEB en base a Refinitiv

En este sentido, como vemos un mayor potencial de compresión en la parte larga, y con cupones atractivos, en nuestra opinión las obligaciones

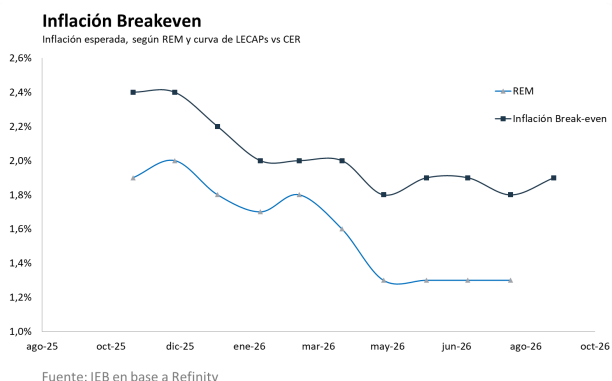
negociables con duración mayor a 5 años, superan en potencial a los soberanos. Volvemos a destacar YM390, YM340 y MGCOO.

Renta Fija en Pesos

Por el lado de la deuda en pesos, consideramos que de corto plazo hay espacio para “carry trade” debido al aluvión de emisiones de obligaciones negociables y la estacionalidad de la demanda de dinero. En especial estimamos que podría estirarse hasta el primer trimestre del 2026, por eso mismo vemos atractivo al TTM26, que hoy devenga una tasa del 39,7% y rinde 3% por encima de la TAMAR.



Por otro lado, vemos que aún el mercado tiene expectativas de inflación elevadas, en comparación con el REM y con las perspectivas del equipo económico.



Por eso mismo, ante una sorpresa a la baja de la inflación, la parte larga de la curva de tasa fija podría comprimir fuertemente. Aunque, el cambio de expectativas podría hacerse esperar ya que las mediciones de noviembre no son esperanzadoras.

Renta Variable

En las últimas semanas comenzamos a ver cierta lateralización en el S&P Merval, luego de un año marcado por una fuerte volatilidad. Vale la pena repasar cómo llegamos hasta aquí dado que a pesar de la fuerte corrección desde principio de año, mantiene un desempeño destacable en la región.

Tras la victoria de LLA a fines de 2023, el mercado inició un fuerte rally que se extendió durante 2024, acumulando un incremento del 166% en dólares en cuestión de un año, logrando superar máximos de 2018 y alcanzando un nuevo máximo histórico en 2025. No obstante, desde allí comenzó un proceso de corrección que lo llevó a niveles observados a mediados de 2024, con algunos repuntes momentáneos, motivado por varios factores:

- El cambio de gobierno en EE.UU., inicialmente interpretado como positivo, pero que luego con las medidas arancelarias anunciadas generó ruido a nivel global, del cual el equity local no quedó exento.
- La relajación de restricciones cambiarias para personas físicas y la victoria de LLA en CABA, mostrando una corta recuperación para el índice.
- La volatilidad política local, con avances y retrocesos pre-electorales, junto al resultado adverso para el oficialismo en PBA, que llevó a los inversores a tomar una posición aún más conservadora de cara a los comicios nacionales.

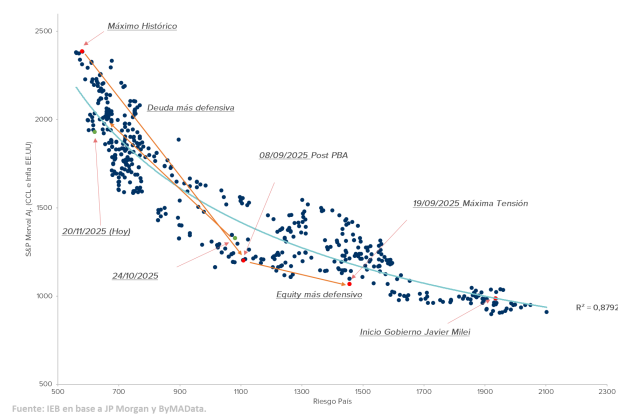
Finalmente, el impacto del 26 de octubre fue claro, con una fuerte recuperación en el mercado local que llevó al S&P Merval a recuperar gran parte de la caída del año en cuestión de una semana.

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



Sin embargo, pasada la euforia inicial, vemos un cambio de estrategia de los inversores hacia una selección de acciones en función de sus fundamentos generando una clara diferencia entre sectores y una lateralización del índice de acciones local, mientras la deuda soberana siguió con un sólido desempeño, lo que llevó nuevamente a un desarbitraje a favor de las acciones. Dicho de otro modo, las acciones volvieron a quedar baratas con respecto a la deuda soberana.

Correlación S&P Merval vs. Riesgo País
USD CCL y ajustado por inflación EE.UU.

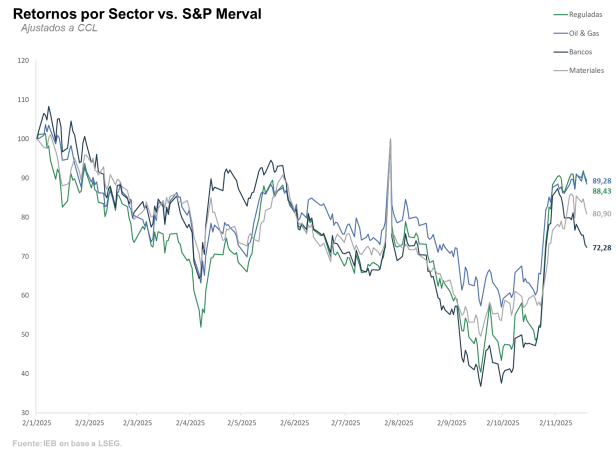


Gran parte de este desvío vemos que se explica por el mal desempeño del sector bancario durante este periodo, dado que el mismo representa cerca del 50% del volumen total operado en acciones argentinas, además de ser el de mayor ponderación en el S&P Merval, lo que limitó el desempeño del índice en general.

La lectura por sectores termina por confirmarlo: la performance de los bancos se distanció

notablemente del de reguladas y Oil & Gas, mientras que materiales quedó más expuesto a la volatilidad del contexto macroeconómico.

Retornos por Sector vs. S&P Merval
Ajustados a CCL



Además de ello, a pesar de que todas las acciones argentinas continúan en el terreno negativo desde comienzos de año, es destacable la defensividad que ha aportado tanto el sector regulado como de Oil & Gas — con justa razón — mientras que Materiales y Bancos fueron los más castigados. Esto, sumado al desvío antes mencionado, deja en evidencia múltiplos de valuación muy atractivos especialmente en los sectores más castigados, cuyos múltiplos se encuentran un 50% por debajo de lo observado en enero 2025. En otros sectores, si bien los múltiplos actuales no son excesivos, consideramos que el potencial de crecimiento justifica las valuaciones vigentes.

¿Qué vemos sector por sector?

Oil & Gas: El sendero de los precios internacionales del petróleo continúa siendo a la baja, con precios estimados para el próximo año en torno a los valores actuales, sin embargo, bajo nuestro punto de vista esto ya se encuentra factorizado en las cotizaciones actuales del sector. Aún así, lo que continúa justificando la inversión en dicho sector en Argentina es el potencial de desarrollo, lo que permite compensar los menores precios con un incremento en la producción, algo que tanto Vista Energy (VIST) como YPF (YPFD) hicieron muy bien en los últimos trimestres. Aquí el punto crítico a vigilar continúa

siendo la ampliación de infraestructura para evacuar una mayor producción.

Bancos: Para esta temporada mantenemos una menor exposición al sector luego del rally post elecciones. Si bien esperamos que el crédito al sector privado siga recuperándose, estimamos un aumento en los NPLs y en consecuencia un incremento de los costos por dicho segmento. A esto se suma la mayor volatilidad de tasas durante el último trimestre, algo que también estimamos estará presionando los ROEs para el trimestre. Dicho esto, luego del 3T el sector vuelve a verse atractivo tanto por múltiplos bajos como por una actividad que estimamos comenzará a recuperarse de la mano de un repunte del negocio bancario.

Reguladas: 2024 fue un año de fuerte recomposición tarifaria, que impactó muy positivamente: mejora de márgenes, mayor generación de caja y reducción de los plazos de cobro de la porción subsidiada. Es un sector, además, con bajo o nulo apalancamiento y defensivo en cuanto a volumen — que sigue el PIB de manera estable —. Esto incluye no solo distribuidoras de gas, sino también generación (CEPU, PAMP) y transporte (TGN, TRAN), donde se observó la misma dinámica. A lo que se suman varios proyectos pendientes por desarrollar.

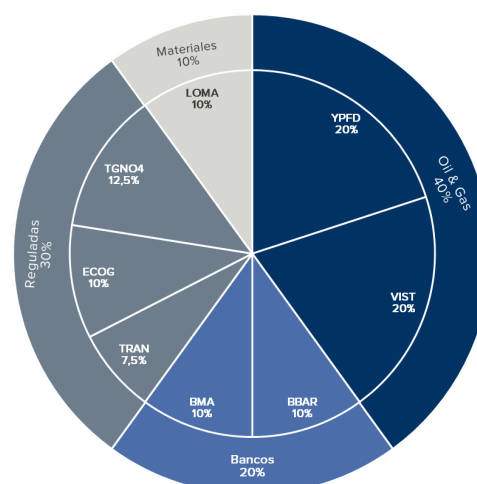
Materiales: Un sector que continúa rezagado, golpeado por la menor actividad y la volatilidad del dólar. Sin embargo, esto deja valuaciones muy atractivas y una elevada capacidad ociosa lista para absorber una recuperación de la demanda ante una mayor actividad. Si bien se vió cierta estabilidad en el 3T, volvimos a ver una recuperación interanual en octubre, algo que ya se venía observando desde comienzos de año.

Real Estate: Mantiene una dinámica similar a materiales mostrando cierto rezago, valuaciones atractivas y buen potencial tanto en precio por metro cuadrado como en comercialización. Los desarrollos todavía no muestran un impacto significativo, lo que deja más espacio para un mayor upside cuando la actividad empiece a normalizarse.

Finalmente, por lo expuesto previamente, decidimos realizar una rotación intrasectorial en bancos, intercambiando Grupo Financiero Galicia (GGAL) por BBVA Argentina (BBAR), ello dado que junto a Banco Macro (BMA) han sabido contener el incremento de NPLs en niveles bajos y estimamos se mantendrá en próximos trimestre, permitiendo sostener los ROEs.

	2T25	1T25	2T24
GGAL			
NIM	20,9%	20,6%	53,0%
ROE	9,5%	8,9%	42,8%
NPL	5,5%	3,6%	2,7%
P/BV	1,62	1,68	1,52
BMA			
NIM	23,5%	23,2%	19,9%
ROE	12,0%	3,8%	5,4%
NPL	2,1%	1,4%	1,2%
P/BV	1,53	1,41	1,45
SUPV			
NIM	20,8%	19,2%	36,3%
ROE	5,8%	3,5%	10,4%
NPL	2,7%	2,0%	0,8%
P/BV	1,41	1,64	1,22
BBAR			
NIM	19,1%	19,2%	44,2%
ROE	7,6%	11,4%	19,5%
NPL	2,3%	1,4%	1,2%
P/BV	1,46	1,76	1,23

Mantenemos una cartera principalmente defensiva a la espera de los resultados del sector bancario la próxima semana, con una fuerte participación en el sector Oil & Gas donde quitamos Pampa Energía (PAMP) para incrementar Vista Energy (VIST) e YPF (YPFD), dos compañías que han mostrando grandes resultados y eficiencia en el último trimestre. Para completar, sostenemos un 30% en el sector regulado y 10% en materiales:



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.